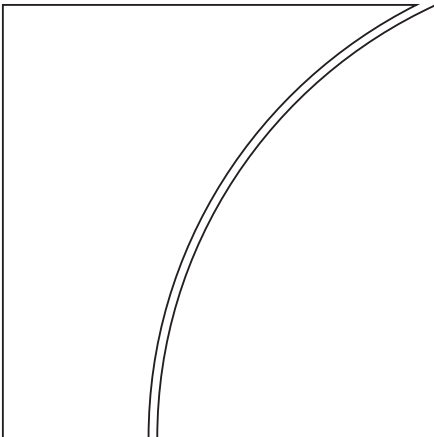




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



84^a Relazione annuale

1° aprile 2013–31 marzo 2014

Basilea, 29 giugno 2014



Disponibile sul sito internet della BRI (www.bis.org/publ/arpdf/ar2014_it.htm).

Publicata anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.

© *Banca dei Regolamenti Internazionali 2014. 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 978-92-9131-539-0 (stampa)

ISBN 978-92-9131-540-6 (online)

Indice

Lettera di presentazione	1
Presentazione dei capitoli a contenuto economico	3
I. Alla ricerca di una nuova bussola	7
L'economia mondiale: il punto della situazione	8
L'economia mondiale attraverso la lente del ciclo finanziario	11
La recessione patrimoniale e le sue conseguenze	11
I rischi macroeconomici e finanziari attuali	13
Le sfide per le politiche economiche	15
Le sfide a breve termine: cosa fare nell'immediato?	15
Le sfide nel più lungo periodo: adeguare l'impostazione delle politiche	19
Conclusioni	22
II. I mercati finanziari internazionali sotto l'incantesimo della politica monetaria	25
L'anno in rassegna: un percorso accidentato alla ricerca di rendimento	25
Le economie emergenti sono colpite da brusche inversioni di rotta	29
Riquadro II.A – Le determinanti dei recenti deprezzamenti valutari nelle EME	32
Le banche centrali lasciano il segno sui mercati finanziari	33
I mercati finanziari ossessionati dalla politica monetaria	34
Riquadro II.B – L'ondata di vendite del 2013 nel mercato dei titoli del Tesoro USA in una prospettiva storica	35
I bassi costi di finanziamento e la volatilità contenuta incoraggiano la ricerca di rendimento	38
III. Crescita e inflazione: determinanti e prospettive	45
La crescita: andamenti recenti e trend di medio periodo	46
Una ripresa più vigorosa ma ancora disomogenea	46
L'ombra lunga della crisi finanziaria	48
Riquadro III.A – La ripresa da una recessione patrimoniale	50
Riquadro III.B – La misurazione delle perdite in termini di prodotto a seguito di una recessione patrimoniale	52
L'inflazione: determinanti interne e internazionali	54
Un migliore ancoraggio delle aspettative di inflazione?	56

Riquadro III.C – La misurazione del prodotto potenziale e del grado di sottoutilizzo della capacità produttiva	57
Una maggiore incidenza dei fattori internazionali?	58
Investimenti e produttività: una prospettiva di lungo periodo	61
L'indebolimento tendenziale della crescita della produttività	64
IV. Il debito e il ciclo finanziario nazionali e mondiali	71
Il ciclo finanziario: una breve introduzione	72
Riquadro IV.A – La misurazione del ciclo finanziario	74
In quale fase del ciclo finanziario si trovano i paesi?	75
Le determinanti del ciclo finanziario nel contesto attuale	77
La liquidità mondiale e le politiche nazionali alimentano i boom del credito	78
Rischi e necessità di aggiustamento	80
Gli indicatori segnalano il rischio di dissesto finanziario	81
Il ritorno a livelli di debito sostenibili	86
Riquadro IV.B – La stima degli indici del servizio del debito	89
V. La politica monetaria pena a ritrovare la normalità	93
Evoluzione recente delle politiche monetarie	93
Riquadro V.A – La forward guidance in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero	97
Le principali sfide per la politica monetaria	100
Scarsa efficacia della politica monetaria	100
Riquadro V.B – L'efficacia della politica monetaria dopo una recessione patrimoniale .	102
Ripercussioni internazionali delle politiche monetarie	102
Riquadro V.C – L'impatto della politica monetaria USA sui tassi ufficiali nelle EME:	
evidenze dalle regole di Taylor	105
Disinflazione inattesa e rischi di deflazione	106
Riquadro V.D – I costi della deflazione: gli insegnamenti dell'esperienza storica	108
Normalizzazione delle politiche	109
VI. Il sistema finanziario a un crocevia	115
Panoramica delle tendenze	115
Settore bancario	116
Riquadro VI.A – La riforma della regolamentazione: novità e attuazione	117
Riquadro VI.B – Trattamento prudenziale delle esposizioni delle banche	
nei confronti di soggetti sovrani	121
Settore assicurativo	122
Credito bancario e finanziamento sul mercato dei capitali	123
Aggiustamenti strutturali nel settore finanziario	125
Cambiamenti nei modelli di business	125
Evoluzione dell'attività bancaria internazionale	127
L'ascesa del settore dell'asset management	128
Riquadro VI.C – Il finanziamento degli investimenti infrastrutturali	130
Qual è la reale solidità delle banche?	131
Le banche in una fase di ripresa dalla crisi	131
Le banche a uno stadio avanzato di boom finanziario	134
Riquadro VI.D – L'efficacia degli strumenti prudenziali anticiclici	136

Organigramma della BRI al 31 marzo 2014	142
La BRI: missione, attività, governance e risultati finanziari	143
Banche centrali membri della BRI	182
Consiglio di amministrazione	184
Situazioni dei conti	189
Relazione del revisore indipendente	263
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	264

Grafici

I.1	I livelli del debito continuano ad aumentare	10
II.1	La politica monetaria accomodante nelle economie avanzate comprime i rendimenti obbligazionari	26
II.2	L'accomodamento monetario alimenta l'assunzione di rischio	27
II.3	L'ondata di vendite nel mercato obbligazionario provoca un temporaneo inasprimento finanziario	28
II.4	Le tensioni nei mercati finanziari si trasmettono alle economie emergenti	30
II.5	Le economie emergenti reagiscono alle pressioni del mercato	31
II.6	I tassi di interesse USA mostrano i primi segni di normalizzazione	37
II.7	Le notizie relative alla politica monetaria USA innescano nuove valutazioni	38
II.8	È intensa l'attività di emissione nei segmenti a più basso rating del mercato ..	39
II.9	Gli spread creditizi si assottigliano malgrado la debolezza della crescita	40
II.10	Le valutazioni azionarie aumentano mentre la volatilità e i premi al rischio calano	41
II.11	La volatilità delle principali categorie di attività si avvicina ai minimi storici ...	42
III.1	Le economie avanzate stanno trainando la ripresa della crescita mondiale	46
III.2	L'espansione del credito nelle EME è ancora vigorosa	48
III.3	La ripresa del prodotto e della produttività è stata lenta e disomogenea	49
III.4	Il risanamento dei conti pubblici nelle economie avanzate è ancora incompiuto	54
III.5	L'inflazione è rimasta contenuta a livello mondiale	55
III.6	Le curve di Phillips dei prezzi e dei salari si sono appiattite nelle economie avanzate	56
III.7	L'inflazione è un fenomeno mondiale	60
III.8	L'inflazione interna è influenzata dalla capacità inutilizzata a livello mondiale ..	61
III.9	I trend degli investimenti divergono	63
III.10	La crescita della produttività e la popolazione in età lavorativa sono in calo ...	65
IV.1	I picchi dei cicli finanziari coincidono di norma con delle crisi	73
IV.2	A che stadio del ciclo finanziario si trovano i paesi?	76
IV.3	Processo disomogeneo di riduzione dell'indebitamento dopo la crisi	78
IV.4	I bassi rendimenti nelle economie avanzate spingono i capitali verso le economie emergenti	79
IV.5	I bassi tassi ufficiali si accompagnano a boom del credito	80
IV.6	Le economie emergenti di fronte a nuovi profili di rischio	84
IV.7	L'influsso degli andamenti demografici sui prezzi delle abitazioni passa da negativo a positivo	87
IV.8	La sostenibilità del debito presuppone una riduzione dell'indebitamento nel mondo intero	88
IV.9	Gli oneri per il servizio del debito sono probabilmente destinati a salire	91
V.1	La politica monetaria rimane globalmente molto accomodante	94
V.2	Nelle economie avanzate maggiori i tassi ufficiali restano bassi e le attività delle banche centrali elevate	95
V.3	Nelle economie avanzate minori l'inflazione è inferiore all'obiettivo e il debito è elevato	96
V.4	Nelle EME le autorità reagiscono alle tensioni di mercato mentre aumentano i timori per la stabilità	99
V.5	Aumenta l'indebitamento globale in valuta estera in presenza di un comovimento dei tassi di interesse a breve termine	103

V.6	Solido ancoraggio delle aspettative di inflazione	107
V.7	I tassi impliciti nella regola di Taylor segnalano il perdurare di venti contrari ...	111
VI.1	La ricapitalizzazione accresce i coefficienti patrimoniali regolamentari delle banche	118
VI.2	Tendenze divergenti del credito bancario	124
VI.3	Ostacoli al credito bancario	124
VI.4	Efficienza e stabilità degli utili vanno di pari passo	126
VI.5	Il profilo geografico dell'intermediazione bancaria internazionale è importante	127
VI.6	Crescono le dimensioni e la concentrazione del settore dell'asset management	129
VI.7	I rating delle banche restano bassi	132
VI.8	Il grado di scetticismo dei mercati differisce a seconda dei sistemi bancari	133
VI.9	I crediti deteriorati assumono andamenti divergenti	134

Tabelle

III.1	Crescita del prodotto, inflazione e saldi del conto corrente	67
III.2	Ripresa di prodotto, occupazione e produttività dalla recente crisi	68
III.3	Posizioni di bilancio	69
IV.1	Gli indicatori di allerta precoce delle crisi bancarie nazionali segnalano rischi per il futuro	82
V.1	Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali	113
VI.1	Il capitale di qualità migliore (CET1) delle banche è aumentato in rapporto alle attività ponderate per il rischio	116
VI.2	Redditività delle maggiori banche	119
VI.3	Redditività del settore assicurativo	122
VI.4	Modelli di business: l'attività bancaria tradizionale riacquista popolarità	126

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 18 e il 20 giugno e si basano sui dati disponibili fino al 6 giugno 2014.

Convenzioni adottate in questa Relazione

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

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

Con il termine “paese” si intendono nella presente pubblicazione gli enti territoriali, compresi quelli che non sono Stati sovrani ai sensi del diritto e della prassi internazionali, per i quali vengono mantenute statistiche separate e indipendenti.

84^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 29 giugno 2014*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare l'84^a Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2014.

L'utile netto di esercizio ammonta a DSP 419,3 milioni, a fronte di DSP 895,4 milioni dell'esercizio precedente. Quest'ultimo dato è stato rettificato a seguito di una modifica dei criteri contabili applicati alle obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro. La modifica è descritta nella sezione "Criteri contabili" (punto 26), a pagina 202, e il suo impatto finanziario nella nota integrativa 3 delle Situazioni dei conti, alle pagine 204-206. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2013/14 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", alle pagine 187-188.

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 120,0 milioni al versamento di un dividendo di DSP 215 per azione, pagabile in una delle valute che compongono i diritti speciali di prelievo oppure in franchi svizzeri.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti DSP 15,0 milioni al Fondo di riserva generale e i restanti DSP 284,3 milioni al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo della Banca per l'anno finanziario 2013/14 sarà pagabile agli azionisti il 3 luglio 2014.

Basilea, 20 giugno 2014

JAIME CARUANA
Direttore generale

Presentazione dei capitoli a contenuto economico

I. Alla ricerca di una nuova bussola

L'economia mondiale ha evidenziato segnali incoraggianti nell'anno trascorso. Permane tuttavia uno stato di malessere, poiché non sono stati del tutto rimossi il retaggio della Grande Crisi Finanziaria e le forze che l'avevano provocata. Per superare tale retaggio, le politiche economiche devono estendere il proprio orizzonte, tradizionalmente incentrato sul ciclo economico. Devono affrontare l'aumento e il declino dei rischi macroeconomici nell'arco più lungo del ciclo finanziario, e abbandonare l'idea che il debito possa costituire il principale traino della crescita. Il ripristino di una crescita sostenibile richiederà politiche mirate in tutte le maggiori economie, sia quelle colpite dalla crisi, sia quelle che la crisi ha risparmiato. Nei paesi più colpiti occorre portare a termine il processo di risanamento dei bilanci e attuare riforme strutturali. L'attuale ripresa dell'economia mondiale offre una preziosa finestra di opportunità da non sprecare. In varie economie risparmiate dai peggiori effetti della crisi la crescita è stata favorita da forti boom finanziari. Qui le politiche economiche devono porre maggiore enfasi sul contenimento dei boom e sulla creazione della capacità di far fronte a un possibile bust; nemmeno queste economie possono permettersi di rimandare le riforme strutturali. In una prospettiva di più lungo periodo, l'attenuazione degli estremi del ciclo finanziario richiede una modifica dell'impostazione delle politiche – fiscali, monetarie e prudenziali – al fine di garantire una risposta più simmetrica nelle fasi ascendenti e discendenti. In caso contrario, il rischio è che l'instabilità si radichi nell'economia globale e che il margine di manovra delle politiche si esaurisca.

II. I mercati finanziari internazionali sotto l'incantesimo della politica monetaria

I mercati finanziari hanno evidenziato un'acuta sensibilità alla politica monetaria, sia effettiva sia attesa. Durante tutto lo scorso anno le condizioni monetarie accomodanti hanno mantenuto la volatilità su livelli contenuti e favorito una caccia al rendimento. Le elevate valutazioni azionarie, i bassi spread creditizi e le abbondanti emissioni di obbligazioni societarie sono tutti segnali di una marcata propensione al rischio degli investitori. A tratti, nello scorso anno, le economie emergenti si sono dimostrate vulnerabili alle mutevoli condizioni internazionali; quelle con fondamentali più solidi se la sono cavata meglio, ma non sono state completamente immuni dagli episodi di turbolenza sui mercati. A metà 2014 gli investitori, alla caccia di rendimento, erano tornati ad assumere rischi crescenti: la maggior parte delle economie emergenti si era stabilizzata, i mercati azionari internazionali avevano raggiunto nuovi massimi e gli spread creditizi continuavano a restringersi. Nel complesso, è difficile non provare un senso di sconcerto di fronte all'attuale sconnesione fra le dinamiche dei mercati e gli andamenti di fondo dell'economia mondiale.

III. Crescita e inflazione: determinanti e prospettive

La crescita economica mondiale è ripresa, grazie soprattutto al contributo delle economie avanzate, mentre l'inflazione è rimasta globalmente contenuta. Malgrado l'attuale recupero, la crescita nelle economie avanzate rimane inferiore alle medie pre-crisi. La sua lentezza non deve sorprendere: la fase di declino dopo un boom finanziario pronunciato si accompagna a una recessione patrimoniale che comporta una ripresa molto più debole rispetto a quella di un normale ciclo economico. Tale debolezza si deve a una serie di fattori: distorsioni dal lato dell'offerta e nell'allocazione delle risorse, ampie eccedenze di debito e di capitale, danni al settore finanziario e un ristretto margine di manovra delle politiche economiche. Nelle economie avanzate gli investimenti in relazione al prodotto sono in gran parte frenati dalla correzione dei precedenti eccessi finanziari e da forze strutturali di lungo corso. Nelle economie emergenti, dove la crescita era stata generalmente vigorosa dopo la crisi, soffiano venti contrari. L'attuale debolezza dell'inflazione nelle economie avanzate riflette non soltanto la lentezza della crescita e il basso grado di utilizzo delle risorse a livello interno, ma anche l'influsso di fattori internazionali. In prospettiva, la chiave per conseguire una crescita più robusta e sostenibile sarà innalzare la produttività.

IV. Il debito e il ciclo finanziario nazionali e mondiali

I cicli finanziari incorporano le interazioni fra le percezioni del valore e del rischio, l'assunzione di rischio e i vincoli finanziari, interazioni che, alimentandosi a vicenda, generano fasi alterne di espansione finanziaria (boom) e contrazione finanziaria (bust). Tali cicli tendono a essere molto più lunghi dei tradizionali cicli economici. I vari paesi si trovano attualmente a stadi assai diversi del ciclo finanziario. Nelle economie più colpite dalla crisi del 2007-09 le famiglie e le imprese hanno iniziato a ridurre il debito, ma in molti casi esso rimane elevato in relazione al reddito. Varie economie meno colpite dalla crisi si trovano invece a uno stadio avanzato di pronunciati boom finanziari, e appaiono pertanto vulnerabili a una recessione patrimoniale nonché, in alcuni casi, all'eventualità di gravi turbative finanziarie. La crescita delle nuove fonti di finanziamento ha inoltre modificato la natura dei rischi. In questa seconda fase della liquidità globale le imprese delle economie emergenti stanno attingendo in misura crescente ai mercati internazionali, correndo così il rischio di perdere accesso al finanziamento al primo segnale di difficoltà. Più in generale, esiste la possibilità che i paesi si trovino a un certo punto prigionieri di una trappola del debito: cercando di stimolare l'economia con tassi di interesse bassi, incoraggiano ulteriormente l'assunzione di debito, finendo per aggravare il problema che volevano risolvere.

V. La politica monetaria pena a ritrovare la normalità

La politica monetaria, rimasta molto accomodante, si è trovata di fronte a varie difficili sfide. Nelle maggiori economie avanzate le banche centrali hanno dovuto fare i conti con una ripresa insolitamente fiacca e con i segnali di una ridotta efficacia della politica monetaria. Le economie emergenti e quelle avanzate aperte di minori dimensioni si sono invece trovate alle prese con episodi di turbolenza sui mercati e con le ripercussioni delle politiche monetarie perseguite nelle economie avanzate maggiori. In queste ultime, le autorità possono tenere in maggiore considerazione gli effetti del loro operato sulle altre economie, e i corrispondenti

effetti di retroazione sulla propria giurisdizione. Un'altra difficoltà che si è posta a varie banche centrali è stata quella di gestire un'inattesa disinflazione. A questo riguardo, la risposta delle autorità deve considerare attentamente la natura e la persistenza delle forze all'opera, così come la ridotta efficacia e gli effetti collaterali della politica monetaria. Infine, in prospettiva, incombe il problema di come calibrare al meglio i tempi e il ritmo della normalizzazione monetaria. La transizione sarà probabilmente un percorso complicato e accidentato, a prescindere da come verrà comunicata. Il rischio di una normalizzazione troppo tardiva e troppo graduale non va sottovalutato.

VI. Il sistema finanziario a un crocevia

Il settore finanziario ha in parte riacquisito vigore dopo la crisi. Le banche hanno rafforzato la propria situazione patrimoniale (principalmente mediante la capitalizzazione degli utili) e in molti casi hanno riorientato i modelli di business verso l'attività bancaria tradizionale. Tuttavia, nonostante una migliore redditività aggregata, molte banche devono fare i conti con le persistenti debolezze di bilancio dovute all'esposizione diretta a prenditori sovraindebitati e all'effetto negativo dell'eccesso di debito sulla ripresa economica, nonché con il rischio di un rallentamento nei paesi che si trovano in una fase avanzata di espansione finanziaria. Nell'attuale panorama finanziario è cresciuta l'intermediazione condotta attraverso i mercati dei capitali, in particolare poiché il costo di finanziamento delle banche ha superato quello di una parte della clientela di imprese. Specialmente le società di asset management hanno conosciuto una rapida espansione negli ultimi anni, divenendo un'importante fonte di finanziamento. Il loro maggiore peso, assieme all'elevata concentrazione dimensionale del settore, potrebbe influenzare le dinamiche dei mercati, e quindi il costo e la disponibilità del credito a imprese e famiglie.

I. Alla ricerca di una nuova bussola

L'economia mondiale si trova ancora di fronte a importanti sfide. Sebbene abbia ricominciato a crescere, non si è affrancata dalla dipendenza dallo stimolo monetario. La politica monetaria sta ancora cercando la via della normalizzazione dopo tanti anni di straordinario accomodamento. Nonostante l'euforia dei mercati finanziari, gli investimenti rimangono fiacchi. Invece di accrescere la capacità produttiva, le grandi imprese preferiscono riacquistare azioni proprie o effettuare fusioni e acquisizioni. E benché le prospettive di crescita a lungo termine siano tutt'altro che allettanti, il debito continua ad aumentare. C'è addirittura chi parla di stagnazione secolare.

Qual è il motivo di tutto ciò? Per comprendere queste dinamiche occorre risalire alla Grande Crisi Finanziaria. La crisi scoppiata nell'agosto 2007 e culminata all'incirca un anno dopo ha segnato un momento decisivo della storia economica. È stata uno spartiacque, dal punto di vista sia economico sia intellettuale: viene ormai naturale dividere gli eventi in pre-crisi e post-crisi. Ha gettato un'ombra lunga sul passato: la crisi non è stata un fulmine a ciel sereno, bensì il prodotto pressoché inevitabile di forze profonde all'opera già da anni, se non addirittura decenni. E ha gettato un'ombra lunga sul futuro: il suo retaggio è ancora ben presente, e condiziona l'avvenire.

Per comprendere le sfide che si pongono oggi all'economia mondiale occorre adottare una prospettiva di lungo periodo. Una prospettiva che vada ben oltre l'orizzonte temporale delle oscillazioni del prodotto ("cicli economici"), dominante nel pensiero economico. Per come sono concepiti e misurati, i cicli economici non si estendono al di là di otto anni. È questo l'orizzonte di riferimento di gran parte delle politiche macroeconomiche, quello che alimenta l'impazienza delle autorità rispetto alla lentezza della ripresa, e che guida la risposta alle domande su quanto impiegherà il prodotto per tornare alla normalità o per quanto ancora continuerà a deviare dal trend. È l'orizzonte sul quale le minime variazioni della produzione industriale, degli indicatori della fiducia di consumatori e imprese o dei dati sull'inflazione sono attentamente analizzate alla ricerca di indizi sull'economia.

Ma questo orizzonte è troppo breve. Le oscillazioni finanziarie ("cicli finanziari") che possono sfociare in crisi bancarie come quella recente durano molto più a lungo dei cicli economici. Per quanto irregolari, tendono a esplicitarsi in media nell'arco di 15-20 anni. Dopo tutto, occorre molta legna per accendere un grande fuoco. Eppure i cicli finanziari possono passare in gran parte inosservati. Sono semplicemente troppo lenti per le autorità e gli osservatori, che focalizzano l'attenzione sulle fluttuazioni a più breve termine del prodotto.

Le conseguenze di un ciclo finanziario possono essere devastanti. Quando la fase di pronunciata espansione finanziaria (boom) lascia il posto a quella di pronunciata contrazione (bust), le perdite in termini di prodotto e di occupazione possono essere ingenti e straordinariamente durature. In altre parole, le recessioni patrimoniali impongono un tributo molto più pesante delle normali recessioni. Le contrazioni finanziarie mettono a nudo le distorsioni nell'allocazione delle risorse e le deficienze strutturali che il boom aveva temporaneamente occultato. Perciò, quando non sono improntate a una prospettiva di lungo periodo, le risposte della politica economica corrono il rischio di risolvere il problema immediato al prezzo di crearne uno maggiore in futuro. A questo riguardo, l'accumulo di debito nell'arco di cicli economici e finanziari successivi diventa un fattore determinante.

La Relazione annuale della BRI di quest'anno esplora tale prospettiva di lungo periodo¹. Nel fare il punto dell'economia mondiale, delinea una cornice all'interno della quale la crisi, la risposta delle politiche economiche e il retaggio della crisi stessa assumono un ruolo di primo piano. La prospettiva di lungo periodo integra quella tradizionale focalizzata sulle oscillazioni a più breve termine del prodotto, dell'occupazione e dell'inflazione, dove i fattori finanziari rivestono tutt'al più un ruolo di secondo piano.

Il messaggio è semplice. L'economia mondiale ha evidenziato molti segnali incoraggianti nell'ultimo anno. Ma sarebbe imprudente pensare che si sia già scrollata di dosso lo stato di malessere post-crisi. Il ritorno a una crescita sostenibile ed equilibrata potrebbe restare un miraggio.

Il ripristino di una crescita sostenibile richiederà politiche economiche di ampio respiro. Nei paesi colpiti dalla crisi è necessario porre più enfasi sul risanamento dei bilanci e sulle riforme strutturali, e relativamente meno sullo stimolo monetario e fiscale: il lato dell'offerta è cruciale. La bontà delle politiche non consiste tanto nel cercare di pompare la crescita a tutti i costi, quanto nel rimuovere gli ostacoli che la frenano. La ripresa dell'economia mondiale offre una preziosa finestra di opportunità da non sprecare. Nelle economie risparmiate dai peggiori effetti della crisi, ma che sono cresciute sulla scorta di forti boom finanziari, è necessario porre maggiore enfasi sulle politiche volte a contenere i boom e a creare la capacità di far fronte a un possibile bust. Particolare attenzione meritano le nuove fonti di rischi finanziari, collegate alla rapida espansione dei mercati dei capitali. Anche in queste economie le riforme strutturali sono troppo importanti per essere rimandate.

C'è un filo conduttore in tutto questo. In gran parte, le cause del malessere post-crisi sono quelle della crisi stessa, e risiedono in un'incapacità collettiva di venire a patti con il ciclo finanziario. Per rimediare a questa incapacità è necessario adeguare l'impostazione delle politiche – fiscali, monetarie e prudenziali – al fine di garantire una risposta più simmetrica nelle fasi ascendenti e discendenti. E bisogna abbandonare l'idea che il debito possa essere il principale traino della crescita. In caso contrario, il rischio è che l'instabilità si radichi nell'economia globale e che il margine di manovra delle politiche si esaurisca.

Le successive sezioni del capitolo tastano il polso dell'economia globale, forniscono un'interpretazione degli andamenti attraverso la lente del ciclo finanziario, valutano i rischi a venire e infine elaborano le implicazioni sul piano delle politiche economiche.

L'economia mondiale: il punto della situazione

La buona notizia è che la crescita ha segnato una ripresa nell'anno trascorso e vi è l'aspettativa generale di un ulteriore miglioramento (Capitolo III). In base alle proiezioni, la crescita del PIL mondiale dovrebbe infatti avvicinarsi ai tassi prevalenti nel decennio pre-crisi. Le economie avanzate (EA) hanno riacquisito slancio, nonostante le economie emergenti abbiano in parte rallentato il passo.

Nel complesso, tuttavia, il periodo post-crisi è stato deludente. Per gli standard dei normali cicli economici, la ripresa è stata lenta e debole nei paesi colpiti dalla crisi. In questi stessi paesi la disoccupazione è ancora ben al di sopra dei livelli pre-crisi, malgrado una recente flessione. Le economie emergenti (EME) si sono affermate

¹ Cfr. anche J. Caruana, "Global economic and financial challenges: a tale of two views", lezione alla Harvard Kennedy School di Cambridge, Massachusetts, 9 aprile 2014, e C. Borio, "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *BIS Working Papers*, n. 395, dicembre 2012 (di prossima pubblicazione nel *Journal of Banking & Finance*).

come principale motore della crescita post-crisi, rimbalzando vigorosamente fino al recente indebolimento. Nel complesso, sebbene la *crescita* del PIL mondiale non sia molto lontana dai tassi degli anni duemila, la sua *traiettoria* continua a essere inferiore a quella pre-crisi. Non abbiamo recuperato il terreno perduto.

Le prospettive di crescita nel più lungo periodo, poi, sono tutt'altro che rosee (Capitolo III). Nelle EA, specie quelle colpite dalla crisi, la crescita della produttività durante la ripresa è stata deludente, aggiungendosi a un calo tendenziale di lungo periodo. Finora la produttività ha evidenziato migliore tenuta nelle economie meno colpite dalla crisi, in particolare le EME, dove non si ravvisa in genere un analogo calo di lungo periodo. Ciò detto, soffiano forti i venti contrari degli andamenti demografici, e non soltanto nelle economie più mature.

E l'inflazione? In varie EME rappresenta ancora un problema. Ma in generale è rimasta bassa e stabile, e questa è una buona notizia. Al tempo stesso, in alcune economie colpite dalla crisi, ma anche altrove, l'inflazione si è collocata sistematicamente al di sotto dell'obiettivo. In alcuni casi sono stati espressi nuovi timori di deflazione, in particolare nell'area dell'euro. Più avanti vedremo se e quanto sia legittimo preoccuparsi.

Dal lato finanziario, il quadro che si staglia è assai eterogeneo.

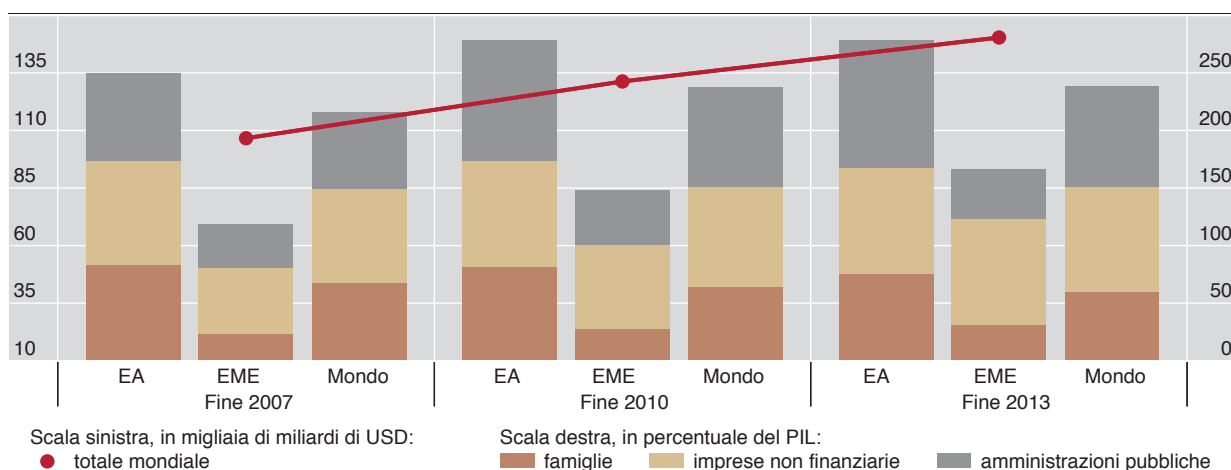
I mercati finanziari hanno mostrato grande vivacità nell'anno trascorso, almeno nelle EA, ballando perlopiù al ritmo delle decisioni delle banche centrali (Capitolo II). La volatilità dei mercati azionari, obbligazionari e valutari è sprofondata ai minimi storici. Ovviamente, gli operatori di mercato non stanno scontando pressoché alcun rischio. Nelle EA ha preso piede una caccia al rendimento sostenuta e generalizzata e gli spread creditizi si sono ristretti. La periferia dell'area dell'euro non ha fatto eccezione. I mercati azionari si sono spinti al rialzo. Nelle EME, tuttavia, questa corsa è stata molto più accidentata. Al primo indizio di una possibile normalizzazione della politica della Federal Reserve nel maggio dello scorso anno, i mercati emergenti hanno subito uno scossone, così come i loro tassi di cambio e i prezzi delle attività. Tensioni analoghe sono riaffiorate in gennaio, questa volta più per effetto di un cambiamento delle percezioni riguardo alle condizioni nelle stesse EME. Ma da allora il clima di mercato è migliorato sulla scia di una risposta risoluta delle politiche e una rinnovata ricerca di rendimento. Nel complesso, è difficile non provare un senso di sconcerto di fronte all'attuale sconnessione fra le dinamiche dei mercati e gli andamenti di fondo dell'economia mondiale.

La salute del settore finanziario è migliorata, ma le cicatrici rimangono (Capitolo VI). Sotto la forte pressione dei mercati e della regolamentazione, le banche nelle economie colpite dalla crisi hanno fatto progressi sul fronte della ricapitalizzazione, in ampia misura attraverso utili non distribuiti e nuove emissioni. Ciò detto, in alcuni paesi permangono dubbi circa la qualità degli attivi e l'effettiva entità del risanamento dei bilanci. Non sorprende che la relativa debolezza delle banche abbia favorito un'importante espansione dei mercati delle obbligazioni societarie come forma alternativa di finanziamento. Altrove, in molte economie meno colpite dalla crisi e sulla scia di una rapida crescita del credito, i bilanci appaiono più solidi, ma in alcuni casi hanno cominciato a deteriorarsi.

I bilanci del settore privato non finanziario sono stati profondamente influenzati dalla crisi e dalle tendenze che l'hanno preceduta (Capitolo IV). Nelle economie colpite dalla crisi l'espansione del credito a questo settore è stata lenta, ma i rapporti debito/PIL rimangono generalmente elevati, anche se in alcuni paesi si sono ridotti. All'altro estremo, diversi paesi risparmiati dalla crisi, in particolare EME, hanno sperimentato forti espansioni del credito e dei prezzi delle attività, che solo di recente hanno rallentato il passo. A livello mondiale, il debito totale del settore privato non finanziario è aumentato del 30% circa dallo scoppio della crisi, spingendo verso l'alto il rapporto con il PIL (grafico I.1).

I livelli del debito continuano ad aumentare

Grafico I.1



Il campione "Mondo" comprende: Arabia Saudita, area dell'euro, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Corea, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Stati Uniti, Sudafrica, Turchia e Ungheria. EA = economie avanzate; EME = economie emergenti.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Desta particolare preoccupazione il ristretto margine di manovra delle politiche macroeconomiche.

La politica di bilancio rimane generalmente sotto tensione (Capitolo III). Nelle economie colpite dalla crisi i disavanzi pubblici sono lievitati per effetto di un crollo delle entrate, di misure eccezionali di stimolo all'economia e, in alcuni casi, di salvataggi bancari. Più di recente vari paesi hanno imboccato la strada del risanamento. Ciò nonostante, i rapporti debito pubblico/PIL sono ulteriormente aumentati e in diversi casi appaiono collocarsi su una traiettoria insostenibile. Nei paesi non colpiti dalla crisi il quadro è più eterogeneo: i rapporti debito pubblico/PIL sono persino scesi in alcuni casi, mentre in altri sono aumentati, ma partendo da livelli molto più bassi. Il debito complessivo dei settori pubblici delle economie del G7 è cresciuto di quasi 40 punti percentuali, portandosi al 120% circa del PIL nel periodo post-crisi e contribuendo in misura decisiva all'aumento di 20 punti percentuali del rapporto fra debito complessivo (pubblico e privato) e PIL a livello mondiale (grafico I.1).

La politica monetaria sta saggiando i propri limiti (Capitolo V). Nelle economie colpite dalla crisi e in Giappone essa è stata straordinariamente accomodante. In presenza di tassi ufficiali prossimi o uguali allo zero in tutte le principali monete internazionali, le banche centrali hanno allentato ulteriormente le condizioni ricorrendo a politiche di forward guidance e di aggressiva espansione dei propri bilanci, ad esempio tramite acquisti su larga scala di attività finanziarie e l'offerta di prestiti a lungo termine. Mai prima d'ora le banche centrali si erano spinte così lontano. La normalizzazione dell'orientamento di politica monetaria è a malapena cominciata. Anche in altri paesi i tassi di interesse post-crisi sono stati assai bassi e le banche centrali hanno vigorosamente dilatato i propri bilanci, in questo caso per effetto degli interventi nei mercati dei cambi. Principalmente in risposta alle turbolenze di mercato, varie banche centrali delle EME hanno innalzato i tassi nell'anno trascorso.

L'impressione generale è che l'economia mondiale si stia riprendendo, ma che resti sbilanciata. La crescita è ritornata, ma le prospettive a lungo termine non sono incoraggianti. I mercati finanziari sono euforici, ma i progressi nel rafforzamento

dei bilanci bancari sono stati disomogenei e il debito privato continua ad aumentare. Le politiche macroeconomiche dispongono di uno scarso margine di manovra per far fronte agli inconvenienti che potrebbero presentarsi inattesi, compresa una normale recessione.

L'economia mondiale attraverso la lente del ciclo finanziario

Come siamo giunti a questa situazione? Quali sono i rischi macroeconomici che ci attendono? Per rispondere a queste domande, occorre studiare la natura della passata recessione e la successiva risposta delle politiche economiche.

La recessione patrimoniale e le sue conseguenze

Il prologo della Grande Recessione è noto. Un boom finanziario di vaste proporzioni sviluppatosi in un contesto di inflazione bassa e stabile, portato all'ennesima potenza – come spessissimo in analoghi episodi del passato – dall'innovazione finanziaria. Il credito e i prezzi degli immobili si erano impennati, dimentichi della blanda recessione dei primi anni duemila, galvanizzando una volta di più la crescita economica (Capitolo IV). Il morale era alle stelle. Si parlava di Grande Moderazione, nella convinzione generale che i responsabili delle politiche fossero finalmente riusciti ad addomesticare il ciclo economico e svelare i segreti più reconditi dell'economia.

La recessione che seguì mandò in frantumi questa illusione. Quando il boom finanziario si trasformò in bust, scoppiò una crisi finanziaria di rare proporzioni. Il prodotto e il commercio mondiali crollarono. Lo spettro della Grande Depressione fece la sua comparsa all'orizzonte.

Fu questo spettro a condizionare la risposta delle autorità. Per la verità, le prime avvisaglie della crisi non vennero capite. Quando i mercati interbancari si congelarono nell'agosto 2007, l'opinione prevalente era che le tensioni sarebbero rimaste contenute. Ma tutto cambiò quando, circa un anno dopo, Lehman Brothers fallì e l'economia mondiale entrò in un vuoto d'aria. Le politiche monetarie e fiscali furono impiegate in modo aggressivo per evitare una replica dell'esperienza degli anni trenta. Le ripercussioni si fecero sentire anche nei paesi lontani dall'epicentro della crisi; la Cina avviava una massiccia espansione trainata dal credito.

Inizialmente la medicina parve avere effetto. Fare affermazioni controfattuali è sempre difficile, ma non vi è dubbio che la tempestiva risposta delle politiche economiche abbia effettivamente attutito il colpo e scongiurato il peggio. In particolare, l'allentamento aggressivo della politica monetaria nei paesi colpiti dalla crisi ripristinò la fiducia ed evitò che il sistema finanziario e l'economia cadessero in picchiata. È questa l'essenza della gestione delle crisi.

Ciò nonostante, con il susseguirsi degli eventi, il sollievo lasciò il posto alla delusione. L'economia mondiale non si riprese come sperato. Le previsioni di crescita, almeno per le economie colpite dalla crisi, furono ripetutamente riviste al ribasso. L'espansione della politica di bilancio non riuscì a far ripartire l'economia, anzi si aprirono buchi sempre più ampi nei conti pubblici. E nell'area dell'euro, in parte a causa di specificità istituzionali, scoppiò dirompente una crisi del debito sovrano, minacciando di mettere in moto un micidiale circolo vizioso tra banche e Stati. A livello internazionale, i timori per l'insostenibilità dei conti pubblici indussero una parziale correzione di rotta. Nel frattempo, nel tentativo di rafforzare la ripresa, la politica monetaria continuava a sperimentare misure sempre più innovative. E le autorità di regolamentazione si sforzavano di ricostruire un sistema finanziario solido. L'economia mondiale stentava a riprendersi.

Questa sequenza di eventi non dovrebbe stupire, almeno a posteriori. Non si trattava della tipica recessione del dopoguerra con cui si abbattava l'inflazione. Si trattava di una recessione patrimoniale, associata alla fase discendente di un ciclo finanziario di enormi proporzioni. E portava con sé un eccesso molto maggiore di debito e di stock di capitale, danni molto maggiori al settore finanziario e un margine di manovra molto minore per la politica economica.

Le recessioni patrimoniali hanno due caratteristiche fondamentali.

Primo, sono molto onerose (Capitolo III). Sono generalmente più profonde, preludono a riprese più deboli e generano perdite permanenti in termini di prodotto: il prodotto può tornare al precedente *tasso* di crescita di lungo periodo, ma difficilmente alla precedente *traiettoria* di crescita. Diversi sono senz'altro i fattori che entrano in gioco. I boom rendono fin troppo facile sovrastimare il prodotto e la crescita potenziali, e anche allocare in modo distorto il capitale e il lavoro. E durante il bust un debito e uno stock di capitale eccessivi frenano la domanda, mentre il sistema finanziario azzoppato fatica a oliare il motore dell'economia, con danni per la produttività e un'erosione ulteriore delle prospettive di lungo periodo.

La seconda caratteristica, come suggerisce una crescente evidenza empirica, è che le recessioni patrimoniali sono meno reattive alle tradizionali misure di gestione della domanda (Capitolo V). Una ragione è che le banche devono risanare i propri bilanci. Fintantoché la qualità degli attivi è scadente e il capitale scarso, le banche tenderanno a restringere l'offerta di credito complessiva e, soprattutto, ad allocarla in modo distorto. Mentre si leccano le ferite, è naturale che ridimensionino l'attività. Ma continueranno a prestare soldi ai debitori in sofferenza (per evitare di riconoscere le perdite), mentre ridurranno il credito o lo renderanno più costoso per i debitori in condizioni migliori. Una seconda ragione, ancora più importante, è che gli operatori sovraindebitati vorranno ripianare il debito e risparmiare di più. Se si dà loro un'unità di reddito aggiuntiva, come può fare la politica di bilancio, la metteranno da parte invece di spenderla. Se li si incoraggia a indebitarsi di più riducendo i tassi di interesse, come può fare la politica monetaria, non lo faranno. Durante una recessione patrimoniale, la *domanda* di credito è per forza di cose anemica. La terza ragione ha a che fare con gli ampi squilibri settoriali e aggregati dell'economia reale accumulati nel corso del precedente boom finanziario, ad esempio nel settore delle costruzioni. In siffatte circostanze stimolare in modo indiscriminato la domanda aggregata non è di grande utilità. Può anzi peggiorare le cose se, ad esempio, i tassi di interesse molto bassi favoriscono settori che già presentano un eccesso di capitale.

Va detto che solo una parte del mondo ha attraversato una recessione patrimoniale a tutti gli effetti (Capitolo III). Ciò è avvenuto là dove si erano verificati cicli finanziari *interni* di enormi proporzioni, in particolare negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Spagna e in Irlanda, nonché in molti paesi dell'Europa centrale e orientale e della regione baltica. Qui l'eccesso di debito delle famiglie e delle imprese non finanziarie si è accompagnato a problemi sistemici del settore bancario. Altrove, come in Francia, Germania e Svizzera, il settore bancario si è trovato in serie difficoltà soprattutto a causa dell'esposizione ai bust in altri paesi, mentre i bilanci delle società finanziarie non bancarie sono stati intaccati in misura molto minore. Altri paesi ancora, come il Canada e molte EME, hanno subito gli effetti della crisi principalmente attraverso i legami commerciali, non attraverso le banche: le loro recessioni non sono state di tipo patrimoniale. Lo stesso vale per il Giappone, che da tempo è alle prese con una prolungata carenza di domanda legata all'evoluzione demografica: la sua recessione patrimoniale il Giappone l'ha avuta negli anni novanta, ma questo non basta a spiegare le attuali traversie del paese. E solo nell'area dell'euro si è messo in moto il circolo vizioso tra banche e Stati.

Queste differenze spiegano anche perché i paesi si trovino attualmente a stadi diversi del ciclo finanziario interno (Capitolo IV). Quelli che hanno sperimentato una recessione patrimoniale a tutti gli effetti hanno cercato di riassorbire l'eccesso di debito privato nel pieno di un calo dei prezzi degli immobili. Detto ciò, alcuni di loro stanno già assistendo a nuovi incrementi dei prezzi degli immobili, nonostante i livelli di debito siano ancora alti e in alcuni casi in crescita. Altrove il quadro varia, ma il credito e i prezzi degli immobili hanno in genere continuato a salire dopo la crisi, almeno fino a poco tempo fa. In alcuni paesi il ritmo dell'espansione finanziaria è rimasto entro gli intervalli storici tipici, ma in altri si è spinto molto più in là, determinando forti boom finanziari.

A loro volta, i boom finanziari in quest'ultimo gruppo di paesi riflettono in misura non trascurabile l'interazione a livello internazionale tra le risposte di politica monetaria (Capitoli II, IV e V). Le condizioni monetarie straordinariamente accomodanti nelle economie avanzate si sono trasmesse al resto del mondo, incoraggiando boom finanziari. Ciò è avvenuto per via diretta, considerando che le valute di queste economie sono utilizzate ben oltre i confini del paese di emissione. In particolare, l'ammontare di credito denominato in dollari USA fuori dagli Stati Uniti è pari a circa \$7 000 miliardi, ed è cresciuto notevolmente dopo la crisi. Ma è avvenuto anche per via indiretta, attraverso le operazioni di arbitraggio tra valute e attività. Ad esempio, la politica monetaria ha un forte impatto sulla propensione e sulle percezioni del rischio (il "canale dell'assunzione di rischio"). Influisce sugli indicatori della propensione al rischio, come l'indice VIX, e anche sui premi a termine e i premi al rischio, che a livello globale vanno di pari passo, un fattore, questo, che ha guadagnato rilevanza con lo sviluppo dei mercati interni del reddito fisso nelle EME. Hanno giocato un ruolo anche le risposte di politica monetaria nei paesi risparmiati dalla crisi, dove le autorità hanno incontrato difficoltà a operare con tassi di interesse significativamente più alti di quelli delle grandi economie colpite dalla crisi, per il timore di indurre reazioni eccessive del tasso di cambio e impennate dei flussi di capitali.

Il risultato è che, *a livello complessivo mondiale*, la politica monetaria è stata straordinariamente accomodante per un periodo insolitamente lungo (Capitolo V). Anche tralasciando l'impatto dell'espansione dei bilanci delle banche centrali e della forward guidance, i tassi ufficiali si collocano ormai da tempo largamente al disotto dei tradizionali parametri di riferimento.

I rischi macroeconomici e finanziari attuali

Vista attraverso la lente del ciclo finanziario, l'attuale configurazione delle dinamiche macroeconomiche e finanziarie presenta una serie di rischi.

Nei paesi che hanno sperimentato espansioni finanziarie di vaste proporzioni, il rischio è che il boom si tramuti in bust, provocando potenziali situazioni di dissesto finanziario (Capitolo IV). Al riguardo, segnali inquietanti provengono da alcuni indicatori anticipatori che si sono dimostrati utili in passato, come il comportamento del credito e dei prezzi degli immobili. Gli indici del servizio del debito appaiono meno allarmanti, ma l'esperienza passata indica che possono aumentare notevolmente prima che compaiano tensioni. Ciò avviene in particolare se i tassi di interesse salgono, come potrebbe succedere se si rendesse necessario difendere i tassi di cambio dalle pressioni provenienti da ingenti esposizioni non coperte in valuta estera e/o della normalizzazione della politica monetaria nelle EA.

Inoltre, rispetto al passato alcuni elementi specifici di vulnerabilità possono essere cambiati, in modi insospettati (Capitolo IV). Negli ultimi anni le imprese non finanziarie in una serie di EME si sono indebitate pesantemente nei mercati dei capitali attraverso le loro affiliate in altri paesi, prevalentemente in valuta estera.

Questo fenomeno è stato definito la "seconda fase della liquidità globale", in opposizione alla fase pre-crisi, in cui erano state principalmente le banche a espandere le operazioni transfrontaliere. Le corrispondenti passività non compaiono necessariamente nelle statistiche sul debito estero, oppure, se i fondi vengono rimpatriati, possono figurare come investimento diretto estero. Esse potrebbero rappresentare una vulnerabilità nascosta, specie se il loro rimborso fa affidamento su flussi di cassa in moneta nazionale generati da settori sovradimensionati, come l'immobiliare, o se i fondi presi in prestito vengono utilizzati in operazioni di carry trade o per assumere posizioni speculative di altro tipo.

Allo stesso modo, il fiorire dell'industria dell'asset management nelle EME potrebbe amplificare le dinamiche dei prezzi delle attività in condizioni di tensione (Capitoli IV e VI). È il caso in particolare dei mercati del reddito fisso, che nell'ultimo decennio sono fortemente cresciuti, rendendo i paesi interessati ancora più vulnerabili alle forze dei mercati globali dei capitali. L'enorme disparità di dimensioni tra i portafogli degli investitori internazionali e i mercati in cui investono potrebbe, come un elefante in una cristalleria, provocare danni immani. Il fatto che questi flussi si siano ingigantiti sull'onda di un'aggressiva ricerca di rendimento è tutt'altro che rassicurante: essendo fortemente prociclici, salgono e scendono al variare delle condizioni e del clima di fiducia.

Per la verità, nel corso degli anni molte EME hanno preso provvedimenti importanti per migliorare la loro resilienza. A differenza che in passato, questi paesi registrano avanzi di conto corrente, hanno accumulato riserve valutarie, incrementato la flessibilità del tasso di cambio, rafforzato i rispettivi sistemi finanziari e adottato una panoplia di misure macroprudenziali. Nei due episodi di tensioni sui mercati di maggio 2013 e gennaio 2014, proprio i paesi con condizioni macroeconomiche e finanziarie più solide se la sono cavata meglio (Capitolo II).

Ma l'esperienza passata impone cautela. Le tensioni sui mercati cui abbiamo assistito finora non sono state accompagnate da bust finanziari; assomigliano piuttosto alle classiche tensioni di bilancia dei pagamenti. Per attenuare i bust finanziari gli avanzi di conto corrente possono essere utili, ma solo fino a un certo punto. In realtà, storicamente alcuni dei boom finanziari più nefasti si sono verificati in paesi che avevano una solida posizione con l'estero: gli Stati Uniti negli anni venti, prima della Grande Depressione, e il Giappone negli anni ottanta sono solo due esempi. E le misure macroprudenziali, per quanto utili a rafforzare le banche, hanno dimostrato di non essere in grado, da sole, di contenere efficacemente l'accumulo di squilibri finanziari, specialmente dove le condizioni monetarie sono rimaste accomodanti (Capitoli V e VI). Spesso e volentieri, tanto nelle economie avanzate che emergenti, bilanci bancari apparentemente solidi mascheravano vulnerabilità insospettite, venute alla luce solo nel momento in cui il boom finanziario si è tramutato in bust (Capitolo VI).

Nelle attuali circostanze è improbabile che gravi tensioni finanziarie nelle EME lascino immuni le EA. Il peso delle EME è cresciuto in modo considerevole dall'ultimo episodio di questo tipo, la crisi asiatica del 1997. Rispetto ad allora, la loro quota sul PIL mondiale, a parità di potere d'acquisto, è salita da un terzo alla metà. Ed è cresciuto anche il loro peso nel sistema finanziario internazionale. Le ricadute internazionali sarebbero particolarmente gravi se dovesse incepparsi la Cina, dove è in corso un boom finanziario di enormi proporzioni. A rischio sarebbero specialmente quei paesi esportatori di materie prime dove si sono registrati forti incrementi del credito e dei prezzi delle attività e dove i miglioramenti delle ragioni di scambio dopo la crisi hanno sorretto i livelli elevati dell'indebitamento e dei prezzi degli immobili. Ma sarebbero a rischio anche quelle aree del pianeta in cui il risanamento dei bilanci non è stato ancora portato a termine.

Nelle economie colpite dalla crisi, il rischio è che l'aggiustamento dei bilanci rimanga incompiuto, sia nel settore privato sia in quello pubblico. Ciò accrescerebbe la loro vulnerabilità a eventuali nuovi rallentamenti economici, indipendentemente dalle cause, e ostacolerebbe la normalizzazione delle politiche economiche. È piuttosto preoccupante, in effetti, vedere nelle grandi economie che si trovano a uno stadio più avanzato del ciclo economico, in particolare Stati Uniti e Regno Unito, dinamiche di crescita simili a quelle osservate in stadi più avanzati dei cicli finanziari, nonostante il processo di aggiustamento del debito e dei prezzi delle attività non si sia ancora concluso (Capitolo IV). Ad esempio, i prezzi degli immobili sono stati insolitamente elevati nel Regno Unito, e alcuni segmenti del mercato dei prestiti alle imprese, come i prestiti leveraged, hanno mostrato una vivacità persino superiore al periodo pre-crisi negli Stati Uniti (Capitolo II). In entrambi i casi, a causa dell'aggiustamento rimasto incompiuto, gli indici del servizio del debito del settore privato appaiono altamente sensibili a un aumento dei tassi di interesse (Capitolo IV). Al contempo, specialmente nell'area dell'euro, persistono dubbi sulla solidità dei bilanci bancari (Capitolo VI). E tutto ciò in un momento in cui le posizioni di bilancio restano fragili quasi ovunque, se valutate in una prospettiva di lungo periodo.

Le sfide per le politiche economiche

Sulla scorta di questa analisi, cosa occorre fare nell'immediato? Per definire la risposta di policy nel breve periodo è necessario tenere conto degli andamenti del ciclo economico e dell'inflazione, che possono costringere a scelte difficili. E nel più lungo periodo, quali adeguamenti sarebbe opportuno apportare all'impostazione delle politiche economiche?

Le sfide a breve termine: cosa fare nell'immediato?

La risposta appropriata nel breve termine, come sempre, dipende dalla situazione specifica di ogni paese. È comunque possibile, al rischio di una semplificazione eccessiva, fare alcune considerazioni generali dividendo i paesi in due gruppi: quelli che hanno sperimentato un bust finanziario e quelli che stanno sperimentando un boom finanziario. Vale poi la pena esplorare una sfida che interessa trasversalmente entrambi i gruppi, ossia cosa fare laddove l'inflazione si collochi persistentemente al disotto degli obiettivi.

Paesi che hanno sperimentato un bust finanziario

Nei paesi che hanno sperimentato un bust finanziario, le priorità sono il risanamento dei bilanci e le riforme strutturali. Ciò discende naturalmente dalle tre caratteristiche delle recessioni patrimoniali: il danno prodotto dalle distorsioni dal lato dell'offerta, la minore reattività alle politiche della domanda aggregata e il considerevole restringimento del margine di manovra delle politiche (fiscali, monetarie o prudenziali). L'obiettivo è gettare le basi di una ripresa solida in grado di autosostenersi, rimuovere gli ostacoli che si frappongono alla crescita e incrementare il potenziale di crescita stesso. Questa è la strada che offre le migliori speranze di evitare una condizione di debolezza cronica. Le autorità non dovrebbero sprecare la finestra di opportunità offerta dal rafforzamento dell'economia.

La priorità maggiore è portare a compimento il risanamento dei bilanci bancari e rafforzare quelli dei settori non finanziari più colpiti dalla crisi. Purtroppo, nonostante tutti gli sforzi profusi finora, i rating che valutano la solidità finanziaria intrinseca delle banche – senza tenere conto del sostegno esterno – sono di fatto

peggiorati dopo la crisi (Capitolo VI). Ma i paesi dove le autorità si sono impegnate maggiormente per costringere le banche a riconoscere le perdite e a ricapitalizzarsi, come gli Stati Uniti, sono anche quelli dove la ripresa è stata più solida. Niente di nuovo in tutto ciò: prima della recente crisi, il diverso approccio seguito nei primi anni novanta dai paesi nordici e dal Giappone nella gestione delle rispettive crisi bancarie era comunemente ritenuto una delle ragioni principali della successiva divergenza in termini di performance economica. La verifica della qualità degli attivi e gli stress test che l'Unione europea metterà in atto prossimamente sono fondamentali per il raggiungimento di questo obiettivo. Più in generale, le banche dovrebbero essere incoraggiate a rafforzare ulteriormente la loro posizione patrimoniale, che è la base più solida per espandere il credito (Capitolo VI). Essenziale, poi, è il completamento delle riforme post-crisi del settore finanziario, di cui Basilea 3 è un elemento centrale.

L'indicazione che si ricava da tutto questo è che un mancato risanamento dei bilanci potrebbe indebolire il prodotto e il potenziale di crescita di un'economia nel più lungo periodo (Capitolo III). In altre parole, quella che gli economisti chiamano "isteresi" – l'impatto della persistenza di condizioni temporanee sul potenziale produttivo – può assumere diverse forme e dimensioni. Comunemente, si osserva che gli effetti di isteresi si manifestano attraverso carenze croniche della domanda aggregata. In particolare, i disoccupati perdono le loro competenze, diventando in questo modo meno produttivi e meno occupabili. Ma vi sono anche effetti importanti, probabilmente predominanti, che agiscono attraverso allocazioni distorte del credito e di altre risorse, e attraverso mercati poco flessibili dei beni, del lavoro e dei capitali. In letteratura se ne parla poco, ma meritano maggiore attenzione. Ne consegue che all'indomani di una recessione patrimoniale l'*allocazione* del credito conta più del suo ammontare *aggregato*. Se si tiene conto dell'eccesso di debito non sorprende che, come indica l'evidenza empirica, le riprese seguite alla crisi siano state generalmente "senza credito". E anche se il credito complessivo non dovesse crescere significativamente su base netta, è importante che a ottenerlo siano i prenditori meritevoli, non quelli biasimevoli.

Parallelamente al risanamento dei bilanci occorreranno anche riforme strutturali mirate. Le riforme strutturali giocano un triplice ruolo (Capitolo III). Per prima cosa, possono agevolare il necessario trasferimento di risorse tra settori, di fondamentale importanza dopo una recessione patrimoniale, contrastando in questo modo la debolezza dell'economia e accelerando la ripresa (si veda la Relazione annuale dello scorso anno). Per fare un esempio, probabilmente non è un caso che gli Stati Uniti, dove i mercati del lavoro e dei prodotti sono piuttosto flessibili, abbiano segnato una ripresa più robusta di quella dell'Europa continentale. Come seconda cosa, le riforme contribuiscono a innalzare il tasso di crescita sostenibile dell'economia nel più lungo periodo. Di fronte alle tendenze demografiche avverse, e a prescindere da tassi di partecipazione più elevati, incrementare la crescita della produttività è l'unico modo per potenziare la crescita economica nel lungo periodo. Infine, attraverso entrambi questi meccanismi, le riforme strutturali possono garantire alle imprese che ci sarà domanda in futuro, rafforzando quindi la domanda nell'immediato. Sebbene gli investimenti fissi delle imprese non siano deboli a livello globale, dove lo sono non è a causa di condizioni finanziarie restrittive. La combinazione di politiche strutturali varierà necessariamente da paese a paese, ma in molti casi non potrà prescindere da misure di deregolamentazione dei settori protetti, come i servizi, una maggiore flessibilità del mercato del lavoro, un innalzamento dei tassi di partecipazione e un ridimensionamento di un settore pubblico ipertrofico.

Porre più enfasi sul risanamento e sulle riforme implica porne relativamente meno sulla gestione espansiva della domanda.

Questo principio si applica alla politica di bilancio. Dopo l'iniziale stimolo fiscale, si è in parte riscoperta la necessità di garantire la sostenibilità a più lungo termine. Questo mutato atteggiamento va accolto con favore: mettere in ordine i conti pubblici è di vitale importanza e la tentazione di allontanarsi da questa strada va combattuta. Per quanto ristretto, ogni margine di manovra esistente dev'essere sfruttato in primo luogo per contribuire a risanare i bilanci del settore privato, usando i fondi pubblici come sostegno di ultima istanza. Dove l'esigenza è pressante, potrebbe essere impiegato anche per catalizzare i finanziamenti privati a beneficio di progetti infrastrutturali accuratamente selezionati (Capitolo VI). Per fare spazio a queste priorità, potrebbe rendersi necessario risparmiare su altre voci di spesa.

Lo stesso principio si applica anche alla politica monetaria. Un impegno maggiore sul versante del risanamento e delle riforme contribuirebbe ad allentare l'enorme pressione sulla politica monetaria. Un certo grado di accomodamento monetario è senza dubbio necessario, ma all'indomani della crisi si è chiesto troppo a questo strumento. I limiti della politica monetaria si fanno particolarmente sentire quando i tassi si approssimano alla soglia zero (Capitolo V): arrivati a quel punto, l'unico modo per fornire ulteriore stimolo è gestire le aspettative sulla traiettoria futura dei tassi ufficiali e usare i bilanci delle banche centrali per influenzare le condizioni finanziarie diverse dai tassi di interesse a breve. Queste politiche producono effettivamente un impatto sui prezzi delle attività e sui mercati, ma presentano evidenti limiti e un'incisività decrescente. I premi a termine e i premi al rischio non si possono comprimere oltre un certo punto, e negli ultimi anni hanno già raggiunto o quasi i minimi storici. Il deprezzamento del tasso di cambio può essere di aiuto ma, come discusso più avanti, solleva anche questioni delicate a livello internazionale, specialmente se viene percepito come una misura utilizzata a scapito di altri paesi.

Il rischio, con il tempo, è che la politica monetaria perda incisività e che i suoi effetti collaterali proliferino. Questi effetti collaterali sono ben noti (si vedano le precedenti Relazioni annuali). La politica monetaria può contribuire a rinviare l'aggiustamento dei bilanci incoraggiando, ad esempio, il rinnovo automatico (evergreening) dei crediti problematici. Può addirittura danneggiare la redditività e la solidità delle istituzioni finanziarie comprimendo i margini di interesse. Può favorire le forme sbagliate di assunzione di rischio. E può generare ripercussioni indesiderate su altre economie, specialmente quando i cicli finanziari non sono sincronizzati. È significativo che, a dispetto dell'euforia dei mercati finanziari, la crescita sia stata deludente: la catena di trasmissione appare seriamente danneggiata. Il mancato rilancio degli investimenti nonostante le condizioni finanziarie estremamente accomodanti ne è un esempio calzante (Capitolo III).

Tutto ciò solleva la questione dell'equilibrio fra i rischi relativi ai tempi e ai ritmi più opportuni per procedere alla normalizzazione della politica monetaria (Capitolo V). Contrariamente a quanto viene spesso affermato, le banche centrali devono prestare particolare attenzione ai rischi di un'uscita troppo tardiva e troppo graduale. Questo riflette le considerazioni economiche appena delineate: il saldo fra costi e benefici peggiora con il permanere di condizioni eccezionalmente accomodanti. Anche le preoccupazioni di ordine politico giocano un ruolo fondamentale. Come indica l'esperienza passata, dal mondo della finanza e della politica verranno pressioni enormi per rinviare e prolungare il processo di uscita. I benefici di politiche monetarie straordinariamente accomodanti possono apparire concreti, specie se li si giudica in base alla reazione dei mercati finanziari; i loro costi, purtroppo, diventeranno evidenti solo col tempo e a posteriori. È già successo fin troppe volte in passato.

A prescindere dagli sforzi di comunicazione delle banche centrali, difficilmente l'uscita sarà priva di intoppi. Preparare i mercati facendo chiarezza sulle proprie

intenzioni potrebbe avere l'effetto di infondere negli operatori più sicurezza del voluto, incoraggiandoli ad assumersi rischi ulteriori e gettando i semi di una reazione ancora più accentuata. Se anche fosse consapevole di questo effetto, la banca centrale potrebbe restare immobile per timore di precipitare proprio il brusco aggiustamento che cercava di evitare. Può venirsi a creare un circolo vizioso. E alla fine potrebbero essere i mercati a reagire per primi, se maturano la percezione che la banca centrale sia in ritardo. Anche questo aspetto indica che occorre prestare particolare attenzione ai rischi di un'uscita tardiva. Le fibrillazioni dei mercati non dovrebbero essere un motivo per rallentare il processo.

Paesi dove il boom finanziario è tuttora in corso o è giunto a una svolta

Nei paesi meno colpiti dalla crisi e che stanno sperimentando un boom finanziario, la priorità è affrontare l'accumulo di squilibri che potrebbe mettere a repentaglio la stabilità finanziaria e macroeconomica. Si tratta di una priorità urgente. Come visto nel maggio dello scorso anno, la normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti potrebbe innescare rinnovate tensioni sui mercati (Capitolo II). La finestra di opportunità non va sprecata.

La sfida per questi paesi è cercare di contenere il boom e di rafforzare le difese contro un possibile bust. Innanzitutto, occorre inasprire le politiche prudenziali, specialmente attraverso l'impiego di strumenti macroprudenziali. La politica monetaria dovrebbe agire nella stessa direzione, mentre la politica di bilancio dovrebbe conservare sufficiente spazio di manovra per affrontare eventuali svolte del ciclo. Esattamente come negli altri paesi, inoltre, le autorità dovrebbero approfittare dell'attuale clima relativamente favorevole per attuare le necessarie riforme strutturali.

Il dilemma per la politica monetaria è particolarmente acuto. Fino a oggi le autorità hanno fatto affidamento principalmente su misure macroprudenziali per attutire i boom finanziari. Tali misure hanno indubbiamente rafforzato la resilienza del sistema finanziario, ma non si sono dimostrate altrettanto efficaci per contenere i boom (Capitolo VI). Il fardello del debito è cresciuto, così come la vulnerabilità dell'economia a un innalzamento dei tassi ufficiali. Dopo un periodo tanto prolungato di tassi così bassi, lo spazio di manovra si è ristretto (Capitolo IV). Specialmente per i paesi agli stadi più avanzati di un boom finanziario, la scelta ora è tra il rischio di anticipare la fase discendente del ciclo e il rischio di subire più avanti un tracollo finanziario di proporzioni ancora maggiori. Aggiustamenti più precoci e gradualmente sono preferibili.

Come interpretare la recente disinflazione

Negli ultimi anni la crescita dei prezzi si è attestata in diversi paesi su livelli insolitamente e persistentemente bassi, o è addirittura divenuta negativa. In alcuni casi ciò si è verificato contestualmente a una crescita sostenuta del prodotto e persino a segnali preoccupanti di un accumulo di squilibri finanziari. Un esempio è la Svizzera, dove i prezzi sono andati di fatto calando mentre il mercato dei mutui ipotecari è in pieno boom. Un altro esempio proviene da alcuni paesi nordici, dove l'inflazione è scesa al disotto degli obiettivi e l'andamento del prodotto è leggermente più debole. Il caso più tristemente noto è quello del Giappone, dove i prezzi cominciarono a flettere dopo il bust finanziario degli anni novanta e hanno continuato a farlo fino a poco tempo fa, sebbene il loro calo cumulato sia stato di appena 4 punti percentuali. Più di recente, sono stati espressi timori per il basso livello dell'inflazione nell'area dell'euro.

Per decidere come reagire, è importante valutare attentamente i fattori che determinano i prezzi e la loro persistenza, nonché analizzare con occhio critico

l'efficacia e i possibili effetti collaterali degli strumenti a disposizione (Capitoli III e V). Ad esempio, vi è motivo di ritenere che le forze della globalizzazione stiano ancora esercitando benefiche pressioni al ribasso sui prezzi. Prima della crisi, questo fenomeno ha aiutato le banche centrali a tenere a bada l'inflazione anche mentre si stavano sviluppando boom finanziari. Allorché i tassi ufficiali scendono alla soglia zero e persistono gli influssi negativi di una recessione patrimoniale, la politica monetaria non è tuttavia lo strumento migliore per innalzare la domanda e di conseguenza l'inflazione. Inoltre, può insinuarsi il sospetto di svalutazioni competitive, poiché in un contesto di debolezza generalizzata il modo più efficace per incrementare il prodotto e i prezzi è svalutare il tasso di cambio.

Più in generale, è fondamentale discutere senza pregiudizi dei rischi e dei costi di un calo dei prezzi. La parola "deflazione" è altamente connotata: evoca immediatamente lo spettro della Grande Depressione, ma in realtà la Grande Depressione non fu la regola bensì l'eccezione, sia per l'intensità delle flessioni dei prezzi sia per le perdite di prodotto a esse associate (Capitolo V). Storicamente, i periodi di calo dei prezzi hanno spesso coinciso con una crescita sostenuta del prodotto. E l'esperienza di decenni più vicini a noi non fa eccezione. Inoltre, le condizioni sono cambiate notevolmente rispetto agli anni trenta, non ultimo per quanto riguarda la flessibilità al ribasso dei salari. Questa non è una ragione per ignorare i rischi e i costi di un calo dei prezzi: essi devono essere monitorati e valutati attentamente, specialmente quando il livello di indebitamento è elevato. Ma è una ragione per evitare reazioni istintive dettate dall'emozione.

Le sfide nel più lungo periodo: adeguare l'impostazione delle politiche

La sfida principale nel lungo periodo è adeguare l'impostazione delle politiche in modo da promuovere una crescita sana e sostenibile. Questo significa due cose, collegate tra loro.

La prima è che l'unico modo di rafforzare la crescita in maniera sostenibile è lavorare a riforme strutturali in grado di incrementare la produttività e sviluppare la resilienza dell'economia. È un problema vecchio e ben noto (Capitolo III). Come osservato, la crescita della produttività nelle economie avanzate è da tempo in declino. Certo, per un'economia che è arrivata allo stadio di maturazione, ciò può essere in parte il risultato naturale di uno spostamento della domanda verso settori dove la produttività misurata è più bassa, come i servizi. Ma in parte è sicuramente il risultato dell'incapacità di intraprendere riforme ambiziose. La tentazione di rimandare l'aggiustamento può rivelarsi irresistibile, specialmente quando l'economia tira e i boom finanziari spargono per ogni dove la polverina magica di un'illusoria ricchezza. La conseguenza è un modello di crescita che fa troppo affidamento sul debito, sia privato sia pubblico, e che pian piano crea le premesse per il proprio fallimento.

La seconda sfida, più nuova, consiste nell'adeguare l'impostazione delle politiche per affrontare in modo più sistematico il ciclo finanziario. Se non si tiene sotto osservazione l'andamento del ciclo finanziario si può finire, senza volerlo, per reagire in modo sproporzionato ad andamenti di breve termine del prodotto e dell'inflazione, generando problemi più grandi in futuro. Più in generale, adottare politiche asimmetriche su cicli economici e finanziari successivi può produrre nel tempo serie distorsioni, nonché il rischio che l'instabilità si radichi nell'economia. Le politiche che non cercano di contrastare i boom, ma procedono a un allentamento aggressivo e persistente durante i bust, distorcono verso il basso i tassi di interesse e verso l'alto i livelli di indebitamento, rendendo in definitiva più difficile alzare i tassi senza danneggiare l'economia: è la trappola del debito. Le crisi finanziarie sistemiche non diventano meno frequenti o meno intense, il debito pubblico e

privato continua a crescere, l'economia non riesce a raggiungere una traiettoria sostenibile più elevata e la politica monetaria e quella di bilancio rimangono senza più cartucce da sparare. Col tempo, le politiche perdono la loro efficacia e rischiano di incoraggiare proprio quelle condizioni che cercavano di prevenire. Al riguardo, gli economisti parlano di "incoerenza temporale": prese isolatamente, le misure possono apparire convincenti, ma messe in sequenza portano le autorità fuori strada.

Come già accennato, stando alle indicazioni disponibili è possibile stia accadendo proprio questo. Il margine di manovra delle politiche si sta riducendo, mentre il debito continua a crescere. E guardando al passato recente non è difficile trovare esempi in cui le politiche sono apparse eccessivamente focalizzate sugli andamenti di breve periodo. Si pensi alla risposta ai crolli del mercato azionario del 1987 e del 2000, e ai rallentamenti economici che ne seguirono (Capitolo IV): in entrambi i casi, per attutire il colpo, le politiche – in particolare la politica monetaria – furono energicamente allentate, mentre l'inasprimento successivo fu solo graduale. Sebbene l'economia stesse rallentando, il boom finanziario, sotto forma di incrementi del credito e dei prezzi degli immobili, acquistò slancio, in parte per effetto dell'allentamento. Esso si tramutò in tracollo pochi anni dopo, provocando gravi tensioni finanziarie e danni all'economia. Paradossalmente, la globalizzazione dell'economia reale ha conferito una forza e un'ampiezza maggiori ai boom finanziari: ha innalzato le aspettative di crescita, elevando in questo modo i boom all'ennesima potenza, e al contempo ha messo un freno ai prezzi, riducendo la necessità di inasprire la politica monetaria.

Tutto ciò ha implicazioni anche per quanto riguarda l'interpretazione della tendenza al calo dei tassi di interesse dagli anni novanta in poi. Alcuni osservatori attribuiscono questo declino a forze più profonde che generano una carenza cronica della domanda. Secondo tale interpretazione, la politica monetaria ha reagito passivamente a tali forze, evitando così danni maggiori per l'economia. Ma una politica che propende sistematicamente verso l'allentamento può rappresentare di per sé un fattore importante, poiché interagisce con la forza distruttiva del ciclo finanziario. Il ritorno dei tassi di interesse su livelli più normali è ostacolato dall'accumulo di debito, unito alle distorsioni nelle dinamiche di produzione e investimento associate proprio al livello insolitamente basso dei tassi di interesse: in pratica, i tassi bassi si legittimano da soli. Minacciando di indebolire ulteriormente i bilanci, le pressioni al ribasso sui prezzi delle attività che si profilano per effetto delle tendenze demografiche avverse non possono che esacerbare questo processo.

Cosa occorre per adeguare l'impostazione delle politiche economiche? Gli aggiustamenti necessari riguardano sia l'impostazione a livello nazionale sia il modo in cui le politiche interagiscono a livello internazionale.

La strategia generale per l'impostazione delle politiche a livello nazionale dovrebbe essere quella di accumulare riserve precauzionali durante il boom finanziario, da poter utilizzare durante il bust. Queste riserve accrescerebbero la capacità di tenuta dell'economia nella fase di recessione. Inoltre, agendo come una sorta di ancora, potrebbero contenere l'intensità del boom. Esse avrebbero l'effetto di rendere le politiche meno procicliche, facendole rispondere in modo più simmetrico alle fasi ascendenti e discendenti del ciclo finanziario, ed evitando così la progressiva erosione del loro spazio di manovra nel tempo.

Per quanto riguarda la politica prudenziale, questo significa rafforzare l'orientamento sistemico o macroprudenziale. Gli strumenti disponibili, come i requisiti patrimoniali o il rapporto fra valore dei prestiti e valore delle garanzie, devono essere adeguati in modo da ridurre la prociclicità. Per quanto riguarda la politica monetaria, significa essere pronti a un inasprimento ogni volta che insorgono segnali di un accumulo di squilibri finanziari, anche se l'inflazione appare

sotto controllo nel breve periodo. E per quanto riguarda la politica di bilancio, significa usare la massima cautela nel valutare la solidità dei conti pubblici durante i boom finanziari, e prendere misure correttive. Significa anche definire un sistema fiscale che non privilegi il capitale di debito a scapito del capitale di rischio.

Dopo la crisi le politiche si sono effettivamente mosse in questa direzione, ma in misura diversa. E c'è ancora altro da fare.

La politica prudenziale è quella che ha fatto più strada. Basilea 3, in particolare, ha introdotto un buffer patrimoniale anticiclico per le banche nel quadro di una tendenza più generale verso l'adozione di assetti macroprudenziali nazionali.

La politica monetaria ha compiuto passi avanti. È ormai generalmente riconosciuto che la stabilità dei prezzi non garantisce la stabilità finanziaria. Inoltre, una serie di banche centrali ha modificato l'assetto delle proprie politiche incorporandovi la possibilità di procedere a un inasprimento durante le fasi di boom. Una novità fondamentale è stato l'allungamento dell'orizzonte di riferimento delle banche centrali. Detto questo, non c'è consenso unanime sull'auspicabilità di adeguamenti di questo tipo, e gli effetti collaterali di un allentamento prolungato e aggressivo dopo un tracollo finanziario continuano a essere oggetto di dibattito.

La politica di bilancio è quella che è rimasta più indietro. Manca un'adeguata consapevolezza degli enormi effetti di abbellimento che un boom finanziario produce sui conti pubblici, determinando una sopravvalutazione del prodotto e della crescita potenziali (Capitolo III), riempiendo con particolare generosità le casse dello Stato e mascherando l'accumulo di passività potenziali che si paleserebbero al momento di affrontare le conseguenze di un bust. Durante i rispettivi boom, ad esempio, l'Irlanda e la Spagna potevano vantare un rapporto debito pubblico/PIL in calo e avanzi di bilancio che, si è scoperto poi, non erano adeguatamente corretti per gli effetti del ciclo. Manca, specularmente, un'adeguata consapevolezza dei limiti di una politica di bilancio espansiva durante una recessione patrimoniale: l'opinione prevalente è che la politica di bilancio sia addirittura più efficace in condizioni di questo tipo.

Per la politica monetaria, le sfide sono particolarmente complesse. L'idea di fondo è di allungare l'orizzonte di riferimento oltre i due anni circa su cui si focalizzano tipicamente le banche centrali. Naturalmente, non si tratta di estendere in modo meccanico l'orizzonte delle previsioni, bensì di consentire una valutazione più sistematica e strutturata dei rischi che i cicli finanziari, più lenti, pongono per la stabilità macroeconomica, l'inflazione e l'efficacia degli strumenti di policy. In questo modo diventerebbe anche più facile riconciliare le considerazioni di ciclo finanziario e quelle di inflazione: la chiave è combinare l'enfasi su una stabilità dei prezzi sostenibile con una maggiore tolleranza verso scostamenti temporanei dagli obiettivi di inflazione e apprezzamenti del tasso di cambio. Ciò detto, le sfide sul piano della comunicazione sono di enorme portata.

Passando all'interazione fra le politiche monetarie nazionali, la sfida consiste nell'affrontare le complicazioni che derivano dall'elevata integrazione dell'economia mondiale. In un mondo siffatto, la necessità di un'azione collettiva, ossia di cooperazione, è ineludibile. Le politiche nazionali, prese singolarmente, sono meno efficaci. E abbondano i problemi di incentivi: le autorità nazionali possono essere tentate di agire opportunisticamente, o possono essere spinte da pressioni politiche a ignorare l'impatto negativo del loro operato su altri paesi.

La cooperazione è messa continuamente alla prova: avanza e indietreggia. Dopo la crisi ha progredito notevolmente nel campo della regolamentazione finanziaria e delle questioni fiscali. Prova ne sono la revisione del quadro regolamentare del settore finanziario, in particolare Basilea 3 e i lavori coordinati dal Financial Stability Board, nonché le recenti iniziative sulla tassazione condotte sotto l'egida del G20. In queste aree, la necessità di cooperazione è stata pienamente riconosciuta.

Al contrario, in campo monetario continua a prevalere l'idea che ognuno sia responsabile di "tenere in ordine casa propria": come è stato argomentato più dettagliatamente altrove², esistono evidenti margini di miglioramento a tale proposito. Quanto detto finora indica che l'interazione fra le politiche monetarie nazionali presenta rischi per l'economia globale. Tali rischi si riflettono nel modo più lampante nelle condizioni monetarie e finanziarie straordinariamente accomodanti nel mondo intero e nell'accumulo di squilibri finanziari in certe regioni. Le autorità nazionali dovrebbero come minimo tener conto degli effetti del loro operato sulle altre economie, e dei corrispondenti effetti di retroazione sulla propria giurisdizione. Le economie maggiori indubbiamente cercano già di farlo. Ma se i loro quadri di riferimento analitici non mettono al centro delle valutazioni le fasi ascendenti e discendenti del ciclo finanziario, e omettono di considerare la miriade di interconnessioni finanziarie che tengono insieme l'economia globale, questi effetti di retroazione finiranno per essere drammaticamente sottostimati.

Conclusioni

L'economia mondiale fatica a uscire dal cono d'ombra della Grande Crisi Finanziaria. Il retaggio della crisi è capillare. È evidente nei livelli relativamente alti di disoccupazione nelle economie colpite dalla crisi, malgrado la crescita del prodotto abbia ripreso forza, nella sconnessione tra la straordinaria vivacità dei mercati finanziari e la fiacchezza degli investimenti, nella crescente dipendenza dei mercati finanziari dalle banche centrali, nell'aumento del debito pubblico e privato e nel rapido restringimento del margine di manovra delle politiche economiche.

La tesi di questo capitolo è che per tornare a una crescita sana e sostenibile è necessario apportare aggiustamenti alla combinazione e all'impostazione attuali delle politiche economiche. Questi aggiustamenti devono partire dal riconoscimento che la recessione patrimoniale post-crisi è meno malleabile alle tradizionali politiche di gestione della domanda aggregata e rende ancora più importanti il risanamento dei bilanci e le riforme strutturali, che i boom e i bust finanziari sono diventati una grave minaccia alla stabilità macroeconomica e che l'unica fonte di prosperità duratura è il rafforzamento del lato dell'offerta, in particolare una crescita più alta della produttività. Dovrebbero inoltre basarsi sulla premessa che tenere in ordine casa propria, in un'economia globale fortemente integrata, è una condizione necessaria ma non sufficiente a garantire prosperità: per raggiungere questo obiettivo è essenziale la cooperazione internazionale.

Nel breve periodo, il compito principale è sfruttare la finestra di opportunità offerta dall'attuale ripresa della crescita mondiale. Occorre fare relativamente meno affidamento sui tradizionali stimoli alla domanda aggregata e più affidamento sul risanamento dei bilanci e le riforme strutturali, specialmente nelle economie colpite dalla crisi. La politica monetaria, in particolare, da troppo tempo è gravata di un fardello eccessivo. Dopo tutti questi anni di eccezionale espansione monetaria, il rischio di una normalizzazione troppo lenta e troppo tardiva merita particolare attenzione. Inoltre, dove è il caso, la risposta alle pressioni disinflazionistiche inattese deve tenere accuratamente in considerazione la natura e la persistenza delle forze all'opera, la ridotta efficacia della politica monetaria e i suoi effetti collaterali. Nei paesi in cui è in corso un forte boom finanziario, la priorità è rafforzare le difese per

² J. Caruana, "International monetary policy interactions: challenges and prospects", intervento alla conferenza CEMLA-SEACEN intitolata *The role of central banks in macroeconomic and financial stability: the challenges in an uncertain and volatile world*, Punta del Este, Uruguay, 16 novembre 2012.

poter affrontare un potenziale bust. Anche in questi casi le riforme strutturali non devono essere rimandate.

Nel più lungo periodo, il compito principale è adeguare l'impostazione delle politiche in modo da rendere la crescita meno dipendente dal debito e da contenere il potere distruttivo del ciclo finanziario. Politiche macroeconomiche e prudenziali più simmetriche nell'arco di tale ciclo consentirebbero di evitare una persistente propensione all'allentamento, che con il tempo rischia di consolidare l'instabilità ed esaurire il margine di manovra delle politiche.

Non agire comporta rischi che non vanno sottovalutati. L'economia mondiale potrebbe essere avviata lungo una traiettoria insostenibile, e a un certo punto l'apertura del commercio internazionale e l'ordine finanziario che conosciamo oggi potrebbero correre seri pericoli. Finora gli assetti istituzionali hanno dato prova di notevole resilienza al drammatico shock della crisi finanziaria. Ma non è una cosa che si può dare per scontata, specialmente se dovessero riaffiorare gravi tensioni finanziarie. Le voci ricorrenti di "guerre valutarie" sono particolarmente preoccupanti: dove le politiche espansive interne non funzionano come previsto, il deprezzamento del tasso di cambio può finire per essere visto come l'unica soluzione. Ma l'allentamento competitivo rischia di essere un gioco a somma negativa, se tutti cercano di usare la stessa arma e i costi interni superano i benefici. Preoccupante è anche la crescente tentazione degli Stati nazionali di abbandonare i faticosi ma preziosissimi sforzi per favorire l'integrazione internazionale.

Nel frattempo, il consenso sui pregi della stabilità dei prezzi comincia a sfilacciarsi. E via via che si affievolisce il ricordo dei costi e della persistenza dell'inflazione, potrebbe crescere la tentazione di alleggerire l'enorme onere del debito attraverso una combinazione di inflazione, repressione finanziaria e autarchia.

C'è molto da fare. È necessaria una nuova bussola. Questo capitolo introduttivo ha delineato la direzione generale del viaggio. Restano da risolvere importanti sfide analitiche e operative se si vogliono affrontare in maniera adeguata i boom e i bust finanziari. Alcuni degli strumenti utilizzabili sono descritti nelle pagine che seguono, ma occorre fare molto di più. Sul piano politico, poi, le sfide sono ancora più ardue. Come insegna la storia, la prospettiva di lungo periodo non trova mai molti adepti. Pochi sono disposti a tenere a freno un boom finanziario che porta a tutti un'illusione di ricchezza. O ad astenersi da rimedi facili e immediati quando il prodotto rallenta, anche se tali rimedi rischiano di gettare benzina sul fuoco di boom finanziari già insostenibili. O ad affrontare di petto i problemi dei bilanci durante una crisi, quando sembrano esserci altre vie d'uscita, apparentemente più facili. La tentazione di imboccare scorciatoie è semplicemente troppo forte, anche se queste scorciatoie, alla fine, non portano da nessuna parte.

La strada da percorrere è sicuramente lunga. Una ragione in più per non rimandare la partenza.

II. I mercati finanziari internazionali sotto l'incantesimo della politica monetaria

L'acuta sensibilità dei mercati finanziari alla politica monetaria è stato uno dei tratti distintivi del periodo in esame. I prezzi delle attività hanno reagito ai cambiamenti di rotta prospettati nella politica monetaria delle principali economie avanzate in misura ancora più marcata rispetto agli anni precedenti. Un ruolo fondamentale lo hanno giocato le aspettative sulla politica monetaria statunitense: i primi passi della Federal Reserve verso una normalizzazione della politica monetaria hanno aperto la porta nel maggio-giugno 2013 a un'ondata di vendite sui mercati obbligazionari, che si è riverberata in tutto il mondo. Questo episodio di turbolenza, tuttavia, non ha minato la tendenza degli investitori a ricercare rendimenti più elevati, una tendenza che si osserva ormai da tempo in un contesto di bassa volatilità e bassi costi di finanziamento.

Le politiche monetarie fortemente accomodanti nelle economie avanzate hanno contribuito notevolmente a far crescere le valutazioni delle attività rischiose durante tutto il 2013 e nella prima metà del 2014. I tassi di interesse bassi e la volatilità contenuta hanno incoraggiato gli operatori di mercato ad assumere posizioni con un profilo di rischio più elevato. Gli spread sulle obbligazioni societarie e sui titoli di Stato nelle economie avanzate sono scesi gradualmente ai minimi post-crisi, perfino nei paesi alle prese con una recessione. Le vigorose emissioni di titoli a più basso rating hanno incontrato una forte domanda e i mercati azionari hanno toccato nuovi massimi. In alcuni casi le valutazioni hanno dato segnali di essersi sganciate dai fondamentali e la volatilità di numerose classi di attività si è avvicinata ai minimi storici.

Le economie emergenti (EME), tuttavia, si sono dimostrate più vulnerabili alle variazioni delle condizioni globali. All'indomani dell'ondata di vendite del 2013 le loro attività hanno subito perdite più pronunciate di quelle delle economie avanzate, con cali persistenti sui mercati obbligazionari, azionari e valutari. Il generale disimpegno degli investitori è arrivato nel momento in cui diverse EME si trovavano a fare i conti con condizioni interne sfavorevoli. Quelle che presentavano fondamentali più solidi se la sono cavata meglio, ma non ne sono uscite completamente indenni. Mentre le economie avanzate intravedevano segnali di ripresa economica, nelle EME le prospettive di crescita complessive si sono deteriorate rispetto alle aspettative precedenti incorporate nei prezzi delle attività, segnando tuttavia un lieve recupero nella prima metà del 2014.

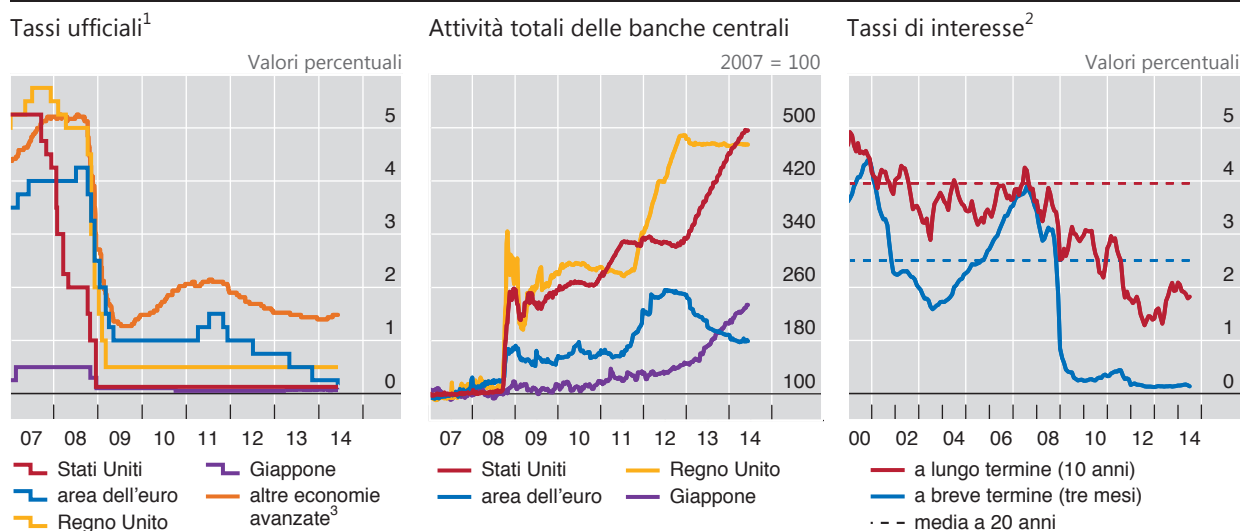
Nella sezione qui di seguito verranno descritti i principali sviluppi sui mercati finanziari globali dall'aprile 2013, mentre in quella successiva l'attenzione sarà focalizzata sulle EME e sulla differenziazione fra paesi operata dagli investitori durante due episodi diversi di pressione dei mercati. Nell'ultima sezione saranno analizzati gli effetti delle politiche delle banche centrali sull'attività nel mercato finanziario e i prezzi delle attività, e il comportamento adottato dagli investitori nella loro "corsa al rendimento" in un contesto di tassi di interesse bassi.

L'anno in rassegna: un percorso accidentato alla ricerca di rendimento

Nei primi mesi del 2013 le banche centrali delle maggiori economie avanzate erano ancora in larga parte sintonizzate sulla frequenza dell'allentamento (grafico II.1). I tassi ufficiali rimanevano alla soglia zero (grafico II.1 diagramma di sinistra),

La politica monetaria accomodante nelle economie avanzate comprime i rendimenti obbligazionari

Grafico II.1



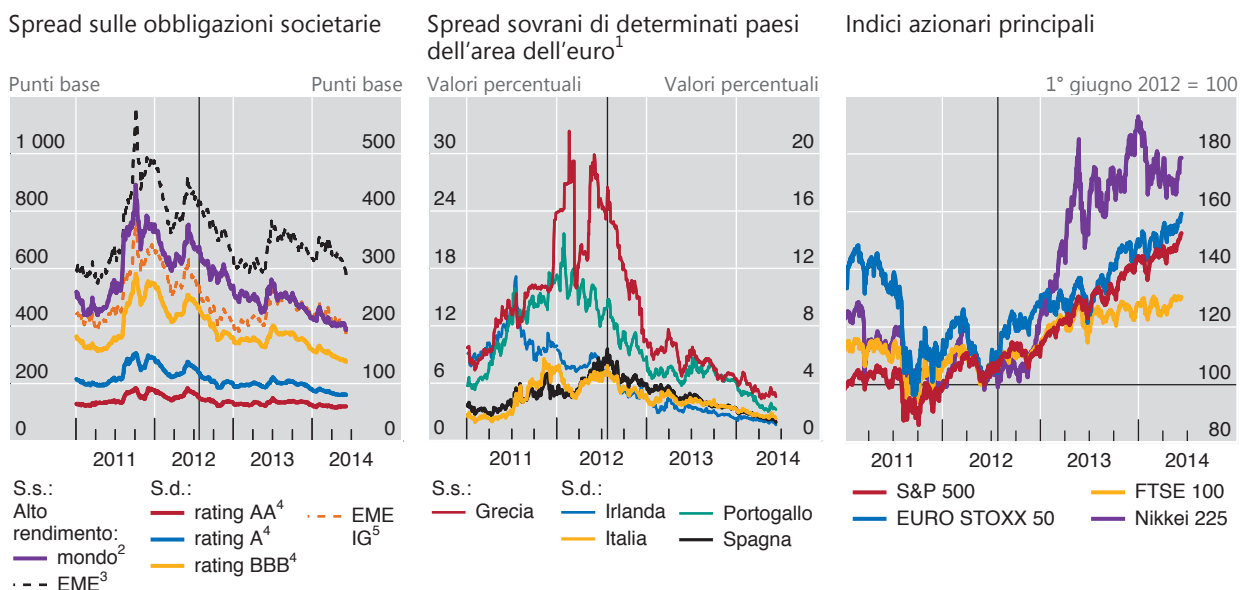
¹ Tasso ufficiale o alternativa più prossima; per le fasce obiettivo, punto centrale. ² Basati sulle medie mensili dei tassi nominali giornalieri; media semplice di area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ³ Media semplice di Australia, Canada, Nuova Zelanda, Norvegia, Svezia e Svizzera.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

mentre i bilanci delle banche centrali continuavano a espandersi (grafico II.1, diagramma centrale, e Capitolo V). Agli inizi del 2013 i rendimenti nominali di riferimento erano ancora prossimi ai minimi storici raggiunti nel 2012 dopo vari anni di accomodamento monetario (grafico II.1, diagramma di destra). Sebbene i rendimenti obbligazionari a lungo termine siano aumentati a metà 2013, la prospettiva che i tassi nei mercati maggiori ("core") del debito sovrano sarebbero rimasti su livelli contenuti ha contribuito a una persistente ricerca di rendimento.

Tale ricerca si è spinta verso i titoli di Stato europei più rischiosi, le obbligazioni societarie di qualità inferiore e i titoli delle EME (grafico II.2). Gli spread sui titoli dei soggetti sovrani europei a più basso rating hanno continuato a restringersi, allentando le condizioni di finanziamento di questi prenditori e prolungando la fase positiva cominciata dopo l'annuncio del programma di operazioni definitive monetarie (ODM) della BCE nel 2012 (grafico II.2, diagramma centrale). Il contesto di tassi di interesse bassi ha anche rafforzato i mercati azionari delle economie avanzate, che nel 2013 hanno proseguito la loro ascesa, parallelamente a un graduale miglioramento delle prospettive economiche di tali economie e all'aspettativa che le politiche monetarie accomodanti avrebbero continuato a sostenere i prezzi delle attività (grafico II.2, diagramma di destra).

I mercati sono entrati in una fase più turbolenta ai primi di maggio 2013. All'indomani della pubblicazione di dati incoraggianti sul mercato del lavoro negli Stati Uniti, le dichiarazioni rilasciate da funzionari della Federal Reserve sono state interpretate dagli investitori come il segnale che la banca centrale si apprestava a rallentare il ritmo degli acquisti di attività finanziarie e ad abbandonare la politica di allentamento quantitativo. Dopo un periodo prolungato di accomodamento monetario straordinario, la discussione di una riduzione graduale degli acquisti di attività finanziarie (tapering) ha colto di sorpresa molti operatori di mercato. Le aspettative di un cambiamento significativo della politica monetaria hanno



La linea verticale nera indica il 26 luglio 2012, data dell'intervento di Mario Draghi, Presidente della BCE, alla Global Investment Conference di Londra.

¹ Differenziale di rendimento fra il titolo di Stato a 10 anni e il corrispondente titolo tedesco. ² Differenziali corretti per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) basati sull'indice BofA Merrill Lynch Global Non-Financial High Yield, che rileva l'andamento del debito denominato in dollari USA, dollari canadesi, sterline o euro emesso dalle imprese (non finanziarie) con rating inferiore all'investment grade e collocato pubblicamente nei principali mercati interni o internazionali. ³ Differenziali corretti per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) basati sull'indice BofA Merrill Lynch High Yield Emerging Markets Corporate Plus, che rileva l'andamento del debito denominato in dollari USA o euro emesso da prenditori non sovrani con rating pari o inferiore a BB1 delle EME e collocato pubblicamente nei principali mercati interni o internazionali. ⁴ Differenziali corretti per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) basati sull'indice BofA Merrill Lynch Global Broad Market Industrials, che rileva l'andamento del debito emesso dalle imprese (del settore industriale) con rating investment grade e collocato pubblicamente nei principali mercati interni o internazionali. ⁵ IG = investment grade. Differenziali corretti per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) basati sull'indice BofA Merrill Lynch High Grade Emerging Markets Corporate Plus, che rileva l'andamento del debito denominato in dollari USA o euro emesso da prenditori non sovrani con rating da AAA a BBB3 delle EME e collocato pubblicamente nei principali mercati interni o internazionali.

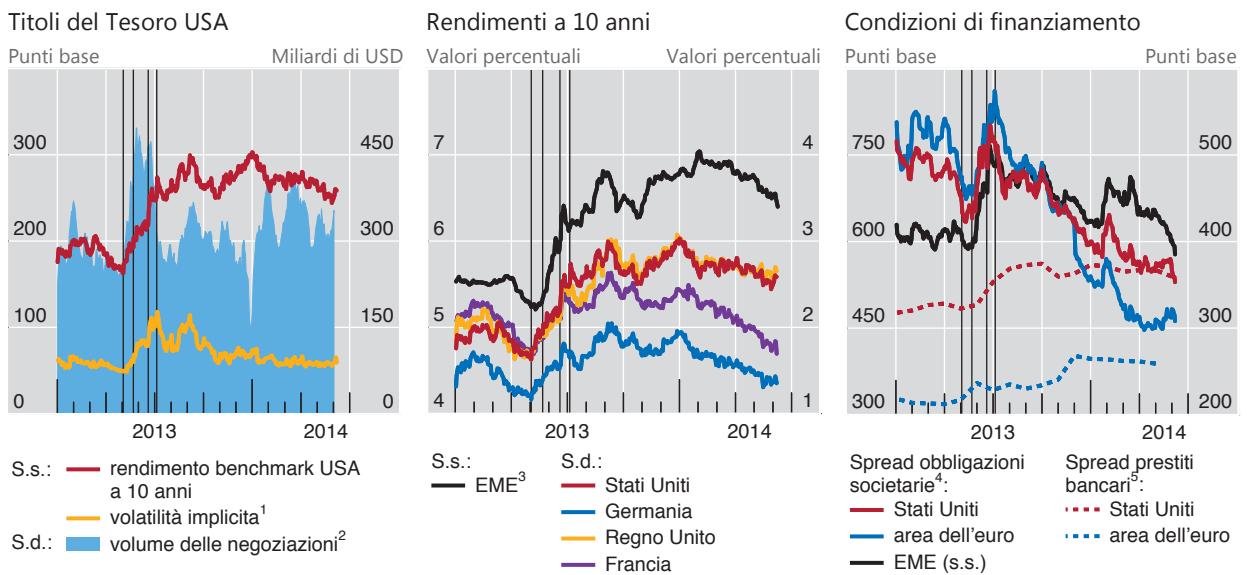
Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; elaborazioni BRI.

scatenato un'ondata di vendite sui mercati obbligazionari. I tassi correnti e le indicazioni prospettiche fornite dalla banca centrale (forward guidance) hanno ancorato il segmento a breve (fino a due anni) della curva dei rendimenti USA. Ma nel nuovo clima di incertezza sulla natura e i tempi della normalizzazione della politica monetaria, ai primi di luglio i rendimenti dei titoli a lungo termine erano cresciuti di 100 punti base, contestualmente a un'impennata del volume delle contrattazioni e della volatilità (grafico II.3, diagramma di sinistra).

L'ondata di vendite che ha interessato i titoli del Tesoro USA ha avuto ripercussioni globali, investendo un'ampia gamma di classi di attività sia nelle economie avanzate sia nelle economie emergenti. I rendimenti dei titoli di Stato "core" dell'area dell'euro sono aumentati significativamente, pur in assenza di segnali di una crescita dell'inflazione o di un rialzo dei tassi da parte della BCE; i rendimenti obbligazionari delle EME sono cresciuti ancora più di quelli statunitensi (grafico II.3, diagramma centrale). I prezzi dei mortgage-backed securities sono calati, seguiti a distanza di poche settimane dai titoli azionari. Anche gli spread sulle obbligazioni societarie e i prestiti bancari sono aumentati (grafico II.3, diagramma di destra). La crescita dei rendimenti nelle economie avanzate, combinata ad altri

L'ondata di vendite nel mercato obbligazionario provoca un temporaneo inasprimento finanziario

Grafico II.3



Le linee verticali nere indicano la pubblicazione di dati superiori alle attese relativi all'occupazione statunitense il 3 maggio e il 5 luglio 2013, nonché le notizie e gli annunci della Federal Reserve relativi alla prospettata riduzione graduale (tapering) degli acquisti di attività finanziarie il 22 maggio e il 19 giugno 2013.

¹ Indice Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE), che misura la volatilità implicita dei rendimenti dei titoli del Tesoro nell'orizzonte di un mese e si basa sulla media ponderata dei contratti di opzione sui titoli del Tesoro a due, cinque, 10 e 30 anni. ² Volume giornaliero delle contrattazioni di bond, note e bill del Tesoro USA, segnalato da ICAP; media mobile centrata a 10 giorni. ³ Indice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimento a scadenza. L'indice JP Morgan GBI-EM fornisce una misura esauriente del debito pubblico a tasso fisso in moneta locale emesso nelle EME. ⁴ Differenziali corretti per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) delle obbligazioni societarie ad alto rendimento. ⁵ Tassi sui prestiti bancari meno tassi ufficiali corrispondenti. Medie non ponderate di tassi composti sui prestiti alle famiglie e alle imprese non finanziarie.

Fonti: BCE; Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

fattori, ha innescato una prima ondata di pressioni in vendita sulle attività delle EME. Mentre gli investitori nei fondi di investimento delle economie avanzate si sono spostati dalle obbligazioni alle azioni, nel caso dei fondi delle EME il disimpegno ha riguardato tutte le classi di attività (si veda oltre).

Reagendo a semplici percezioni di cambiamenti futuri nella politica monetaria, i mercati hanno indotto un inasprimento delle condizioni di finanziamento ben prima che le maggiori banche centrali rallentassero effettivamente gli acquisti di titoli o alzassero i tassi. Per alleviare la situazione, le autorità monetarie su entrambe le sponde dell'Atlantico si sono sentite in dovere di rassicurare i mercati. Le turbolenze si sono attenuate agli inizi di luglio quando la Federal Reserve, la BCE e la Bank of England hanno comunicato o ribadito le loro indicazioni prospettiche riguardo al percorso della politica monetaria (Capitolo V).

I mercati nelle economie avanzate si sono rapidamente scrollati di dosso la paura del tapering, rivitalizzando la corsa al rendimento (grafico II.2). L'episodio di elevata volatilità non ha intaccato più di tanto la relativa attrattività delle classi di attività più redditizie, considerando che i rendimenti di riferimento sono rimasti su livelli bassi rispetto ai parametri storici (grafico II.1, diagramma di destra). L'effetto combinato delle migliori prospettive di crescita negli Stati Uniti e della decisione della Federal Reserve nel settembre 2013 di rinviare la stretta monetaria ha favorito ulteriori guadagni sui mercati obbligazionari e azionari nell'ultimo trimestre del

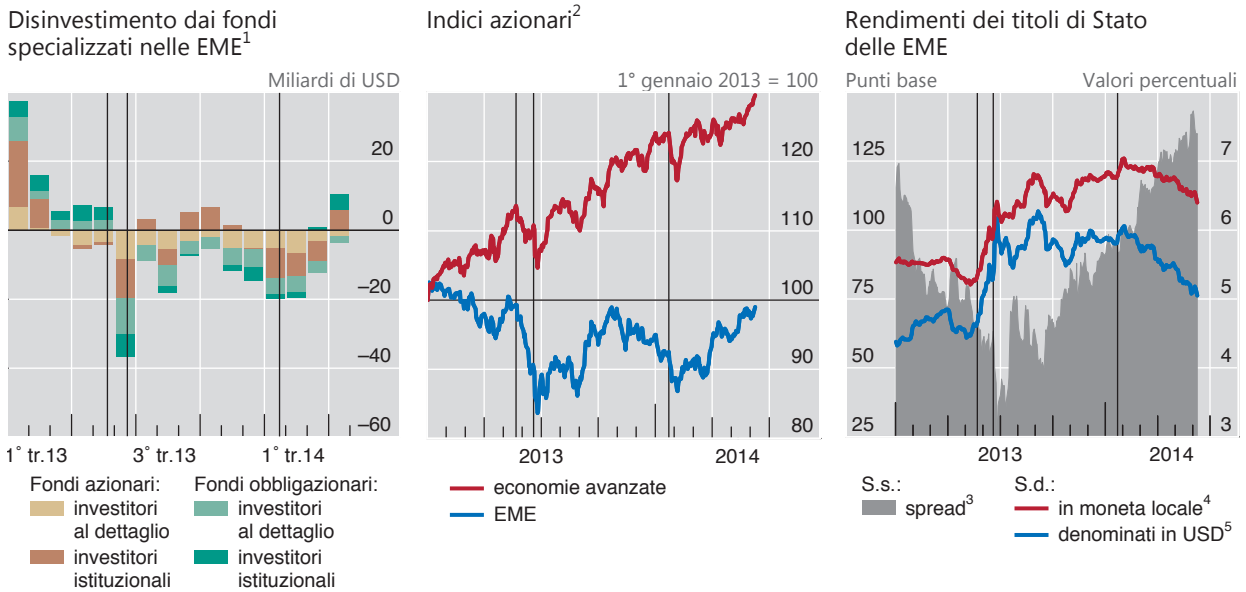
2013. I mercati hanno digerito senza problemi persino l'eventualità di un default tecnico degli Stati Uniti, rientrata a metà ottobre al termine di 16 giorni di sospensione delle attività non essenziali del governo federale. E quando la Federal Reserve ha annunciato in dicembre di voler ridurre progressivamente gli acquisti di attività finanziarie a partire dal gennaio 2014 la reazione dei mercati è stata contenuta. Nell'insieme del 2013 tutte le principali borse valori hanno guadagnato dal 14 al 57% (grafico II.2, diagramma di destra).

Nella prima metà del 2014 l'ottimismo degli investitori ha continuato ad alimentare un rialzo delle valutazioni a dispetto delle incertezze macroeconomiche e geopolitiche (grafico II.2). Verso la fine di gennaio i timori che la debolezza dell'attività economica statunitense fosse dovuta a qualcosa di più che ai soli fattori meteorologici e una seconda ondata di pressioni in vendita sulle attività delle EME hanno compromesso il clima di fiducia degli investitori fino a metà febbraio. Le tensioni sui mercati si sono rapidamente placate quando le autorità delle economie avanzate hanno ribadito il loro sostegno a politiche mirate a stimolare la ripresa economica (Capitolo V). Un ulteriore allentamento delle condizioni finanziarie si è avuto grazie al miglioramento delle prospettive macroeconomiche nelle economie avanzate (Capitolo III). I mercati hanno continuato a dar prova di resilienza agli episodi di stress, comprese le tensioni geopolitiche legate alla crisi in Ucraina: il mercato azionario russo e il rublo dapprima hanno perso rispettivamente il 15 e il 10% fra gennaio e metà marzo, ma in seguito hanno recuperato gran parte delle perdite. Ancora una volta la comunicazione della Federal Reserve e della BCE, unita a dati economici più incoraggianti, ha contribuito a sostenere i mercati creditizi e le borse valori, le quali hanno segnato nuovi record nei mesi di maggio e giugno 2014.

I prenditori sovrani dei paesi periferici dell'area dell'euro hanno beneficiato largamente di questi sviluppi, cui si sono aggiunte le nuove misure espansive rese note dalla BCE agli inizi di giugno di quest'anno. I loro spread rispetto al Bund decennale, il cui rendimento è sceso sotto l'1,5%, hanno toccato il livello più basso dallo scoppio della crisi (grafico II.2, diagramma centrale). I rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni di Spagna e Italia sono così scesi al disotto del 3% rispettivamente in maggio e agli inizi di giugno. Approfittando delle condizioni di finanziamento favorevoli la Grecia, che dal 2010 aveva perso l'accesso ai mercati obbligazionari, ha emesso in aprile un'obbligazione quinquennale accolta da richieste superiori all'importo collocato, che le ha consentito di raccogliere €3 miliardi a un rendimento inferiore al 5%. Analogamente, il Portogallo ha effettuato in aprile la prima asta regolare di titoli di Stato da quando nel maggio 2011 aveva ottenuto di accedere al programma di assistenza, collocando obbligazioni decennali a un tasso del 3,57%. L'Irlanda, che aveva già emesso con successo un'obbligazione quinquennale a metà 2012, è uscita dal programma di assistenza finanziaria ufficiale verso la fine del 2013.

Le economie emergenti sono colpite da brusche inversioni di rotta

Rispetto alle economie avanzate, le EME non si sono riprese altrettanto bene dall'ondata di vendite sui mercati obbligazionari del 2013, subendo perdite più pesanti e durature. L'inasprimento delle condizioni finanziarie globali ha contribuito a due episodi di disinvestimento generalizzato dalle EME. Questi sono stati diversi per vari importanti aspetti, a partire dal fattore di innesco. Il primo episodio è stato messo in moto da uno shock globale, ossia l'ondata di vendite sul mercato obbligazionario a seguito delle indicazioni di tapering, ed è durato da maggio agli inizi di settembre 2013; il secondo ha tratto origine dagli sviluppi nelle stesse EME, si è rafforzato nel novembre 2013 e ha raggiunto l'apice nel gennaio 2014.



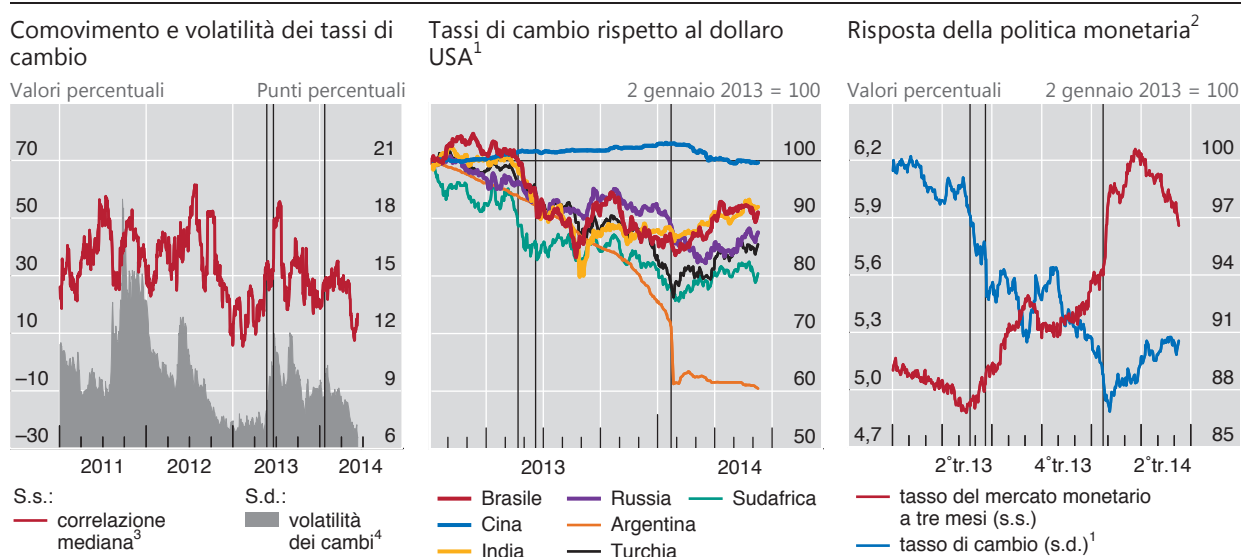
Le linee verticali nere indicano le notizie e gli annunci della Federal Reserve relativi alla prospettata riduzione graduale (tapering) degli acquisti di attività finanziarie il 22 maggio e il 19 giugno 2013, nonché l'ampio deprezzamento del peso argentino il 23 gennaio 2014.

¹ Flussi netti per investimenti di portafoglio (depurati degli effetti di cambio) verso fondi specializzati in singoli paesi e fondi per i quali è disponibile una scomposizione per paesi o per regioni. Somma di Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia, Ungheria e Venezuela. ² Aggregati, calcolati da MSCI. ³ Rendimento del debito denominato in moneta locale, meno rendimento del debito denominato in dollari USA. ⁴ Indice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimento a scadenza. ⁵ Indice JPMorgan EMBI Global Diversified, rendimento a scadenza scorporato (stripped).

Fonti: Datastream; EPFR; elaborazioni BRI.

Il primo episodio è stato repentino e generalizzato: brusche oscillazioni dei prezzi delle attività hanno messo fine a un periodo di relativa stabilità dei tassi di interesse e dei tassi di cambio. Allorché l'ondata di vendite nelle economie avanzate ha raggiunto le EME, queste ultime sono state interessate da una brusca inversione di rotta dei flussi di investimenti di portafoglio, in particolare nel giugno 2013 (grafico II.4, diagramma di sinistra). I corsi azionari nelle EME sono caduti del 16%, prima di stabilizzarsi in luglio, e i rendimenti dei titoli di Stato sono balzati di oltre 100 punti base, sospinti da un aumento dei timori per il rischio sovrano (grafico II.4, diagrammi centrale e di destra). In un primo tempo la ritirata degli investitori è stata indiscriminata e ha colpito simultaneamente molte valute, portando a un loro deprezzamento correlato, nel contesto di elevata volatilità (grafico II.5, diagramma di sinistra). A partire da luglio, tuttavia, i mercati hanno operato una maggiore differenziazione fra le EME sulla base dei loro fondamentali. Nel primo episodio le valute di Brasile, India, Indonesia, Sudafrica e Turchia hanno perso oltre il 10% nei confronti del dollaro USA (grafico II.5, diagramma centrale) e il Brasile, l'India, l'Indonesia e la Russia hanno ciascuno consumato più di \$10 miliardi di riserve valutarie. I paesi caratterizzati da una rapida crescita del credito, da un'elevata inflazione o da ampi disavanzi di conto corrente sono stati considerati più vulnerabili, e hanno dovuto far fronte ai deprezzamenti più pronunciati (riquadro II.A).

Al confronto con il primo episodio di disinvestimento, il secondo ha avuto una natura più sostenuta e discriminatoria. Nel periodo di relativa calma di settembre e



Le linee verticali nere indicano le notizie e gli annunci della Federal Reserve relativi alla prospettiva di riduzione graduale (tapering) degli acquisti di attività finanziarie il 22 maggio e il 19 giugno 2013, nonché l'ampio deprezzamento del peso argentino il 23 gennaio 2014.

¹ Dollari USA per unità di moneta locale. Un calo indica un deprezzamento della moneta locale. ² Media semplice di Argentina, Brasile, Cile, Corea, Colombia, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. ³ Basata sui tassi di cambio rispetto al dollaro USA delle valute delle economie elencate nella nota 2, più Cina, Hong Kong SAR e Singapore. Mediana di tutte le correlazioni bilaterali fra le variazioni dei tassi a pronti nell'arco del mese precedente. ⁴ Indice JPMorgan EM-VXY della volatilità implicita su tre mesi per le monete di 13 EME.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

ottobre le EME hanno recuperato minore terreno rispetto alle economie avanzate, e negli ultimi mesi del 2013 i timori degli investitori si sono intensificati. In questo prelude al secondo episodio, i prezzi di mercato hanno rispecchiato il peggioramento delle prospettive economiche di molte EME e la graduale correzione degli squilibri finanziari in alcune di loro (Capitoli III e IV). I rendimenti dei titoli di Stato e gli spread creditizi sono rimasti elevati, mentre i mercati hanno continuato a flettere di fronte ai persistenti deflussi di fondi (grafico II.4). Allorché le tensioni di mercato si sono acutizzate nel gennaio 2014, le nuove perdite azionarie e obbligazionarie sono risultate più contenute che nel primo episodio, e hanno interessato soprattutto le EME con scarse prospettive di crescita o tensioni politiche. Le pressioni sulle valute delle EME hanno raggiunto il culmine il 23 gennaio 2014, quando la banca centrale dell'Argentina ha lasciato che il peso si svalutasse di oltre il 10% nei confronti del dollaro USA. Sebbene i deprezzamenti siano stati comparabili per entità a quelli del primo episodio, essi hanno riflesso in misura maggiore fattori specifici ai singoli paesi (riquadro II.A).

In diverse EME le banche centrali hanno rafforzato le difese contro le rinnovate pressioni sui tassi di cambio alzando i tassi di interesse e intervenendo sui mercati valutari. Cominciando dalla Turchia, la risposta ufficiale è stata più energica che nel primo episodio (grafico II.5, diagramma di destra, e Capitolo V). Essa ha contribuito a stabilizzare i tassi di cambio e ha spinto verso l'alto il valore di alcune divise, garantendo un po' di respiro alle imprese locali che si erano rivolte ai mercati internazionali emettendo obbligazioni in valuta estera (Capitolo IV). A partire da febbraio, le valute e i corsi azionari delle EME hanno recuperato gran parte delle perdite di gennaio e gli spread obbligazionari sono tornati a restringersi (grafici II.4 e II.5). Con il ritorno a una situazione di bassa volatilità, alcune attività delle EME

Le determinanti dei recenti deprezzamenti valutari nelle EME

Nel periodo in rassegna si sono verificate nelle economie emergenti (EME) due tornate di deprezzamenti valutari. Sebbene in entrambi i casi gli investitori abbiano operato una differenziazione fra le EME, nel secondo episodio tale differenziazione è stata più marcata e si è basata su una serie leggermente diversa di fattori. Al fine di esaminare l'atteggiamento degli investitori in questi due episodi, il presente riquadro considera varie determinanti dell'andamento dei tassi di cambio rispetto al dollaro USA per un campione di 54 EME.

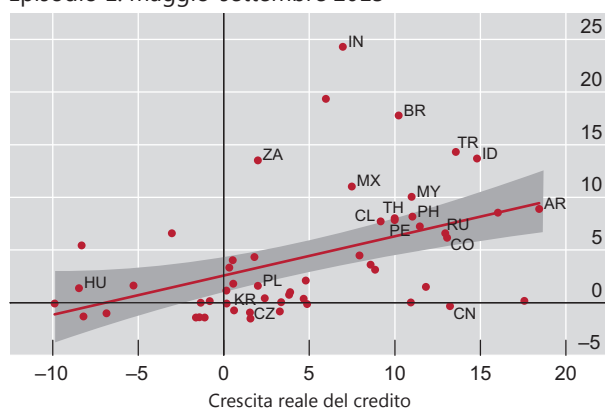
Nel primo episodio (dagli inizi di maggio agli inizi di settembre 2013) gli investitori hanno dapprima ridimensionato le esposizioni verso le EME indiscriminatamente, in risposta alle indicazioni fornite dalla Federal Reserve sulla futura normalizzazione della politica monetaria. In seguito, tuttavia, si sono focalizzati maggiormente sui fattori specifici ai singoli paesi, il che ha modificato le dinamiche dei deprezzamenti delle diverse EME. Gli investitori hanno cominciato a discriminare soprattutto i paesi con ampi squilibri finanziari, come una rapida crescita del credito e ingenti disavanzi di conto corrente, che sono in genere finanziati da afflussi di capitali esteri. Un semplice diagramma di dispersione illustra questo effetto per la crescita reale del credito interno al settore privato non finanziario, mostrando come un elevato tasso di crescita si sia accompagnato a un deprezzamento più pronunciato (grafico II.A, diagramma di sinistra). Nella seconda tornata di deprezzamenti (dagli inizi di gennaio agli inizi di febbraio 2014) gli investitori hanno nuovamente tenuto conto delle differenze fra le EME, focalizzandosi tuttavia maggiormente sulla crescita attesa del PIL. Come mostra anche in questo caso il diagramma di dispersione, in tale episodio i paesi che presentavano prospettive di crescita migliori per il 2014 hanno subito pressioni valutarie più contenute rispetto alle altre EME (grafico II.A, diagramma di destra).

Determinanti dei recenti deprezzamenti dei tassi di cambio¹

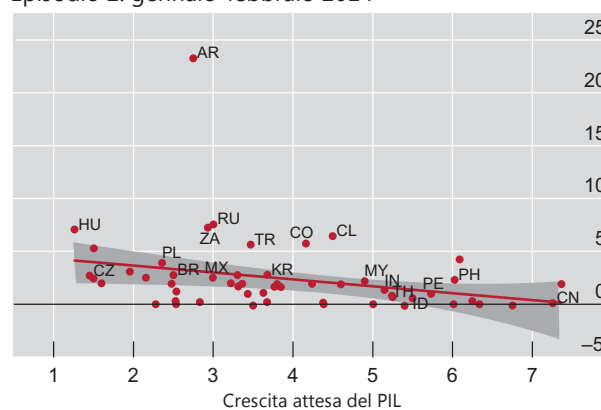
L'asse delle ordinate riporta il tasso di deprezzamento, in percentuale²

Grafico II.A

Episodio 1: maggio-settembre 2013



Episodio 2: gennaio-febbraio 2014



AR = Argentina; BR = Brasile; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; MY = Malaysia; PE = Perù; PH = Filippine; PL = Polonia; RU = Russia; TH = Thailandia; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

¹ Cfr. la tabella II.A per una descrizione delle variabili riportate. La linea rossa rappresenta la proiezione lineare semplice effettuata utilizzando come regressore soltanto la variabile riportata sull'asse delle ascisse; l'area ombreggiata indica l'intervallo di confidenza del 95%. ² Tasso di cambio in termini di unità di moneta locale per dollaro USA; l'episodio 1 va dal 10 maggio al 3 settembre 2013 e l'episodio 2 dal 1° gennaio al 3 febbraio 2014. Un valore positivo indica un deprezzamento della moneta locale.

Fonti: FMI; Bloomberg; CEIC; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Queste osservazioni trovano conferma in un'analisi di regressione multipla (tabella II.A). Nel primo episodio si distinguono come principali determinanti dei deprezzamenti valutari i maggiori disavanzi di parte corrente, una forte espansione del credito in termini reali e un'elevata inflazione (come indicano i coefficienti positivi significativi riportati nella tabella). I deprezzamenti sono inoltre risultati generalmente più pronunciati laddove il rapporto debito pubblico/PIL era più elevato e per i paesi con una maggiore "dimensione del mercato" (variabile che incorpora il PIL e gli afflussi di investimenti di portafoglio dal 2010). Questi risultati mantengono la loro validità

anche considerando gli aumenti dei tassi ufficiali nelle EME. L'analisi indica che, rispetto al primo episodio, nel secondo ha avuto un ruolo più rilevante la crescita attesa del PIL. Fra gli altri fattori discriminanti che hanno influito sull'entità dei deprezzamenti, nel secondo episodio l'inflazione e la dimensione del mercato sono rimasti importanti, ma ha acquisito maggiore rilevanza il rischio sovrano, misurato dagli spread sui credit default swap (CDS). La rilevanza delle determinanti individuate per il secondo episodio appare ancora maggiore se si anticipa l'inizio del periodo dal 1° gennaio 2014 al 31 ottobre 2013, includendo così la fase in cui si è sviluppato (episodio 2').

Nell'insieme, la regressione spiega una parte più ampia della variazione nei tassi di deprezzamento dei vari paesi (oltre l'80% della variazione misurata da R^2) nel caso del secondo episodio, a indicazione che i fattori specifici ai singoli paesi hanno avuto in tale episodio maggiore rilevanza.

Determinanti dei deprezzamenti valutari¹

Tabella II.A

	Episodio 1	Episodio 2	Episodio 2'
Disavanzo del conto corrente ²	0,152*	0,031	0,063
Crescita reale del credito ³	0,607***	-0,027	0,145*
Tasso di inflazione ⁴	0,889***	0,281***	0,481***
Crescita attesa del PIL ⁵	-0,560	-0,692***	-1,006***
Rapporto debito pubblico/PIL ⁶	0,075*	-0,021	-0,024
Spread sui CDS sovrani ⁷	-0,014*	0,015***	0,025***
Dimensione del mercato ⁸	0,038*	0,015*	0,021*
Numero di osservazioni	53	54	53
R^2 (%)	61,6	83,0	87,0

I simboli ***/**/* denotano significatività statistica ai livelli dell'1/5/10%. Un regressore (determinante) con coefficiente significativo positivo contribuisce al deprezzamento della moneta locale nei confronti del dollaro USA; un regressore con coefficiente significativo negativo si associa a un tasso di deprezzamento inferiore. Le regressioni sono stimate con il metodo dei minimi quadrati ordinari con errori standard robusti all'eteroschedasticità; è inclusa una costante (non riportata).

¹ Il campione è formato da 54 importanti EME. Variabile dipendente: variazione percentuale nel tasso di cambio (unità di moneta locale per unità di dollari USA) fra il 10 maggio e il 3 settembre 2013 (episodio 1), fra il 1° gennaio e il 3 febbraio 2014 (episodio 2) e fra il 31 ottobre 2013 e il 3 febbraio 2014 (episodio 2'). ² In percentuale del PIL, 1° trimestre 2013 (episodio 1), 4° trimestre 2013 (episodio 2) e 3° trimestre 2013 (episodio 2'). ³ Variazione percentuale sull'anno precedente del credito bancario interno al settore privato deflazionato in base all'IPC, 1° trimestre 2013 (episodio 1), 4° trimestre 2013 (episodio 2) e 3° trimestre 2013 (episodio 2'). ⁴ Variazione percentuale dell'IPC sull'anno precedente, aprile 2013 (episodio 1), dicembre 2013 (episodio 2) e settembre 2013 (episodio 2'). ⁵ Previsioni di crescita per il 2014 formulate dall'FMI nel *World Economic Outlook* nell'aprile 2013 (episodio 1) e nel settembre 2013 (episodi 2 e 2'), in percentuale. ⁶ Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL, a fine 2012 (episodio 1) e a fine 2013 (episodi 2 e 2'). ⁷ Aumento degli spread sui CDS sovrani a cinque anni, nei periodi aprile-agosto 2013 (episodio 1), dicembre 2013-gennaio 2014 (episodio 2) e ottobre 2013-gennaio 2014 (episodio 2'); dati di fine mese, in punti base. ⁸ Prodotto tra il PIL del 2013 in PPA e i flussi cumulati di investimenti di portafoglio (se positivi) nei periodi 1° trimestre 2010-1° trimestre 2013 (episodio 1), 1° trimestre 2010-4° trimestre 2013 (episodio 2) e 1° trimestre 2010-3° trimestre 2013 (episodio 2'); entrambe le variabili in dollari USA, riespresse in termini logaritmici (base 10).

Fonti: FMI; CEIC; Datastream; Markit; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

e le operazioni di carry trade su valute hanno riguadagnato popolarità tra gli investitori alla ricerca di rendimento.

Le banche centrali lasciano il segno sui mercati finanziari

La sensibilità dei prezzi delle attività alla politica monetaria spicca come uno dei tratti fondamentali dell'anno trascorso. Sotto la spinta del basso livello dei tassi ufficiali e dell'allentamento quantitativo, i rendimenti a lungo termine nei principali

mercati obbligazionari avevano toccato i minimi storici nel 2012. Da quel momento, al minimo segnale di un'inversione di rotta rispetto a quelle condizioni eccezionali, i mercati sono entrati in fibrillazione. I timori per l'evoluzione della politica monetaria statunitense hanno giocato un ruolo centrale, come dimostrano le turbolenze sui mercati obbligazionari di metà 2013 e altri eventi chiave nel periodo in esame. Ma la politica monetaria ha avuto un impatto anche sui prezzi delle attività e sul comportamento degli investitori più in generale.

Gli eventi dell'anno trascorso illustrano che, influenzando le percezioni e gli atteggiamenti degli operatori di mercato verso il rischio, la politica monetaria può avere un potente effetto sulle condizioni finanziarie, come evidenziato dai premi al rischio e dalle condizioni di finanziamento. In altre parole, gli effetti del canale dell'assunzione di rischio della politica monetaria sono stati assai evidenti durante tutto il periodo in esame¹.

I mercati finanziari ossessionati dalla politica monetaria

La straordinaria influenza delle banche centrali sui mercati finanziari internazionali si è manifestata nel modo più diretto nei maggiori mercati del reddito fisso, dove il profilo della curva dei rendimenti è stato particolarmente sensibile a ogni minima notizia o variazione delle aspettative sulla politica monetaria. Mentre i rendimenti a breve termine sono rimasti ampiamente ancorati dai bassi tassi ufficiali, quelli a medio termine hanno reagito alle indicazioni di forward guidance e quelli a lungo termine sono stati condizionati dagli acquisti di attività finanziarie, dalle aspettative di lungo periodo e dalla credibilità percepita della banca centrale (Capitolo V). Quando la Federal Reserve – la prima delle maggiori banche centrali ad agire – ha ventilato la possibilità di un rallentamento degli acquisti di attività finanziarie a metà 2013, le obbligazioni a lungo termine hanno subito pesanti perdite. Sebbene i prezzi obbligazionari siano calati in misura meno marcata rispetto alle ondate di vendite del 1994 e del 2003, le perdite complessive in termini di valore di mercato sono risultate più elevate questa volta, a causa delle dimensioni molto maggiori dello stock di titoli del Tesoro (riquadro II.B).

Le politiche monetarie non convenzionali e la forward guidance hanno assunto un ruolo chiave nella comunicazione delle banche centrali (riquadro V.A). Quando la Federal Reserve ha segnalato l'intenzione di mantenere basso il tasso sui federal fund anche dopo che avrà smesso di acquistare attività finanziarie, gli investitori hanno rivisto al ribasso le aspettative di medio periodo sui tassi a breve termine, e la dispersione delle opinioni si è ridotta (grafico II.6, diagramma di sinistra). Contemporaneamente, gli operatori di mercato sono risultati più concordi sulla prospettiva di un aumento nel medio periodo dei tassi di interesse a lungo termine (grafico II.6, diagramma centrale).

Le azioni della Federal Reserve hanno lasciato il segno anche sul segmento a lungo termine della curva dei rendimenti. La scomposizione dei rendimenti fa ritenere che le variazioni dell'inflazione attesa o dei tassi reali non abbiano avuto un impatto di rilievo sulle scadenze lunghe (grafico II.6, diagramma di destra).

¹ Cfr. R. Rajan, "Has financial development made the world riskier?", *European Financial Management*, vol. 12, n. 4, 2006, pagg. 499-533; T. Adrian e H. S. Shin, "Financial intermediaries and monetary economics", in B. Friedman e M. Woodford (ed.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, 2010, pagg. 601-650; e C. Borio e H. Zhu, "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?", *Journal of Financial Stability*, vol. 8, n. 4, 2012, pagg. 236-251. Per una rassegna esauriente delle evidenze empiriche sul canale dell'assunzione di rischio della politica monetaria, cfr. F. Smets, "Financial stability and monetary policy: how closely interlinked?", *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2013:3, edizione speciale.

L'ondata di vendite del 2013 nel mercato dei titoli del Tesoro USA in una prospettiva storica

Qual è stato l'impatto dell'ondata di vendite del maggio-giugno 2013 nel mercato dei titoli del Tesoro USA? Dipende da come si misurano le perdite. Le perdite di valore sui *singoli titoli* sono risultate leggermente inferiori a quelle verificatesi durante gli analoghi episodi del 1994 e del 2003, mentre l'entità delle *perdite aggregate* sullo stock di titoli in essere è stata maggiore nel 2013, sia in termini assoluti sia in relazione al PIL.

Al fine di confrontare le perdite registrate al valore corrente di mercato a metà 2013 con quelle del 1994 e del 2003, in questo riquadro vengono dapprima quantificate a livello di singolo titolo le perdite percentuali sui titoli del Tesoro negoziabili per ogni diversa scadenza (i risultati per un sottoinsieme di tre scadenze sono riportati nel grafico II.B, diagramma di sinistra, insieme alle perdite relative ad alcuni titoli di debito del settore privato). Vengono successivamente stimate le perdite aggregate al valore corrente di mercato per lo stock totale di titoli del Tesoro negoziabili in essere, considerando i loro specifici profili in termini di scadenze e flussi monetari (grafico II.B, diagramma di destra).

L'ondata di vendite del 1994 differisce da quelle del 2003 e del 2013, poiché in tale occasione non solo i tassi a lungo termine si sono impennati, ma anche quelli a breve hanno registrato un aumento significativo. Agli inizi di febbraio 1994, dopo un lungo periodo di accomodamento monetario, un aumento inatteso, ancorché modesto, del tasso ufficiale della Federal Reserve diede luogo a forti correzioni al rialzo dei tassi di inflazione e di interesse a breve termine attesi. Nell'arco dei tre mesi successivi il tasso ufficiale crebbe di 75 punti base e i rendimenti a 10 anni di oltre 140 punti base. Per contro, sia nel 2003 sia nel 2013, le tensioni sul mercato obbligazionario hanno riguardato soprattutto le scadenze più lunghe, benché le determinanti di questi due episodi siano state diverse. Il forte aumento dei rendimenti a lungo termine nel 2003 fu provocato in ampia misura da un incremento dei tassi di interesse reali e dei tassi di inflazione futuri attesi, mentre nel 2013 l'aumento è stato quasi interamente dovuto a un innalzamento dei premi a termine, che si trovavano ai minimi storici (cfr. grafico II.6, diagramma di destra, e la trattazione all'interno del capitolo).

Come illustra il diagramma di sinistra del grafico II.B, le perdite ai prezzi correnti di mercato sui singoli titoli durante le turbolenze del 2013 non sono state pari a quelle del 1994 e del 2003. Ma un tratto distintivo dell'ondata di vendite del 2013 è stata la massiccia espansione delle consistenze di debito a seguito della crisi finanziaria (grafico II.B, diagramma centrale). Fra gli inizi del 2007 e il 2014 lo stock di titoli del Tesoro USA negoziabili in essere è pressoché triplicato, passando da \$4 400 a 12 100 miliardi, e al suo interno è aumentata la quota di titoli detenuti nell'ambito del Federal Reserve System Open Market Account (SOMA).

In base ai dati pubblicamente disponibili su importi in essere, vita residua e cedole dei titoli del Tesoro USA negoziabili è possibile determinare il profilo dei flussi di cassa e la duration dello stock di titoli detenuti dalla Federal Reserve e dal pubblico per gli episodi del 2003 e del 2013[Ⓞ]. La duration del totale dei titoli in essere (e quindi la loro sensibilità a variazioni improvvise dei tassi di interesse) è cresciuta dal 2007 da circa 3,8 a 4,8 anni per effetto delle politiche di gestione del debito e del calo dei rendimenti ai minimi storici (con un corrispondente aumento di valore dei titoli). La duration dei titoli detenuti dalla Federal Reserve è aumentata in misura ancora maggiore con l'introduzione del programma di allungamento delle scadenze (*maturity extension programme*, MEP) della banca centrale verso la fine del 2011, che ha contribuito a sua volta a mantenere grosso modo costante la duration del debito detenuto dal pubblico.

A causa della forte espansione dello stock di titoli del Tesoro USA dalla crisi finanziaria, l'ondata di vendite del 2013 sui mercati obbligazionari ha generato una perdita aggregata maggiore, in termini sia di dollari sia di PIL, rispetto alle turbolenze del 1994 e del 2003[Ⓞ]. Fra maggio e fine luglio 2013 l'insieme dei detentori del debito statunitense è incorso ai prezzi correnti di mercato in perdite cumulate intorno ai \$425 miliardi, equivalenti a circa il 2,5% del PIL (grafico II.B, diagramma di destra). Le perdite aggregate stimate per l'ondata di vendite del 2003 ammontarono a \$155 miliardi, pari all'1,3% del PIL, e quelle del 1994 a circa \$150 miliardi, intorno al 2% del PIL.

Tuttavia, nel 2013 il pubblico ha sopportato solo due terzi circa delle perdite aggregate, vale a dire \$280 miliardi circa, pari grosso modo all'1,7% del PIL, una percentuale probabilmente non maggiore di quella del 1994[Ⓞ]. Pertanto, a causa dell'elevato ammontare di rischio di duration che la Federal Reserve si è assunta in bilancio, le perdite di valore per il pubblico detentore di titoli del Tesoro USA nel 2013 sono state relativamente contenute, nonostante l'ammontare molto maggiore di titoli del Tesoro negoziabili in essere.

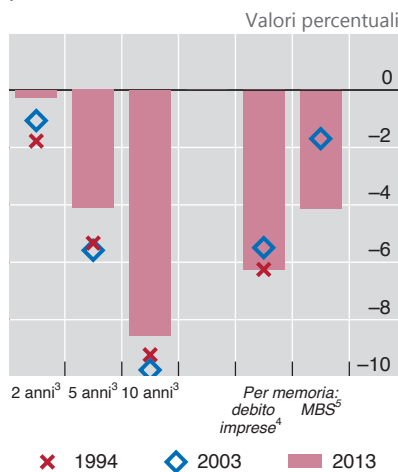
[Ⓞ] I titoli del Tesoro USA detenuti nei vari conti delle amministrazioni pubbliche statunitensi, compresi i fondi fiduciari, non sono negoziabili. In questo riquadro è utilizzato il termine "pubblico" per designare tutti gli investitori residenti e non residenti diversi dalla Federal Reserve. Le disponibilità detenute nell'ambito del SOMA sono segnalate dalla Federal Reserve Bank di New York con riferimento all'ultimo mercoledì

del mese; i dati sui titoli del Tesoro negoziabili in essere riportati all'interno delle segnalazioni mensili di Treasury Direct sul debito pubblico si riferiscono invece all'ultimo giorno del mese. In questa analisi non si considerano le eventuali differenze in termini di importi in essere e duration derivanti da questo sfasamento temporale. I dati sui titoli del Tesoro USA in essere sono disponibili in formato elettronico soltanto a partire dall'aprile 1997. ② Al fine di stimare le perdite ai prezzi correnti di mercato nel 2013 e compararle con quelle verificatesi nei due episodi precedenti, in questo riquadro si utilizzano i dati a livello di singoli titoli relativi a tutti i titoli del Tesoro USA negoziabili in essere, nonché alla loro scadenza e al profilo dei corrispondenti flussi di cassa, e si quantificano le variazioni mensili del valore di mercato aggregato dei titoli in essere dovute a variazioni nella configurazione della curva dei rendimenti statunitense. Come tassi di sconto vengono utilizzati i rendimenti a scadenza costante interpolati linearmente tratti dalle tabelle H.15 del Federal Reserve Board. Le stime delle perdite sul mese precedente in termini di valore di mercato sono ottenute confrontando il valore attualizzato dei flussi di cassa al termine di un dato mese con il valore attualizzato dei flussi di cassa dello stesso portafoglio di titoli alla fine del mese successivo. Allorché il livello o la pendenza della curva dei rendimenti aumentano nel corso del mese, il valore dei titoli del Tesoro USA in essere cala, poiché i flussi di cassa futuri sono scontati in misura maggiore. Per calcolare la differenza del valore attualizzato, si fa astrazione da tutti i flussi di cassa che intervengono fra la fine di un dato mese e la fine del mese successivo. L'analisi dei guadagni e delle perdite aggregati stimati ai prezzi correnti di mercato per il periodo antecedente l'aprile 1997 si basa su informazioni meno dettagliate e sull'ipotesi che la struttura per scadenze dei titoli del Tesoro in essere concordi con quella degli indici comuni del mercato delle obbligazioni pubbliche statunitensi. ③ La disponibilità in titoli della Federal Reserve nel 1994 difficilmente superavano \$350 miliardi e presumibilmente avevano una duration non superiore a quella dell'intero stock di titoli del Tesoro in essere. Ciò si desume dai dati forniti da J. Hamilton e C. Wu, "The effectiveness of alternative monetary policy tools in a zero lower bound environment", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44, febbraio 2012, pagg. 3-46.

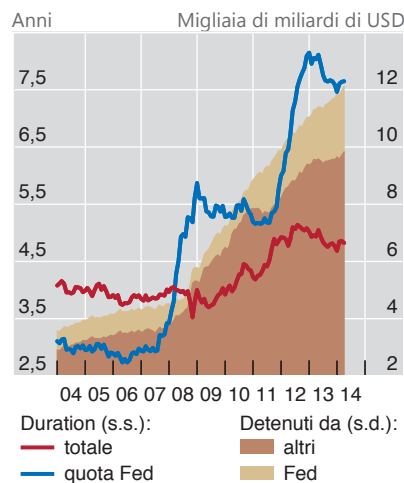
Perdite sui titoli del Tesoro USA durante tre importanti ondate di vendite

Grafico II.B

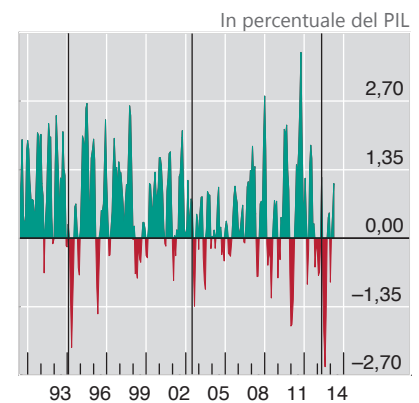
Perdite ai prezzi correnti di mercato per determinate scadenze¹



Titoli del Tesoro USA negoziabili in essere



Guadagni e perdite cumulati (tre mesi)²



Le linee verticali nere nel diagramma di destra indicano l'inizio delle ondate di vendite del 1994, 2003 e 2013.

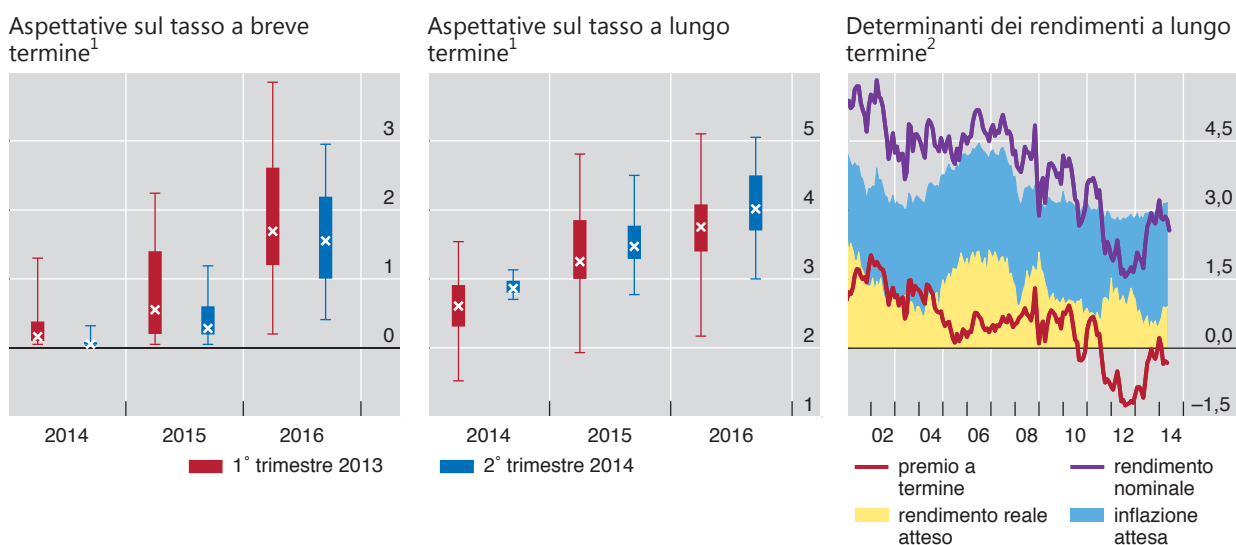
¹ Le tre ondate di vendite corrispondono ai periodi 7 febbraio-11 maggio 1994, 12 giugno-3 settembre 2003 e 2 maggio-5 luglio 2013. Il diagramma mostra le perdite, in termini percentuali, ai prezzi correnti di mercato in questi tre periodi. ² Il diagramma evidenzia i guadagni e le perdite aggregati ai prezzi correnti di mercato relativi allo stock di titoli del Tesoro USA negoziabili in essere su un orizzonte di tre mesi dovuti alle variazioni del profilo della curva dei rendimenti USA; i guadagni e le perdite sono misurati in miliardi di dollari USA e successivamente espressi in percentuale del PIL. I dati sottostanti a livello di singoli titoli coprono tutti i titoli del Tesoro USA negoziabili in essere, comprese le informazioni riguardo al loro profilo in termini di scadenze e flussi di cassa. Gli aumenti e i cali del valore di mercato in un dato mese sono stimati confrontando il valore attualizzato dei flussi di cassa al termine del mese considerato con il valore attualizzato dei flussi di cassa futuri dello stesso portafoglio di titoli alla fine del mese successivo. Per i periodi antecedenti all'aprile 1997, i guadagni e le perdite ai prezzi correnti di mercato sono calcolati sulla base dei dati relativi al totale dei titoli del Tesoro USA negoziabili in essere e delle informazioni sulla duration e sui rendimenti dell'indice BofA Merrill Lynch US Treasury Master, che rileva l'andamento del debito sovrano denominato in dollari USA collocato pubblicamente sul mercato dal governo statunitense. ³ Rendimento complessivo dell'indice BofA Merrill Lynch Current US Treasury per le scadenze a due, cinque e 10 anni. ⁴ Rendimento complessivo dell'indice BofA Merrill Lynch United States Corporate, che rileva l'andamento del debito societario investment grade collocato pubblicamente nel mercato interno statunitense. ⁵ MBS = mortgage-backed securities. Indice JPMorgan MBS. Non si dispone di dati per il 1994.

Fonti: Federal Reserve Bank di New York; Dipartimento del Tesoro statunitense; Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

I tassi di interesse USA mostrano i primi segni di normalizzazione

Valori percentuali

Grafico II.6



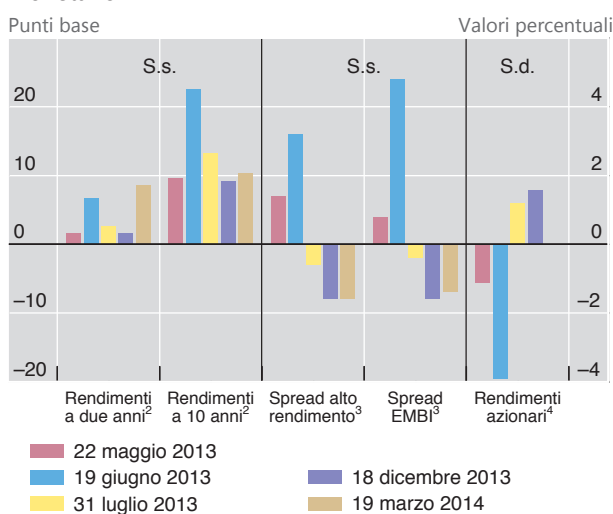
¹ Il tasso a breve termine è il tasso sul buono del Tesoro USA a tre mesi; il tasso a lungo termine è il rendimento sulla note del Tesoro USA a 10 anni. Le aspettative si basano sulle singole risposte fornite nell'ambito della Survey of Professional Forecasters. I box plot mostrano la dispersione delle opinioni degli intervistati intorno all'aspettativa centrale; il rettangolo rappresenta l'intervallo fra il 25° e il 75° percentile; i segmenti indicano la risposta minima e la risposta massima fornite. Le croci corrispondono alla previsione mediana per l'insieme degli intervistati. ² Scomposizione del rendimento nominale del titolo del Tesoro USA a 10 anni basata su un modello della struttura a termine e macroeconomico congiunto. Cfr. P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, di prossima pubblicazione.

Fonti: Federal Reserve Bank di Philadelphia; Bloomberg; elaborazioni BRI.

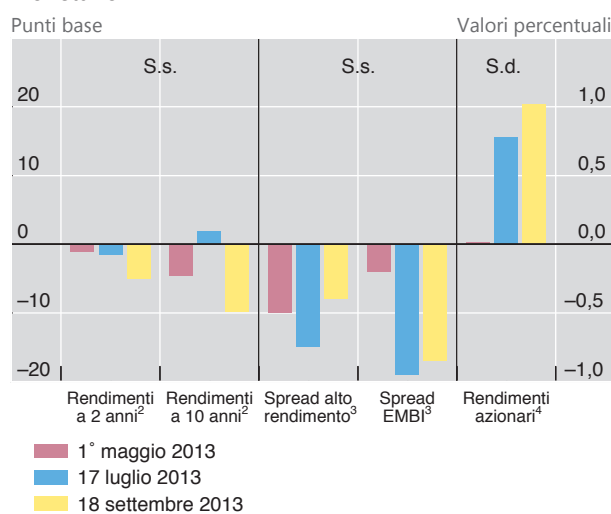
L'impennata del rendimento a 10 anni a metà 2013 corrispondeva invece a un aumento del premio a termine o premio per la scadenza, ossia del compenso per il rischio di detenere obbligazioni con duration lunga, esposte alle oscillazioni future dei tassi reali e dell'inflazione. Sotto l'impulso delle politiche non convenzionali e dei periodi di fuga verso la sicurezza, il premio a termine stimato per i titoli del Tesoro decennali statunitensi è diventato negativo a metà 2011, e nel luglio 2012 aveva raggiunto i minimi storici. La parziale normalizzazione di questo premio nel 2013 concordava con la prospettiva di una riduzione degli acquisti di attività finanziarie da parte della Federal Reserve, una delle principali fonti di domanda nel mercato dei titoli del Tesoro USA. Va rilevato in ogni caso che agli inizi del 2014 il premio a termine stimato si attestava su livelli prossimi allo zero, e quindi inferiori di oltre 100 punti base alla media del 1995-2010.

Per tutto il 2013 e 2014, le notizie del prospettato rientro dalle politiche di allentamento hanno innescato drastici movimenti delle quotazioni di tutta una serie di classi di attività (grafico II.7). La reazione all'annuncio sul tapering della Federal Reserve il 19 giugno 2013 è stata particolarmente intensa: i rendimenti USA a lungo termine sono schizzati di oltre 20 punti base il giorno dell'annuncio, mentre gli spread sulle obbligazioni ad alto rendimento e sui titoli delle EME denominati in dollari sono balzati in avanti rispettivamente di 16 e 24 punti base (grafico II.7, diagramma di sinistra). L'indice azionario S&P 500 ha perso circa il 4%, mentre la volatilità implicita dei mercati azionari è salita di 4 punti percentuali. Tuttavia, le successive comunicazioni della Federal Reserve il 17 luglio e il 18 settembre 2013 hanno rassicurato i mercati, mettendo in chiaro che il prospettato inasprimento era

Reazione dei mercati alle notizie di un inasprimento monetario



Reazione dei mercati alle notizie di un allentamento monetario



Le date in legenda corrispondono a determinati annunci e dichiarazioni della Federal Reserve relativi alle strategie di allentamento quantitativo (1° maggio 2013), alla prospettata riduzione graduale (tapering) degli acquisti di attività finanziarie (dal 22 maggio al 18 settembre 2013) e alle decisioni effettive di tapering (il 18 dicembre 2013 e il 19 marzo 2014).

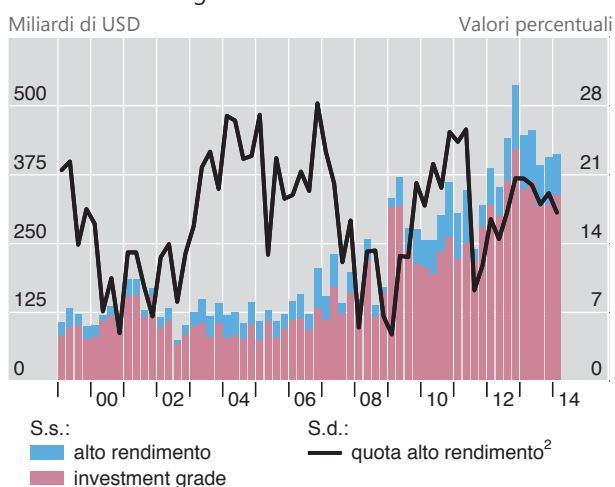
¹ Le reazioni dei mercati sono calcolate come differenza (per i rendimenti e gli spread indicati) o variazioni percentuali (per i rendimenti azionari) fra il giorno precedente e quello successivo all'evento. Gli eventi di politica monetaria USA sono ripartiti fra notizie di inasprimento o di allentamento a seconda del segno della reazione del rendimento della nota del Tesoro USA a due anni. Per un approccio analogo alla valutazione degli effetti delle notizie di politica monetaria, cfr. S. Hanson e J. Stein, "Monetary policy and long-term real rates", *Finance and Economics Discussion Series*, 2012-46, Board of Governors del Federal Reserve System. ² Reazione dei rendimenti delle note del Tesoro USA con scadenze a due e a 10 anni. ³ Reazione degli spread delle obbligazioni ad alto rendimento e di quelle delle EME, in base rispettivamente all'indice BofA Merrill Lynch US High-Yield Corporate Bond (HY) e all'indice JPMorgan EMBI Global Diversified (EMBI). ⁴ Reazione dell'indice di rendimento complessivo S&P 500.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

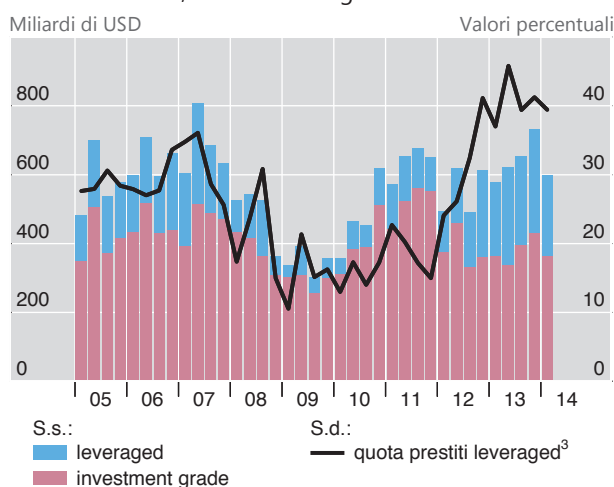
più lontano di quanto gli operatori prevedessero. Di fronte a queste notizie più accomodanti, i rendimenti a due anni sono calati e si sono ridotti anche gli spread sulle obbligazioni ad alto rendimento e sui titoli delle EME (grafico II.7, diagramma di destra). Quando l'annuncio dell'avvio effettivo del tapering è arrivato nel dicembre 2013, i mercati erano più preparati. Sebbene i rendimenti a lungo termine siano saliti di circa 10 punti base, gli spread creditizi si sono assottigliati e le quotazioni azionarie negli Stati Uniti sono addirittura cresciute, dell'1,6% (grafico II.7, diagramma di sinistra).

I bassi costi di finanziamento e la volatilità contenuta incoraggiano la ricerca di rendimento

Influendo sull'assunzione di rischio, la politica monetaria accomodante ha avuto sui prezzi e i volumi delle attività un impatto più ampio di quello esercitato sui principali mercati dei titoli di Stato. Gli spread sono diminuiti anche nelle economie in recessione e per i prenditori che presentavano un rischio di insolvenza non trascurabile. Gli investitori internazionali hanno assorbito volumi eccezionali di titoli societari di nuova emissione, specie di emittenti con basso merito di credito. E quando la ricerca di rendimento si è estesa ai mercati azionari, il legame fra i fondamentali e le quotazioni si è indebolito in un contesto di volatilità e premi al rischio storicamente bassi.

Emissioni di obbligazioni societarie¹

Prestiti sindacati, sottoscrizioni globali



¹ Emissioni lorde di obbligazioni societarie da parte di imprese non finanziarie. ² Quota delle emissioni ad alto rendimento sul totale delle emissioni di obbligazioni societarie. ³ Quota dei prestiti leveraged sul totale delle sottoscrizioni di prestiti sindacati.

Fonti: Dealogic; elaborazioni BRI.

In questa situazione di elevata propensione al rischio, le vivaci emissioni di titoli a più basso rating sono state accolte da una forte domanda da parte degli investitori. Negli ultimi anni è stato emesso un volume considerevole di debito, sia nel segmento di qualità più elevata (investment grade) sia in quello ad alto rendimento (grafico II.8, diagramma di sinistra). Le imprese hanno fatto crescente ricorso ai mercati dei capitali per soddisfare il loro fabbisogno di finanziamento in un momento in cui molte banche stavano stringendo i rubinetti del credito (Capitolo VI). Le emissioni lorde trimestrali nel solo segmento delle obbligazioni ad alto rendimento sono esplose a \$90 miliardi nel 2013, rispetto a una media pre-crisi di \$30 miliardi. Gli investitori hanno assorbito le obbligazioni societarie di nuova emissione a spread via via più ridotti (grafico II.2, diagramma di sinistra). La risposta data dagli investitori istituzionali alle condizioni accomodanti a livello internazionale (ossia una maggiore assunzione di rischio, ad esempio per raggiungere gli obiettivi di rendimento o coprire le obbligazioni previdenziali) concorda con il canale dell'assunzione di rischio della politica monetaria².

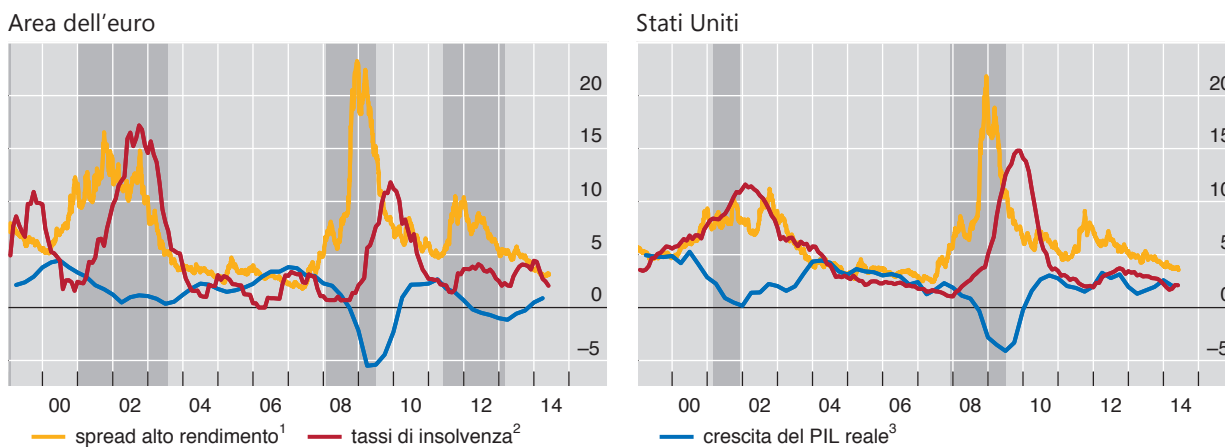
La maggiore propensione al rischio si è manifestata anche in altri segmenti dei mercati creditizi. Nel mercato dei prestiti consorziali, ad esempio, i finanziamenti erogati a mutuatari con merito di credito inferiore e alto grado di leva (prestiti leveraged) hanno superato il 40% delle nuove sottoscrizioni per gran parte del 2013

² Più specificamente, gli intermediari con passività fisse (ad esempio compagnie assicurative e fondi pensione) o i gestori patrimoniali che promettono ai clienti un rendimento fisso, possono reagire a un contesto di tassi bassi assumendo un maggior rischio di duration o di credito (nel rispetto dei vincoli imposti dal quadro regolamentare o dal mandato di investimento). Anche i sistemi di retribuzione nel settore della gestione patrimoniale, che legano il compenso a misure di performance assolute, possono contribuire in modo rilevante a incoraggiare la ricerca di rendimento da parte dei gestori. Per una trattazione dei diversi fattori istituzionali e degli incentivi che contribuiscono al fenomeno della ricerca di rendimento, cfr. ad esempio R. Greenwood e S. Hanson, "Issuer quality and corporate bond returns", *The Review of Financial Studies*, vol. 26, n. 6, giugno 2013, pagg. 1483-1525.

Gli spread creditizi si assottigliano malgrado la debolezza della crescita

Valori percentuali

Grafico II.9



Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione in base alle definizioni dell'OCSE (area dell'euro) e dell'NBER (Stati Uniti).

¹ Differenziali corretti per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread) relativi a un indice di obbligazioni ad alto rendimento in moneta locale emesse da società finanziarie e non finanziarie. ² Tassi di insolvenza sui precedenti dodici mesi ponderati in base all'emittente per i prestatori con rating inferiore all'investment grade. ³ Tasso di crescita sull'anno precedente del PIL trimestrale in termini reali.

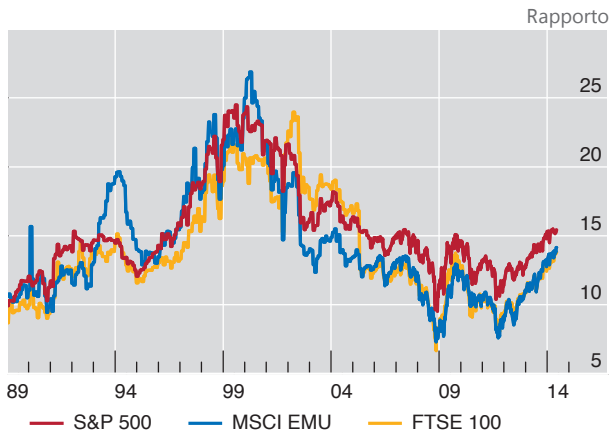
Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Moody's; statistiche nazionali.

(grafico II.8, diagramma di destra), una quota superiore a quella pre-crisi dal 2005 a metà 2007. La presenza di misure di protezione dei creditori sotto forma di clausole di salvaguardia (covenant) è diminuita sempre più nei nuovi prestiti. L'attrazione degli investitori per le tipologie di prestiti più rischiose ha fomentato anche un aumento delle emissioni di attività come le obbligazioni payment-in-kind e i fondi di investimento immobiliare specializzati in mutui ipotecari (mREIT).

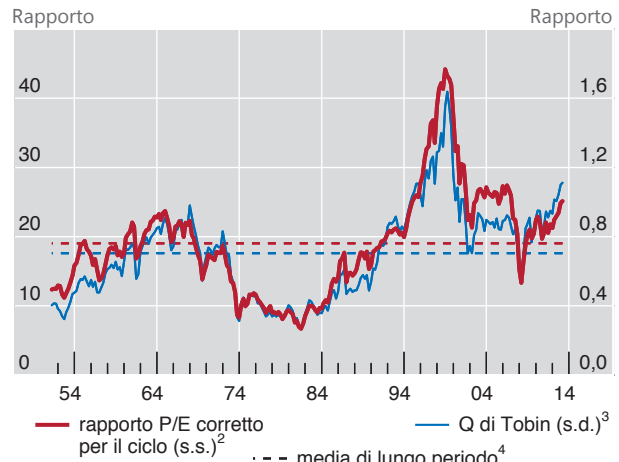
La ricerca di rendimento in atto potrebbe avere influito sulla relazione fra spread e fondamentali. Una bassa crescita del PIL si accompagna di norma a elevati tassi di insolvenza e a spread creditizi maggiori, come avvenuto negli anni prima del 2011 (grafico II.9). Dopo l'impennata del 2009-10 collegata alla crisi, i tassi di insolvenza sono diminuiti, mantenendosi su livelli contenuti per tre anni e giustificando una riduzione degli spread, che negli Stati Uniti hanno continuato a rispecchiare i tassi di insolvenza. A partire dal 2011, tuttavia, quando l'area dell'euro è entrata in un biennio di recessione, i tassi di insolvenza in questa regione sono aumentati ma i differenziali hanno continuato a calare. Oltre a riflettere le aspettative di una scarsa probabilità di insolvenza e premi al rischio contenuti, i bassi rendimenti delle obbligazioni societarie contribuiscono anche alla compressione dei tassi di insolvenza effettivi, poiché la disponibilità di credito a buon mercato rende più facile rifinanziarsi per i debitori in difficoltà. La sostenibilità di questo fenomeno sarà in ultima istanza messa alla prova nel momento in cui i tassi di interesse ritorneranno alla normalità.

Alimentate dal contesto di bassi rendimenti e favorite dal miglioramento delle prospettive economiche, le quotazioni azionarie sulle principali borse hanno registrato una crescita impressionante per tutto il 2013 (grafico II.2, diagramma di destra). In molti mercati azionari il rendimento atteso dai soli dividendi ha superato i rendimenti reali delle obbligazioni di elevata qualità a più lunga scadenza, incoraggiando gli operatori a estendere la ricerca di rendimento oltre i mercati del reddito fisso. L'interesse si è concentrato in particolare sui titoli azionari

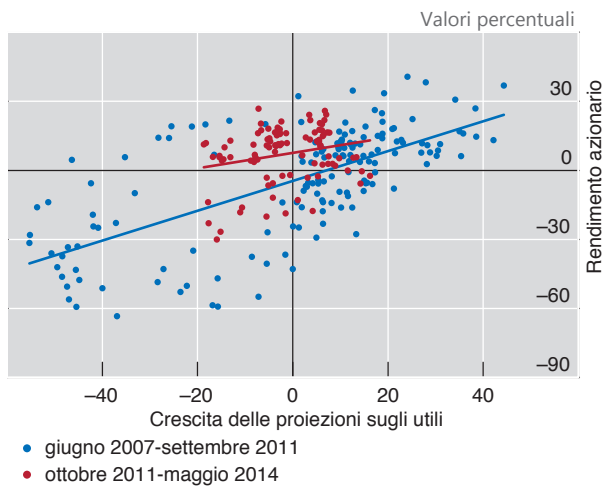
Rapporto prezzo/utigli (P/E) attesi¹



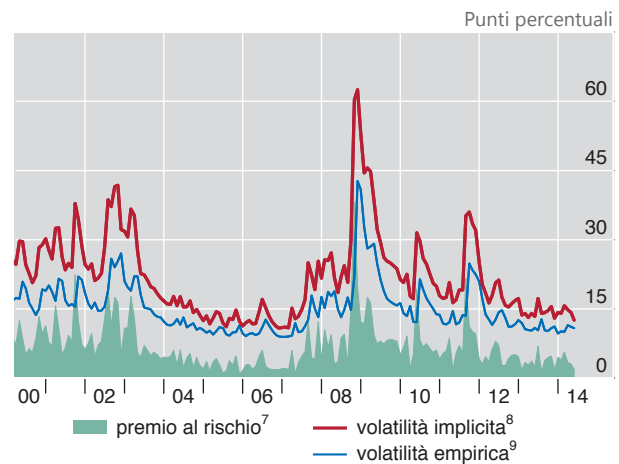
Stati Uniti: rapporto P/E corretto per il ciclo e Q di Tobin



Rendimenti azionari e utili attesi⁵



Stati Uniti: volatilità e premi al rischio⁶

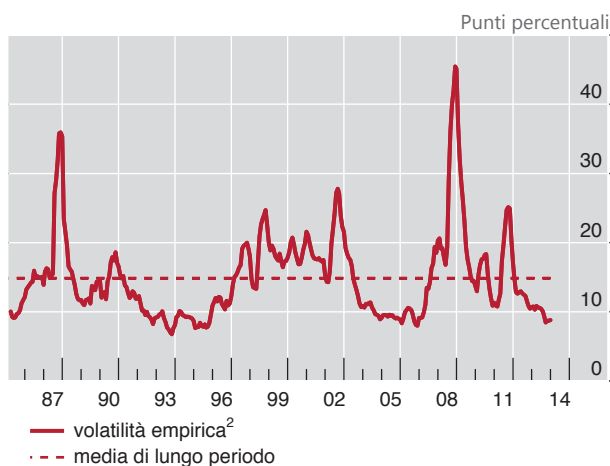


¹ Rapporti P/E basati sugli utili attesi a 12 mesi, calcolati da I/B/E/S. ² Rapporto fra l'indice dei corsi azionari S&P 500 in termini reali e la media degli utili in termini reali nei precedenti 10 anni (dati tratti da R. Shiller). ³ Rapporto fra il valore di mercato delle attività e passività delle imprese statunitensi e il loro costo di sostituzione; basato sui dati dei conti finanziari statunitensi (segnalazioni statistiche Z.1 della Federal Reserve, tabella B.102). ⁴ Media semplice per il periodo riportato. ⁵ I punti rappresentano le osservazioni mensili dei rendimenti annuali del mercato azionario (asse delle ordinate) e la crescita annuale delle proiezioni degli utili a 12 mesi formulate dagli analisti (asse delle ascisse) per gli indici azionari S&P 500, EURO STOXX 50 e FTSE 100. ⁶ Medie mensili di dati giornalieri. ⁷ Stima ottenuta come differenza fra la volatilità implicita (ossia la volatilità della distribuzione neutrale al rischio dei rendimenti azionari ricavata dai prezzi delle opzioni) e la volatilità empirica (ossia la proiezione della volatilità della distribuzione dei rendimenti azionari empirici). La differenza fra queste due misure di rischio è attribuibile all'avversione al rischio degli investitori; cfr. G. Bekaert, M. Hoerova e M. Lo Duca, "Risk, uncertainty and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, 2013, pagg. 771-788. ⁸ Indice VIX della volatilità implicita relativa all'S&P 500, elaborato dalla Chicago Board Options Exchange; deviazione standard, in punti percentuali per anno. ⁹ Stima prospettica della volatilità empirica ottenuta da una regressione predittiva della volatilità empirica a un mese sulla volatilità empirica e sulla volatilità implicita ritardate. La volatilità empirica, detta anche volatilità effettiva o volatilità realizzata, è calcolata a partire dai rendimenti dell'indice S&P 500 a intervalli di cinque minuti; deviazione standard, in punti percentuali per anno. Cfr. T. Anderson, F. Diebold, T. Bollerslev e P. Labys, "Modeling and forecasting realized volatility", *Econometrica*, vol. 71, marzo 2003, pagg. 579-625.

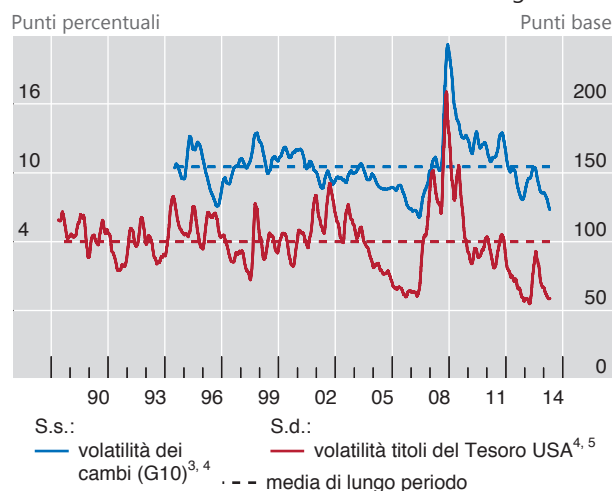
Fonti: R. Shiller, www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm; Bloomberg; Datastream; I/B/E/S; Oxford-Man Institute, <http://realized.oxford-man.ox.ac.uk>; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

che corrispondono dividendi elevati e stabili, che hanno evidenziato guadagni consistenti.

Mentre i principali indici azionari nelle economie avanzate hanno raggiunto nuovi record, le quotazioni sono salite in misura più che proporzionale rispetto alla crescita attesa delle grandezze fondamentali sottostanti. Misure convenzionali delle

Volatilità dei mercati azionari statunitensi¹

Volatilità dei tassi di cambio e dei mercati obbligazionari



¹ La stima della volatilità empirica, detta anche volatilità effettiva o volatilità realizzata, si basa sui rendimenti effettivi dell'indice S&P 500 (deviazione standard, in punti percentuali per anno). Per il periodo precedente al gennaio 2000, la volatilità del mercato azionario è calcolata come somma dei rendimenti azionari giornalieri composti continui al quadrato nell'arco di un dato mese. Per maggiori dettagli sulla costruzione dei dati, cfr. C. Christiansen, M. Schmeling e A. Schrimpf, "A comprehensive look at financial volatility prediction by economic variables", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 27, 2012, pagg. 956-977. Per il periodo a partire dal gennaio 2000, la volatilità empirica è calcolata come somma dei rendimenti azionari ad alta frequenza (cinque minuti) composti continui al quadrato nell'arco di un dato mese. ² Media mobile centrata a sei mesi. ³ Indice JPMorgan VXY G10 della volatilità implicita a tre mesi per nove coppie valutarie. ⁴ Media mobile centrata a tre mesi. ⁵ Indice Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE), che misura la volatilità implicita dei rendimenti dei titoli del Tesoro nell'arco di un orizzonte di un mese e si basa sulla media ponderata dei contratti di opzione sui titoli del Tesoro a due, cinque, 10 e 30 anni.

Fonti: Bloomberg; JPMorgan Chase; Oxford-Man Institute, <http://realized.oxford-man.ox.ac.uk>; elaborazioni BRI.

valutazioni azionarie, come il rapporto prezzi/utigli o la Q di Tobin, sono salite al disopra delle rispettive medie di più lungo periodo (grafico II.10, diagrammi in alto). L'indice S&P 500, ad esempio, ha guadagnato quasi il 20% nei dodici mesi fino al maggio 2014, mentre gli utili futuri attesi sono cresciuti meno dell'8% nello stesso periodo. Il rapporto prezzo/utigli dell'indice S&P 500, corretto per gli effetti del ciclo, si collocava a quota 25 nel maggio 2014, a sei punti in più della media dei cinquant'anni precedenti. Anche in Europa le quotazioni azionarie sono aumentate lo scorso anno, di oltre il 15%, nonostante la bassa crescita all'indomani della crisi del debito dell'area dell'euro e un calo del 3% degli utili attesi. Tra giugno 2007 e settembre 2011 il crollo delle quotazioni azionarie legato alla crisi e il successivo recupero si sono associati a cambiamenti delle aspettative degli investitori sulla crescita futura degli utili aziendali (grafico II.10, diagramma in basso a sinistra, dati in blu). Da allora, le aspettative sugli utili hanno pesato meno sull'andamento delle quotazioni azionarie (come illustra la minore inclinazione della linea rossa rispetto alla linea blu nel grafico II.10, diagramma in basso a sinistra).

Il recente incremento dei rendimenti azionari è stato accompagnato da una crescente propensione al rischio e da livelli di volatilità storicamente contenuti (grafico II.10, diagramma in basso a destra, e grafico II.11, diagramma di sinistra). Agli inizi di giugno 2014 l'indice della volatilità implicita nelle opzioni (VIX) è sceso sotto l'11%, un livello inferiore alla media di 13,6% registrata tra il 2004 e la metà del 2007, e di circa 10 punti percentuali al disotto del livello di metà 2012. La volatilità dei rendimenti effettivi del mercato azionario è scesa su valori non più osservati dal 2004-07 e dal boom dei mercati azionari degli ultimi anni novanta (grafico II.11, diagramma di sinistra).

L'intensità della propensione al rischio degli investitori emerge con evidenza dal confronto fra due misure del rischio, la volatilità implicita e la volatilità effettiva o "empirica"³. La volatilità implicita, una misura prospettica ricavata dai prezzi delle opzioni, è scesa più di quanto gli investitori si sarebbero aspettati in base alle proiezioni della volatilità effettiva dei rendimenti passati. Un indicatore dei premi al rischio, calcolato come differenza tra volatilità implicita e volatilità empirica, recentemente ha oscillato in prossimità dei minimi post-crisi. Ciò fornisce l'ennesimo segnale dell'elevata propensione al rischio degli investitori, poiché suggerisce che questi ultimi sono stati meno inclini ad assicurarsi contro il rischio di forti oscillazioni dei prezzi utilizzando i derivati (grafico II.10, diagramma in basso a destra).

Di fatto, bassi livelli della volatilità implicita ed effettiva sono prevalsi non soltanto nei mercati azionari, ma anche altrove (grafico II.11). Se è vero che la ripresa in corso si è accompagnata a una variabilità più contenuta dei fondamentali a livello macroeconomico e a livello di singola azienda, è altrettanto vero che le banche centrali hanno giocato un ruolo importante di contenimento della volatilità. Gli acquisti di attività finanziarie e la forward guidance hanno rimosso parte dell'incertezza sui movimenti futuri dei rendimenti obbligazionari, limitando così l'ampiezza delle oscillazioni di prezzo dei titoli di debito. La volatilità del mercato obbligazionario statunitense ha di conseguenza continuato a calare, raggiungendo i minimi dal 2007, dopo che si era impennata in occasione dell'ondata di vendite di metà 2013 (grafico II.11, diagramma di destra). Contemporaneamente, la volatilità implicita nei mercati valutari è scesa a livelli che non si vedevano dal 2006-07, mentre la volatilità sui mercati creditizi (calcolata in base alle opzioni sui principali indici di CDS riferiti a imprese europee e statunitensi) è calata ai minimi post-crisi.

Gli sviluppi dell'anno in rassegna indicano pertanto che la politica monetaria ha prodotto un potente impatto sull'intera gamma degli investimenti attraverso gli effetti esercitati sulle percezioni del valore e del rischio. Le condizioni monetarie accomodanti e il basso livello dei rendimenti di riferimento, unitamente alla volatilità contenuta, hanno spinto gli investitori ad assumere un rischio e una leva finanziaria maggiori nella ricerca di rendimento.

³ Questo indicatore della tolleranza al rischio è altresì definito premio per il rischio di varianza. Cfr. T. Bollerslev, G. Tauchen e H. Zhou, "Expected stock returns and variance risk premia", *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n. 11, novembre 2009, pagg. 4463-4492; nonché G. Bekaert, M. Hoerova e M. Lo Duca, "Risk, uncertainty and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n. 7, ottobre 2013, pagg. 771-788.

III. Crescita e inflazione: determinanti e prospettive

Nell'anno trascorso la crescita mondiale si è consolidata. Il miglioramento si deve soprattutto alle economie avanzate, dove è stato favorito da condizioni di finanziamento estremamente accomodanti. Grazie anche alle maggiori esportazioni verso tali economie, nelle economie emergenti (EME) la crescita del prodotto si è stabilizzata nella seconda metà del 2013.

Nondimeno, la crescita mondiale rimane inferiore ai livelli medi pre-crisi. Ciò non sorprende. Varie economie avanzate stanno ancora riprendendosi da una recessione patrimoniale. Le famiglie, le banche e, in misura minore, le imprese non finanziarie stanno risanando i propri bilanci e riducendo il debito eccessivo. Il processo di riduzione dell'indebitamento privato è particolarmente avanzato negli Stati Uniti, mentre è ancora a uno stadio precoce altrove, compreso in un'ampia parte dell'area dell'euro. Le risorse devono inoltre essere destinate a nuovi impieghi più produttivi. Al contempo, molte EME si trovano nella fase finale di un boom finanziario, lasciando presagire per il futuro un possibile effetto di freno sulla crescita.

Il ripristino di una crescita mondiale sostenibile pone sfide considerevoli. Nei paesi colpiti dalla crisi non è realistico attendersi che il *livello del prodotto* ritorni al trend pre-crisi. Ciò presupporrebbe infatti che il *tasso di crescita* superasse la media pre-crisi per vari anni. Come mostra l'evidenza storica questo accade raramente dopo una recessione patrimoniale. Inoltre, nemmeno le prospettive di ripristinare la crescita tendenziale sono brillanti. La crescita della produttività nelle economie avanzate era già in calo molto prima della crisi finanziaria e in diversi paesi le forze di lavoro si stanno già contraendo per effetto dell'invecchiamento della popolazione. Il debito pubblico, inoltre, ha raggiunto livelli inediti e potrebbe costituire un ulteriore freno alla crescita. In molte EME le prospettive di crescita sono offuscate anche dal recente inasprimento delle condizioni finanziarie e dai rischi insiti nella fase finale del ciclo finanziario.

Gli investimenti sono tuttora inferiori ai livelli pre-crisi in numerose economie avanzate, ma ciò non dovrebbe rappresentare un'importante zavorra per la crescita tendenziale. In gran parte il deficit concerne il settore delle costruzioni dei paesi che hanno registrato forti boom immobiliari e, quindi, costituisce una correzione necessaria dei precedenti eccessi. Tuttavia, anche la spesa per attrezzature è inferiore alla media pre-crisi, a causa della debolezza della domanda e della lentezza della ripresa tipiche delle recessioni patrimoniali, più che per la mancanza di finanziamenti. A livello mondiale l'aumento tendenziale degli investimenti nelle EME ha compensato la flessione di lungo corso nelle economie avanzate.

L'inflazione è rimasta contenuta o è ulteriormente diminuita in molte economie. È improbabile, tuttavia, che ciò sia dovuto in misura determinante a un basso utilizzo delle risorse interne. Con la maggiore integrazione degli scambi, della finanza e della produzione, l'inflazione risente sempre più delle condizioni prevalenti nei mercati integrati su scala mondiale. Già da tempo i fattori internazionali hanno contribuito a ridurre il tasso di inflazione nonché la sua sensibilità alle condizioni interne. Queste forze potrebbero essere tuttora in azione.

La parte restante del presente capitolo descrive i principali andamenti macroeconomici nell'anno trascorso, facendo il punto dei progressi che i paesi colpiti dalla crisi hanno compiuto nella ripresa dalla recessione degli anni 2008-09. Passa poi in rassegna l'evoluzione recente dell'inflazione, mettendo in risalto il

ruolo crescente delle variabili internazionali. Infine, il capitolo esamina le possibili cause della debolezza degli investimenti e della crescita della produttività.

La crescita: andamenti recenti e trend di medio periodo

Una ripresa più vigorosa ma ancora disomogenea

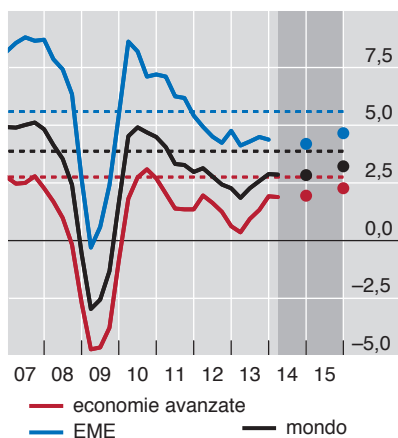
Nell'anno in rassegna la crescita economica mondiale ha acquistato vigore. Il tasso di incremento del PIL mondiale sull'anno precedente è aumentato dal 2 al 3% fra il primo trimestre del 2013 e lo stesso periodo del 2014 (grafico III.1, diagramma di sinistra), contro una media del 3,9% nel periodo 1996-2006 (tabella III.1 allegata). L'incremento dello scorso anno va ricondotto in gran parte alle economie avanzate, mentre la crescita nelle EME si è mantenuta stabile su un livello relativamente basso (ma comunque superiore a quello delle economie avanzate). Questa modifica nel contributo relativo fornito alla crescita risulta ancora più evidente dagli indicatori ricavati dalle indagini. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) del settore manifatturiero è costantemente aumentato nel 2013 per le economie avanzate, mentre per le EME si è attestato su livelli che indicano una crescita costante (grafico III.1, diagramma centrale). Di riflesso al miglioramento della domanda nelle economie avanzate, la crescita del commercio mondiale ha segnato una graduale ripresa nell'anno trascorso, pur rimanendo inferiore rispetto al periodo pre-crisi (grafico III.1, diagramma di destra).

La crescita ha recuperato rapidamente terreno negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Nel primo paese il calo della disoccupazione, una certa stabilizzazione dei mercati delle abitazioni e i progressi nella riduzione dell'indebitamento privato hanno favorito i consumi privati e, in misura minore, gli investimenti, portando il

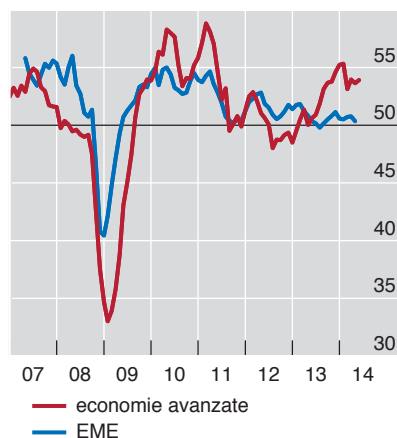
Le economie avanzate stanno trainando la ripresa della crescita mondiale

Grafico III.1

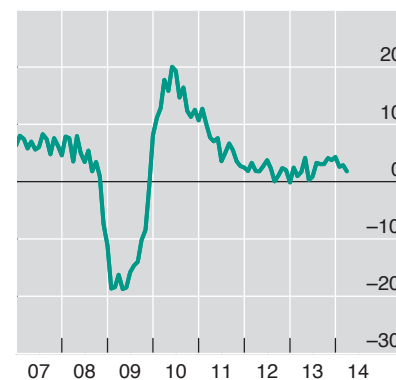
Crescita del prodotto¹



PMI manifatturiero²



Crescita del commercio internazionale³



¹ Variazioni percentuali sull'anno precedente del PIL reale effettivo e atteso; i punti indicano le previsioni; le linee tratteggiate indicano la crescita media annua nel periodo 1996-2006. Economie definite nella tabella III.1 allegata. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ² Indici dei responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero (PMI); un valore superiore a 50 indica un'espansione dell'attività economica. Economie avanzate: Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera; EME: Brasile, Cina, India, Messico, Russia, Singapore, Sudafrica, Turchia e Ungheria. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ³ Variazioni percentuali sull'anno precedente.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Bloomberg; Consensus Economics; CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Datastream; HSBC-Markit; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

tasso di crescita sull'anno precedente attorno al 2% agli inizi del 2014, in rialzo di circa $\frac{3}{4}$ di punto percentuale rispetto all'inizio del 2013. Nonostante i minori passi avanti nel fronteggiare i problemi di bilancio, anche nel Regno Unito la crescita è stata favorita da un calo della disoccupazione e dal dinamismo del mercato delle abitazioni, spingendosi oltre il 3% agli inizi del 2014.

L'area dell'euro è ritornata a crescere sullo sfondo dei minori timori per il rischio sovrano e per il futuro della moneta unica. Trainata dalla Germania e in un primo momento anche dalla Francia, la crescita si è rafforzata per tutto il 2013, facendo registrare tassi positivi anche in Italia e Spagna nell'ultima parte dell'anno. Il ritorno alla crescita è stato favorito da un lieve calo del ritmo di risanamento dei conti pubblici in alcuni paesi, e si è accompagnato a un cambiamento radicale nelle condizioni finanziarie (Capitolo II). Ciò nonostante, i tassi di interesse applicati alle imprese e ai consumatori in Spagna, Italia e altri paesi vulnerabili sono rimasti persistentemente più elevati che altrove nell'area dell'euro.

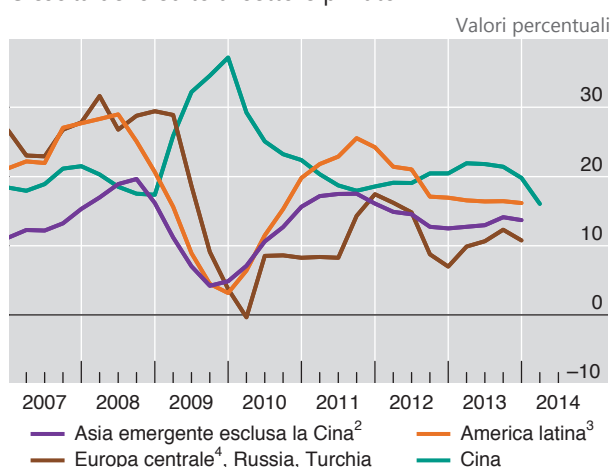
Il Giappone ha incontrato difficoltà nel rilanciare la crescita. Il PIL ha registrato un marcato incremento nella prima metà del 2013, in seguito all'annuncio di un ambizioso programma economico che comprendeva acquisti potenzialmente illimitati di attività finanziarie da parte della Bank of Japan (fino al raggiungimento di un tasso di inflazione del 2%), uno stimolo fiscale a breve termine abbinato a un graduale aumento delle tasse, nonché l'impegno ad attuare riforme strutturali favorevoli alla crescita. Ciò nonostante, nella seconda metà dell'anno la crescita ha subito un marcato rallentamento. Anche il conto corrente è peggiorato, malgrado il pronunciato deprezzamento dello yen. Agli inizi del 2014 la crescita ha segnato un forte recupero in vista del primo aumento delle imposte sui consumi in aprile. Tale miglioramento, tuttavia, dovrebbe in parte venire meno secondo le aspettative.

In molte EME l'effetto espansivo dei cicli finanziari ha continuato a sospingere la domanda aggregata¹. La crescita del credito, benché di gran lunga inferiore agli anni passati, è rimasta positiva e ha continuato ad alimentare il debito delle famiglie e delle società non finanziarie (grafico III.2). Allo stesso tempo, la crescita nelle EME ha dovuto fare i conti con due ostacoli importanti: il protratto rallentamento dell'espansione in Cina e l'inasprimento delle condizioni finanziarie mondiali dopo il maggio 2013 (Capitolo II).

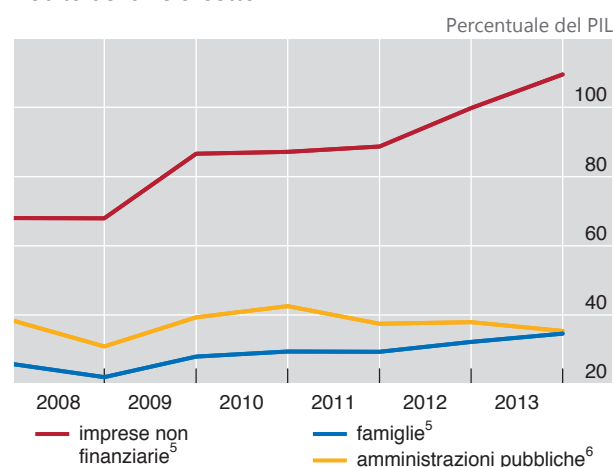
La crescita della Cina è diminuita di oltre 3 punti percentuali dal massimo del 2010, portandosi agli inizi del 2014 al 7½% circa sull'anno precedente. In particolare, nell'anno trascorso le autorità cinesi, mosse da una crescente preoccupazione per la vigorosa espansione del credito, hanno introdotto una serie di misure finanziarie restrittive, compresa una più rigorosa sorveglianza sui finanziamenti del sistema bancario ombra. Il rallentamento ha frenato la crescita nei paesi esportatori di materie prime (fra cui la Russia e alcuni paesi latinoamericani), di fattori intermedi e beni capitali (prevalentemente in Asia) e dei fornitori di beni tecnologici (come Corea, Giappone e Germania). Tuttavia, la ripresa delle esportazioni verso le economie avanzate a partire da metà 2013 ha concorso a una parziale stabilizzazione della crescita nelle EME.

L'inasprimento delle condizioni finanziarie mondiali a partire da maggio-giugno 2013 ha indotto inizialmente deprezzamenti valutari e deflussi di capitali maggiori nei paesi che presentavano disavanzi correnti più elevati, un'espansione più sostenuta del credito al settore privato e un debito pubblico più consistente. Dopo l'ondata di vendite del gennaio 2014 i paesi più colpiti sono stati invece quelli con un'inflazione relativamente elevata e prospettive di crescita in peggioramento

¹ Il ciclo finanziario è diverso dal ciclo economico: la sua misurazione più accurata si basa su una combinazione di aggregati creditizi e prezzi degli immobili e la sua durata è decisamente superiore, pari a circa 15-20 anni. Per una trattazione approfondita, cfr. il Capitolo IV.

Crescita del credito al settore privato¹

Debito dei diversi settori



¹ Media semplice delle variazioni percentuali sull'anno precedente nel credito totale al settore privato non finanziario. ² Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ³ Argentina, Brasile, Cile e Messico. ⁴ Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria. ⁵ Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Thailandia, Turchia e Ungheria. ⁶ Economie elencate nelle note 2-4, Cina, Russia e Turchia.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

(Capitolo II). Le vendite generalizzate iniziali hanno spinto paesi come India, Indonesia e Turchia ad adottare misure restrittive, innalzando ad esempio i tassi ufficiali, inasprendo i controlli sui movimenti di capitale, nonché ricorrendo a misure macroprudenziali e di politica fiscale. Per contro, i paesi con saldi sull'estero positivi o bassi tassi di inflazione, tra cui gran parte dell'Asia emergente e dell'Europa centrale e orientale, hanno potuto mantenere o, in alcuni casi, persino allentare ulteriormente le politiche monetarie e di bilancio per contrastare il peggioramento delle prospettive di crescita (Capitolo V).

L'ombra lunga della crisi finanziaria

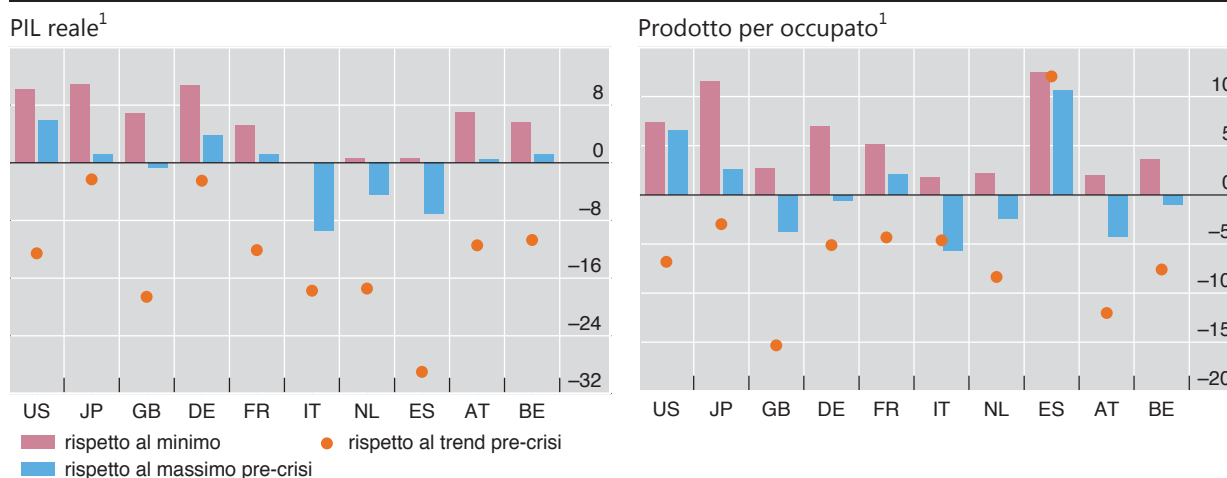
L'economia mondiale è ancora alle prese con i postumi della crisi finanziaria. Nonostante il recente rafforzamento, la ripresa rimane debole nel confronto storico. In varie economie avanzate il prodotto e la produttività si mantengono al di sotto dei massimi pre-crisi (grafico III.3), come del resto anche l'occupazione (tabella III.2 allegata). Ciò non sorprende: le crisi finanziarie provocano in genere recessioni più profonde e durature e sono seguite da riprese molto più lente (riquadro III.A).

La crisi ha avuto un impatto molto diverso a seconda dei paesi. Essa ha colpito in maniera più diretta Stati Uniti, Regno Unito, Spagna e Irlanda, insieme a vari paesi dell'Europa centrale e orientale. Dopo un boom del credito e dei prezzi degli immobili, questo gruppo di paesi ha attraversato un tracollo del mercato delle abitazioni e una crisi bancaria, che sono sfociati in una vera e propria recessione patrimoniale. Un'altra serie di paesi è stata colpita più indirettamente, soprattutto attraverso esposizioni finanziarie verso il primo gruppo. In particolare, in Austria, Francia, Germania e Svizzera le banche sono state sottoposte a tensioni a causa delle loro esposizioni transfrontaliere. Un terzo gruppo di paesi, comprendente la maggior parte delle EME, gli esportatori di materie prime come Australia e Canada, e i paesi nordici, è stato coinvolto di riflesso attraverso i canali commerciali, ma in

La ripresa del prodotto e della produttività è stata lenta e disomogenea

1° trimestre 2014 rispetto ai valori in legenda, in percentuale

Grafico III.3



AT = Austria; BE = Belgio; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; US = Stati Uniti.

¹ Punto di massimo pre-crisi e trend calcolati per il periodo 1996-2008, punto di minimo per il periodo dal 2008 fino agli ultimi dati disponibili. Trend lineare calcolato sul logaritmo del PIL reale e del prodotto per occupato.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Datastream; elaborazioni BRI.

seguito ha beneficiato di un marcato incremento dei prezzi delle materie prime. Il Giappone e l'Italia non hanno risentito di tracolli interni o di esposizioni transfrontaliere eccessive, ma hanno dovuto far fronte all'effetto frenante di più lungo periodo riconducibile a un debito pubblico elevato, all'invecchiamento della popolazione e a inefficienze strutturali presenti da tempo.

Sebbene le politiche macroeconomiche espansive siano state strumentali per stabilizzare l'economia mondiale, la dinamica della ripresa nei singoli paesi è dipesa anche dalla loro capacità di affrontare le cause profonde della recessione patrimoniale. Tra i paesi che hanno subito una vera e propria recessione di questo tipo, gli Stati Uniti hanno segnato un recupero relativamente rapido: rispetto al 2008, il prodotto è aumentato di oltre il 10% e si colloca ora su un livello superiore del 6% circa al massimo pre-crisi. Ciò riflette in misura sostanziale la flessibilità dell'economia statunitense, i progressi sul fronte della riduzione dell'indebitamento delle famiglie e l'adozione di provvedimenti risoluti e credibili tesi a rafforzare i bilanci bancari (Capitolo VI). Nel Regno Unito, dopo una contrazione iniziale del 7½%, il prodotto è aumentato del 6¾%, e a sei anni di distanza è ancora inferiore di circa ½% al massimo pre-crisi. Ciò detto, la disoccupazione si è ridotta rapidamente, grazie a un grado relativamente elevato di flessibilità del mercato del lavoro.

Nell'area dell'euro la crisi del debito sovrano del 2010-12 ha acuito i problemi di bilancio ereditati dalla crisi finanziaria precedente. I paesi che all'inizio della crisi del debito sovrano presentavano un settore delle famiglie altamente indebitato e un settore bancario debole hanno subito un ulteriore calo dei prezzi degli immobili e del credito reale. Le debolezze del settore bancario e quelle del settore pubblico si sono esasperate a vicenda attraverso l'incremento dei costi di provvista e il calo della qualità delle attività. In Irlanda e Spagna la contrazione del credito e dei prezzi degli immobili è stata particolarmente pronunciata, sebbene negli ultimi tempi

La ripresa da una recessione patrimoniale

Rispetto alle normali recessioni congiunturali, le crisi finanziarie o bancarie gravi si accompagnano in genere a recessioni più profonde e durature, e sono seguite da una ripresa molto più lenta. Le crisi di questo tipo tendono a insorgere sulla scia di boom finanziari prolungati e in prossimità dell'apice dei cicli finanziari (Capitolo IV). Le cause di fondo di tali recessioni risiedono in ampi squilibri intertemporali e settoriali, la cui correzione richiede modifiche vaste e prolungate della configurazione della spesa. Per distinguerle dalle recessioni ordinarie del ciclo economico vengono denominate *recessioni patrimoniali*^①. Il presente riquadro analizza i fattori che ne frenano la successiva ripresa.

Durante i boom finanziari si sviluppano ampi *squilibri intertemporali e settoriali*. Le famiglie, le imprese e spesso anche le amministrazioni pubbliche accumulano debito incoraggiate da aspettative ottimistiche circa il loro reddito futuro, i prezzi delle attività e la facilità di accesso al credito. Le banche sovrastimano la solidità del proprio attivo, la solvibilità dei prenditori e la propria capacità di rifinanziarsi rinnovando passività a breve termine. Al contempo, la composizione del prodotto (e quindi l'allocazione del capitale e del lavoro tra i diversi settori) potrebbe non corrispondere alla composizione di una domanda sostenibile. Un chiaro esempio è costituito dall'espansione del settore delle costruzioni in diversi paesi, che lascia dietro di sé un ingente stock di proprietà immobiliari invendute. Anche il settore pubblico può crescere a dismisura, e il suo debito divenire insostenibile.

Presto o tardi la fiducia mal riposta e le aspettative ottimistiche si rivelano infondate, innescando un crollo dei prezzi delle attività e una brusca contrazione del prodotto. Alcuni operatori non saranno più in grado di onorare il servizio del debito e la loro insolvenza infliggerà perdite ai creditori, tipicamente le istituzioni finanziarie. Altri cominceranno a ridurre l'ammontare del debito accrescendo il risparmio netto e cedendo attività, con l'obiettivo di rimanere solvibili e di disporre di fondi sufficienti per far fronte agli impegni e alle necessità futuri. I creditori dovranno fare i conti con un'impennata di attività e prestiti deteriorati. La crisi prelude quindi a un periodo di *correzione dei bilanci* in cui gli operatori antepongono il risanamento dei conti alla spesa. Poiché la spesa di un operatore corrisponde al reddito di un altro operatore, tale risanamento comprime il reddito e il valore delle attività. Pertanto, finché gli indici di indebitamento non saranno ritornati su livelli più sostenibili e l'eccesso di capitale non sarà stato riassorbito, la crescita della spesa e del reddito aggregati si manterrà inevitabilmente al di sotto dei normali valori pre-crisi. Allo stesso tempo, una porzione significativa di capitale e di lavoro diventa improduttiva e deve trovare nuovi impieghi. Ciò in genere comporta il finanziamento di nuovi investimenti fissi e la creazione di nuove imprese, nonché l'esigenza per i disoccupati di riqualificarsi, trasferirsi e cercare un nuovo impiego. Tutto ciò richiede uno sforzo e tempi considerevoli.

La durata e l'intensità della contrazione dopo una recessione patrimoniale dipendono da vari fattori. Il primo è l'entità degli squilibri iniziali: quanto più marcati sono gli eccessi del boom, tanto maggiore è la correzione successiva necessaria. Tendenzialmente, le fasi di rapida contrazione finanziaria si associano a recessioni più profonde e la velocità della ripresa è inversamente correlata alle dimensioni del precedente boom del credito e del settore immobiliare^②. Le famiglie e le imprese più indebitate riducono di norma la spesa in misura maggiore rispetto a quelle con un debito inferiore^③. Il secondo fattore è l'entità delle turbative all'offerta di credito. Dopo la fase più acuta della crisi i creditori necessitano solitamente di qualche tempo per riconoscere le perdite e ricapitalizzarsi. La raccolta di fondi potrebbe risultare difficile a causa dell'opacità dei bilanci e della debolezza della crescita, che aumenta le sofferenze. Ciò che importa, tuttavia, non è tanto l'ammontare complessivo del credito bancario offerto quanto la sua efficiente allocazione. Dopo tutto, l'eccesso di debito va riassorbito ed è probabile che la domanda di credito sia contenuta in termini aggregati. In effetti, gli studi empirici mostrano che durante la ripresa la correlazione tra crescita del prodotto e crescita del credito è, nel migliore dei casi, soltanto debole; in altre parole, le cosiddette riprese "senza credito" costituiscono la norma piuttosto che l'eccezione^④. Per una ripresa più celere è invece essenziale che le banche riacquistino la capacità di destinare il credito agli impieghi più produttivi. Vi sono inoltre indicazioni del fatto che la riduzione dell'indebitamento privato durante la fase di contrazione favorisce un recupero più sostenuto^⑤. Il terzo fattore da cui dipende la gravità della contrazione è la portata delle rigidità e delle inefficienze strutturali. In presenza di ampi squilibri settoriali la crescita del prodotto e l'occupazione tendono a mostrare una ripresa più vigorosa, a parità di condizioni, nei paesi con mercati del lavoro più flessibili^⑥. Infine, le politiche seguite dai governi nella gestione della crisi e durante la fase successiva possono accelerare o frenare la ripresa (Capitoli I e V).

L'evidenza empirica conferma che la ripresa da una crisi finanziaria richiede tempi lunghi^⑦. In media, occorrono circa quattro anni e mezzo affinché il prodotto (pro capite) superi il livello massimo pre-crisi oppure dieci anni circa se si considera la Grande Depressione, mentre per l'occupazione la ripresa è addirittura più lenta (Reinhardt e Rogoff (2009)). A titolo di confronto, in una recessione congiunturale ordinaria il prodotto impiega circa un anno e

mezzo per riportarsi al massimo precedente. L'evidenza indica altresì la presenza di una notevole dispersione attorno alla media, a conferma che vari fattori (compresi quelli summenzionati) concorrono ad accelerare o rallentare la ripresa. Infine, anche le perdite in termini di PIL tendono a essere maggiori nelle recessioni patrimoniali (riquadro III.B).

① L'espressione "recessione patrimoniale" (balance sheet recession) è stata probabilmente utilizzata la prima volta da R. C. Koo, *Balance Sheet Recession*, John Wiley & Sons, 2003, per spiegare il ristagno della crescita in Giappone dopo lo scoppio della bolla azionaria e immobiliare nei primi anni novanta. Nel presente riquadro la medesima espressione è impiegata per designare una contrazione del prodotto associata a una crisi finanziaria dopo un boom finanziario; essa si inquadra inoltre in un'analisi diversa, che non comporta le stesse conclusioni di policy. Cfr. C. Borio, "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *BIS Working Papers*, n. 395, dicembre 2012, di prossima pubblicazione in *Journal of Banking and Finance*; J. Caruana, "Global economic and financial challenges: a tale of two views", intervento tenuto alla Harvard Kennedy School a Cambridge, Massachusetts, 9 aprile 2014. Cfr. inoltre il Capitolo I di questa Relazione. ② Cfr. ad esempio Ö. Jordà, M. Schularick e A. Taylor, "When credit bites back", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 45, 2013. ③ Cfr. ad esempio FMI, "Dealing with household debt", *World Economic Outlook*, aprile 2012, capitolo 3; K. Dynan, "Is a household debt overhang holding back consumption?", *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera 2012; A. Mian e A. Sufi, "Household leverage and the recession of 2007-2009", *IMF Economic Review*, vol. 58, 2010; A. Mian, K. Rao e A. Sufi, "Household balance sheets, consumption and the economic slump", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 128, 2013; C. A. Hennessy, A. Levy e T. Whited, "Testing Q theory with financing frictions", *Journal of Financial Economics*, vol. 83, 2007. ④ Cfr. E. Takáts e C. Upper, "Credit growth after financial crises", *BIS Working Papers*, n. 416, luglio 2013; S. Claessens, A. Kose e M. Terrones, "What happens during recessions, crunches and busts?", *Economic Policy*, vol. 24, 2009; G. Calvo, A. Izquierdo ed E. Talvi, "Phoenix miracles in emerging markets: recovery without credit from systematic financial crises", *American Economic Review*, vol. 96, 2006. ⑤ Cfr. M. Bech, L. Gambacorta ed E. Kharroubi, "Monetary policy in a downturn: are financial crises special?", *International Finance*, vol. 17, primavera 2014. ⑥ Cfr. BRI, 83^a *Relazione annuale*, giugno 2013, Capitolo III. ⑦ C. Reinhardt e K. Rogoff, *This time is different*, Princeton University Press, 2009; cfr. inoltre ad esempio D. Papell e R. Prodan, "The statistical behavior of GDP after financial crises and severe recessions", paper preparato per la conferenza "Long-term effects of the Great Recession" della Federal Reserve Bank di Boston, ottobre 2011; nonché G. Howard, R. Martin e B. Wilson, "Are recoveries from banking and financial crises really so different?", *International Finance Discussion Papers*, n. 1037, Federal Reserve Board, 2011.

sembri essere giunta a un punto di svolta. In Italia, dove il boom è stato meno pronunciato, si sono registrate più di recente lievi flessioni sia degli aggregati creditizi sia dei prezzi degli immobili (Capitolo IV). Anche i legami commerciali all'interno dell'area dell'euro hanno concorso alla fiacchezza della ripresa in vari paesi. Un'eccezione di rilievo è la Germania, che aveva risentito del crollo del commercio mondiale nel 2009, ma che ha anche tratto vantaggio dal suo rapido recupero e dagli afflussi di fondi alla ricerca di impieghi sicuri provenienti dai paesi dell'area dell'euro in difficoltà.

L'ombra lunga della crisi finanziaria è ancora ben presente. Come illustra il grafico III.3 (punti nel diagramma di sinistra), l'attuale livello del prodotto nelle economie avanzate si colloca a un livello inferiore a quello che avrebbe raggiunto se fosse proseguito il trend pre-crisi. Tale divario è pari ad esempio al 12½% circa negli Stati Uniti e al 18½% nel Regno Unito, mentre è addirittura più ampio per la Spagna, al 29%.

Vi sono due spiegazioni complementari alla base di questo fenomeno. In primo luogo, è probabile che il trend pre-crisi sovrastimasse il livello sostenibile del prodotto e della crescita durante il boom finanziario. In secondo luogo, la crisi finanziaria potrebbe aver abbassato in maniera permanente il livello del prodotto potenziale. In entrambi i casi, sarebbe errato estrapolare i tassi medi di crescita pre-crisi per stimare il grado di sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia. In effetti i divari in termini di prodotto riportati nel grafico III.3 si basano su un semplice trend lineare, che probabilmente è una misura troppo rudimentale della crescita potenziale prima della crisi. Ciò nonostante, anche in base a indicatori statistici più sofisticati, le perdite permanenti di prodotto a seguito di una crisi risultano in genere ingenti: misurato in termini di differenza tra il trend pre-crisi e quello post-crisi, l'ordine di grandezza del divario medio del prodotto è di circa il 7½-10% (riquadro III.B).

La misurazione delle perdite in termini di prodotto a seguito di una recessione patrimoniale

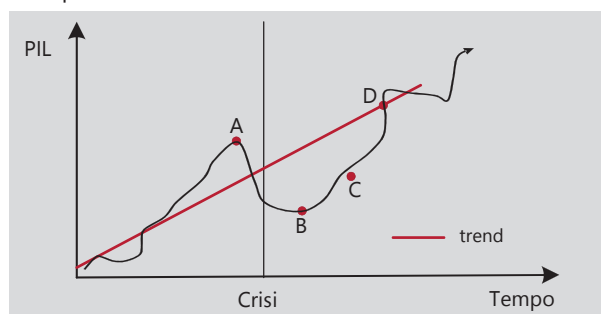
Le recessioni patrimoniali, oltre a essere seguite da una ripresa più lenta rispetto alle normali recessioni del ciclo economico (riquadro III.A), comportano anche ingenti perdite in termini di prodotto. Queste ultime si sono spesso dimostrate permanenti, ossia sono rari i casi in cui il prodotto ritorna al sentiero precedente alla crisi.

A titolo illustrativo, il grafico III.B riporta due esempi della possibile evoluzione del PIL dopo una recessione associata a una crisi finanziaria (recessione patrimoniale). In entrambi gli esempi il punto A indica il valore massimo raggiunto appena prima che la crisi abbia inizio, il punto B segnala il valore minimo e il punto C individua il momento in cui il PIL ritorna sul tasso di crescita tendenziale pre-crisi. Nel primo esempio il prodotto si riporta gradualmente sulla traiettoria o andamento tendenziale seguito prima della crisi (punto D). Ciò significa che per vari anni (tra il punto C e il punto D) il prodotto aumenta a tassi più elevati della media pre-crisi. Nel secondo esempio, invece, il prodotto recupera terreno, ma non abbastanza da ritornare al trend pre-crisi. Il PIL si assesta su un nuovo andamento tendenziale (linea rossa tratteggiata) in cui il tasso di crescita è identico a quello precedente alla crisi, ma il livello del PIL è permanentemente inferiore al trend pre-crisi (linea rossa continua). Lo scarto tra i due trend (indicato da δ) misura la perdita permanente in termini di prodotto. In questo caso, se si dovesse estrapolare la stima del prodotto potenziale dall'andamento pre-crisi, l'output gap risulterebbe sovrastimato dell'ammontare δ .

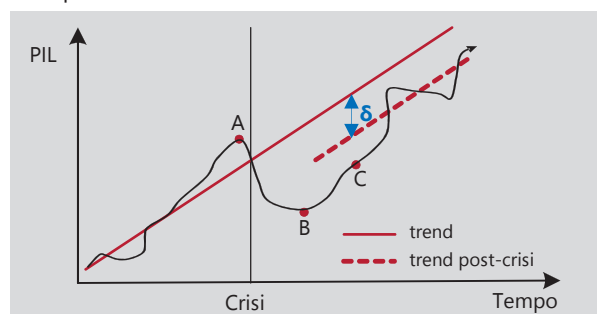
Misurazione dei costi di una crisi: un'analisi grafica

Grafico III.B

Esempio 1



Esempio 2



Punto A: massimo pre-crisi; punto B: minimo post-crisi; punto C: la crescita del PIL eguaglia il trend per la prima volta dopo la crisi; punto D: il PIL torna al livello pre-crisi.

Secondo la letteratura, le perdite iniziali di prodotto in una recessione patrimoniale, misurate dal massimo al minimo (da A a B) oppure dal massimo al momento in cui il tasso di crescita ritorna ai valori pre-crisi (da A a C), sono ingenti e si collocano tra il 6 e il 14% in media tra i vari paesi. Per contro, nelle normali recessioni congiunturali nelle economie avanzate il prodotto cala di norma del 2% circa. L'aspetto più importante è che, stando a vari studi, queste perdite iniziali sono compensate solo in parte nella ripresa successiva alla recessione patrimoniale, ossia sono perlopiù permanenti, in linea con lo scenario del secondo esempio. A differenza del grafico III.B, questi studi non utilizzano semplici regressioni sul trend, bensì seguono solitamente l'approccio di Cerra e Saxena (2008) utilizzando regressioni su dati panel del PIL (o della crescita del PIL) per determinare l'impatto medio di una crisi bancaria sul prodotto. Le perdite permanenti stimate risultano ingenti, tra il 7½ e il 10%. Questi risultati confermano la propria validità indipendentemente dalle differenze in termini di campioni, datazione della crisi o metodi di calcolo, e soprattutto anche considerando la possibilità di una causalità inversa, ossia che il rallentamento della crescita del prodotto abbia generato la crisi^①.

A differenza delle perdite permanenti nel livello del prodotto, vi sono scarse evidenze che una crisi finanziaria sia causa diretta di una riduzione permanente del tasso di crescita tendenziale^②. Esistono tuttavia riscontri di effetti indiretti attraverso almeno due canali. Il primo attiene agli effetti avversi di un *elevato debito pubblico*: dopo una crisi finanziaria il debito pubblico subisce un forte aumento, pari in media all'85% circa in termini nominali secondo Reinhart e Rogoff (2009)^③. Un debito pubblico elevato può frenare la crescita media del PIL a lungo

termine per almeno tre motivi. In primo luogo, all'aumentare del debito aumentano anche gli esborsi per interessi. A sua volta, un maggiore servizio del debito comporta maggiori imposte distorsive e una minore spesa pubblica produttiva. In secondo luogo, all'aumentare del debito aumentano prima o poi anche i premi per il rischio sovrano. La pressione fiscale non può spingersi oltre determinati limiti per motivi sia economici sia politici. Pertanto, quando per assicurare la sostenibilità del debito si rendono necessarie aliquote superiori al tetto massimo, un paese sarà costretto all'insolvenza, in modo esplicito o tramite l'inflazione. La probabilità di raggiungere tale tetto aumenta con il livello del debito. L'innalzamento dei premi per il rischio sovrano induce a sua volta maggiori costi di indebitamento, minori investimenti privati e una crescita inferiore nel lungo periodo. In terzo luogo, all'aumentare del debito le autorità perdono la flessibilità di ricorrere a politiche anticicliche, circostanza che genera maggiore volatilità, un grado più elevato di incertezza e, ancora una volta, minore crescita. Cecchetti et al. (2011), nonché vari studi incentrati sulle economie avanzate nel secondo dopoguerra, rilevano che, tenuto conto delle determinanti tipiche della crescita economica, il livello del debito pubblico esercita un impatto negativo sulla crescita tendenziale^④.

Il secondo canale consiste in una maggiore *distorsione nell'allocazione delle risorse*. Di norma, le forze di mercato dovrebbero indurre le imprese meno efficienti a ristrutturarsi oppure ad abbandonare il mercato, aumentando le risorse a disposizione delle imprese più efficienti. Tuttavia, il funzionamento delle forze di mercato è limitato, in misura variabile a seconda del paese, dalla regolamentazione dei mercati dei prodotti e del lavoro, dal diritto fallimentare, dal diritto tributario, dalle sovvenzioni pubbliche, nonché da un'allocazione non efficiente del credito. Di conseguenza, potrebbe rimanere nel mercato un numero eccessivo di imprese meno efficienti: ciò comporta una crescita della produttività aggregata più bassa (e quindi una crescita tendenziale del PIL inferiore) rispetto a quanto non sarebbe altrimenti possibile^⑤.

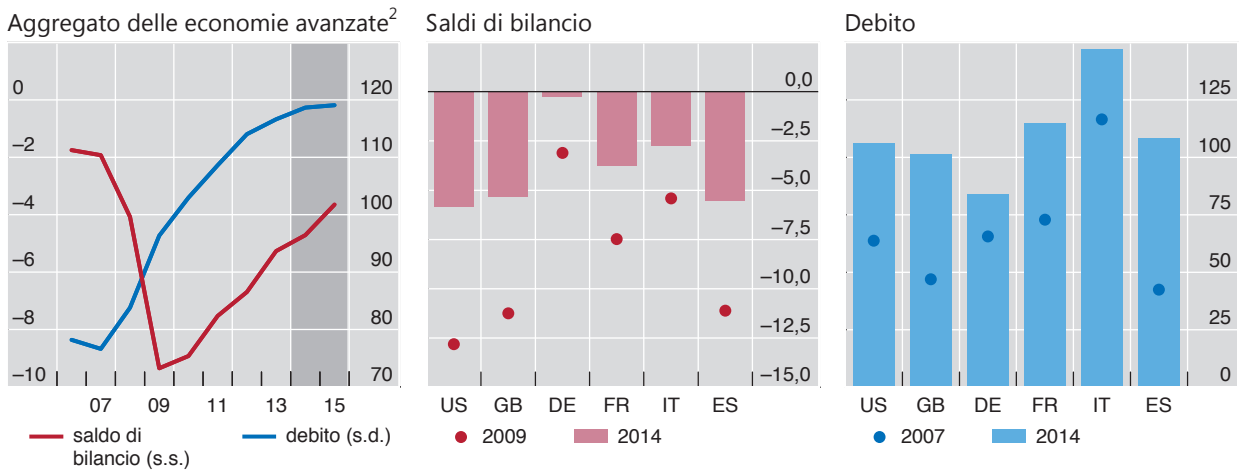
Un boom finanziario acuisce in genere la distorsione dell'allocazione delle risorse (come osservato nel riquadro III.A). Ma è quando non si fronteggia il malfunzionamento del settore bancario né si rimuovono gli ostacoli alla riallocazione delle risorse che questo problema può diventare cronico. All'indomani di una crisi finanziaria i dirigenti delle banche in difficoltà sono incentivati a continuare a finanziare le imprese dissestate e in genere meno efficienti (c.d. *evergreening* o *debt forbearance*, tolleranza del debito). Potrebbero inoltre ridurre il credito alle imprese più efficienti, ritenendole comunque in grado di sopravvivere, ma privandole così delle risorse necessarie per espandersi. Le autorità potrebbero tollerare queste prassi per evitare ampi interventi impopolari di salvataggio, nonché potenziali forti aumenti della disoccupazione dovuti a ristrutturazioni societarie. Alcuni studi recenti suggeriscono che nell'ultima esperienza post-crisi il fenomeno della *debt forbearance* si è verificato, quanto meno in alcuni paesi^⑥. Le evidenze di tale pratica sono inoltre abbondanti nel caso del Giappone dopo lo scoppio della bolla nei primi anni novanta. La mobilità dei capitali e del lavoro era diminuita rispetto al periodo pre-crisi e, sorprendentemente, non solo erano state mantenute in vita imprese inefficienti, ma la loro quota di mercato sarebbe persino aumentata a scapito delle imprese più efficienti^⑦. Questa redistribuzione ha probabilmente contribuito al calo della crescita tendenziale osservato nel paese agli inizi degli anni novanta.

④ V. Cerra e S. C. Saxena, "Growth dynamics: the myth of economic recovery", *American Economic Review*, vol. 98, 2008. Per una rassegna della letteratura sulla stima delle perdite in termini di prodotto cfr. Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, 2010. Non tutti gli studi, tuttavia, rilevano uno spostamento permanente del prodotto potenziale. Ad esempio, i risultati di D. H. Papell e R. Prodan ("The statistical behavior of GDP after financial crises and severe recessions", paper preparato per la conferenza *Long-term effects of the Great Recession* della Federal Reserve Bank di Boston, ottobre 2011) sono più eterogenei. In particolare, dopo una grave crisi, gli Stati Uniti (1929) e la Svezia (1991) sono riusciti a tornare al trend precedente dopo circa dieci anni. Tale ritorno, tuttavia, potrebbe ricondursi a fattori diversi dalla crisi (come il riarmo o le riforme strutturali). ⑤ Un'eccezione è rappresentata da C. Ramirez, "Bank fragility, 'money under the mattress', and long-run growth: US evidence from the 'perfect' panic of 1893", *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, 2009. ⑥ C. Reinhart e K. Rogoff, *This time is different*, Princeton University Press, 2009. ⑦ S. Cecchetti, M. Mohanty e F. Zampolli, "The real effects of debt", in *Achieving Maximum Long-Run Growth*, atti del simposio patrocinato dalla Federal Reserve Bank di Kansas City, Jackson Hole, agosto 2011. Per un'analisi delle evidenze cfr. "Un elevato debito pubblico rappresenta un freno alla crescita?" in BRI, *83ª Relazione annuale*, giugno 2013, pagg. 48-49. ⑧ Cfr. ad esempio D. Restuccia e R. Rogerson, "Misallocation and productivity", *Review of Economic Dynamics*, vol. 16, 2013. ⑨ Cfr. ad esempio U. Albertazzi e D. Marchetti, "Offerta di credito, flight to quality ed evergreening: un'analisi delle relazioni banca-impresa dopo Lehman", *Banca d'Italia, Temi di discussione*, n. 756, 2010 (versione integrale disponibile soltanto in inglese); Bank of England, *Financial Stability Report*, n. 30, dicembre 2011; nonché A. Enria, "Supervisory policies and bank deleveraging: a European perspective", intervento alla 21ª Hyman P. Minsky Conference on the State of the US and World Economies, 11-12 aprile 2012. ⑩ Sull'evergreening cfr. ad esempio R. Caballero, T. Hoshi e A. Kashyap, "Zombie lending and depressed restructuring in Japan", *American Economic Review*, vol. 98, 2008; J. Peek ed E. Rosengren, "Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan", *American Economic Review*, vol. 95, 2005. Sulla minore mobilità dei capitali e del lavoro cfr. ad esempio T. Iwaisako, "Corporate investment and restructuring", in *Reviving Japan's Economy*, MIT Press, 2005, pagg. 275-310. Sulla sopravvivenza delle imprese inefficienti e l'esclusione dal mercato di quelle efficienti cfr. ad esempio A. Ahearne e N. Shinada, "Zombie firms and economic stagnation in Japan", *International Economics and Economic Policy*, vol. 2, 2005.

Il risanamento dei conti pubblici nelle economie avanzate è ancora incompiuto¹

In percentuale del PIL

Grafico III.4



DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; US = Stati Uniti.

¹ I dati si riferiscono al settore delle amministrazioni pubbliche; i dati sul debito si riferiscono al debito lordo. ² Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005 di Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Italia, Norvegia, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. L'area ombreggiata corrisponde alle proiezioni.

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*.

Un'altra ombra lunga è quella gettata dall'elevato debito pubblico. Sebbene i governi delle economie avanzate abbiano compiuto progressi significativi nella riduzione dei disavanzi di bilancio dopo la crisi, il debito si colloca su livelli record ed è in ulteriore aumento (grafico III.4, diagramma di sinistra). In media i disavanzi pubblici si sono ridotti dopo aver raggiunto il 9% del PIL nel 2009 e dovrebbero continuare a contrarsi. Ciò nonostante, essi sono ancora ampi (prossimi o superiori al 6%) in Spagna, Stati Uniti e Regno Unito, paesi le cui finanze pubbliche hanno subito un drastico deterioramento sulla scia della crisi (grafico III.4, diagramma centrale). Parallelamente, il debito ha superato il 100% del PIL in gran parte delle maggiori economie (grafico III.4, diagramma di destra; tabella III.3 allegata).

L'inflazione: determinanti interne e internazionali

Il rafforzamento della crescita mondiale non ha finora coinciso con un aumento sostenuto dell'inflazione (grafico III.5, diagramma di sinistra). Dalla metà del 2013 le misure dell'inflazione generale sono rimaste inferiori o prossime all'obiettivo in diversi paesi. In particolare, l'indice generale dei prezzi al consumo era pari allo 0,7% nell'area dell'euro nell'aprile 2014, mentre è salito al 2% negli Stati Uniti dopo essersi mantenuto al disotto dell'obiettivo per diversi mesi. Il Giappone rappresenta invece un'eccezione: l'inflazione sia di fondo sia generale è salita considerevolmente dopo l'annuncio, ai primi del 2013, di un obiettivo del 2% per il tasso di inflazione. Anche nelle EME l'inflazione generale è rimasta inferiore alla media, pur mantenendosi persistentemente elevata in Brasile, Indonesia, Russia e Turchia.

La recente stabilità dell'inflazione a livello internazionale ha riflesso in larga parte la stabilità dei prezzi delle materie prime (grafico III.5, diagramma di destra) e delle componenti di fondo (grafico III.5, diagramma centrale). Negli Stati Uniti e

nell'area dell'euro l'inflazione di fondo ha continuato a scendere fino a epoca recente, ma sembra avere mutato direzione in aprile, quando è salita portandosi rispettivamente all'1,8 e all'1%. Nell'anno trascorso la flessione nell'area dell'euro ha superato le previsioni. Essa è stata particolarmente pronunciata nei paesi periferici e verosimilmente dovuta ad aggiustamenti strutturali e al ripristino della competitività.

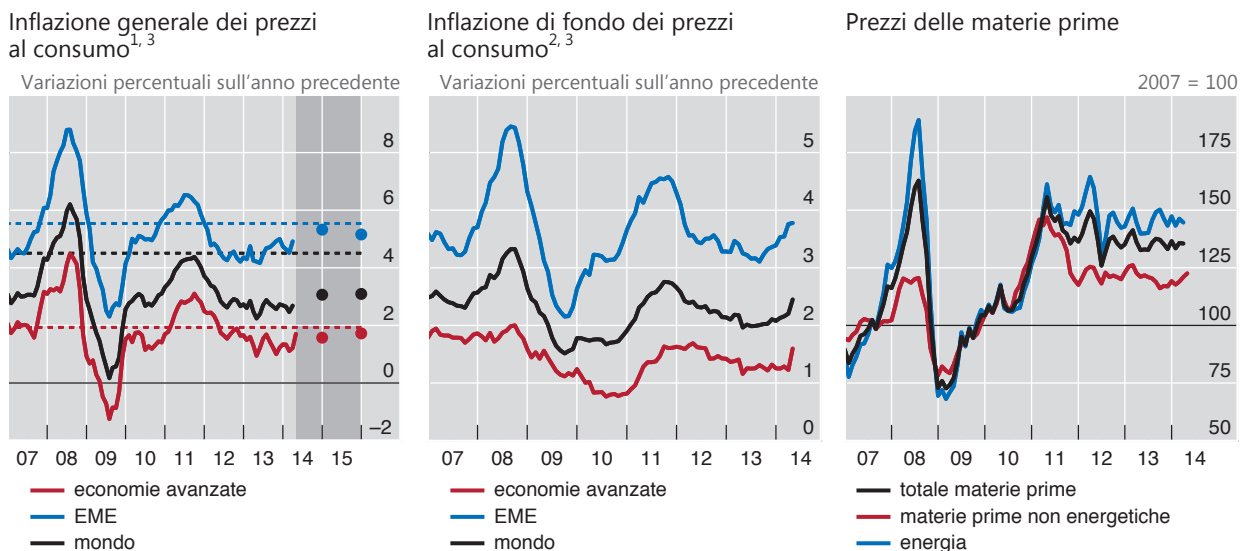
La relativa stabilità dell'inflazione nelle economie avanzate è degna di nota nel confronto con le variazioni del prodotto. L'inflazione non è solo rimasta moderata nel periodo recente nonostante il consolidarsi della ripresa, ma è anche diminuita meno di quanto previsto da molti osservatori durante le fasi immediatamente successive alla crisi malgrado la grave recessione.

Da quali fattori dipende questa stabilità dell'inflazione? Il quadro di riferimento convenzionale per analizzare l'inflazione, la cosiddetta curva di Phillips, mette in relazione il tasso di variazione dei prezzi sia all'inflazione passata e attesa sia al grado di sottoimpiego della capacità produttiva all'interno dell'economia, dato dalla differenza tra il prodotto effettivo e una misura del prodotto potenziale. Una versione simile, la curva di Phillips dei salari, collega il tasso di variazione dei salari a quello dei prezzi e al grado di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro.

Il grado di capacità inutilizzata nell'economia non è purtroppo osservabile direttamente e non può essere misurato con precisione. L'incertezza al riguardo è già elevata in condizioni normali, ma lo è ancora di più dopo una recessione patrimoniale. Il periodo successivo alla Grande Recessione non fa eccezione: mentre alcuni indicatori segnalano la sostanziale chiusura dell'output gap, altri continuano a suggerire la presenza di un margine considerevole di capacità inutilizzata. Ciò nonostante, nell'anno trascorso tutte le stime hanno evidenziato dinamiche analoghe

L'inflazione è rimasta contenuta a livello mondiale

Gráfico III.5



¹ Le previsioni sono indicate dai punti; le linee tratteggiate corrispondono all'inflazione media annua nel periodo 2001-06 per le EME e 1996-2006 per le altre economie. Economie definite nella tabella III.1 allegata. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ² Prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia; per alcune economie, definizione nazionale. Economie definite nella tabella III.1 allegata, esclusi Arabia Saudita, Venezuela e altre economie del Medio Oriente. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ³ Per l'Argentina, i dati sui prezzi al consumo si basano su stime ufficiali (discontinuità metodologica nel dicembre 2013). Per l'India, prezzi all'ingrosso.

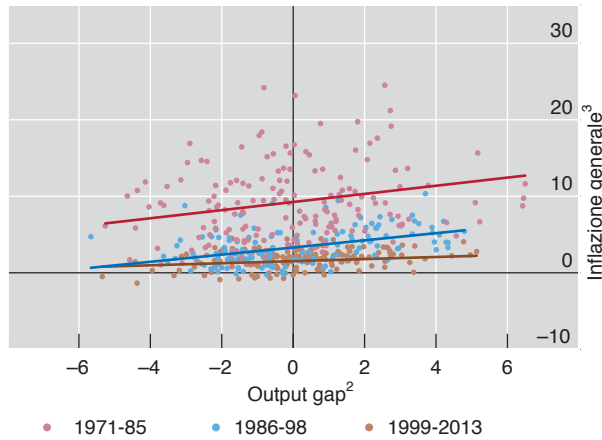
Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; OCSE, *Main Economic Indicators*; CEIC; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Le curve di Phillips dei prezzi e dei salari si sono appiattite nelle economie avanzate¹

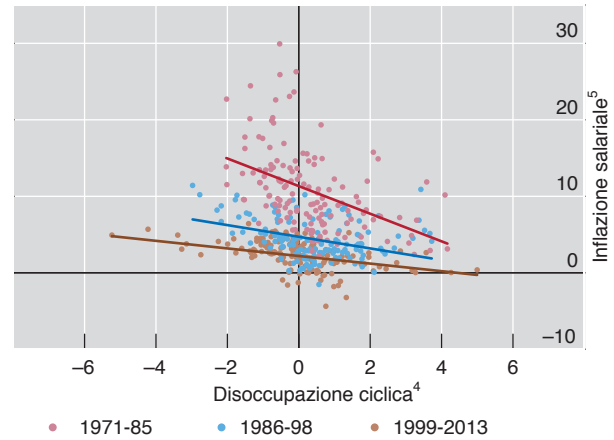
In percentuale

Grafico III.6

Inflazione e output gap



Inflazione salariale e disoccupazione



¹ Dati annuali; rette di regressione stimate mediante analisi di panel non bilanciato con effetti fissi cross-section, controllando per le variazioni sull'anno precedente nei prezzi delle materie prime. I punti corrispondono ai dati per Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. ² Stimato con un filtro di Hodrick-Prescott. ³ Variazioni sull'anno precedente dell'indice dei prezzi al consumo. ⁴ Tasso di disoccupazione meno tasso di disoccupazione naturale (NAIRU). ⁵ Variazioni sull'anno precedente dei salari.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook e Main Economic Indicators*; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

e indicative di una riduzione del grado di sottoimpiego. Questo andamento discorda tuttavia con la recente moderazione dell'inflazione (riquadro III.C). Inoltre, gli ampi output gap osservati durante il rallentamento del 2008-09 contrastano con l'assenza, in tale periodo, di pressioni disinflazionistiche pronunciate.

Ciò indica che il grado di sottoutilizzo della capacità a livello interno sta influenzando in misura solo contenuta sull'inflazione. Tale fenomeno non è nuovo: l'appiattimento della curva di Phillips sembra essere iniziato negli anni ottanta e aver proseguito gradualmente negli anni successivi. A titolo illustrativo, il diagramma di sinistra del grafico III.6 riporta la relazione tra il tasso di inflazione e l'output gap (stimato dal filtro di Hodrick-Prescott) per una serie di economie avanzate. Le rette di regressione mostrano che l'inclinazione della curva è diminuita nei diversi periodi. L'appiattimento è altresì evidente nel diagramma di destra del grafico, che presenta la relazione fra l'inflazione dei salari e una stima della componente ciclica del tasso di disoccupazione.

Un migliore ancoraggio delle aspettative di inflazione?

Si ritiene spesso che il principale fattore alla base dell'appiattimento della curva di Phillips sia una maggiore fiducia nell'impegno delle banche centrali a mantenere l'inflazione bassa e stabile. Se ritengono credibile l'impegno delle banche centrali, le imprese e i lavoratori ignoreranno gli scostamenti temporanei – positivi o negativi – dell'inflazione dalle previsioni e aggiusteranno con meno frequenza i prezzi e i salari. Un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, pertanto, tenderà ad accompagnarsi a minori pressioni inflazionistiche congiunturali. Alla stessa stregua, una maggiore credibilità si riflette altresì in un minore grado di trasmissione dei movimenti del cambio sui prezzi all'importazione e al consumo: nella misura in cui le variazioni dei tassi di cambio nominali sono considerate

La misurazione del prodotto potenziale e del grado di sottoutilizzo della capacità produttiva

Il prodotto potenziale è una variabile chiave per i responsabili delle politiche economiche, poiché fornisce informazioni sulla sostenibilità del prodotto e sul grado di sottoimpiego della capacità produttiva. Esso, tuttavia, non è osservabile, neanche a posteriori. In passato i responsabili delle politiche hanno confidato nel fatto che un surriscaldamento dell'economia si sarebbe di norma manifestato in un rialzo dell'inflazione, dal momento che la domanda avrebbe esercitato pressioni crescenti su risorse limitate. Negli ultimi decenni, tuttavia, il nesso fra output gap e inflazione si è fatto via via più flebile. L'inflazione non è aumentata tanto quanto nelle precedenti fasi espansive, e ciò ha spinto i responsabili delle politiche economiche a credere che la crescita del prodotto potesse proseguire indefinitamente. In realtà, i segnali di un'espansione insostenibile si sono palesati in una crescita non sostenibile del credito e dei prezzi delle attività. Questo riquadro esamina i metodi tradizionalmente utilizzati per stimare il prodotto potenziale e li pone a confronto con una metodologia nuova che tiene esplicitamente conto delle variabili finanziarie.

I metodi tradizionali spaziano da quelli puramente statistici a quelli basati esplicitamente sulla teoria economica. A un estremo si collocano, tra i più diffusi, i metodi statistici univariati e in particolare il filtro di Hodrick-Prescott (HP). Queste tecniche scompongono le serie dei dati sul prodotto in una componente ciclica e una di trend, interpretata come prodotto potenziale. Pur avendo il vantaggio di essere semplici e trasparenti, tali metodologie si basano interamente sui dati e risentono quindi del problema dell'ultima osservazione: di norma le stime del prodotto potenziale cambiano notevolmente quando si rendono disponibili nuove osservazioni, anche in assenza di revisioni dei dati. Il problema si avverte in particolare attorno ai punti di svolta del ciclo economico, proprio nel momento in cui è maggiore l'esigenza di disporre di stime accurate.

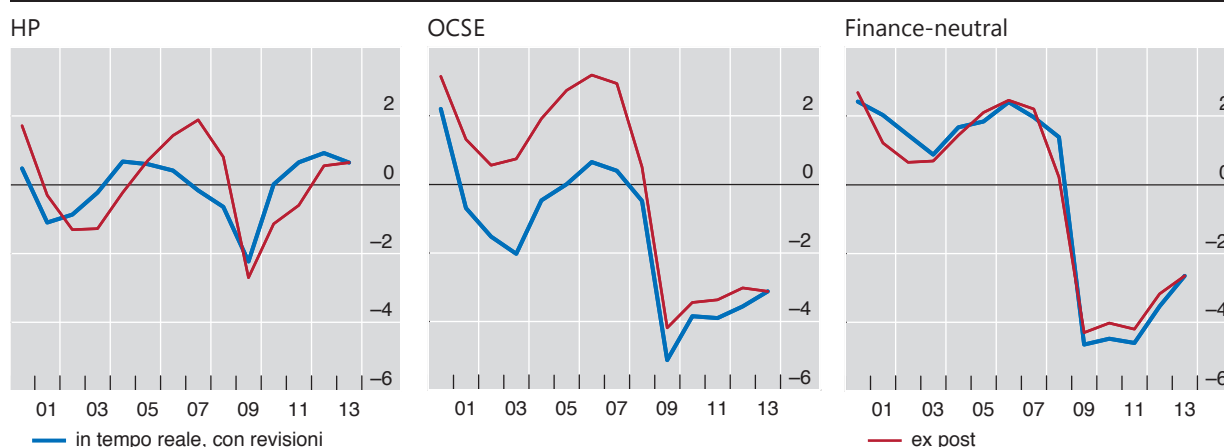
Altri metodi combinano statistica e teoria economica. Una scelta diffusa consiste nell'utilizzare modelli della funzione di produzione, che stimano il prodotto potenziale in funzione degli input di capitale e lavoro. Gli approcci strutturali presentano il vantaggio di poter attribuire le variazioni del prodotto potenziale a fattori economici, ma sono altresì soggetti a errori, dovuti a un'errata specificazione del modello sottostante e alle incertezze nelle stime dei parametri e nella misurazione delle variabili. Inoltre, anche queste metodologie possono comportare sostanziali problemi dell'ultima osservazione, in quanto fanno ampio ricorso a filtri statistici puri per attenuare le fluttuazioni cicliche dei fattori produttivi. Orphanides e Van Norden (2005)^① riscontrano che le stime in tempo reale dell'output gap hanno una bassa valenza esplicativa riguardo agli andamenti dell'inflazione rispetto alle stime basate su dati ex post, e che le revisioni possono essere di entità addirittura pari allo stesso output gap.

Di recente, Borio et al. (2013)^② hanno introdotto un metodo di stima dell'output gap basato sul filtro di Kalman che incorpora informazioni relative al credito e ai prezzi degli immobili (Capitolo IV). Questo approccio tiene conto

Stime sull'intero campione e in tempo reale dell'output gap USA

In punti percentuali del prodotto potenziale

Grafico III.C



Fonti: C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, febbraio 2013; OCSE, *Economic Outlook*.

del fatto che l'espansione del credito e l'esuberanza dei prezzi delle attività possono sospingere il prodotto su livelli insostenibilmente elevati, ma non si accompagnano necessariamente a un aumento dell'inflazione dei prezzi al consumo. Un motivo è che i boom finanziari coincidono spesso con un'espansione temporanea della capacità produttiva, la quale tende a moderare le spinte sui prezzi. Pertanto, l'inserimento delle variabili finanziarie permette di ricavare stime della componente di trend che risultano meno influenzate da boom finanziari insostenibili. Il corrispondente output gap "neutrale ai fattori finanziari" ("finance-neutral") indica quanto si discosti il prodotto dal suo livello sostenibile.

Le differenze tra i vari metodi sono illustrate nel grafico III.C: il diagramma di sinistra mostra l'output gap negli Stati Uniti calcolato applicando il noto filtro HP; il diagramma centrale riporta la stessa variabile stimata con modelli della funzione di produzione dell'OCSE; il diagramma di destra contiene la stima finance-neutral. Le prime due misure non hanno segnalato in tempo reale il surriscaldamento dell'economia nel periodo antecedente la Grande Recessione: le stime dell'output gap ottenute con questi stessi metodi dopo avere osservato la recessione sono significativamente diverse. Per contro, le stime in tempo reale calcolate attraverso il filtro finance-neutral sono molto più allineate con quelle ex post e, quel che è più importante, segnalavano chiaramente che il prodotto si trovava al disopra del livello sostenibile ben prima dell'inizio della recessione^③.

È probabile che dopo una recessione patrimoniale l'incertezza inerente alle stime dell'output gap sia assai maggiore che dopo una normale recessione ciclica. Le perdite in termini di prodotto sono di norma permanenti, ancorché di entità incerta (riquadro III.B). A questo riguardo, l'immagine fornita dalle stime dell'output gap differisce notevolmente a seconda del metodo utilizzato. La misura ottenuta con il filtro HP indica che negli Stati Uniti l'output gap è stato colmato. Quella basata sulla funzione di produzione dell'OCSE continua invece a segnalare un ampio margine di capacità produttiva inutilizzata, pari a oltre il 3% del prodotto potenziale nel 2013. L'output gap finance-neutral indica la presenza di un livello di utilizzo della capacità analogamente basso, ma in considerevole aumento negli ultimi trimestri, in concomitanza con la ripresa della crescita del credito. Occorre tuttavia rilevare che anche la misura dell'output gap finance-neutral rischia di sovrastimare il grado effettivo di sottoimpiego della capacità produttiva dopo una recessione patrimoniale, nella misura in cui si adegua solo lentamente alle perdite permanenti di prodotto^④.

① A. Orphanides e S. Van Norden, "The reliability of inflation forecasts based on output gap estimates in real time", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, giugno 2005. ② C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, febbraio 2013. ③ Cfr. anche D. Arseneau e M. Kiley, "The role of financial imbalances in assessing the state of the economy", *FEDS Notes*, aprile 2014. ④ Anche con l'aggiunta di variabili finanziarie, il filtro finance-neutral non rileva gli ampi effetti non lineari delle crisi finanziarie sul livello del prodotto potenziale, se non soltanto gradualmente nel tempo. Ad esempio, le stime in tempo reale dell'output gap svedese negli anni successivi alla fase di forte contrazione dell'attività finanziaria agli inizi degli anni novanta erano considerevolmente inferiori a quelle ex post.

episodiche e l'aggiustamento dei prezzi comporta dei costi, le imprese potrebbero semplicemente lasciare fluttuare i propri margini.

Le aspettative di inflazione a lungo termine sono rimaste finora ben ancorate nelle principali economie e questo ha contribuito all'osservata stabilità dell'inflazione in tali paesi. Persino in Giappone, nonostante i numerosi anni di blanda deflazione, le aspettative a lungo termine sono oscillate attorno a un tasso positivo dell'1%. A dispetto di questa passata stabilità, nell'area dell'euro le misure delle aspettative di inflazione a medio termine basate sui mercati finanziari (come i tassi di inflazione impliciti negli swap) sono andate costantemente calando dagli inizi del 2013, a indicazione che secondo gli operatori l'inflazione si manterrà persistentemente al di sotto del limite superiore della definizione di stabilità dei prezzi della BCE, ossia un tasso "inferiore ma prossimo al 2%" (per una disamina delle implicazioni di una bassa inflazione per la politica monetaria, cfr. il Capitolo V).

Una maggiore incidenza dei fattori internazionali?

Oltre all'accresciuta credibilità delle banche centrali, un'ulteriore possibile spiegazione del sempre minor legame tra l'inflazione e gli andamenti interni a un'economia risiede nel grado molto più elevato di interconnessione dell'economia mondiale.

Negli ultimi trent'anni si è assistito all'ingresso e alla crescente integrazione nell'economia globale di Cina e India (che assieme rappresentano quasi il 40% della popolazione mondiale), dei paesi ex comunisti e di molte altre EME. I progressi nelle tecnologie della comunicazione e nella logistica hanno agevolato la creazione di estese catene produttive mondiali. Molte imprese internazionali, in particolare, hanno già delocalizzato parte dei loro processi produttivi nelle EME con ampia offerta di manodopera. E sussiste ancora margine per farlo.

L'incremento dei flussi commerciali, e soprattutto la maggiore contendibilità dei mercati sia dei prodotti sia dei fattori produttivi hanno accresciuto la dipendenza degli andamenti dell'inflazione a livello interno dalle condizioni nei mercati internazionali. Più nello specifico, tali condizioni non possono essere completamente catturate dalla sola inflazione dei prezzi all'importazione; aggiungere questa variabile a una curva di Phillips standard non basta. Anche le misure del grado di capacità produttiva inutilizzata nell'economia mondiale svolgono un ruolo di rilievo². L'abbassamento delle barriere commerciali e dei costi di trasporto ha accresciuto il grado di sostituibilità fra i beni commerciabili prodotti in paesi diversi. Inoltre, i progressi tecnologici hanno ampliato la gamma di beni e servizi commerciabili. Di conseguenza, i prezzi dei beni commerciabili prodotti da un determinato paese non possono discostarsi troppo da quelli di beni analoghi prodotti altrove. Ciò implica che le variazioni dei prezzi di tali beni dipendano maggiormente dal grado di sovra o sottoutilizzo delle risorse a livello mondiale, non solo locale. Alla stessa stregua, i salari interni non possono essere troppo diversi da quelli in altri paesi che producono beni analoghi destinati ai mercati internazionali, pena la delocalizzazione della produzione all'estero³.

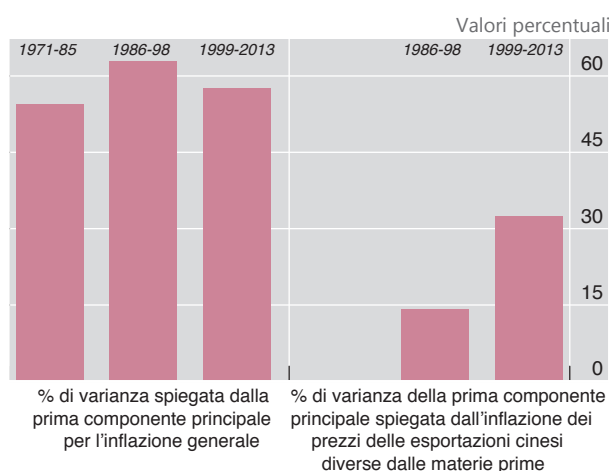
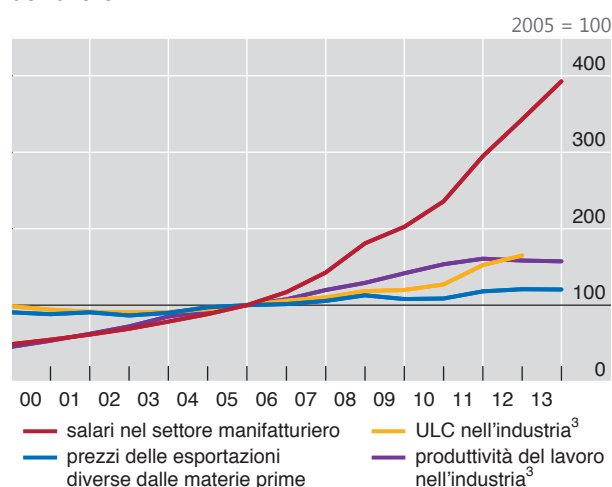
In linea con l'importanza dei fattori internazionali, i tassi di inflazione dei singoli paesi hanno evidenziato un'elevata sincronia: un fattore comune spiega oltre la metà della variabilità totale dell'inflazione in un campione di economie avanzate (grafico III.7, diagramma di sinistra)⁴.

Le oscillazioni nei prezzi delle materie prime costituiscono un'importante determinante dell'inflazione mondiale, e anch'esse sono collegate in misura crescente alle condizioni della domanda mondiale, più che ad andamenti specifici dell'offerta. La forte espansione economica e il miglioramento del tenore di vita nelle EME hanno spinto al rialzo non solo i corsi delle materie prime industriali, ma anche quelli dei prodotti alimentari. Questi rincari hanno a loro volta agito sui tassi di inflazione degli altri paesi, a prescindere dalla loro posizione congiunturale relativa.

² Per maggiori dettagli, cfr. C. Borio e A. Filardo, "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *BIS Working Papers*, n. 227, maggio 2007.

³ L'aumento dei flussi migratori sembra aver avuto un ruolo solo modesto nell'attenuare le rivendicazioni salariali nei paesi di immigrazione. Cfr. ad esempio G. Ottaviano e G. Peri, "Rethinking the effect of immigration on wages", *Journal of the European Economic Association*, febbraio 2012, e S. Lemos e J. Portes, "New Labour? The effects of migration from central and eastern Europe on unemployment and wages in the U.K.", *The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*, gennaio 2014, per evidenze riguardanti rispettivamente gli Stati Uniti e il Regno Unito.

⁴ La globalizzazione potrebbe avere altresì concorso a ridurre il grado rilevato di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi interni. Le grandi imprese manifatturiere possono distribuire la produzione in un numero più ampio di paesi e cambiare rapidamente fornitori, riducendo quindi al minimo l'impatto dei movimenti valutari in una singola economia sul loro prodotto finale. Per una rassegna della letteratura in materia, cfr. ad esempio J. Bailliu, W. Dong e J. Murray, "Has exchange rate pass-through really declined? Some recent insights from the literature", *Bank of Canada Review*, autunno 2010.

Analisi delle componenti principali dell'inflazione¹Cina: prezzi delle esportazioni, salari, ULC e produttività del lavoro²

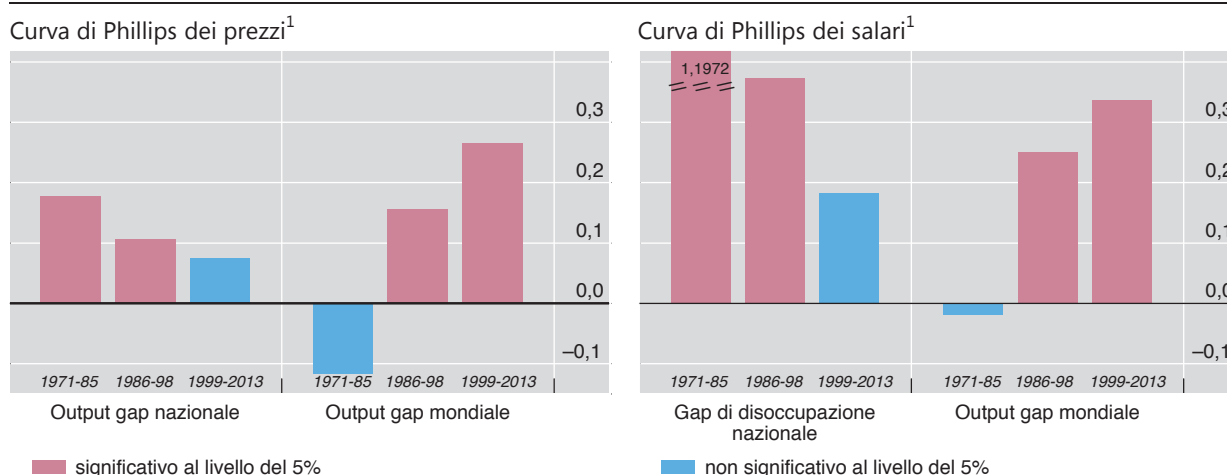
¹ In un panel di paesi formato da Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. ² Prezzi delle esportazioni e salari in termini di dollari USA; ULC = costo nominale del lavoro per unità di prodotto; produttività del lavoro = prodotto per occupato. ³ A causa della mancanza di dati disponibili, per i costi del lavoro per unità di prodotto e per la produttività del lavoro il settore manifatturiero è approssimato dal settore industriale. La quota del settore manifatturiero all'interno del settore industriale è pari a circa l'80%; le restanti componenti sono l'estrazione mineraria e la fornitura di elettricità, gas naturale e acqua.

Fonti: CEIC; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tuttavia, anche se la domanda nelle EME ha sospinto verso l'alto i prezzi delle materie prime, l'impatto complessivo della globalizzazione sulle economie avanzate è stato finora in larga parte disinflazionistico. La rapida industrializzazione delle grandi EME caratterizzate da un'ingente offerta di manodopera a basso costo ha fatto aumentare la capacità produttiva, mantenendo bassi i prezzi delle merci. Il ruolo della Cina, in particolare, è aumentato considerevolmente negli ultimi quindici anni (grafico III.7, diagramma di sinistra): l'incidenza dei prezzi delle esportazioni cinesi sulla variazione dell'inflazione nelle economie avanzate è raddoppiata nel 1999-2013 rispetto al 1986-98, portandosi a oltre il 30%. Al tempo stesso, tali prezzi sono rimasti eccezionalmente modesti anche di fronte all'aumento delle retribuzioni e del costo del lavoro per unità di prodotto: attualmente sono ancora piuttosto prossimi al livello del 2005 (grafico III.7, diagramma di destra).

Per un'ulteriore illustrazione del crescente impatto dei fattori internazionali sugli andamenti dell'inflazione è possibile ampliare le specificazioni standard della curva di Phillips con una misura dell'output gap globale. Il diagramma di sinistra del grafico III.8 riporta l'inclinazione della curva di Phillips nei prezzi rispetto all'output gap interno e mondiale stimata per periodi diversi e un campione di economie avanzate. Il coefficiente sull'output gap interno scende e perde significatività statistica dalla fine degli anni novanta, mentre quello sull'output gap globale acquisisce rilevanza. I risultati sono molto simili per la curva di Phillips nei salari aumentata aggiungendo l'output gap mondiale.

In prospettiva, non è chiaro in che misura il maggior ruolo dei fattori mondiali continuerà a influire sull'inflazione interna. L'intensità degli effetti disinflazionistici dipende in misura cruciale dalle differenze tra paesi in termini di salari e costi del lavoro per unità di prodotto. Tali differenze si stanno riducendo in alcuni casi, come in quello della Cina, dove le retribuzioni nel settore manifatturiero sono andate



¹ Ricavata da regressioni su un panel non bilanciato (11 maggiori economie avanzate) con effetti fissi cross-section (errori standard e covarianza di Newey-West) in base rispettivamente alle specificazioni di Borio e Filardo (2007) e Galí (2011). Le barre corrispondono ai coefficienti delle equazioni seguenti: $\pi_{i,t}^h - \pi_{i,t}^c = c_i + \beta_d y_{i,t-1}^d + \beta_g y_{i,t-1}^g + \gamma \pi_{i,t-1}^i + \delta \rho_{i,t-1}$ (diagramma di sinistra), dove $\pi_{i,t}^h$ è l'inflazione generale, $\pi_{i,t}^c$ è il trend di Hodrick-Prescott dell'inflazione di fondo, $y_{i,t-1}^d$ è il valore ritardato dell'output gap nazionale, $y_{i,t-1}^g$ è il valore ritardato dell'output gap mondiale, $\pi_{i,t-1}^i$ è il valore ritardato dell'inflazione dei prezzi all'importazione, e $\rho_{i,t-1}$ è il valore ritardato delle variazioni sull'anno precedente del costo nominale del lavoro per unità di prodotto; e $\omega_{i,t} = c_i - \beta_{u1} \mu_{i,t} + \beta_{u2} \Delta \mu_{i,t} + \beta_g y_{i,t}^g + \gamma \pi_{i,t-1}^h$ (diagramma di destra), dove $\omega_{i,t}$ è l'inflazione salariale, $\mu_{i,t}$ è il gap di disoccupazione, $\Delta \mu_{i,t}$ è la variazione del gap di disoccupazione, $y_{i,t}^g$ è l'output gap mondiale, e $\pi_{i,t-1}^h$ è il valore ritardato dell'inflazione generale. Il gap di disoccupazione e gli output gap nazionali e mondiali sono stimati con un filtro di Hodrick-Prescott.

Fonti: C. Borio e A. Filardo, "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *BIS Working Papers*, n. 227, maggio 2007; J. Galí, "The return of the wage Phillips curve", *Journal of the European Economic Association*, n. 9, giugno 2011; FMI, *International Financial Statistics*; OCSE, *Economic Outlook e Main Economic Indicators*; Datastream; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

costantemente aumentando, mentre la crescita della produttività del lavoro sembra aver rallentato il passo negli ultimi anni. Laddove non siano accompagnati da guadagni analoghi in termini di produttività, gli incrementi salariali esercitano prima o poi pressioni al rialzo sui prezzi all'esportazione. Gli effetti disinflazionistici, tuttavia, non sembrano essersi ancora esauriti. Ed esiste comunque spazio per un'ulteriore integrazione nell'economia mondiale dei paesi a basso reddito, con un'ampia offerta di manodopera poco costosa.

Investimenti e produttività: una prospettiva di lungo periodo

La crescita degli investimenti e della produttività del lavoro dal 2009 è risultata meno rapida che nelle precedenti fasi di ripresa. Gli investimenti fissi lordi totali nelle economie avanzate sono generalmente inferiori rispetto al periodo pre-crisi (grafico III.9, diagramma di sinistra). Tale differenza risulta più accentuata nei paesi che avevano registrato i maggiori boom del mercato immobiliare: essa è pari a 14 punti percentuali in Irlanda, 9 in Spagna, 4 negli Stati Uniti e 3 nel Regno Unito. Gran parte della flessione va imputata al settore delle costruzioni, ma anche la spesa per attrezzature è inferiore alla media pre-crisi in numerosi paesi, rispecchiando la debolezza della domanda e la lentezza della ripresa tipiche delle recessioni patrimoniali.

È irrealistico attendersi che gli investimenti in rapporto al PIL tornino sui livelli antecedenti la crisi nelle economie avanzate. Il calo della spesa per costruzioni costituisce una correzione necessaria del precedente sovrainvestimento, e difficilmente sarà riassorbito integralmente. Inoltre, la quota degli investimenti sul PIL seguiva una tendenza al ribasso già ben prima della crisi, per cui al rafforzarsi della crescita del prodotto gli investimenti potrebbero attestarsi al disotto della media pre-crisi.

Questa caduta tendenziale nelle economie avanzate rispecchia una serie di fattori, tra i quali la flessione del tasso di crescita tendenziale negli ultimi decenni. Poiché il rapporto tra capitale e prodotto è generalmente rimasto stabile o ha evidenziato un lieve aumento in gran parte dei paesi, la quota di PIL che deve essere investita per mantenere tale rapporto costante nel tempo è diminuita. Un secondo fattore è costituito dalla ricomposizione del prodotto a scapito dei settori manifatturieri a uso intensivo di capitale e a favore di quelli dei servizi con minore intensità di capitale. In aggiunta, nella misura in cui il calo della crescita del prodotto è dovuto a fattori esogeni quali andamenti demografici sfavorevoli, un minor ritmo di innovazione tecnologica o il cambiamento delle dinamiche di lungo periodo della domanda dei consumatori, la connessa diminuzione del rapporto investimenti/PIL rappresenterebbe una conseguenza naturale, più che una determinante, di questo rallentamento.

Inoltre, la debolezza degli investimenti potrebbe essere sopravvalutata. Negli ultimi decenni i prezzi relativi dei beni di investimento sono andati diminuendo: le imprese hanno potuto mantenere costante lo stock di capitale spendendo meno in termini nominali. Di fatto, in termini reali, la spesa per investimenti nelle economie avanzate ha oscillato attorno a un trend lievemente *ascendente*, non discendente. Inoltre, le statistiche ufficiali potrebbero sottostimare gli investimenti immateriali (vale a dire la spesa per ricerca e sviluppo, formazione, ecc.), la cui importanza è aumentata nelle economie basate sui servizi.

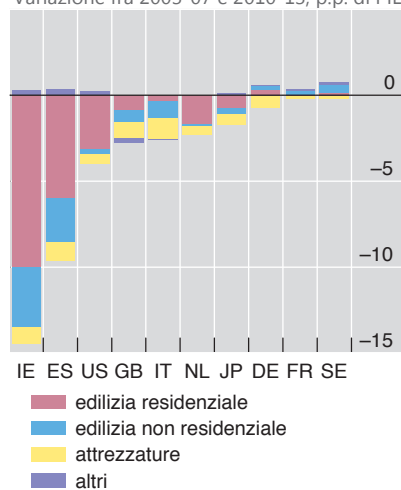
Infine, quel che è più importante, a livello *mondiale* gli investimenti non risultano deboli. Il calo di lungo periodo del rapporto investimenti/PIL nelle economie avanzate è stato compensato da un aumento tendenziale nelle EME (grafico III.9, diagramma centrale). Ciò riflette in parte il vigore degli investimenti in Cina che, collocandosi su livelli prossimi al 45% del PIL, appaiono insostenibilmente elevati (grafico III.9, diagramma di destra). Anche escludendo la Cina, tuttavia, gli investimenti delle EME sono andati aumentando, ancorché a ritmi più moderati, soprattutto in Asia.

Questo quadro generale, tuttavia, non implica che gli investimenti non possano o non debbano crescere. L'obsolescenza delle infrastrutture potrebbe ostacolare l'espansione negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in altre economie avanzate. In alcune zone dell'area dell'euro le rigidità nei mercati dei beni e dei servizi e in altri ambiti deprimono la dinamica degli investimenti delle imprese. Infine, le strozzature dal lato dell'offerta stanno esercitando un impatto simile in diverse EME, fra cui Sudafrica, Brasile e vari altri paesi dell'America latina.

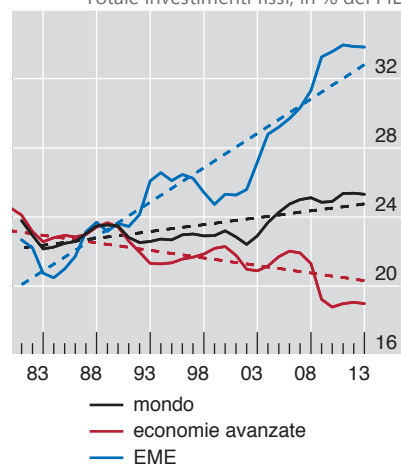
Tra i fattori potenzialmente in grado di frenare la ripresa ciclica degli investimenti figurano la scarsità di finanziamenti e la debolezza della domanda aggregata. Tuttavia, le condizioni finanziarie sono estremamente favorevoli. Il costo del capitale nelle economie maggiori è generalmente sceso al disotto dei valori pre-crisi, grazie al livello molto basso dei tassi di interesse e all'esuberanza delle valutazioni azionarie. Le grandi imprese non incontrano generalmente difficoltà a finanziarsi presso le banche. Inoltre, le imprese di tutto il mondo, anche quelle con rating inferiore all'investment grade, hanno potuto accedere al mercato obbligazionario con facilità e a condizioni eccezionalmente favorevoli (Capitoli II e VI).

Economie avanzate, per tipo di investimento

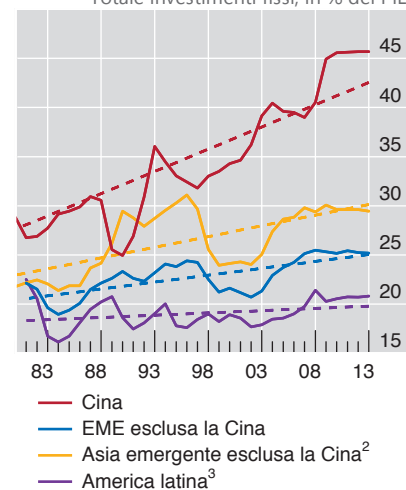
Variazione fra 2003-07 e 2010-13; p.p. di PIL

Confronto internazionale¹

Totale investimenti fissi, in % del PIL

Economie emergenti¹

Totale investimenti fissi, in % del PIL



DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; SE = Svezia; US = Stati Uniti.

¹ Per la Cina e per le economie avanzate, il trend lineare è calcolato a partire dai primi dati disponibili (dal 1960). Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e alle PPA correnti fino al 2011. Quello delle economie avanzate comprende 17 importanti economie e quello delle EME 14 importanti economie. Per la Cina, i valori del 2013 sono stimati. ² Corea, India, Indonesia, Malaysia e Thailandia. ³ Brasile, Cile, Messico e Perù.

Fonti: Commissione europea, database AMECO; FMI; CEIC; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grazie alla facilità di finanziamento e alla ripresa della redditività, il saldo finanziario netto del settore delle imprese non finanziarie ha continuato a migliorare. In diverse economie avanzate è tornato in positivo, su livelli analoghi a quelli pre-crisi. Negli Stati Uniti, ad esempio, gli utili interni (al netto di imposte e dividendi e al lordo degli ammortamenti) hanno costantemente superato la spesa in conto capitale dal 2009. A ciò si aggiunge il fatto che le imprese statunitensi hanno continuato a emettere debito a lunga scadenza per trarre vantaggio dai rendimenti eccezionalmente bassi. Inoltre, il capitale di rischio viene ridotto più rapidamente di quanto non venga creato: le imprese pagano dividendi maggiori, riacquistano azioni proprie e partecipano a operazioni di fusione e acquisizione.

L'accesso ai finanziamenti può risultare ancora problematico per le piccole e medie imprese nei paesi in cui il settore bancario continua a trovarsi in una situazione di debolezza, come in alcune parti dell'Europa. Per migliorare l'offerta di credito a tali imprese occorre che le banche riconoscano le perdite e si ricapitalizzino. È improbabile che lo stimolo monetario abbia di per sé effetti significativi (Capitoli I e V).

Poiché i finanziamenti non rappresentano un vincolo, appare più appropriato ricondurre la debolezza congiunturale degli investimenti alla lenta ripresa della domanda aggregata tipica delle recessioni patrimoniali. La spesa degli operatori economici attualmente impegnati a risanare i propri bilanci rimane al di sotto dei normali livelli pre-crisi, deprimendo il reddito di altri operatori e prolungando di conseguenza la fase di aggiustamento (riquadro III.A). Il necessario risanamento delle finanze pubbliche potrebbe indebolire ulteriormente la crescita nel breve periodo. Con l'avanzare della ripresa, gli investimenti dovrebbero risalire; di

fatto negli ultimi trimestri la crescita degli investimenti è già aumentata, seppur modestamente, in vari paesi, fra cui Germania, Stati Uniti e Regno Unito.

L'attuale debolezza della domanda aggregata potrebbe far ritenere necessari uno stimolo monetario ulteriore o una moderazione del ritmo di risanamento delle finanze pubbliche. È tuttavia probabile che nelle circostanze attuali queste politiche si rivelino inefficaci (Capitolo V) oppure insostenibili: in prospettiva, esse potrebbero limitarsi ad anticipare la spesa futura anziché aumentare la spesa complessiva nel lungo periodo, mentre farebbero salire ulteriormente il debito sia pubblico sia privato. Piuttosto, l'unico modo per stimolare la domanda in maniera sostenibile consiste nell'accrescere la capacità produttiva dell'economia eliminando gli ostacoli agli investimenti produttivi e alla riallocazione delle risorse. Ciò è ancora più importante nel contesto del rallentamento della produttività.

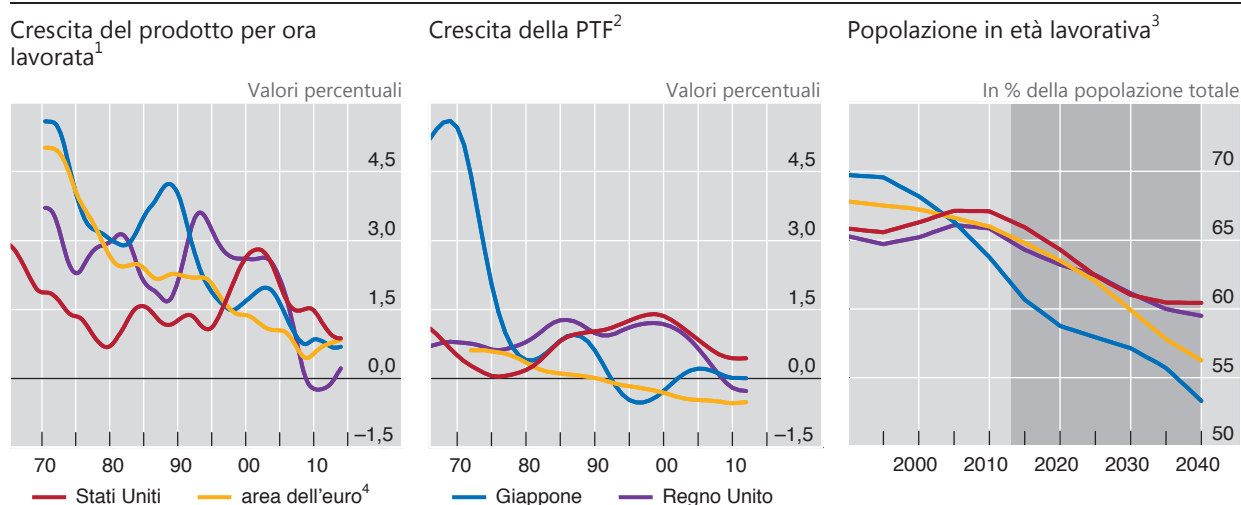
L'indebolimento tendenziale della crescita della produttività

Dal 2010 la crescita della produttività del lavoro risulta inferiore alle medie pre-crisi in gran parte delle economie avanzate ed è finora aumentata molto più lentamente che nelle precedenti fasi cicliche di ripresa. Essa si è ad esempio mantenuta in media attorno all'1% negli Stati Uniti e in Germania (contro il 2,3% e l'1,8%, rispettivamente, nel decennio pre-crisi) e prossima allo zero nel Regno Unito (rispetto a una media pre-crisi del 2½%). Fa eccezione la Spagna, dove la crescita della produttività è salita al di sopra delle medie pre-crisi a seguito dell'ampio calo dell'occupazione.

Parte della debolezza nella crescita della produttività dagli inizi della ripresa riflette (come segnalato in precedenza) la lentezza della ripresa che è tipica di una recessione patrimoniale. Tuttavia, essa rispecchia anche in qualche misura la prosecuzione del trend calante iniziato ben prima dello scoppio della crisi finanziaria (grafico III.10, diagramma di sinistra). Tale trend è altresì evidente nelle stime della produttività totale dei fattori (PTF), che misura l'efficienza di utilizzo di capitale e lavoro nella produzione (grafico III.10, diagramma centrale). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, entrambe le misure indicano che la crescita della produttività si è ravvivata tra la metà degli anni ottanta e i primi anni duemila, ma successivamente è tornata a indebolirsi. La crescita della PTF nell'area dell'euro è invece andata costantemente calando dagli inizi degli anni settanta e si trova attualmente in territorio negativo. La crescita della PTF risulta inferiore a quella degli Stati Uniti anche in Giappone, dove ha prima registrato una brusca caduta e poi è diventata negativa durante la forte contrazione del settore finanziario agli inizi degli anni novanta, per poi mettere a segno una lieve ripresa solo nei primi anni duemila.

Il rallentamento della produttività, che potrebbe essere stato in parte oscurato dal boom finanziario pre-crisi, riflette probabilmente fattori più profondi. Il primo è il ritmo di innovazione tecnologica, che risulta tuttavia difficile da prevedere. Un'interpretazione pessimistica ritiene che la rivoluzione informatica abbia determinato un recupero solo temporaneo e una tantum della produttività, che si è esaurito prima dell'inizio della crisi⁵. Il secondo è il profilo della domanda: lo spostamento a favore dei settori a bassa crescita della produttività quali i servizi (ad esempio sanità, istruzione e tempo libero) tende a ridurre il ritmo di incremento

⁵ Per un'interpretazione pessimistica, cfr. ad esempio R. Gordon, "U.S. productivity growth: the slowdown has returned after a temporary revival", *International Productivity Monitor*, 2013. Per un'interpretazione ottimistica, cfr. M. Baily, J. Manyika e S. Gupta, "U.S. productivity growth: an optimistic perspective", *International Productivity Monitor*, 2013.



¹ Differenza sul trimestre precedente, annualizzata, della serie del filtro di Hodrick-Prescott dei livelli logaritmici del PIL reale per ora lavorata stimati dal 1° trimestre 1970 (Stati Uniti: 1° trimestre 1960) fino alle previsioni per il 4° trimestre 2015 incluse. ² Differenza annuale delle serie del filtro di Hodrick-Prescott dei logaritmi della produttività totale dei fattori (PTF) stimata dal 1950 (area dell'euro: 1970) al 2011. ³ L'area ombreggiata corrisponde alle proiezioni. ⁴ Media ponderata in base al PIL e alle PPA (diagramma di destra: somma) di Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Nazioni unite, *World Population Prospects: The 2012 Revision*; Penn World Table 8.0; elaborazioni BRI.

della produttività aggregata⁶. Il terzo è l'aggravarsi di vari impedimenti strutturali a un'allocazione efficiente delle risorse, che potrebbe impedire l'adozione e l'utilizzo efficiente delle tecnologie più avanzate. Anche i livelli elevati del debito pubblico possono esercitare effetti negativi (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro III.B).

L'allocazione distorta delle risorse si è verosimilmente accentuata a seguito della crisi finanziaria. Le evidenze esistenti suggeriscono la possibilità che, nei paesi colpiti dalla crisi, i tassi di interesse bassi e le politiche di tolleranza (*forbearance*) stiano bloccando le risorse presso imprese inefficienti. Ad esempio, i dati a livello di singole imprese mostrano che nel Regno Unito un terzo circa del rallentamento della produttività dal 2007 è dovuto a una più lenta riallocazione delle risorse tra imprese, in termini sia di trasferimenti di manodopera da un'impresa all'altra sia di ingresso e uscita di imprese dal mercato⁷. I paesi dove il risanamento dei bilanci non è stato abbastanza spedito presentano aspetti in comune con il Giappone dopo il tracollo finanziario dei primi anni novanta (riquadro III.B).

In assenza di un'accelerazione della produttività, le prospettive per la crescita del prodotto sono piuttosto fosche. In particolare, l'invecchiamento demografico in molte economie avanzate, ma anche altrove, agirà da freno sulla crescita. La quota di popolazione in età lavorativa è andata calando nell'area dell'euro e in modo ancora più rapido in Giappone. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito ha raggiunto un

⁶ Cfr. ad esempio C. Echevarría, "Changes in sectoral composition associated with economic growth", *International Economic Review*, vol. 38, 1997; M. Duarte e D. Restuccia, "The role of structural transformation in aggregate productivity", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, 2010.

⁷ Cfr. A. Barnett, A. Chiu, J. Franklin e M. Sebastia-Barriel, "The productivity puzzle: a firm-level investigation into employment behaviour and resource allocation over the crisis", *Bank of England Working Papers*, n. 495, aprile 2014.

punto di massimo subito prima dell'inizio della crisi finanziaria (grafico III.10, diagramma di destra).

Tutto ciò rende ancora più importante migliorare la crescita della produttività. Occorre eliminare le barriere strutturali all'innovazione e agli investimenti e accrescere la flessibilità delle economie nell'allocazione del capitale e del lavoro, specie nell'area dell'euro, in Giappone e nelle altre economie dove la crescita della produttività è significativamente inferiore che negli Stati Uniti. Al riguardo si pensi alle distorsioni del sistema fiscale, alla burocrazia e all'eccessiva regolamentazione del mercato dei prodotti e del lavoro⁸. È inoltre fondamentale un ulteriore risanamento dei conti pubblici per evitare che livelli elevati di debito pubblico si trasformino in un ostacolo duraturo alla crescita tendenziale. In questo ambito, nonostante alcuni progressi, la maggior parte delle economie avanzate non ha ancora portato le finanze pubbliche su una traiettoria sostenibile nel lungo periodo (grafico III.4 e tabella III.3 allegata)⁹.

Diverse EME hanno fino a epoca recente registrato tassi di crescita della produttività stabili o persino in aumento. Tale situazione potrebbe tuttavia essersi invertita in alcuni paesi. È possibile che i recenti boom finanziari in parte nascondano il fatto che i guadagni di efficienza sono forse divenuti più difficili da ottenere. Quando un'economia raggiunge livelli di reddito medi, le dimensioni del settore manifatturiero raggiungono il loro massimo e la domanda di servizi diviene più importante. Ciò rende più arduo colmare il divario di produttività con le economie più avanzate: alla minore crescita della produttività nel settore dei servizi si aggiunge il fatto che le debolezze istituzionali e strutturali pesano di norma più sul settore dei servizi che su quello manifatturiero. Si prevede inoltre che anche gli andamenti demografici gravino in misura sempre maggiore sulla crescita di diverse EME.

Sulla base di queste considerazioni, una crescita sostenibile nel lungo periodo richiede misure strutturali che affrontino direttamente le cause della bassa produttività, piuttosto che politiche volte a stimolare la domanda aggregata. Anche un allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta potrebbe ripercuotersi positivamente sulla domanda corrente, poiché gli operatori potrebbero aumentare la spesa in previsione di maggiori entrate future. Le azioni di stimolo finanziate dal debito potrebbero invece rivelarsi meno efficaci del previsto e sollevare questioni di sostenibilità a lungo termine (Capitolo V).

⁸ Cfr. ad esempio OCSE, *Economic Policy Reforms 2014: Going for Growth Interim Report*, aprile 2014.

⁹ La correzione dei conti pubblici necessaria è particolarmente ampia in Giappone, Stati Uniti, Regno Unito, Francia e Spagna. L'aggiustamento richiesto negli Stati Uniti e nel Regno Unito è dovuto soprattutto alla spesa connessa all'invecchiamento demografico che, in assenza di riforme, è destinata ad aumentare rapidamente entro la fine del decennio in corso. Per un'analisi più dettagliata, cfr. BRI, *83ª Relazione annuale*, giugno 2013, Capitolo IV.

Crescita del prodotto, inflazione e saldi del conto corrente¹

Tabella III.1

	PIL in termini reali				Prezzi al consumo ²				Saldo del conto corrente ³		
	Variazioni percentuali annue				Variazioni percentuali annue				Percentuale del PIL		
	2012	2013	2014	1996-2006	2012	2013	2014	1996-2006	2012	2013	2014
Mondo	2,6	2,4	2,8	3,9	3,0	2,7	3,1	4,3			
Economie avanzate	1,4	1,1	1,9	2,8	1,9	1,3	1,6	1,9	-0,6	-0,1	-0,1
Stati Uniti	2,8	1,9	2,5	3,4	2,1	1,5	1,8	2,6	-2,7	-2,3	-2,0
Area dell'euro ⁴	-0,6	-0,4	1,1	2,4	2,5	1,4	0,8	1,9	1,3	2,4	2,2
<i>Francia</i>	0,4	0,4	0,8	2,3	2,0	0,9	1,0	1,6	-2,2	-1,3	-1,4
<i>Germania</i>	0,9	0,5	1,9	1,5	2,0	1,5	1,3	1,4	7,4	7,5	7,2
<i>Italia</i>	-2,4	-1,8	0,6	1,5	3,0	1,2	0,8	2,4	-0,4	1,0	1,3
<i>Spagna</i>	-1,6	-1,2	1,0	3,7	2,4	1,4	0,3	3,0	-1,1	0,8	1,3
Giappone	1,5	1,5	1,3	1,1	0,0	0,4	2,6	0,0	1,0	0,7	0,4
Regno Unito	0,3	1,7	2,9	3,3	2,8	2,6	1,9	1,6	-3,7	-4,4	-3,6
Altri paesi dell'Europa occidentale ⁵	1,3	1,3	2,1	2,6	0,7	0,6	0,7	1,4	9,3	9,6	9,1
Canada	1,7	2,0	2,3	3,2	1,5	0,9	1,7	2,0	-3,4	-3,2	-2,8
Australia	3,6	2,4	2,9	3,6	1,8	2,4	2,7	2,6	-4,1	-2,9	-2,6
EME	4,6	4,3	4,2	5,6	4,6	4,7	5,3	5,4	1,9	1,6	1,6
Asia	5,8	5,8	5,8	7,0	3,7	3,4	3,4	2,9	1,9	2,2	2,1
<i>Cina</i>	7,8	7,7	7,3	9,2	2,7	2,6	2,5	1,4	2,3	2,1	2,1
<i>India</i> ⁶	4,5	4,7	5,4	6,7	7,4	6,0	5,5	4,8	-4,7	-2,0	-2,4
<i>Corea</i>	2,3	3,0	3,6	5,1	2,2	1,3	1,9	3,2	4,3	6,5	5,1
<i>Altri paesi dell'Asia</i> ⁷	4,6	4,1	4,2	4,0	3,1	3,2	3,5	3,8	3,8	3,6	4,0
America latina ⁸	2,9	2,5	2,1	3,1	5,9	8,1	10,9	7,2	-1,7	-2,5	-2,5
<i>Brasile</i>	1,0	2,5	1,7	2,6	5,8	5,9	6,3	7,7	-2,4	-3,6	-3,5
<i>Messico</i>	3,7	1,3	2,9	3,5	3,6	4,0	3,9	4,4	-1,2	-1,8	-1,9
Europa centrale ⁹	0,7	0,8	2,8	4,0	4,0	1,3	0,9	3,0	-2,5	-0,6	-1,1
<i>Polonia</i>	2,1	1,5	3,1	4,5	3,7	1,2	1,1	2,5	-3,5	-1,3	-2,0
Russia	3,5	1,3	0,3	4,3	6,5	6,5	6,4	12,9	3,6	1,5	1,7
Turchia	2,2	4,0	2,4	4,7	8,9	7,5	8,3	24,8	-6,2	-7,9	-6,2
Arabia Saudita	5,8	3,8	4,2	3,6	2,9	3,5	3,4	0,5	22,4	18,0	14,1
Sudafrica	2,5	1,9	2,5	3,5	5,7	5,8	6,2	4,2	-5,2	-5,8	-5,2

¹ In base alle previsioni prevalenti del maggio 2014. Per gli aggregati, media ponderata basata sul PIL e le PPA del 2005. Le EME comprendono le altre economie del Medio Oriente (non riportate). I valori per il 1996-2006 si riferiscono alla media annua della crescita e dell'inflazione (per le EME, inflazione calcolata sul periodo 2001-06). ² Per l'India, prezzi all'ingrosso. ³ Per gli aggregati, somma dei paesi e delle regioni elencati in tabella o nelle note; il saldo del conto corrente per l'aggregato "Mondo" non è pari a zero a causa di una copertura incompleta dei paesi e di discrepanze statistiche. ⁴ Conto corrente basato sull'aggregazione delle transazioni esterne all'area dell'euro. ⁵ Danimarca, Norvegia, Svezia e Svizzera. ⁶ Esercizi finanziari (con inizio in aprile). ⁷ Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ⁸ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. Per l'Argentina, i dati sui prezzi al consumo si basano su stime ufficiali (discontinuità metodologica nel dicembre 2013). ⁹ Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria.

Fonti: FMI; Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Ripresa di prodotto, occupazione e produttività dalla recente crisi

Valori percentuali

Tabella III.2

	1° trimestre 2014 ¹ rispetto a picco pre-crisi (minimo per il tasso di disoccupazione)				1° trimestre 2014 ¹ rispetto a trend pre-crisi		Calo dal massimo al minimo ²		Per memoria: crescita media annua del prodotto	
	PIL reale	Occupazione	Prodotto per occupato	Tasso disoccupazione (p.p.)	PIL reale	Prodotto per occupato	PIL reale	Occupazione	Pre-crisi ³	Post-crisi ⁴
Stati Uniti	5,9	-0,8	6,6	2,8	-12,6	-6,8	-4,4	-5,9	3,4	2,2
Giappone	1,2	-3,7	2,6	0,4	-2,3	-3,0	-9,7	-4,6	1,1	1,8
Regno Unito	-0,6	2,5	-3,8	2,3	-18,6	-15,3	-7,5	-2,5	3,3	1,3
Area dell'euro										
Germania	3,8	4,0	-0,6	-2,2	-2,5	-5,1	-7,0	-0,5	1,5	2,1
Francia	1,1	-1,0	2,1	3,0	-12,1	-4,3	-4,1	-1,7	2,3	1,1
Italia	-9,4	-5,2	-5,7	6,8	-17,7	-4,6	-9,4	-5,2	1,5	-0,5
Paesi Bassi	-4,5	-2,5	-2,4	5,0	-17,4	-8,4	-5,1	-2,5	2,7	0,1
Spagna	-7,1	-17,8	10,6	17,9	-29,0	12,1	-7,7	-18,3	3,7	-0,7
Austria	0,5	4,2	-4,2	1,7	-11,4	-12,0	-6,5	-1,1	2,5	1,4
Belgio	1,2	1,8	-1,0	2,1	-10,7	-7,6	-4,4	-0,7	2,2	1,0
Grecia	-28,3	-20,4	-6,9	20,6	-50,5	-18,8	-28,3	-20,4	3,6	-5,6
Irlanda	-10,1	-11,4	1,3	7,9	-47,6	-12,5	-12,2	-15,1	7,1	0,2
Portogallo	-7,5	-11,6	4,3	11,5	-20,0	-1,7	-8,8	-13,4	2,4	-0,9
Polonia	15,0	1,4	12,7	3,1	-3,9	-15,2	-1,3	-1,4	4,5	3,0
Corea	16,8	7,6	9,3	1,1	-11,0	-10,9	-3,4	-0,8	5,1	3,8

¹ 4° trimestre 2013 per il PIL in termini reali e il prodotto per occupato dell'Irlanda; 4° trimestre 2013 per il tasso di disoccupazione della Grecia. ² Punto di minimo calcolato per il periodo dal 2008 fino agli ultimi dati disponibili. ³ 1996-2006. ⁴ Dal 2010 fino agli ultimi dati disponibili.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Datastream; elaborazioni BRI.

Posizioni di bilancio¹

Tabella III.3

	Saldo complessivo ²			Saldo primario al netto degli effetti del ciclo ³			Debito lordo ²		
	2009	2014	Variazione	2009	2014	Variazione	2007	2014	Variazione
Economie avanzate									
Austria	-4,1	-2,8	1,3	-1,4	1,7	3,2	63	90	26,6
Belgio	-5,6	-2,1	3,5	-0,9	1,4	2,3	88	107	19,0
Canada	-4,5	-2,1	2,4	-2,6	-1,6	1,0	70	94	23,8
Francia	-7,5	-3,8	3,7	-4,6	0,1	4,7	73	115	42,1
Germania	-3,1	-0,2	2,9	0,9	0,8	-0,1	66	84	18,3
Giappone	-8,8	-8,4	0,5	-7,0	-7,1	-0,1	162	230	67,2
Grecia	-15,6	-2,5	13,2	-10,2	7,5	17,7	119	189	69,4
Irlanda	-13,7	-4,7	9,0	-7,7	1,8	9,5	29	133	104,0
Italia	-5,4	-2,7	2,7	0,4	4,7	4,3	117	147	30,6
Paesi Bassi	-5,6	-2,7	2,9	-3,6	1,2	4,8	51	88	36,1
Portogallo	-10,2	-4,0	6,2	-4,9	3,5	8,4	76	141	65,7
Regno Unito	-11,2	-5,3	5,9	-7,5	-2,6	4,9	47	102	54,7
Spagna	-11,1	-5,5	5,6	-9,4	-0,7	8,6	43	108	66,0
Stati Uniti	-12,8	-5,8	7,0	-7,5	-2,4	5,1	64	106	42,4
Svezia	-1,0	-1,5	-0,6	1,8	-0,6	-2,4	48	49	0,4
EME									
Brasile	-3,3	-3,3	-0,1	2,7	2,0	-0,7	65	67	1,5
Cina	-3,1	-2,0	1,1	-2,2	-0,5	1,7	20	20	0,6
Corea	-1,0	0,1	1,1	-0,7	0,7	1,4	27	38	11,0
India	-9,8	-7,2	2,5	-5,0	-2,4	2,6	74	65	-8,7
Indonesia	-1,8	-2,5	-0,8	0,0	-1,2	-1,2	35	26	-9,0
Malaysia	-6,7	-3,5	3,3	-4,3	-1,7	2,7	41	56	15,1
Messico	-5,1	-4,1	1,0	-1,9	-1,4	0,5	38	48	10,6
Sudafrica	-4,9	-4,4	0,5	-0,9	-0,8	0,0	28	47	19,0
Thailandia	-3,2	-1,6	1,6	-1,4	0,2	1,6	38	47	8,2

¹ Delle amministrazioni pubbliche. ² In percentuale del PIL. Stime dell'OCSE per le economie avanzate e la Corea; stime dell'FMI per le altre economie. ³ In percentuale del PIL potenziale; al netto dei pagamenti netti per interessi. Stime dell'OCSE per le economie avanzate e la Corea; stime dell'FMI per le altre economie. Le stime dell'OCSE sono corrette per gli effetti del ciclo e delle misure una tantum, quelle dell'FMI sono corrette per gli effetti del ciclo.

Fonti: FMI; OCSE.

IV. Il debito e il ciclo finanziario nazionali e mondiali

Una visione esclusivamente incentrata sul ciclo economico non è sufficiente a comprendere l'evoluzione dell'economia mondiale dalla crisi finanziaria del 2007-09 (Capitoli I e III). Essa infatti non può pienamente dar conto dell'interazione fra debito, prezzi delle attività e prodotto che spiega la deludente crescita economica di molte economie avanzate negli ultimi anni. Questo capitolo indaga sul ruolo che il debito, la leva finanziaria e l'assunzione di rischio hanno giocato nel determinare gli andamenti economici e finanziari, valutando in particolare in quale fase del ciclo finanziario si trovino le diverse economie.

I cicli finanziari differiscono dai cicli economici. Essi incorporano le interazioni fra le percezioni del valore e del rischio, l'assunzione di rischio e i vincoli finanziari, interazioni che, alimentandosi a vicenda, generano fasi alterne di espansione finanziaria (boom) e contrazione finanziaria (bust). Tali cicli tendono a essere molto più lunghi dei cicli economici e il modo migliore per misurarli è tenendo conto della combinazione fra aggregati creditizi e prezzi degli immobili. Il prodotto e le variabili finanziarie possono seguire andamenti divergenti per lunghi periodi, ma il loro legame tende a ristabilirsi spietatamente quando le fasi di boom finanziario si trasformano in bust. Tali episodi spesso coincidono con crisi bancarie, che a loro volta tendono ad accompagnarsi a recessioni molto più profonde (recessioni patrimoniali) di quelle che caratterizzano il ciclo economico ordinario.

Livelli elevati di debito del settore privato possono minare una crescita economica sostenibile. In molte economie che si trovano attualmente in una fase di boom finanziario le famiglie e le imprese sono in una condizione di vulnerabilità, con il rischio di serie difficoltà finanziarie e di tensioni macroeconomiche. Nei paesi, poi, che sono stati colpiti più duramente dalla crisi i livelli del debito privato sono ancora relativamente alti rispetto al prodotto, rendendo famiglie e imprese sensibili ad aumenti dei tassi di interesse. Questi paesi potrebbero trovarsi prigionieri di una trappola del debito: cercare di stimolare l'economia mediante bassi tassi di interesse, infatti, incoraggia a contrarre ulteriore debito, finendo per aggravare il problema che si intendeva risolvere.

La crescita delle nuove fonti di finanziamento ha cambiato la natura dei rischi. Nella cosiddetta "seconda fase della liquidità globale", le imprese delle economie emergenti (EME) hanno raccolto la maggior parte dei loro finanziamenti nei mercati mobiliari internazionali. Per fare ciò sono ricorse anche alle proprie affiliate all'estero, il cui debito sfugge generalmente ai radar delle autorità. Se da un lato tende ad avere scadenze più lunghe rispetto al credito bancario, riducendo pertanto i rischi di rollover, dall'altro il finanziamento sul mercato è notoriamente prociclico: conveniente e abbondante quando le condizioni sono favorevoli, ma evanescente al primo segnale di difficoltà. Ciò si può anche ripercuotere sulle istituzioni finanziarie nazionali che hanno fatto affidamento sul settore societario nazionale per una parte rilevante del proprio finanziamento. Infine, la stragrande maggioranza del debito estero del settore privato nelle EME rimane denominata in valuta estera, esponendo i prenditori al rischio di cambio.

La parte iniziale di questo capitolo contiene una breve descrizione delle principali caratteristiche del ciclo finanziario, la sezione seguente prende in esame in quale fase del ciclo si trovino alcuni paesi, la terza sezione si concentra sulle determinanti del ciclo finanziario negli ultimi anni. Sono analizzati per finire i rischi e la potenziale necessità di interventi correttivi.

Il ciclo finanziario: una breve introduzione

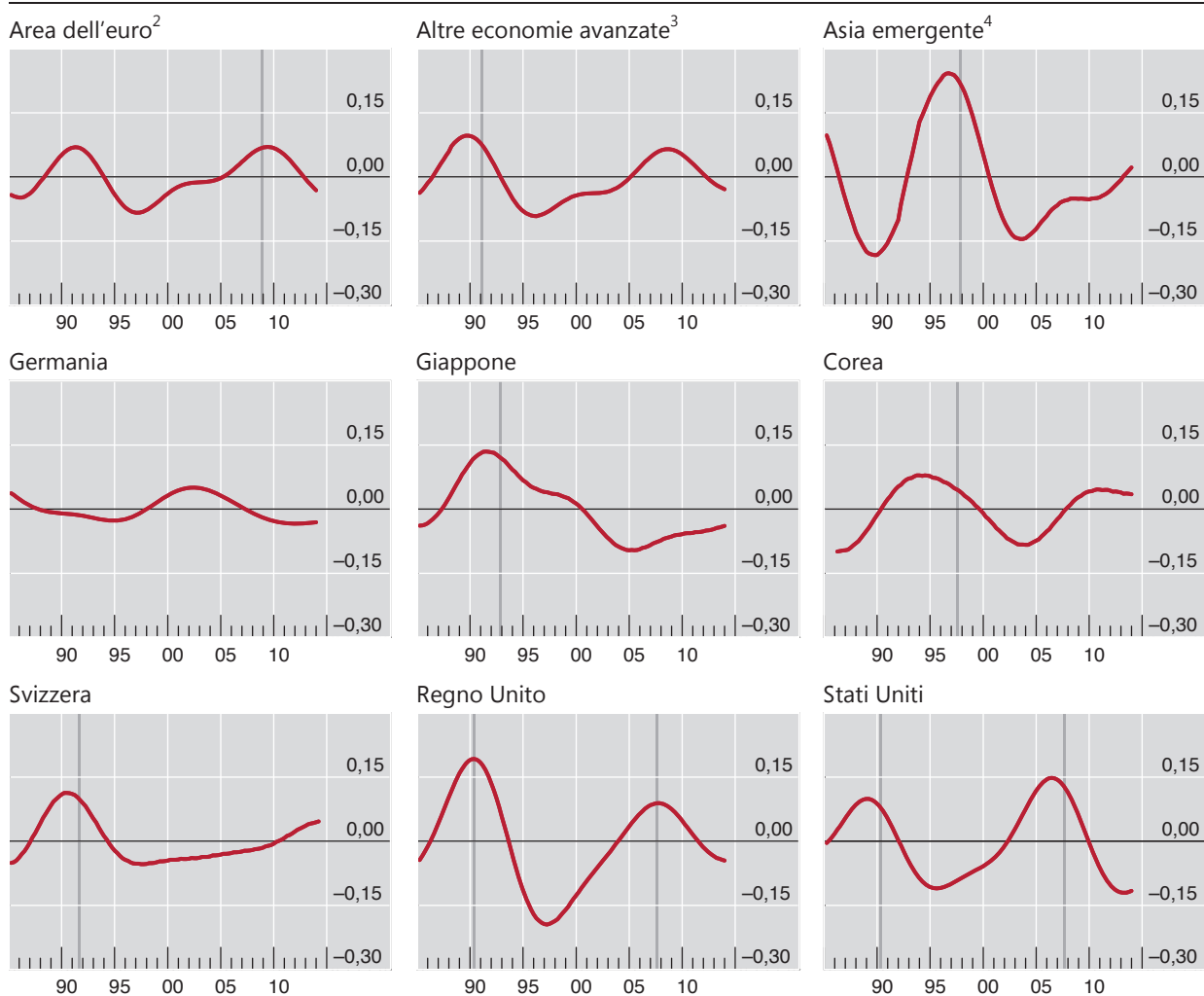
Sebbene non esista una definizione comunemente accettata di ciclo finanziario, il concetto generale incorpora l'idea di fluttuazioni congiunte di un ampio insieme di variabili finanziarie sia quantitative sia di prezzo. La ricerca della BRI indica che gli aggregati creditizi, quale proxy del livello di indebitamento, e i prezzi degli immobili, quale misura delle garanzie reali disponibili, hanno un ruolo particolarmente importante a questo riguardo. Una rapida espansione del credito, specie del credito ipotecario, spinge verso l'alto i prezzi degli immobili, i quali a loro volta accrescono il valore delle garanzie reali e quindi l'ammontare di credito che il settore privato può ottenere. È questa interazione di mutuo rafforzamento fra vincoli di finanziamento e percezioni del valore e dei rischi che è stata storicamente all'origine dei più gravi problemi macroeconomici di allocazione delle risorse. Altre variabili, come i differenziali di credito, i premi al rischio e i tassi di insolvenza, forniscono utili informazioni complementari sulla presenza di tensioni, sulla percezione del rischio e sulla propensione al rischio.

Quattro aspetti caratterizzano empiricamente i cicli finanziari (il riquadro IV.A prende in esame la loro misurazione). Primo, tali cicli sono molto più lunghi di quelli economici. Nella sua misurazione tradizionale, il ciclo economico dura generalmente da uno a otto anni, mentre il ciclo finanziario si estende su 15-20 anni. La loro diversa lunghezza implica che un ciclo finanziario può durare per diversi cicli economici.

Secondo, i punti di massimo del ciclo finanziario tendono a coincidere con crisi bancarie o con periodi di considerevole stress finanziario. I boom finanziari in cui la forte ascesa dei prezzi delle attività e la rapida crescita del credito si rafforzano vicendevolmente tendono a essere determinati da condizioni prolungate di accomodamento monetario e finanziario, spesso accompagnate da innovazione finanziaria. Le condizioni finanziarie distese, a loro volta, si riverberano sull'economia reale, spingendo a indebitarsi troppo in alcuni settori e a investire troppo nei settori più in auge, come ad esempio quello immobiliare. Nel caso in cui uno shock colpisca l'economia, le famiglie e le imprese sovraindebitate si troveranno spesso nell'impossibilità di onorare il servizio del debito. La presenza di distorsioni nell'allocazione settoriale delle risorse createsi durante la fase di boom aggrava ulteriormente questo circolo vizioso (Capitolo III).

Terzo, i cicli finanziari sono spesso sincronizzati nelle diverse economie: sebbene non si muovano necessariamente in parallelo, molte delle loro determinanti hanno un'importante componente internazionale. Ad esempio, le condizioni di liquidità tendono a essere altamente correlate nei diversi mercati. La mobilità dei capitali finanziari finisce per omogeneizzare i premi al rischio e le condizioni finanziarie fra valute e paesi diversi, e offre una fonte di finanziamento marginale (determinante per il prezzo). Il capitale estero, pertanto, gioca spesso un ruolo di primo piano nei boom insostenibili del credito, amplificando gli andamenti degli aggregati creditizi, e potrebbe altresì portare a un'iperreazione dei tassi di cambio. Ciò accade in maniera diretta quando una valuta è utilizzata anche al di fuori del paese di emissione, come nel caso esemplare del dollaro statunitense. Ma le condizioni monetarie possono propagarsi anche indirettamente laddove le autorità, opponendosi all'apprezzamento del tasso di cambio, mantengono i tassi ufficiali su livelli più bassi di quelli giustificati dalle sole condizioni nazionali e/o intervengono accumulando riserve valutarie.

Quarto, i cicli finanziari cambiano al variare del contesto macroeconomico e dei quadri di riferimento delle politiche. Ad esempio, a partire dai primi anni ottanta sono cresciuti in termini sia di durata sia di ampiezza; ciò riflette probabilmente la maggiore liberalizzazione dei sistemi finanziari, l'apparente



¹ Ciclo finanziario misurato da filtri basati sulla frequenza (filtri passa banda) che catturano i cicli a medio termine del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi delle abitazioni in termini reali (riquadro IV.A). Le linee verticali indicano le crisi finanziarie originate da fattori di vulnerabilità interna. ² Belgio, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. ³ Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda e Svezia. ⁴ Hong Kong SAR, Indonesia e Singapore.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

stabilità delle condizioni macroeconomiche nonché assetti di politica monetaria che non tenevano conto degli andamenti del credito. I cambiamenti significativi intervenuti negli assetti della politica macroeconomica e della regolamentazione dopo la crisi finanziaria potrebbero anch'essi influire sulle dinamiche future.

I quattro aspetti dei cicli finanziari sono evidenti nel grafico IV.1, che descrive i cicli finanziari in un ampio insieme di paesi. In molte economie avanzate il ciclo finanziario, misurato aggregando le variazioni a medio termine del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi degli immobili in termini reali, ha raggiunto il suo punto massimo nei primi anni novanta e nuovamente intorno al 2008 (riquadro IV.A). Entrambi i punti di svolta hanno coinciso con crisi bancarie diffuse. I cicli finanziari in molte economie asiatiche presentano una tempistica assai diversa, con un massimo intorno alla crisi finanziaria asiatica dei tardi anni novanta. Un altro boom è iniziato in queste economie subito dopo il volgere del millennio e continua tuttora, a malapena interrotto dalla crisi più recente. In alcuni casi, ad esempio nei sistemi bancari di Germania e Svizzera nel 2007-09, le tensioni

La misurazione del ciclo finanziario

I responsabili delle politiche economiche e i ricercatori dispongono di un rilevante patrimonio di conoscenze per misurare il ciclo economico. Lo stesso non può dirsi per il ciclo finanziario. Questo riquadro prende in esame le principali idee e indicazioni della letteratura nascente dedicata alla misurazione del ciclo finanziario^①.

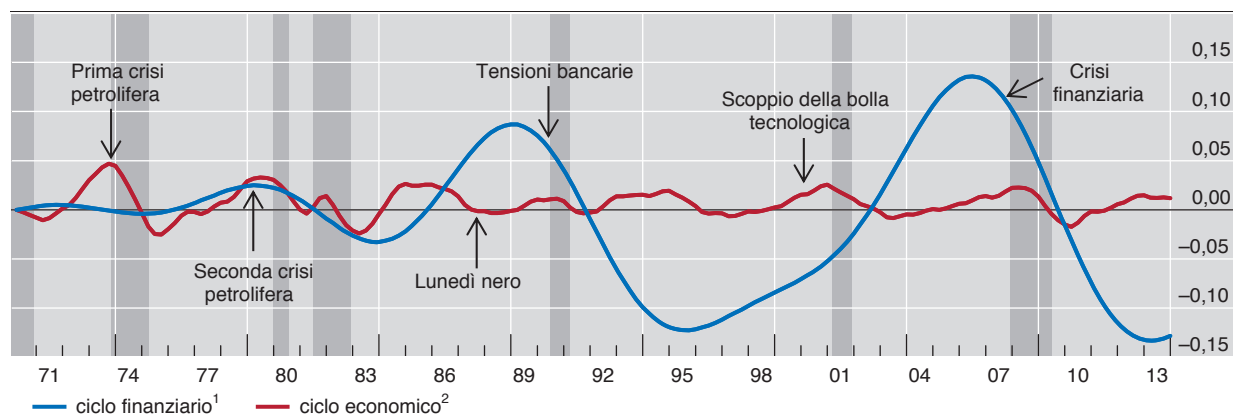
Due sono i metodi utilizzati finora per individuare i cicli economici e i cicli finanziari. Il primo è noto come metodo dei punti di svolta, risale ai lavori originariamente condotti negli anni quaranta per la datazione dei cicli economici ed è tuttora utilizzato dal Business Cycle Dating Committee dell'NBER. Esso individua i punti massimi e minimi del ciclo esaminando i tassi di crescita di un ampio ventaglio di serie sottostanti. Ad esempio, un ciclo economico raggiunge il suo punto massimo quando i tassi di crescita di diverse serie storiche, fra cui il prodotto, l'occupazione, la produzione industriale e i consumi, cambiano da positivi a negativi. Per i cicli finanziari, la ricerca della BRI mostra che la crescita del credito in termini reali, il rapporto credito/PIL e la crescita dei prezzi degli immobili in termini reali costituiscono l'insieme minimo di variabili necessarie a rappresentare adeguatamente l'interazione fra i vincoli finanziari e le percezioni del valore e dei rischi che, rafforzandosi vicendevolmente, possono provocare gravi distorsioni nell'allocatione delle risorse e condurre a crisi bancarie. Altre variabili, come gli spread creditizi, i corsi azionari, i premi al rischio e i tassi di insolvenza, possono parimenti essere impiegate per misurare il rischio effettivo o percepito, e quindi i cicli finanziari. Il secondo approccio si basa su filtri statistici in grado di estrarre da una determinata serie, ad esempio quella del prodotto, le oscillazioni cicliche riferite a una particolare lunghezza del ciclo.

Le stime dei cicli finanziari presentate in questo capitolo seguono il secondo approccio e si basano sugli andamenti congiunti della crescita del credito reale, del rapporto credito/PIL e della crescita dei prezzi degli immobili in termini reali. I cicli nelle singole serie sono estratti utilizzando un filtro passa banda con cicli della durata di 8-30 anni che vengono poi combinati in un'unica serie ottenuta come media semplice. I filtri passa banda sono utili per individuare i cicli finanziari del passato, ma le osservazioni relative agli ultimi anni vanno considerate con maggiore cautela poiché i trend e quindi le fluttuazioni cicliche potrebbero variare quando, in un secondo momento, si rendono disponibili più dati.

La frequenza tradizionale del ciclo economico varia da 1 a 8 anni circa. Per contro, i cicli finanziari più rilevanti per le crisi bancarie e le distorsioni nell'allocatione delle risorse macroeconomiche durano fra i 10 e i 20 anni, come emerge dal grafico IV.A. Vi sono due ragioni per le quali è opportuno concentrarsi su tali frequenze di medio termine. La prima è che il credito e i prezzi degli immobili presentano comovimenti molto più stretti a queste frequenze rispetto a frequenze più elevate. La seconda è che questi cicli di medio termine rappresentano una determinante importante delle fluttuazioni complessive in queste due serie, molto più di quanto avvenga per le

Ciclo economico e ciclo finanziario negli Stati Uniti

Grafico IV.A



¹ Ciclo finanziario misurato da filtri basati sulla frequenza (passa banda) che catturano i cicli a medio termine del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi delle abitazioni in termini reali. ² Ciclo economico misurato da un filtro basato sulla frequenza (passa banda) che cattura le oscillazioni del PIL in termini reali nell'arco di un periodo da uno a otto anni.

Fonte: M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, n. 380, giugno 2012.

fluttuazioni congiunturali medie nel caso del PIL in termini reali. I cicli finanziari individuati in questo modo sono strettamente collegati a crisi bancarie sistemiche e a rilevanti danni economici, e ciò a prescindere che siano individuati utilizzando il metodo dei punti di svolta o quello del filtro statistico².

² Questo riquadro si basa su M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, n. 380, giugno 2012. Cfr. anche D. Aikman, A. Haldane e B. Nelson, "Curbing the credit cycle", preparato per la conferenza annuale del Center on Capital and Society della Columbia University, New York, novembre 2010; e S. Claessens, M. Kose e M. Terrones, "How do business and financial cycles interact?", *IMF Working Papers*, n. WP/11/88, aprile 2011. ² Cfr. Drehmann et al., op. cit.

si sono sviluppate indipendentemente dal ciclo finanziario nazionale, per effetto delle esposizioni bancarie ai cicli finanziari di altri paesi.

Il debole nesso fra ciclo economico e ciclo finanziario su periodi prolungati di tempo potrebbe indurre le autorità a concentrarsi sul primo senza curarsi oltremodo del secondo. Ma impostare le politiche senza tener conto del ciclo finanziario comporta dei rischi. Può dare origine a squilibri finanziari, quali il sovraindebitamento delle imprese o delle famiglie, o a un'ipertrofia dei sistemi finanziari, che rendono taluni settori vulnerabili anche a un minimo peggioramento delle condizioni macroeconomiche o finanziarie. Questo è quanto accaduto in Giappone e nei paesi nordici negli anni ottanta e nei primi anni novanta, nonché in Irlanda, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti negli anni antecedenti la crisi finanziaria.

La divergenza fra ciclo economico e ciclo finanziario concorre a spiegare anche il fenomeno delle "recessioni incomplete". Ad esempio, all'indomani dei crolli del mercato azionario nel 1987 e nel 2000, la politica monetaria negli Stati Uniti fu considerevolmente allentata, nonostante ci si trovasse nella fase ascendente del ciclo finanziario (grafico IV.A). Beneficiando dell'abbassamento dei tassi di interesse, i prezzi immobiliari e il credito, anziché calare, aumentarono, per poi precipitare diversi anni dopo.

In quale fase del ciclo finanziario si trovano i paesi?

Negli ultimi anni le fasi calanti del ciclo finanziario nella maggior parte delle economie avanzate hanno coinciso con fasi crescenti nelle maggiori EME e in altri paesi. Purtroppo, la mancanza di serie sufficientemente lunghe sul credito e sui prezzi degli immobili rende impossibile per molte importanti economie la costruzione dell'indicatore del ciclo finanziario illustrato nel grafico IV.1. Ciò nonostante gli andamenti recenti del credito e dei prezzi degli immobili forniscono informazioni utili, per quanto incomplete, mostrando che i paesi si trovano in stadi assai diversi del ciclo finanziario (grafico IV.2).

Molti paesi dell'area dell'euro si trovano in una fase finanziaria calante. Dopo un periodo prolungato di boom i paesi dell'area dell'euro maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria e dalla susseguente crisi del debito europeo, come la Grecia e la Spagna, hanno subito negli ultimi anni contrazioni annue del credito e dei prezzi degli immobili pari in media al 5-10%. Le pressioni al ribasso, tuttavia, sembrerebbero dare cenni di attenuazione, essendosi ridotto negli ultimi trimestri il calo del credito e dei prezzi degli immobili.

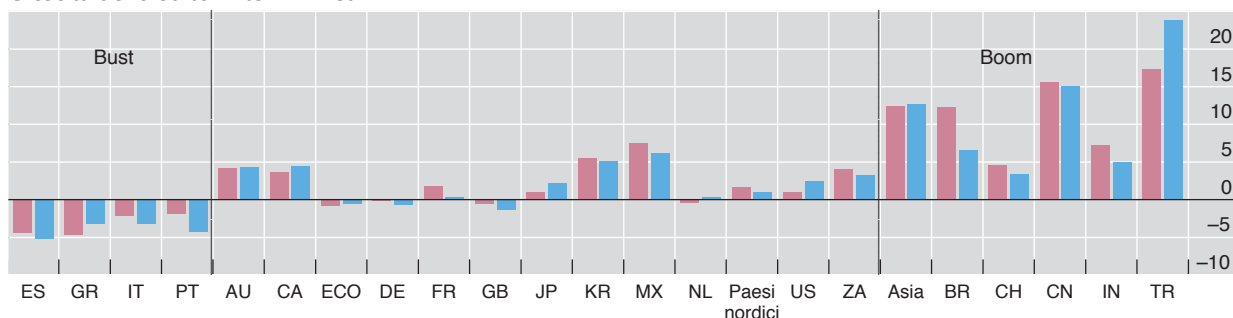
I cicli finanziari in altre economie che hanno attraversato una crisi sembrano aver già toccato il punto di minimo. Negli Stati Uniti si era osservata una significativa ascesa del credito e dei prezzi degli immobili, terminata con lo scoppio della crisi finanziaria del 2007-09. La successiva fase calante dei prezzi delle attività e del

A che stadio del ciclo finanziario si trovano i paesi?¹

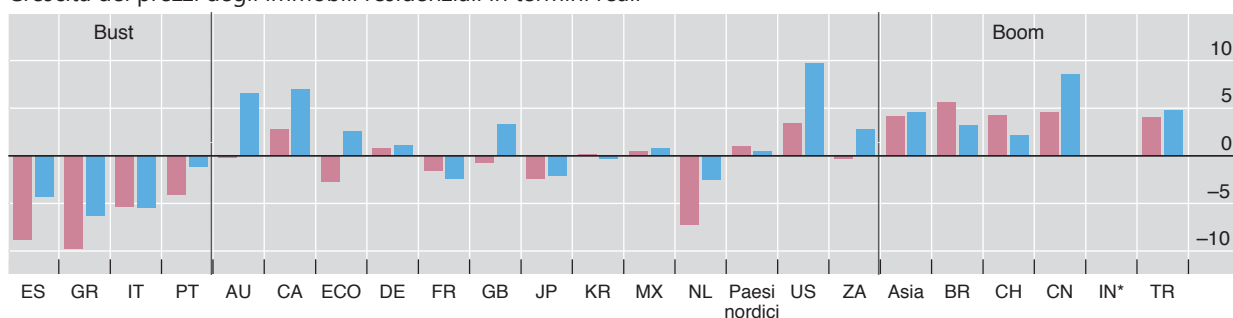
Variazioni di una gamma di indicatori del ciclo

Grafico IV.2

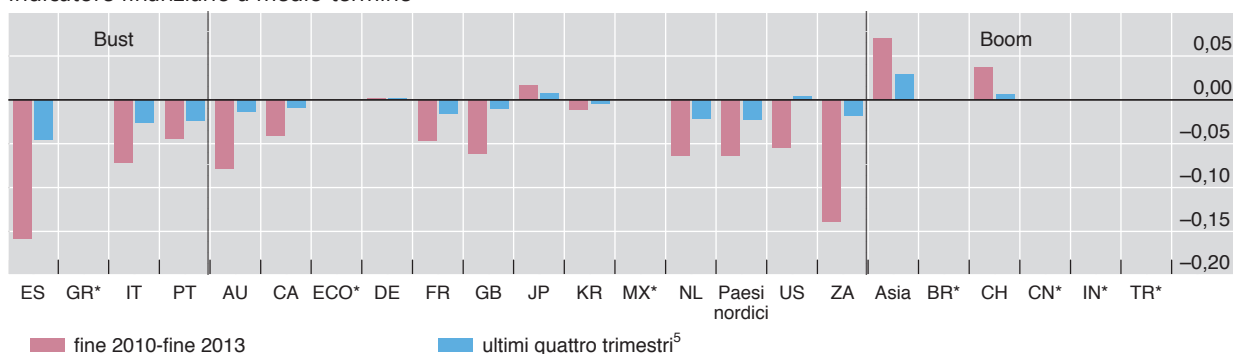
Crescita del credito in termini reali²



Crescita dei prezzi degli immobili residenziali in termini reali³



Indicatore finanziario a medio termine⁴



AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CN = Cina; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; GR = Grecia; IN = India; IT = Italia; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; NL = Paesi Bassi; PT = Portogallo; TR = Turchia; US = Stati Uniti; ZA = Sudafrica.

Asia = Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia; ECO = Europa centrale e orientale: Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia e Ungheria; paesi nordici = Finlandia, Norvegia e Svezia.

* Dato non disponibile.

¹ Viene individuato un boom (bust) se tutti e tre gli indicatori per un determinato paese si collocano su valori chiaramente positivi (negativi) su entrambi gli orizzonti. Non vengono classificati i paesi per i quali gli indicatori forniscono per gli stessi periodi segnali marginali o contrastanti. ² Credito totale al settore privato non finanziario deflazionato per il deflatore del PIL (a eccezione della Svezia, per la quale si usano i prezzi al consumo). I tassi di crescita per il 2010-13 sono annualizzati. ³ Deflazionata utilizzando gli indici dei prezzi al consumo. I tassi di crescita per il 2010-13 sono annualizzati. ⁴ Variazioni del ciclo finanziario misurato da filtri basati sulla frequenza (passa banda) che catturano i cicli a medio termine del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi delle abitazioni in termini reali (riquadro IV.A); per l'Asia, escluse Filippine, Malaysia e Thailandia. ⁵ A seconda della disponibilità dei dati, l'ultima osservazione si riferisce al 4° trimestre 2013 o al 1° trimestre 2014.

Fonti: OCSE; Datastream; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

credito al settore delle imprese non finanziarie si è conclusa nel 2011, mentre il credito alle famiglie ha iniziato a riprendersi solo nel 2013. Per il Regno Unito e per molte economie dell'Europa centrale e orientale – paesi che hanno anch'essi vissuto cicli di boom e bust nell'ultimo decennio – si delinea un quadro meno definito. In questi paesi la riduzione dell'indebitamento prosegue, ma sta rallentando, e i prezzi degli immobili hanno ripreso a salire, indicazioni che suggerirebbero una possibile inversione dalla fase calante del ciclo finanziario.

I segnali sono eterogenei per le economie avanzate che negli ultimi anni non sono state interessate da una vera e propria crisi. L'Australia, il Canada e i paesi nordici hanno sperimentato ampi boom finanziari fra la metà e la fine degli anni duemila. Tuttavia la crisi internazionale e quella del debito europeo hanno intaccato tali dinamiche: i prezzi delle attività hanno segnato ampie oscillazioni e l'indebitamento delle imprese è crollato con il deteriorarsi dell'attività economica mondiale. Ciò ha spinto l'indicatore del ciclo finanziario di medio termine su un trend discendente, sebbene le famiglie in tutte queste economie abbiano continuato a indebitarsi, per quanto a ritmi inferiori. Il forte rincaro delle materie prime negli ultimi anni, tuttavia, ha evitato una svolta duratura del ciclo, e negli ultimi quattro trimestri la crescita dei prezzi reali degli immobili e del credito (totale) in Australia e Canada è risalita su livelli prossimi o in linea con gli andamenti nelle maggiori EME.

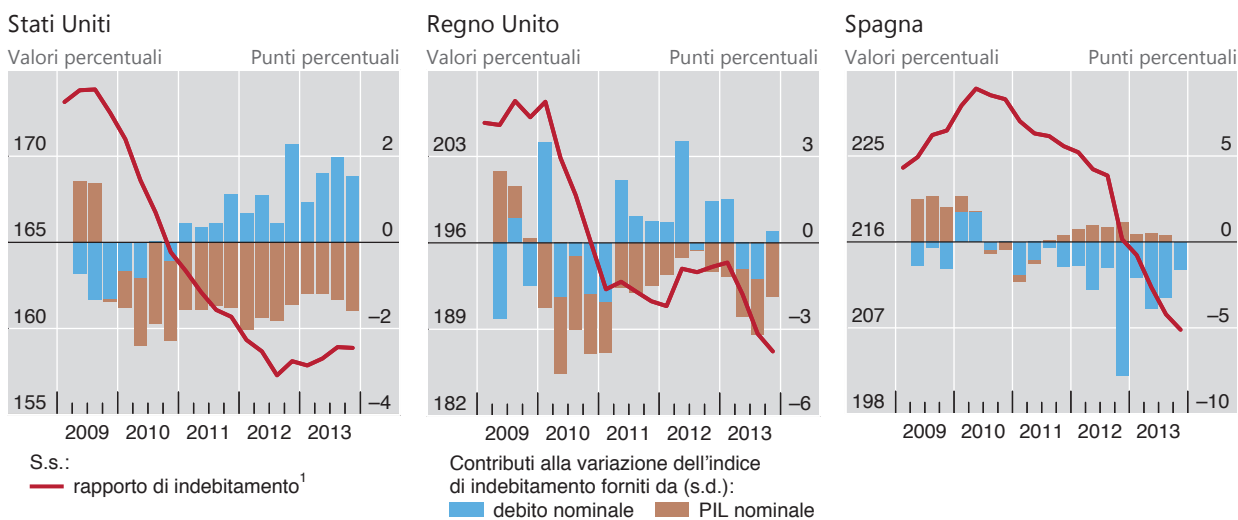
In diversi altri paesi, in particolare nelle EME, è evidente la presenza di fasi di boom. In molti casi l'ascesa del credito e dei prezzi delle attività aveva rallentato il passo nel 2008 e nel 2009, ma ha riacquisito pieno vigore nel 2010. Da allora, il credito al settore privato si è espanso in media di circa il 10% l'anno. In Cina questa crescita è stata trainata principalmente dal settore non bancario, mentre in Turchia sono state le banche a finanziare l'espansione. Al momento vi sono indicazioni che i boom in alcuni paesi stiano raggiungendo una fase di stallo. Ad esempio, in Brasile e in Cina la crescita dei prezzi degli immobili si è indebolita, come accade tipicamente agli stadi più avanzati del ciclo finanziario. Anche le crescenti insolvenze nel settore immobiliare cinese forniscono indicazioni in tal senso.

Le determinanti del ciclo finanziario nel contesto attuale

In una certa misura lo stadio attuale del ciclo finanziario riflette le dinamiche autorafforzanti del processo di aggiustamento dopo la crisi finanziaria. I rapporti fra il debito del settore privato e il PIL sono calati di circa 20 punti percentuali dagli ultimi massimi negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Spagna. Tali ridimensionamenti, benché significativi, sono ancora ben inferiori sia all'incremento che aveva preceduto la crisi sia al calo medio di 38 punti percentuali osservato storicamente in un insieme di crisi¹.

Tali andamenti potrebbero indicare che, almeno in alcuni casi, il rapporto fra debito e reddito sia destinato a ridursi ancora. In Spagna, in particolare, il calo di tale rapporto è scaturito principalmente da una riduzione nell'ammontare del debito nominale in essere (grafico IV.3), una situazione tipica delle prime fasi del processo di riduzione dell'indebitamento. Negli Stati Uniti il debito nominale è

¹ G. Tang e C. Upper, "La riduzione del debito dopo le crisi", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2010 (versione integrale disponibile solo in inglese) mostrano che, su un campione di 20 crisi di questo tipo, il rapporto credito/PIL si è ridotto in 17 casi, segnando in media una flessione di 38 punti percentuali, di entità pressoché analoga all'aumento nella fase di boom precedente (44 punti percentuali).



¹ Rapporto fra credito totale al settore privato non finanziario e PIL nominale.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

diminuito nel 2009 e nel 2010, ma da allora è cresciuto; la sua riduzione è avvenuta principalmente grazie alla crescita del PIL nominale. Meno univoca è la situazione del Regno Unito, dove si è osservato un contributo sia della contrazione del debito sia della crescita del PIL nominale.

La politica monetaria accomodante ha avuto un effetto ambiguo sul processo di aggiustamento verso una riduzione degli indici di indebitamento (Capitolo V). Da un lato, l'ha favorito nella misura in cui è riuscita a stimolare il prodotto, aumentare il reddito e dunque a fornire agli agenti economici le risorse per ripagare il debito e risparmiare. Dall'altro lato, tuttavia, i tassi di interesse mai così bassi hanno anche consentito ai mutuatari di onorare, e ai creditori di rinnovare, quantitativi di debito che sarebbero risultati insostenibili in condizioni più normali dei tassi. Tale situazione tende a ritardare la correzione necessaria e a favorire il mantenimento di elevate consistenze di debito che, a loro volta, possono rallentare la crescita.

La liquidità mondiale e le politiche nazionali alimentano i boom del credito

Il forte allentamento della politica monetaria nelle principali economie avanzate dopo la crisi è stato all'origine di un'impennata della liquidità mondiale. I tassi ufficiali prossimi allo zero e gli acquisti su larga scala di attività finanziarie della Federal Reserve e di altre importanti banche centrali hanno sospinto i prezzi delle attività in tutto il mondo e alimentato la propensione al rischio degli investitori ("canale dell'assunzione di rischio").

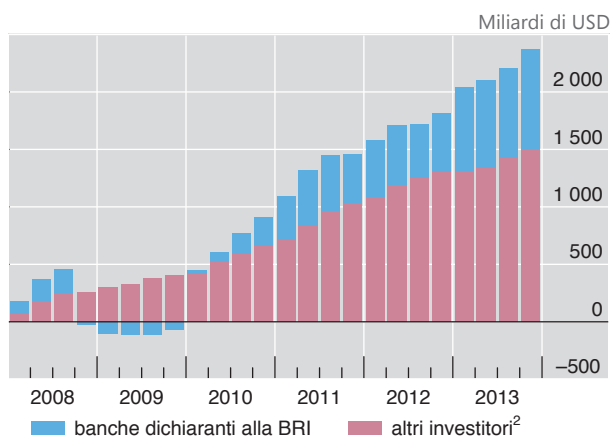
Gli ingenti afflussi di capitali hanno amplificato l'espansione finanziaria interna in molte EME. Dall'inizio del 2008 i residenti nelle EME hanno ottenuto dall'estero credito per oltre \$2 000 miliardi (grafico IV.4, diagramma di sinistra)². Questo importo,

² Al fine di evitare duplicazioni nel calcolo dei flussi transitati per i centri offshore, sono omessi i flussi indirizzati verso Hong Kong SAR e Singapore, mentre vengono considerati i flussi in uscita da tali centri finanziari e diretti ad altre EME.

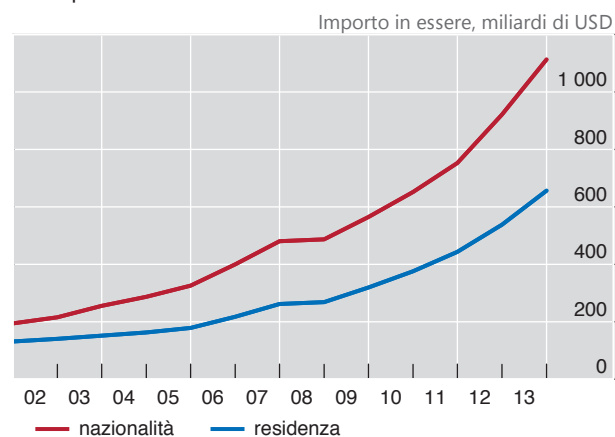
I bassi rendimenti nelle economie avanzate spingono i capitali verso le economie emergenti

Grafico IV.4

Investimenti esteri nel debito delle EME¹



Titoli di debito internazionali emessi da imprese non finanziarie delle EME³



¹ Afflussi cumulati a partire dal 1° trimestre 2008; esclusi Hong Kong SAR e Singapore. ² Titoli di debito in portafoglio (passività) più altri strumenti debitori (passività) meno afflussi corrispondenti delle banche dichiaranti alla BRI. Per l'India, i dati di bilancia dei pagamenti iniziano nel 2° trimestre 2009 e terminano nel 1° trimestre 2013. ³ Esclusi il settore ufficiale e le banche.

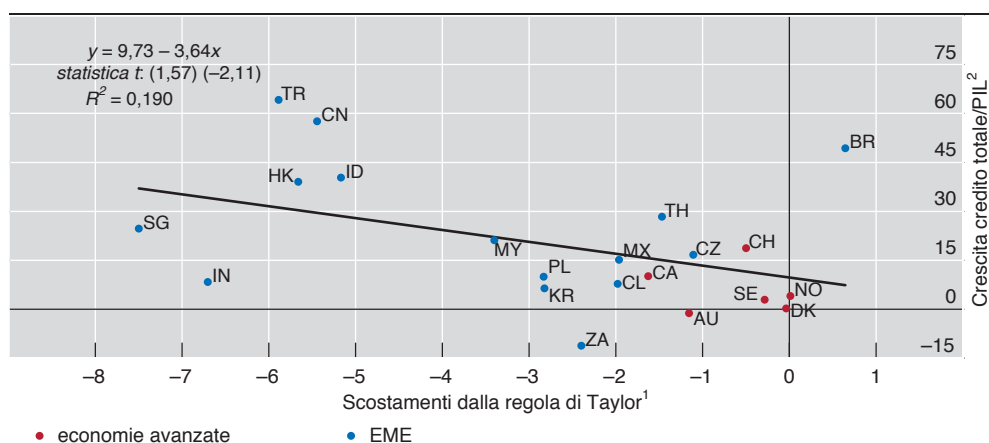
Fonti: FMI, *Balance of Payments Statistics* e *International Financial Statistics*; statistiche bancarie internazionali BRI; elaborazioni BRI.

pari al 2,2% del PIL annuo di queste economie, non appare eccessivo al confronto con i saldi del conto corrente, ma nell'arco del periodo in questione rappresenta comunque uno stock aggiuntivo rilevante di debito estero.

I dati basati sulla residenza di fatto sottostimano l'ammontare di debito estero contratto dai residenti delle EME, poiché non tengono conto del debito emesso dalle affiliate estere. Effettuando una classificazione secondo il principio della nazionalità (ossia considerando il paese dove ha sede legale la società madre), anziché della residenza del mutuatario immediato come nel caso della bilancia dei pagamenti, le emissioni di titoli di debito da parte di imprese delle EME risultano superiori di oltre un terzo (grafico IV.4, diagramma di destra).

Un'ampia parte di tale debito è stata contratta sul mercato obbligazionario da investitori non bancari (barre rosse nel grafico IV.4). Questa seconda fase della liquidità globale contrasta con il periodo antecedente la crisi finanziaria, nel quale il credito bancario aveva giocato un ruolo centrale³. Due fattori spiegano tale cambiamento: primo, molte banche attive a livello mondiale erano impegnate a riparare i propri bilanci sulla scia della crisi, e sono state meno propense a offrire credito al di fuori dei propri mercati di riferimento (Capitolo VI); secondo, i bassi livelli dei tassi di interesse e dei rendimenti obbligazionari nelle maggiori economie avanzate hanno spinto gli investitori verso categorie di attività a più elevato rendimento, quali i titoli di debito delle EME (Capitolo II). Di conseguenza, il rendimento obbligazionario nominale medio a lungo termine nelle EME, calcolato per un campione di economie che presentano effettivamente mercati obbligazionari a lungo termine e tassi di cambio flessibili, era sceso nel maggio 2013 intorno al 5%, dall'8% circa agli inizi del 2005. In termini reali, utilizzando la variazione sull'anno

³ Cfr. H. S. Shin, "The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies", discorso ufficiale all'Asia Economic Policy Conference della Federal Reserve Bank di San Francisco, novembre 2013.



AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; CN = Cina; CZ = Repubblica Ceca; DK = Danimarca; HK = Hong Kong SAR; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; MY = Malaysia; NO = Norvegia; PL = Polonia; SE = Svezia; SG = Singapore; TH = Thailandia; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

¹ Tassi ufficiali meno tassi desunti dalla regola di Taylor, media del periodo da fine 2008 a fine 2013. ² Tassi di crescita del credito totale al settore privato non finanziario in rapporto al PIL nel periodo da fine 2008 a fine 2013.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

precedente dei prezzi al consumo in tali paesi, il rendimento era pari ad appena l'1% nel 2013⁴.

Controbilanciare lo stimolo proveniente dall'estero mediante un inasprimento della politica monetaria non è compito facile. In primo luogo, un'ampia parte degli afflussi di capitali stranieri è denominata in valuta estera e pertanto non è direttamente influenzata dalla politica monetaria nazionale. In secondo luogo, innalzare i tassi di interesse mentre nel resto del mondo questi rimangono molto bassi può innescare pressioni al rialzo ancora maggiori sul tasso di cambio e intensificare gli afflussi di capitali. I bassi tassi di interesse ufficiali in un paese possono contenere gli afflussi di finanziamenti dall'estero, ma al tempo stesso stimolano il credito interno. Di fatto, a parità di condizioni economiche interne, i paesi con politiche monetarie più accomodanti tendono a registrare una più rapida espansione del credito (grafico IV.5).

Rischi e necessità di aggiustamento

Lo stadio del ciclo finanziario individuato in precedenza e gli elevati livelli del debito del settore privato pongono una serie di sfide per gli anni a venire. Esiste ovviamente il rischio che molti dei più recenti boom sfocino in una crisi finanziaria o almeno in un periodo di grave stress finanziario, come già accaduto in precedenza in molti casi analoghi. Ma risultano vulnerabili persino alcuni paesi che si trovano già nella fase discendente del ciclo finanziario o dove tale ciclo ha appena toccato il punto di svolta inferiore. Malgrado la significativa riduzione dell'indebitamento a partire dalla crisi finanziaria, il debito rimane spesso elevato in relazione al reddito

⁴ Cfr. P. Turner, "The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs", *BIS Working Papers*, n. 441, febbraio 2014.

e ai prezzi delle attività, rendendo potenzialmente necessari ulteriori aggiustamenti per ritornare su livelli maggiormente sostenibili.

Questa sezione fornisce dapprima una valutazione del rischio di crisi finanziarie utilizzando una serie di indicatori di allerta precoce, e offre successivamente un approfondimento volto a comprendere meglio le implicazioni del passaggio delle EME dal credito bancario al finanziamento sui mercati obbligazionari. Infine, analizza in che misura famiglie e imprese debbano ridurre i livelli di debito in relazione al PIL per tornare su posizioni più sostenibili, individuando una possibile trappola del debito.

Gli indicatori segnalano il rischio di dissesto finanziario

Gli indicatori di allerta precoce in vari paesi forniscono segnali preoccupanti. In linea con l'analisi del ciclo finanziario nella sezione precedente, diversi indicatori di allerta precoce segnalano che nel sistema finanziario di un certo numero di paesi si sono accumulate vulnerabilità. Svariati anni di forte espansione del credito e, spesso, dei prezzi degli immobili hanno lasciato i mutuatari esposti al rischio di un aumento dei tassi di interesse e/o di forti rallentamenti dei prezzi immobiliari e dell'attività economica. Tali indicatori non possono predire la tempistica esatta del dissesto finanziario, ma si sono rivelati sufficientemente affidabili nell'individuazione di andamenti insostenibili del credito e dei prezzi degli immobili in passato.

Lo scostamento del rapporto fra credito e PIL dal trend di lungo periodo (di seguito "gap credito/PIL") in molte EME e in Svizzera è ben al di sopra della soglia di allerta (tabella IV.1). I dati storici mostrano che a un valore del gap credito/PIL superiore a 10 punti percentuali sono solitamente seguiti nell'arco di tre anni gravi difficoltà del settore bancario⁵. Anche i gap nei prezzi degli immobili residenziali (lo scostamento dei prezzi reali degli immobili residenziali dalla loro tendenza di lungo periodo) segnalano rischi: tendono ad aumentare durante una fase di boom del credito e a ridursi due o tre anni prima dell'insorgere di una crisi. Di fatto, le autorità svizzere hanno reagito all'accumularsi di vulnerabilità finanziarie portando i requisiti per le riserve patrimoniali anticicliche dall'1 al 2% delle attività ponderate per il rischio garantite da immobili residenziali nazionali.

Gli indici del servizio del debito forniscono segnali meno preoccupanti. Questi rapporti, che misurano la quota di reddito utilizzato per onorare il debito (riquadro IV.B), rimangono contenuti in molte economie. A prima vista, essi indicherebbero attualmente una situazione di particolare vulnerabilità nel caso dei mutuatari in Cina. Ma un aumento dei tassi di interesse spingerebbe tali indici a livelli critici anche in varie altre economie (tabella IV.1, ultima colonna). A titolo di esempio, si ipotizzi che i tassi del mercato monetario crescano di 250 punti base, in linea con quanto avvenuto nell'episodio di inasprimento del 2004⁶. Mantenendo costanti i rapporti credito/PIL, tale aumento spingerebbe l'incidenza del servizio del

⁵ In ragione della sua affidabilità quale indicatore precoce, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha scelto il gap credito/PIL come base per la discussione sui livelli del buffer patrimoniale anticiclico. Un gap credito/PIL superiore a 2 (celle beige nella tabella IV.1) sta a indicare che le autorità dovrebbero prendere in considerazione l'attivazione dei buffer; questi ultimi dovrebbero raggiungere il loro valore massimo in presenza di un gap credito/PIL superiore a 10 (celle rosse).

⁶ In quell'episodio i tassi del mercato monetario nelle economie avanzate crebbero di circa 250 punti base nell'arco di tre anni. L'esempio ipotetico si basa sull'assunto che vi sia una trasmissione uno a uno delle variazioni dei tassi del mercato monetario ai tassi di interesse medi praticati sui prestiti al settore privato non finanziario i quali, insieme ai rapporti credito/PIL e alle scadenze residue medie vigenti, determinano l'onere per il servizio del debito (riquadro IV.B).

Gli indicatori di allerta precoce delle crisi bancarie nazionali segnalano rischi per il futuro¹ Tabella IV.1

		Gap credito/PIL ²	Gap dei prezzi degli immobili ³	Indice del servizio del debito (DSR) ⁴	Indice del servizio del debito per un aumento di 250 p.b. dei tassi di interesse ^{4,5}
Boom	Asia ⁶	19,9	16,7	2,4	4,4
	Brasile	13,7	3,7	4,0	6,3
	Cina	23,6	-2,2	9,4	12,2
	India	-2,7		3,4	4,4
	Svizzera	13,1	13,0	0,6	3,6
	Turchia	17,4		4,5	6,2
Segnali eterogenei	Australia	-6,9	-2,0	1,5	4,5
	Canada	5,6	5,1	2,0	4,9
	Europa centrale e orientale ⁷	-10,5	-0,1	1,6	2,9
	Francia	-0,9	-9,3	2,6	4,9
	Germania	-8,8	5,4	-2,7	-0,9
	Giappone	5,3	2,8	-4,4	-2,0
	Corea	4,1	4,1	0,8	3,5
	Messico	3,7	-1,6	0,5	0,9
	Paesi nordici ⁸	-0,5	-2,2	1,5	4,7
	Paesi Bassi	-13,2	-24,2	1,8	5,2
	Sudafrica	-3,1	-7,5	-1,0	0,2
	Regno Unito	-19,6	-11,1	0,9	3,6
	Stati Uniti	-12,3	-5,7	0,3	2,6
	Bust	Grecia	-11,3	-2,8	
Italia		-6,4	-16,6	-1,0	0,9
Portogallo		-13,9	-7,4	0,3	4,0
Spagna		-27,8	-28,7	2,3	5,4
Legenda		Gap credito/PIL > 10	Gap prezzi immobili > 10	DSR > 6	DSR > 6
		2 ≤ gap credito/PIL ≤ 10		4 ≤ DSR ≤ 6	4 ≤ DSR ≤ 6

¹ I valori soglia per le celle rosse sono selezionati riducendo al minimo i falsi allarmi a condizione di rilevare almeno due terzi delle crisi nell'arco di un orizzonte cumulato di tre anni. Il segnale è corretto se si verifica una crisi in uno qualunque dei tre anni successivi. Il rumore è misurato dalle previsioni errate al di fuori dell'orizzonte. Le celle beige per il gap credito/PIL si basano sulle indicazioni di Basilea 3 relative ai buffer patrimoniali anticiclici. Le celle beige per l'indice del servizio del debito si basano su soglie critiche utilizzando un orizzonte previsionale di due anni. Per il calcolo delle soglie critiche relative ai gap credito/PIL e ai gap dei prezzi degli immobili, cfr. M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n. 4, 2011, pagg. 189-240. Per gli indici del servizio del debito, cfr. M. Drehmann e M. Juselius, "I costi per il servizio del debito influiscono sulla stabilità macroeconomica e finanziaria?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (versione integrale disponibile solo in inglese).

² Scostamento del rapporto credito/PIL dal rispettivo trend di lungo periodo in tempo reale calcolato utilizzando un filtro HP unilaterale e un fattore di smussamento di 400,000, in punti percentuali. ³ Scostamenti dei prezzi reali degli immobili residenziali dal rispettivo trend di lungo periodo calcolato utilizzando un filtro HP unilaterale e un fattore di smussamento di 400,000, in percentuale. ⁴ Scostamento degli indici del servizio del debito dalle medie di lungo periodo specifiche ai singoli paesi a partire dal 1985 o da una data successiva a seconda della disponibilità dei dati e da quando l'inflazione media a cinque anni è scesa al di sotto del 10% (per la Russia e la Turchia sono considerati gli ultimi 10 anni). ⁵ Nell'ipotesi che i tassi sui prestiti aumentino di 2,50 punti percentuali e tutte le altre componenti dell'indice restino invariate. ⁶ Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia; al netto di Filippine e Singapore per l'indice del servizio del debito e la corrispondente previsione. ⁷ Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia e Ungheria; al netto di Repubblica Ceca e Romania per il gap dei prezzi reali degli immobili; al netto di Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania e Romania per gli indici del servizio del debito e le corrispondenti previsioni. ⁸ Finlandia, Norvegia e Svezia.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

debito sul reddito al disopra delle soglie critiche nella maggior parte delle economie in fase di boom. L'esperienza mostra che tale incidenza rimane generalmente contenuta per lunghi periodi, per poi impennarsi repentinamente uno o due anni prima di una crisi, tipicamente in risposta ad aumenti dei tassi di interesse⁷. Un valore contenuto dell'indice del servizio del debito, pertanto, non è necessariamente una garanzia di sicurezza per il sistema finanziario.

Sarebbe troppo facile non dare peso a questi segnali, ritenendo che tali indicatori non siano appropriati perché "questa volta è diverso". Certo, nessun indicatore di allerta precoce è totalmente affidabile. Il sistema finanziario è in continua evoluzione e la natura dei rischi cambia con l'andar del tempo. Ma gli scostamenti del rapporto credito/PIL e l'indice del servizio del debito si sono dimostrati relativamente robusti. In particolare, essi si basano sul credito totale, ovvero prendono in considerazione tutte le fonti di credito⁸, per cui generalmente non risentono della maggiore incidenza relativa dei finanziamenti non bancari osservata nella seconda fase della liquidità globale. La qualità degli indicatori dovrebbe risultare robusta anche tenendo conto delle variazioni nei livelli di equilibrio del debito dovute alla crescente finanziarizzazione dell'economia. I rapporti fra credito e PIL e fra servizio del debito e reddito tendono ad aumentare quando le famiglie e le imprese guadagnano accesso ai servizi finanziari, con i corrispondenti benefici in termini di benessere. Ma la capacità delle banche di valutare il merito di credito dei potenziali prenditori e di gestire i rischi pone un limite naturale alla rapidità di questo processo. I finanziamenti concessi durante una fase di rapida crescita del credito potrebbero rivelarsi problematici, creando instabilità finanziaria nel momento in cui il boom si trasforma in bust⁹.

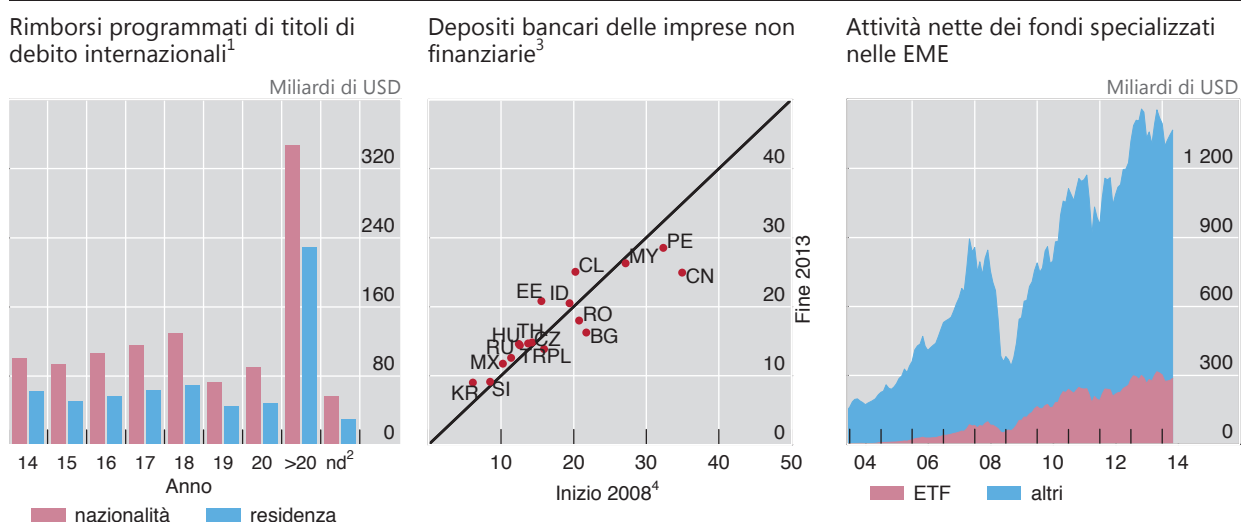
Anche una crescita economica più debole potrebbe innescare difficoltà finanziarie, in particolare nei paesi dove il debito cresce da tempo al disopra della sua tendenza di lungo periodo. Molti paesi che presentano un elevato gap credito/PIL stanno attraversando un periodo prolungato di rapida espansione, brevemente interrotto dalle ricadute della crisi finanziaria nelle economie avanzate. Ma la crescita, più di recente, ha subito un rallentamento e in futuro potrebbe anche restare al disotto dei suoi andamenti tendenziali pregressi (Capitolo III).

I paesi esportatori di materie prime potrebbero essere particolarmente sensibili a un brusco rallentamento in Cina. Ciò accrescerebbe ulteriormente le vulnerabilità delle economie attualmente in fase di espansione, come il Brasile. Ma potrebbe ripercuotersi negativamente anche su alcune delle economie avanzate meno colpite dalla crisi finanziaria. Come già evidenziato in precedenza, paesi quali l'Australia, il Canada e la Norvegia si trovavano nella fase crescente di un pronunciato ciclo finanziario prima dell'insorgere della crisi. Da allora il ciclo è cambiato in queste economie, ma le ricadute sono state smorzate dal livello elevato

⁷ Cfr. M. Drehmann e M. Juselius, "Evaluating early warning indicators of banking crises: satisfying policy requirements", *International Journal of Forecasting*, 2014.

⁸ Per una discussione sulla copertura delle serie sul credito totale, cfr. C. Dembiermont, M. Drehmann e S. Muksakunratana, "Il nuovo database BRI per il credito totale al settore privato non finanziario", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2013.

⁹ Ricerche condotte dalla BRI dimostrano che il gap credito/PIL è un indicatore utile per le EME, nelle quali lo spazio per un ulteriore incremento del grado di finanziarizzazione sembra più ampio che in gran parte delle economie avanzate. Cfr. M. Drehmann e K. Tsatsaronis, "Il gap credito/PIL e i buffer patrimoniali anticiclici: domande e risposte", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2014 (versione integrale disponibile soltanto in inglese).



BG = Bulgaria; CL = Cile; CN = Cina; CZ = Repubblica Ceca; EE = Estonia; HU = Ungheria; ID = Indonesia; KR = Corea; MX = Messico; MY = Malaysia; PE = Perù; PL = Polonia; RO = Romania; RU = Russia; SI = Slovenia; TH = Thailandia; TR = Turchia. ETF = exchange-traded fund.

¹ Titoli di debito internazionali emessi da prenditori non bancari (società finanziarie e non finanziarie, escluse le banche centrali), banche private e banche pubbliche residenti/aventi sede legale (nazionalità) in Brasile, Bulgaria, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Islanda, Lituania, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia, Ungheria e Venezuela. ² Data di scadenza non disponibile. ³ In percentuale delle attività bancarie. La linea corrisponde alla bisettrice. ⁴ Eccetto il Perù (inizio 2012).

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Datastream; EPFR; statistiche nazionali; statistiche BRI sui titoli di debito internazionali; elaborazioni BRI.

dei corsi delle materie prime. Poiché il debito in essere rimane elevato, tuttavia, un rallentamento del PIL associato a una riduzione delle esportazioni di materie prime potrebbe provocare difficoltà di rimborso.

Al di là del credito totale, la transizione dal credito bancario al finanziamento mediante debito emesso sul mercato dalle società non finanziarie delle EME ha modificato la natura dei rischi. Da una parte i prenditori hanno approfittato delle condizioni favorevoli per assicurarsi finanziamenti a lungo termine, riducendo così il rischio di rollover. Ad esempio, dei circa \$1100 miliardi di titoli di debito internazionali in essere emessi da residenti nelle EME, circa \$100 miliardi – meno di un decimo del totale – giungeranno a scadenza in ciascuno degli anni a venire (grafico IV.6, diagramma di sinistra). Inoltre, circa il 10% dei titoli di debito con scadenza nel 2020 e oltre prevede opzioni di rimborso anticipato e una loro quota imprecisata contiene clausole che permettono agli investitori di richiedere un rimborso accelerato in caso di peggioramento delle condizioni del prenditore. Ciò nonostante, i rimborsi potenziali annui paiono relativamente modesti rispetto all'ammontare delle riserve valutarie dei principali paesi prenditori.

L'impatto favorevole delle scadenze più lunghe potrebbe tuttavia essere controbilanciato dalla mutevole liquidità del mercato. La disponibilità di finanziamenti nei mercati dei capitali è notoriamente prociclica: conveniente e abbondante quando le condizioni sono favorevoli, può tuttavia cambiare ai primi segnali di difficoltà. I flussi di capitali potrebbero invertirsi rapidamente nel momento in cui i tassi di interesse nelle economie avanzate torneranno a salire, oppure qualora dovessero peggiorare le percezioni sulle condizioni economiche interne dei paesi beneficiari.

Nel maggio e giugno 2013 la mera possibilità che la Federal Reserve iniziasse a ridurre gli acquisti di attività finanziarie ha provocato il repentino disinvestimento dai fondi specializzati in titoli delle EME (Capitolo II), anche se gli investimenti di portafoglio complessivi si sono dimostrati meno volatili.

La presenza, fra i detentori del debito delle EME, di un'ampia quota di investitori con orizzonti di investimento di breve termine potrebbe amplificare gli shock in caso di deterioramento delle condizioni mondiali. L'elevata volatilità dei flussi di capitali verso le EME indica che alcuni investitori considerano i propri impieghi in questi mercati come posizioni a breve termine, più che come poste a lungo termine. Ciò concorda con il graduale passaggio dai tradizionali fondi aperti o chiusi ai fondi negoziati in borsa (ETF), ai quali è oggi ascrivibile circa un quinto del patrimonio netto complessivo dei fondi azionari e obbligazionari dedicati delle EME, a fronte di appena il 2% circa di dieci anni fa (grafico IV.6, diagramma di destra). Gli ETF possono essere acquistati e venduti in borsa a costi contenuti, almeno in tempi normali, e sono stati utilizzati dagli investitori per convertire titoli illiquidi in strumenti liquidi.

Anche i problemi di finanziamento delle imprese non finanziarie nelle EME possono riversarsi sul sistema bancario. I depositi societari in molte EME si collocano ben oltre il 20% delle attività totali del sistema bancario in paesi tanto diversi quanto il Cile, la Cina, l'Indonesia, la Malaysia e il Perù (grafico IV.6, diagramma centrale), e in altre EME sono tendenzialmente in crescita. Le imprese che perdono accesso ai mercati esteri del debito potrebbero vedersi costrette a prelevare questi depositi, creando significativi problemi di raccolta per le banche. Le imprese che si sono avventurate in una sorta di carry trade, indebitandosi all'estero a bassi tassi di interesse e investendo a tassi più elevati nei mercati nazionali, potrebbero risultare ancora più sensibili alle condizioni di mercato.

Infine, il volume stesso delle attività gestite dalle grandi società di asset management implica che le loro decisioni di allocazione hanno implicazioni significative e sistemiche per i mercati finanziari delle EME. Ad esempio, una riallocazione relativamente modesta (di 5 punti percentuali) dalle economie avanzate alle EME dei \$70 000 miliardi di attività gestite da queste società darebbe luogo a flussi aggiuntivi di portafoglio per \$3 500 miliardi. Tale importo equivale al 13% dei \$27 000 miliardi a cui ammonta lo stock di obbligazioni e azioni delle EME. Questa percentuale potrebbe risultare significativamente più elevata per le piccole economie aperte. Le mosse dei gestori producono effetti particolarmente rilevanti se avvengono in maniera correlata fra fondi diversi, ad esempio a causa di una gestione top-down di più portafogli (come nel caso di alcuni importanti fondi obbligazionari) oppure dell'utilizzo di benchmark simili o di analoghi sistemi di gestione dei rischi (Capitolo VI).

Il passaggio dal credito bancario al finanziamento obbligazionario ha avuto all'apparenza un effetto limitato sul rischio di cambio. Oltre il 90 e l'80% rispettivamente dei titoli di debito internazionali e dei prestiti dall'estero delle società non bancarie residenti nelle EME sono di fatto denominati in valuta estera. Inoltre, alcuni dei principali prenditori nel mercato obbligazionario internazionale sono imprese immobiliari o dei servizi di pubblica utilità, le quali difficilmente dispongono di attività o di flussi di pagamento significativi in valuta estera che potrebbero sostenere il loro debito. Esistono strumenti finanziari che possono offrire una parziale copertura dal rischio di cambio. Molte coperture, tuttavia, sono di fatto incomplete, poiché riguardano soltanto una parte dell'esposizione oppure si fondano su contratti a più breve termine che vengono periodicamente rinnovati. Siffatte strategie riducono significativamente il valore delle coperture finanziarie per le oscillazioni ampie dei tassi di cambio, che spesso coincidono con una situazione di illiquidità dei mercati.

Il ritorno a livelli di debito sostenibili

A prescindere dal rischio di gravi dissesti finanziari, negli anni a venire molte economie dovranno muoversi in condizioni avverse finché il debito non si riporterà su livelli più sostenibili a lungo termine. Determinare esattamente quale sia il livello del debito sostenibile è compito arduo, ma svariati indicatori fanno ritenere che i livelli attuali di indebitamento del settore privato rimangano eccessivi.

Anzitutto, il debito sostenibile dipende dalla ricchezza. Quest'ultima è stata sospinta verso il basso dalla brusca caduta dei prezzi degli immobili e delle altre attività a seguito della crisi finanziaria in molti dei paesi al centro della crisi, sebbene in alcuni casi si sia successivamente ripresa. Gli effetti ricchezza possono protrarsi a lungo nel tempo. Ad esempio, in Giappone i prezzi reali degli immobili sono diminuiti in media di oltre il 3% l'anno dal 1991, riducendo il valore delle garanzie reali utilizzabili per contrarre nuovi prestiti.

Le tendenze demografiche di lungo periodo potrebbero aggravare tale problema esercitando ulteriori spinte sui prezzi delle attività (Capitolo III). L'invecchiamento della popolazione comporta un calo della domanda di attività, in particolare di abitazioni. Gli studi in materia indicano che i fattori demografici potrebbero abbassare i prezzi delle abitazioni frenando in misura considerevole la crescita delle quotazioni immobiliari nei prossimi decenni (barre blu nel grafico IV.7)¹⁰. Laddove ciò si verificasse, verrebbe parzialmente invertito l'impatto dei fattori demografici che avevano sospinto al rialzo i prezzi delle abitazioni nel decennio precedente (barre rosse).

Anche gli indici del servizio del debito indicano che gli attuali livelli del debito sono elevati. Un'alta incidenza dei costi per il servizio del debito (pagamenti di interessi e rimborso del capitale) sul reddito limita di fatto l'ammontare di debito che i mutuatari possono accollarsi. Ciò è evidentemente vero per gli individui, e infatti le banche spesso non concedono prestiti alle famiglie laddove i pagamenti futuri in linea interessi e capitale eccedano una determinata soglia, pari in genere al 30-40%, del loro reddito. Ma vale anche a livello aggregato.

Empiricamente gli indici aggregati del servizio del debito oscillano intorno a medie storiche stabili (grafico IV.B), che possono essere considerate come approssimazioni di massima dei livelli sostenibili di lungo periodo (di stato stazionario). Un valore elevato di questi indici per il settore privato darà origine a una minore erogazione di credito, che finirà per tradursi in un calo dei costi aggregati per il servizio del debito. Per converso, un loro valore contenuto darà ai debitori ampi margini per accrescere il proprio indebitamento. Da ciò si comprende come nel tempo gli indici del servizio del debito per l'intera economia tornino a gravitare sui livelli di stato stazionario¹¹.

Per riportare gli indici del servizio del debito ai valori di normalità storica occorrerebbero in quasi tutti i paesi riduzioni sostanziali dei rapporti credito/PIL (grafico IV.8). Anche agli attuali tassi di interesse insolitamente bassi, il rapporto credito/PIL dovrebbe essere in media di circa 15 punti percentuali inferiore per consentire a tali indici di tornare sulle rispettive medie storiche. Se poi i tassi sui prestiti dovessero salire di 250 punti base come già accaduto nell'episodio di inasprimento del 2004, la riduzione media necessaria dei rapporti credito/PIL salirebbe a oltre 25 punti percentuali, e sarebbe addirittura superiore a 60 punti nel

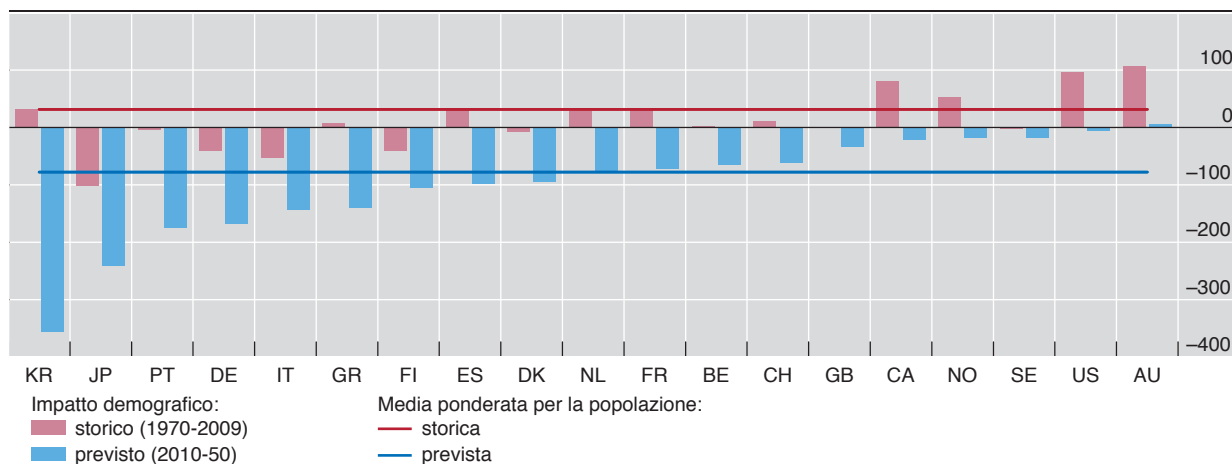
¹⁰ Cfr. E. Takáts, "Aging and house prices", *Journal of Housing Economics*, vol. 21, n. 2, 2012, pagg. 131-141.

¹¹ Il riquadro IV.B esamina le problematiche associate alla scelta delle medie di lungo periodo quali valori di riferimento.

L'ingresso degli andamenti demografici sui prezzi delle abitazioni passa da negativo a positivo

Punti base l'anno

Grafico IV.7



AU = Australia; BE = Belgio; CA = Canada; CH = Svizzera; DE = Germania; DK = Danimarca; ES = Spagna; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Regno Unito; GR = Grecia; IT = Italia; JP = Giappone; KR = Corea; NL = Paesi Bassi; NO = Norvegia; PT = Portogallo; SE = Svezia; US = Stati Uniti.

Fonte: E. Takáts, "Aging and house prices", *Journal of Housing Economics*, vol. 21, n. 2, 2012, pagg. 131-141.

caso della Cina. Persino nel Regno Unito e negli Stati Uniti occorrerebbe che il rapporto debito/PIL calasse di circa 20 punti percentuali, e ciò malgrado il fatto che, ai livelli attuali dei tassi di interesse, questi paesi presentino indici del servizio del debito in linea con le medie di lungo periodo.

Come possono le economie riportare il debito a livelli sostenibili?

Le pressioni al ribasso esercitate dalla minore ricchezza e dagli elevati oneri per il servizio del debito fanno ritenere che per molte economie sarà necessario ridurre i livelli del debito nei prossimi anni. Tale aggiustamento potrà avvenire per il tramite di vari canali. Il primo, e il meno doloroso, sarà attraverso la crescita del prodotto, che ha il duplice effetto di abbassare il rapporto credito/PIL e l'indice del servizio del debito, e di favorire l'aumento dei prezzi delle attività. Le modeste prospettive di crescita in molte economie (Capitolo III) non sono particolarmente rassicuranti da questo punto di vista.

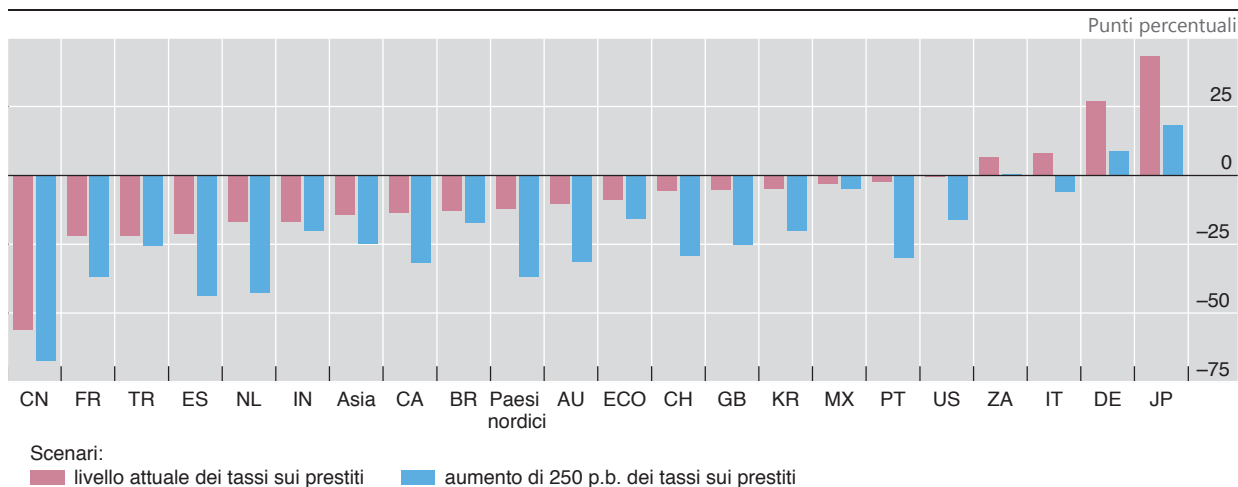
Anche l'inflazione può avere un effetto a questo riguardo. Tuttavia, la misura in cui essa riduce l'onere debitorio in termini reali dipende dall'intensità con cui i tassi di interesse sul debito esistente e di nuova emissione reagiscono agli aumenti dei prezzi. Quel che è più importante, tuttavia, è che l'inflazione, sebbene potenzialmente efficace sotto questo particolare aspetto, presenta altresì importanti effetti collaterali. L'inflazione redistribuisce in maniera arbitraria la ricchezza fra debitori e risparmiatori, e rischia di disancorare le aspettative di inflazione, con ripercussioni indesiderate nel lungo periodo.

Un'alternativa alla crescita consiste nella riduzione dello stock di debito, che avviene se il ritmo dei rimborsi supera quello di assunzione di nuovi prestiti. Si tratta di un canale di aggiustamento naturale e importante, che potrebbe tuttavia rivelarsi insufficiente. In alcuni casi gli eccessivi oneri debitori devono essere affrontati direttamente, ad esempio attraverso svalutazioni. Tale approccio

La sostenibilità del debito presuppone una riduzione dell'indebitamento nel mondo intero

Variazione dei rapporti credito/PIL necessaria per tornare a indici sostenibili del servizio del debito¹

Grafico IV.8



AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CN = Cina; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IN = India; IT = Italia; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; NL = Paesi Bassi; PT = Portogallo; TR = Turchia; US = Stati Uniti; ZA = Sudafrica.

Asia = Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia e Thailandia; ECO = Europa centrale e orientale: Polonia, Repubblica Ceca, Russia e Ungheria; paesi nordici = Finlandia, Norvegia e Svezia.

¹ Si ipotizza che l'indice del servizio del debito di un paese sia sostenibile se ritorna sulla sua media di lungo periodo. Medie calcolate a partire dal 1985 o da una data successiva a seconda della disponibilità dei dati e del momento in cui l'inflazione media a cinque anni è scesa al disotto del 10% (per la Russia e la Turchia sono considerati gli ultimi 10 anni). La variazione necessaria del rapporto credito/PIL è calcolata utilizzando l'equazione (1) del riquadro IV.B e mantenendo costanti le scadenze.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

comporterebbe inevitabilmente perdite per qualcuno ma, in base all'esperienza, sarebbe comunque meno doloroso delle alternative. I paesi nordici, ad esempio, risolsero il problema dei livelli elevati e insostenibili di debito dopo le crisi bancarie dei primi anni novanta costringendo le banche a riconoscere le perdite e a fronteggiare in maniera risoluta le attività problematiche, anche attraverso la loro cessione. Inoltre, le autorità ridussero la capacità eccedente nel sistema finanziario e ricapitalizzarono le banche sottoponendole a rigorose verifiche di solvibilità. Questi interventi gettarono solide basi per la ripresa, la quale si materializzò in tempi relativamente rapidi¹².

L'abbassamento dei livelli di debito attraverso le svalutazioni può richiedere modifiche rilevanti al quadro regolamentare in diversi paesi. Come si legge nell'82^a *Relazione annuale* (riquadro del Capitolo III), la riduzione del debito delle famiglie richiede due passaggi principali. Le autorità devono in primo luogo indurre i prestatori a riconoscere le perdite e in secondo luogo incentivarli a ristrutturare i prestiti, in modo da offrire ai mutuatari la possibilità realistica di rimborsare il proprio debito¹³.

¹² Cfr. C. Borio, B. Vale e G. von Peter, "Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?", *BIS Working Papers*, n. 311, giugno 2010.

¹³ Per studi recenti su questo argomento, cfr. Y. Liu e C. Rosenberg, "Dealing with private debt distress in the wake of the European financial crisis", *IMF Working Papers*, n. WP/13/44, 2013; nonché J. Garrido, *Out-of-court debt restructuring*, Banca mondiale, 2012.

La stima degli indici del servizio del debito

Questo riquadro analizza la costruzione degli indici del servizio del debito (debt service ratio, DSR) e alcuni aspetti tecnici relativi ai grafici IV.8 e IV.9.

Il calcolo dei DSR a livello di economia comporta il ricorso a stime e calibrazioni, poiché generalmente non sono disponibili dati dettagliati a livello di singoli prestiti. Si utilizza la metodologia delineata da Drehmann e Juselius (2012), che a loro volta seguono un approccio sviluppato dal Federal Reserve Board per costruire coefficienti del servizio del debito per il settore delle famiglie (cfr. Dynan et al. (2003))^①. L'ipotesi di base è che, per un determinato tasso sui prestiti, i costi per il servizio del debito (pagamenti per interessi e rimborso del capitale) su un ammontare aggregato di debito siano ripagati in parti uguali per tutta la durata del prestito (prestiti rateizzati)^②. Utilizzando la formula standard per calcolare i costi fissi del servizio del debito (debt service cost, DSC) di un prestito rateizzato e dividendo il risultato per il PIL, il DSR al tempo t può essere così calcolato:

$$DSR_t = \frac{DSC_t}{Y_t} = \frac{i_t}{(1 - (1 + i_t)^{-s_t})} * \frac{D_t}{Y_t} \quad (1)$$

dove D_t denota l'ammontare aggregato di debito del settore privato non finanziario quale risulta dalle segnalazioni della BRI^③, Y_t indica il PIL trimestrale, i_t il tasso di interesse medio per trimestre, e s_t la vita media residua in trimestri (ovvero, per una vita media residua di cinque anni $s_t = 20$).

Il credito e il PIL sono facilmente osservabili, ma generalmente il tasso medio di interesse e la vita media residua non lo sono. Per questioni di disponibilità dei dati, i tassi medi di interesse sull'intero ammontare di debito vengono approssimati dai tassi medi di interesse sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie al settore privato non finanziario^④. Ciò si basa sulla ragionevole ipotesi che l'evoluzione dei tassi di interesse praticati dalle banche e dai creditori non bancari sia simile. Per alcuni paesi, principalmente dell'Europa centrale e orientale e dell'Asia emergente, non vi sono dati relativi ai tassi sui prestiti. Essi sono pertanto approssimati utilizzando il tasso del mercato monetario a breve termine maggiorato del markup medio applicato nei vari paesi fra il tasso sui prestiti e i tassi del mercato monetario. Basandosi sulle poche fonti disponibili, la vita media residua viene approssimata in maniera grezza. Specialmente nelle prime parti del campione, è possibile che le scadenze fossero in realtà più brevi, e quindi i DSR più elevati, considerati i tassi di inflazione maggiori e la speranza di vita minore^⑤.

Le medie storiche potrebbero essere distorte verso il basso e quindi la riduzione necessaria dell'indebitamento evidenziata nel grafico IV.8 potrebbe essere sovrastimata. Tale distorsione, tuttavia, è probabilmente modesta poiché le variazioni del parametro sulla scadenza hanno effetti solo limitati sui trend stimati dei DSR. Inoltre, le stime per il settore delle famiglie statunitensi sono simili ai dati pubblicati dalla Federal Reserve, che si basano su informazioni molto più dettagliate. I livelli sono inoltre generalmente comparabili fra paesi, e i DSR stimati evidenziano oscillazioni di lungo periodo coerenti con le medie storiche dei singoli paesi, a indicare che rappresentano parametri di riferimento realistici.

Il confronto dell'evoluzione dei DSR con quella dei tassi sui prestiti e dei rapporti credito/PIL mostra che il calo dei tassi di interesse ha permesso al settore privato di sopportare livelli di debito più elevati in rapporto al PIL (grafico IV.B). Dal 1985 in poi i rapporti debito/PIL nel Regno Unito e negli Stati Uniti sono aumentati considerevolmente, anche tenendo conto del calo successivo alla crisi finanziaria. Al tempo stesso, i tassi sui prestiti sono scesi da oltre il 10% all'attuale 3% circa. L'effetto congiunto di questi fattori implica che i DSR si sono mossi intorno alle medie storiche di lungo periodo.

Per costruire le proiezioni del DSR per diversi scenari di tasso di interesse (grafico IV.9), si stimano le dinamiche congiunte dei tassi sui prestiti e dei rapporti credito/PIL mediante un modello vettoriale autoregressivo (VAR) standard. Oltre a queste due variabili, vengono considerati come variabili endogene anche i prezzi degli immobili residenziali per verificare l'impatto delle variazioni di valore delle garanzie reali, che potrebbero permettere agli operatori di aumentare il grado di leva finanziaria^⑥. Il tasso del mercato monetario a breve termine viene considerato come variabile esogena. Utilizzando il VAR stimato, si elaborano proiezioni del rapporto credito/PIL, dei tassi medi sui prestiti e dei prezzi reali degli immobili in diversi scenari di tasso del mercato monetario. Nell'ipotesi che le scadenze rimangano costanti, i rapporti credito/PIL e i tassi sui prestiti così ottenuti sono convertiti nei DSR riportati nel grafico IV.9.

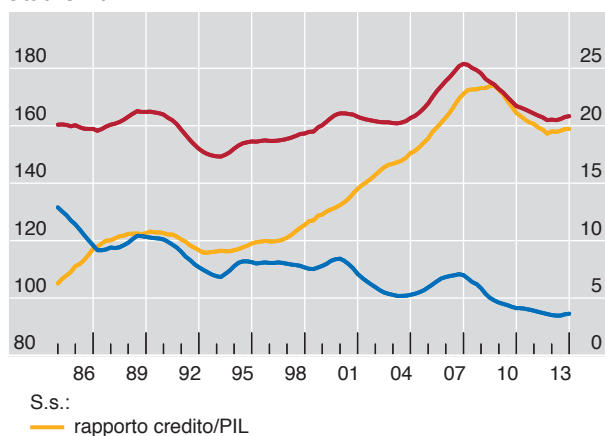
Vengono presi in considerazione quattro scenari diversi per il tasso di interesse, tutti aventi inizio nel secondo trimestre 2014 e fine nel quarto trimestre 2017. Nel primo, i tassi di interesse del mercato monetario si muovono in linea con i tassi a breve impliciti nel mercato. Nel secondo, le variazioni assolute dei tassi di interesse del mercato monetario seguono quelle osservate in ciascun paese durante la fase di inasprimento iniziata nel giugno 2004 e i

Indici del servizio del debito e loro principali componenti¹

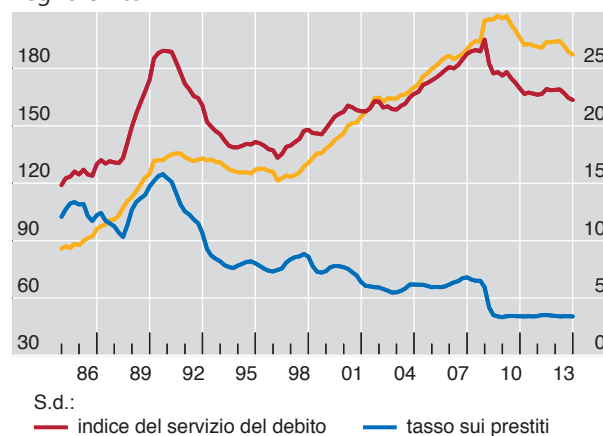
Valori percentuali

Grafico IV.B

Stati Uniti



Regno Unito



¹ Per l'insieme del settore privato non finanziario.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

tassi rimangono fissi una volta raggiunto il punto di massimo. Nel terzo, i tassi di interesse vengono innalzati sulle medie di lungo periodo specifiche di ciascun paese nell'arco di otto trimestri e rimangono costanti successivamente. Nell'ultimo scenario, i tassi di interesse vengono mantenuti costanti dal secondo trimestre 2014 in poi.

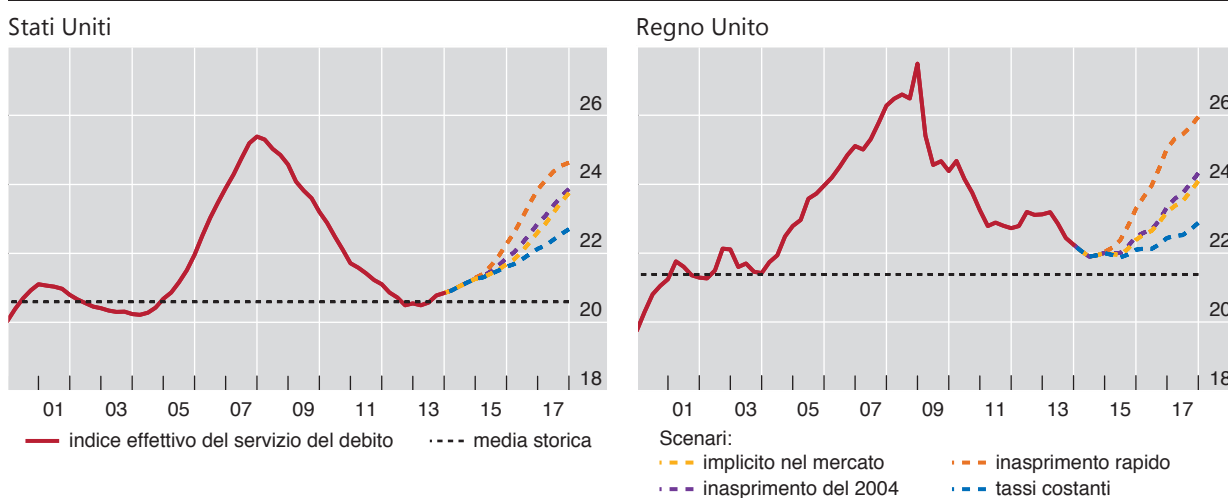
I risultati mostrano che gli oneri per il servizio del debito sono probabilmente destinati ad aumentare, o per lo meno a non diminuire, anche tenendo conto di varie limitazioni. Ad esempio, gli intervalli di confidenza delle proiezioni si estendono all'aumentare dell'orizzonte, divenendo piuttosto ampi entro il 2017, ma non suggeriscono comunque riduzioni sostanziali. Inoltre, il VAR è stimato utilizzando un campione che va dal primo trimestre 1985 al quarto trimestre 2013, pertanto le proiezioni incorporano prevalentemente relazioni standard che potrebbero non essere accurate nei periodi di stress finanziari o di recessione patrimoniale, quando un indebitamento eccessivo potrebbe comportare che i rapporti credito/PIL non reagiscano più ai tassi di interesse. Il modello VAR si basa inoltre sull'assunto che le variazioni positive o negative dei tassi del mercato monetario si trasmettano simmetricamente ai tassi sui prestiti. Laddove i debitori siano riusciti a bloccare gli attuali tassi bassi e i tassi aumentino, l'incremento dei DSR potrebbe essere meno pronunciato di quello mostrato, ma comunque superiore a quello che si verifica nello scenario dei tassi di interesse costanti poiché i nuovi debitori dovranno corrispondere tassi più elevati.

① M. Drehmann e M. Juselius, "I costi per il servizio del debito influiscono sulla stabilità macroeconomica e finanziaria?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (versione integrale disponibile solo in inglese); e K. Dynan, K. Johnson e K. Pence, "Recent changes to a measure of US household debt service", *Federal Reserve Bulletin*, vol. 89, n. 10, ottobre 2003, pagg. 417-426. ② La giustificazione risiede nel fatto che le differenze nel piano di ammortamento dei singoli prestiti tenderanno a compensarsi in aggregato. Si considerino ad esempio 10 prestiti di uguale entità per i quali l'intero capitale è dovuto a scadenza (prestiti bullet), ciascuno dei quali con 10 periodi di rimborso ed erogati in anni successivi nell'arco di un decennio; dopo 10 periodi, quando il primo prestito giunge a scadenza, il flusso dei rimborsi su questi 10 prestiti presi congiuntamente risulterà indistinguibile dal rimborso di un singolo prestito rateizzato dello stesso ammontare. Peraltro, in genere, un'ampia quota dei prestiti al settore privato nella maggior parte dei paesi risulterà essere comunque di tipo rateizzato, come ad esempio i mutui ipotecari al settore delle famiglie. ③ Cfr. il database BRI sul credito totale al settore privato non finanziario (<http://www.bis.org/statistics/credtopriv.htm>). ④ Queste serie sono registrate tipicamente soltanto per l'ultimo decennio circa, ma possono essere estese retrospettivamente utilizzando una media ponderata dei vari tassi di interesse applicati ai prestiti alle imprese e alle famiglie, compresi quelli sui mutui ipotecari, i prestiti al consumo e i finanziamenti di investimenti. ⑤ Nel grafico IV.8 si utilizzano solo le medie di lungo periodo come approssimazioni dei livelli sostenibili di lungo periodo dei DSR dopo che l'inflazione è scesa permanentemente al di sotto del 10%. ⑥ Le proiezioni degli incrementi dei DSR risultano leggermente più elevate allorché si inserisce nel VAR l'inflazione come variabile endogena. L'inflazione non è inclusa nei risultati mostrati nel grafico IV.9 per basare le proiezioni sul sistema più parsimonioso.

Gli oneri per il servizio del debito sono probabilmente destinati a salire

Proiezioni degli oneri per il servizio del debito con livelli del debito endogeni, calcolate per scenari diversi di tasso di interesse, in percentuale¹

Grafico IV.9



¹ Gli scenari considerati sono i seguenti: a) implicito nel mercato: i tassi di interesse si muovono in linea con i tassi impliciti nel mercato; b) inasprimento del 2004: le variazioni assolute nei tassi di interesse ricalcano l'episodio di inasprimento del 2004 nelle economie avanzate; c) inasprimento rapido: i tassi di interesse sono inaspriti ai livelli medi di lungo periodo del rispettivo paese nell'arco di otto trimestri; e d) tassi costanti: i tassi di interesse sono mantenuti costanti. Gli oneri per il servizio del debito sono misurati dall'indice del servizio del debito. Media storica dal 1985. Le proiezioni si basano su un semplice modello vettoriale autoregressivo (VAR) che cattura le dinamiche congiunte di rapporti credito/PIL, tassi sui prestiti, tassi del mercato monetario e prezzi degli immobili residenziali in termini reali (riquadro IV.B).

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

L'impatto dei tassi di interesse è ambiguo. In linea di principio, tassi di interesse più bassi possono ridurre gli oneri per il servizio del debito. Essi possono inoltre favorire i prezzi delle attività. Le autorità monetarie hanno infatti tipicamente abbassato i tassi di interesse all'indomani delle crisi finanziarie, riducendo così gli oneri per il servizio del debito di famiglie e imprese. Purtroppo, tuttavia, un basso livello dei tassi di interesse può anche avere l'effetto perverso di incentivare i debitori a indebitarsi ulteriormente, rendendo ancora più costoso un eventuale innalzamento dei tassi di interesse. A seconda delle condizioni iniziali, un basso livello dei tassi di interesse può pertanto condurre i paesi in una trappola del debito: oneri debitori che appaiono già insostenibili crescerebbero ulteriormente.

Un'analisi di scenario, basata sulla modellizzazione delle dinamiche congiunte del rapporto credito/PIL, dei tassi di interesse e dei prezzi immobiliari, indica che la trappola del debito non è un'eventualità remota riguardante soltanto alcuni paesi (riquadro IV.B). Il grafico IV.9 riporta le traiettorie future stimate per gli indici di indebitamento e i prezzi degli immobili in quattro scenari di tasso di interesse nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Tali traiettorie sono simili a quelle di altre economie come la Corea o il Brasile.

Gli scenari evidenziano che gli oneri per il servizio del debito in alcuni paesi crescerebbero comunque, a prescindere dal fatto che i tassi ufficiali aumentino o restino contenuti. A un estremo, il ritorno dei tassi del mercato monetario alle rispettive medie storiche spingerebbe gli oneri per il servizio del debito in prossimità dei massimi storici osservati alla vigilia della recente crisi. Ma gli oneri per il servizio del debito crescerebbero anche nell'altro caso estremo in cui i tassi di interesse restassero ai bassi livelli attuali. In tale scenario, infatti, i costi relativi al

debito attualmente in essere rimarrebbero costanti, ma le nuove passività contratte dalle famiglie e dalle imprese farebbero aumentare i costi per il servizio del debito aggregato.

Quest'analisi di scenario, naturalmente, è solo illustrativa. Essa si basa inoltre sull'ipotesi che i tassi di interesse aumentino indipendentemente dalle condizioni macroeconomiche, mentre è lecito supporre che le banche centrali procederebbero a un inasprimento solo nel caso in cui le prospettive per il prodotto fossero favorevoli. Ciò nonostante, l'analisi è indicativa delle tensioni presenti nella situazione attuale.

La conclusione è semplice. Un basso livello dei tassi di interesse non risolve il problema di un debito elevato. Può contenere i costi per il servizio del debito per qualche tempo, ma poiché incoraggia, anziché scoraggiare, l'accumulo di debito, amplifica l'effetto dell'eventuale normalizzazione. Per evitare la trappola del debito occorrono politiche che promuovano un'ordinata riduzione dell'indebitamento mediante il risanamento dei bilanci e, soprattutto, favoriscano le prospettive di crescita a lungo termine dell'economia (Capitoli I e III).

V. La politica monetaria pena a ritrovare la normalità

Lo scorso anno la politica monetaria ha continuato a essere globalmente molto accomodante: i tassi ufficiali sono rimasti bassi e i bilanci delle banche centrali si sono ulteriormente dilatati. Le banche centrali nelle maggiori economie avanzate hanno continuato a far fronte a una ripresa insolitamente fiacca, malgrado l'allentamento monetario straordinario e prolungato. Ciò fa ritenere che la manovra monetaria sia stata relativamente poco efficace per sostenere la ripresa da una recessione patrimoniale.

Le economie emergenti (EME) e le economie avanzate aperte di minori dimensioni hanno dovuto fare i conti con le ripercussioni delle politiche monetarie espansive nelle principali economie avanzate. A loro volta, hanno mantenuto i tassi su livelli molto bassi, contribuendo alla formazione di vulnerabilità finanziarie. Questa dinamica suggerisce che la politica monetaria dovrebbe avere un ruolo maggiore a integrazione delle misure macroprudenziali allorché si affrontano squilibri finanziari. Evidenzia altresì carenze nel sistema monetario internazionale, in quanto le ripercussioni globali della politica monetaria non sono sufficientemente internalizzate.

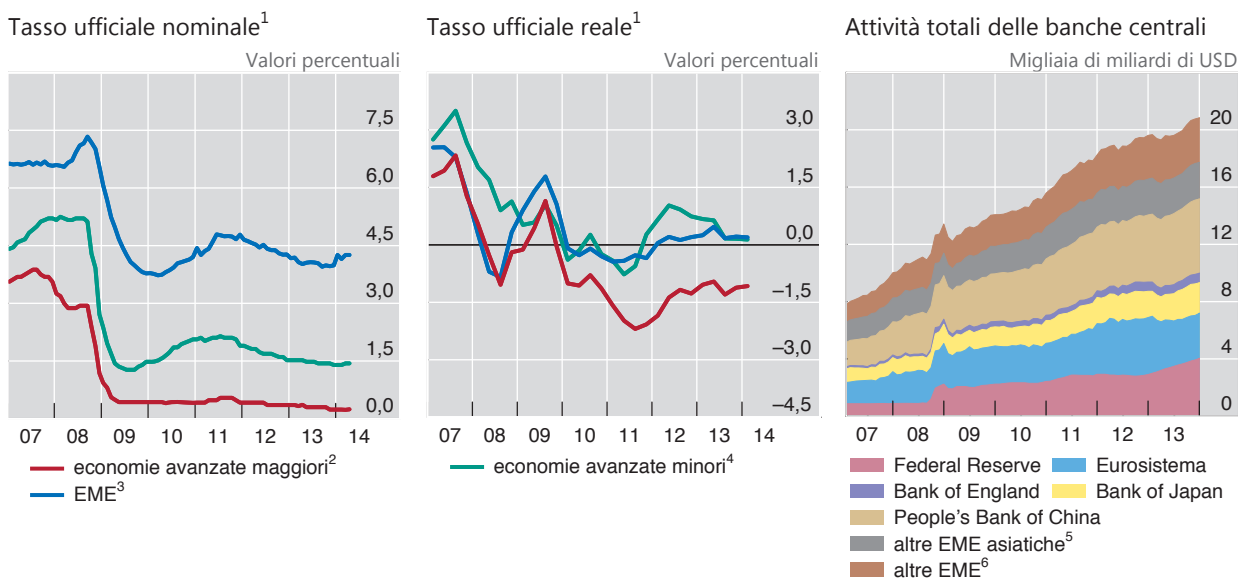
Molte banche centrali lo scorso anno hanno dovuto far fronte a pressioni disinflazionistiche impreviste, che rappresentano una sorpresa negativa per i soggetti indebitati ed evocano lo spettro della deflazione. Tuttavia, i rischi di una deflazione diffusa appaiono molto bassi: le banche centrali ritengono che l'inflazione si riporterà gradualmente sui valori obiettivo e che le aspettative di inflazione a più lungo termine rimarranno ben ancorate. Inoltre, il fatto che le pressioni disinflazionistiche provengano dal lato dell'offerta concorda in genere con la ripresa dell'attività economica internazionale. L'orientamento della politica monetaria deve considerare attentamente la persistenza e la natura delle forze disinflazionistiche all'opera, così come gli effetti collaterali dell'allentamento.

È oggi più chiaro che le banche centrali nelle principali economie avanzate si trovano a diversa distanza dalla meta della normalizzazione della politica monetaria, e che quindi abbandoneranno in tempi diversi il grado straordinario di allentamento perseguito. La transizione sarà probabilmente un percorso complicato e accidentato, indipendentemente da come verrà comunicata; in parte per questi motivi, non va sottostimato il rischio di una normalizzazione troppo tardiva e troppo graduale.

Questo capitolo passa in rassegna gli sviluppi di politica monetaria nel corso del passato anno, ed esamina in seguito quattro importanti sfide che si pongono oggi alle banche centrali: scarsa efficacia; ripercussioni internazionali; disinflazione inattesa; rischio di trovarsi in ritardo durante il processo di uscita.

Evoluzione recente delle politiche monetarie

Nel corso degli ultimi 12 mesi i tassi di interesse ufficiali nominali e reali sono rimasti molto bassi nel mondo intero e i bilanci delle banche centrali hanno continuato a dilatarsi sino alla fine del 2013 (grafico V.1). In media, i tassi ufficiali reali sono stati mantenuti al disotto del $-1,0\%$ nelle principali economie avanzate e nel resto del mondo non sono risultati molto più elevati: in un gruppo di economie avanzate aperte di piccole dimensioni (di seguito, economie avanzate minori), ossia



¹ Per ciascun gruppo, media semplice delle economie elencate. Il tasso reale corrisponde al tasso nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo. ² Area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ³ Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria. Per l'Argentina, il deflatore dei prezzi al consumo si basa su stime ufficiali, che presentano una discontinuità metodologica nel dicembre 2013. ⁴ Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera. ⁵ Somma di Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ⁶ Somma di Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Polonia, Perù, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera, e nelle economie emergenti (EME) qui considerate, i tassi reali sono stati solo di poco superiori allo zero. L'espansione dell'attivo di bilancio delle banche centrali ha leggermente rallentato il passo fra il 2012 e metà 2013, per poi accelerare nella seconda parte del 2013.

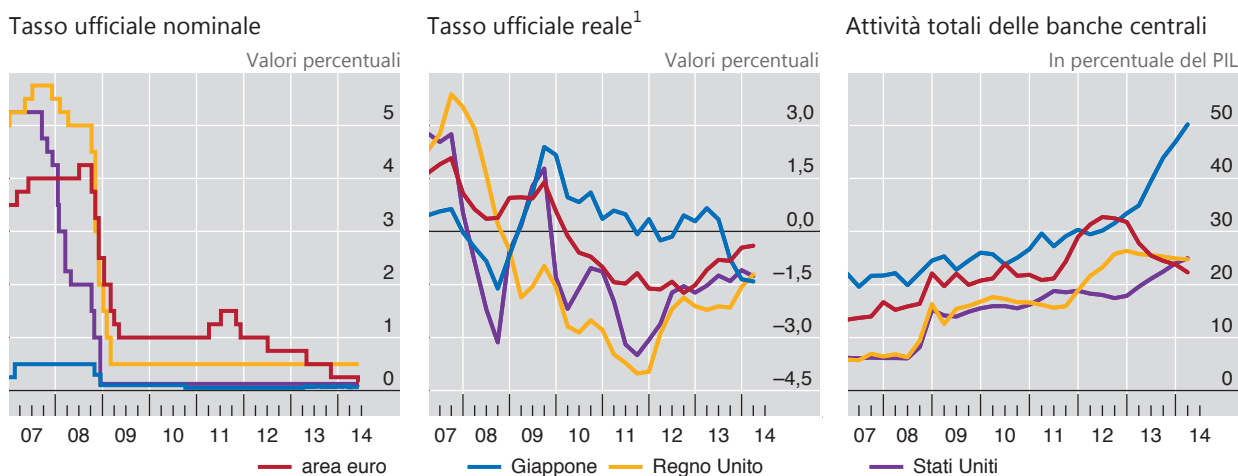
Questo orientamento straordinariamente espansivo si osserva ormai da quasi sei anni (grafico V.1). I tassi di interesse erano calati bruscamente agli inizi del 2009. Il volume delle attività detenute dalle banche centrali iniziò a crescere rapidamente nel 2007 e da allora è più che raddoppiato, raggiungendo l'ammontare senza precedenti di oltre \$20 000 miliardi (equivalenti a più del 30% del PIL mondiale). La crescita riflette gli acquisti su vasta scala di attività finanziarie e l'accumulo di riserve valutarie.

Sebbene nel corso degli ultimi 12 mesi si siano moltiplicati i segni di una ripresa della crescita, le banche centrali nelle principali economie avanzate hanno mantenuto i tassi ufficiali nominali in prossimità della soglia zero e i tassi reali in territorio negativo (grafico V.2)¹. Nell'area dell'euro, dove l'attività economica è stata fiacca, in novembre la BCE ha dimezzato a 25 punti base il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, riducendolo di ulteriori 15 punti base in giugno, sullo sfondo di timori per la bassa inflazione e l'apprezzamento dell'euro. Quest'ultima mossa ha portato il tasso sui depositi presso la BCE a 10 punti base sotto lo zero.

¹ Nell'aprile 2013 la Bank of Japan ha adottato come obiettivo operativo la base monetaria in luogo del tasso del mercato monetario overnight.

Nelle economie avanzate maggiori i tassi ufficiali restano bassi e le attività delle banche centrali elevate

Grafico V.2



¹ Tasso ufficiale nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo.

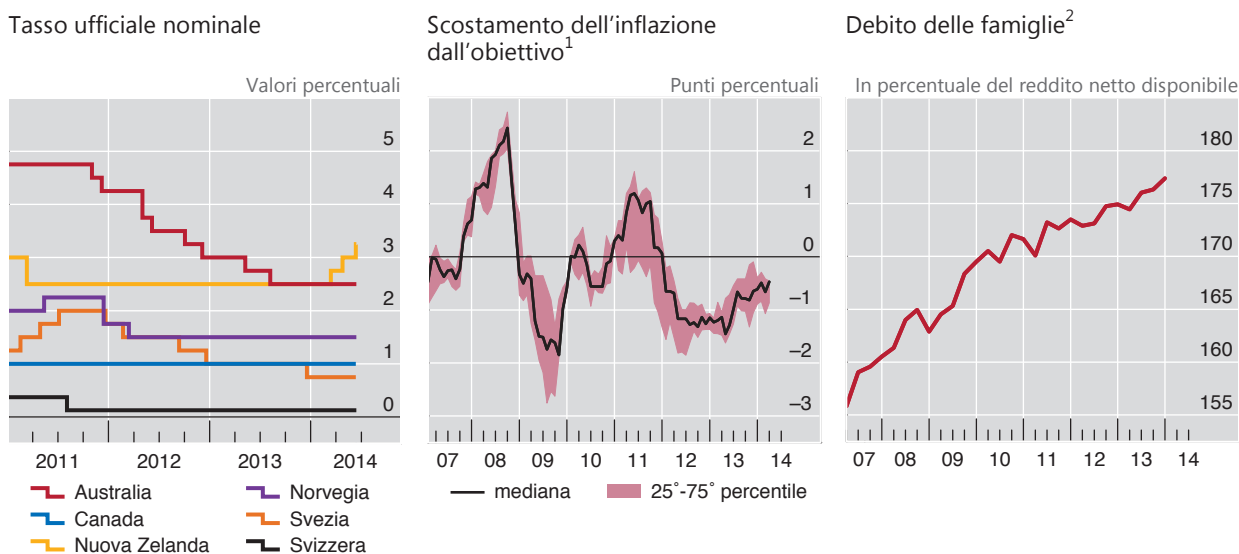
Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

Le banche centrali dell'area dell'euro, del Regno Unito e degli Stati Uniti hanno fatto intensamente ricorso a varie forme di comunicazione degli orientamenti prospettici di politica monetaria (forward guidance) per segnalare la loro intenzione di mantenere bassi i tassi ufficiali ancora a lungo (riquadro V.A). La BCE ha adottato una forward guidance qualitativa nel luglio 2013, affermando l'intenzione di mantenere bassi i tassi di riferimento per un periodo di tempo protratto. Nell'agosto 2013 la Bank of England ha adottato una forward guidance che lega il mantenimento dell'attuale contesto di bassi tassi ufficiali al raggiungimento di determinate soglie in termini di tasso di disoccupazione, proiezioni e aspettative di inflazione e rischi per la stabilità finanziaria. Questo nuovo approccio assomiglia sotto molti aspetti a quello adottato nel dicembre 2012 dalla Federal Reserve, che faceva riferimento a valori soglia per la disoccupazione e l'inflazione. Agli inizi del 2014, quando il tasso di disoccupazione nel Regno Unito e negli Stati Uniti si stava avvicinando più rapidamente del previsto ai valori soglia indicati, entrambe le banche centrali hanno formulato la guidance in termini più qualitativi, ponendo l'enfasi sulla nozione più generale di margine di capacità inutilizzato nell'economia.

Lo scorso anno la dimensione dei bilanci delle banche centrali nelle economie avanzate maggiori ha assunto traiettorie divergenti (Grafico V.2, diagramma di destra). Nel Regno Unito e negli Stati Uniti si è fatto gradatamente meno ricorso all'espansione del bilancio quale principale strumento per fornire stimolo addizionale. Nell'agosto 2013 la Bank of England ha comunicato che avrebbe mantenuto al livello di £375 miliardi lo stock di attività finanziarie acquistate, subordinatamente alle stesse condizioni annunciate per la forward guidance sui tassi ufficiali. Nel dicembre 2013 la Federal Reserve ha reso noto che a partire da gennaio avrebbe gradualmente ridotto il proprio programma di acquisti su vasta scala di attività finanziarie. Sebbene da allora il ritmo di questo rientro graduale (il cosiddetto "tapering") sia stato costante, la fase che ha preceduto l'annuncio di dicembre si è dimostrata una sfida sul piano della comunicazione (Capitolo II). Al momento in cui si scrive i mercati prevedono che il programma di acquisti si concluda entro la fine del 2014.

Nelle economie avanzate minori l'inflazione è inferiore all'obiettivo e il debito è elevato

Grafico V.3



¹ Scostamento dell'inflazione dall'obiettivo di inflazione della banca centrale o dal punto centrale dell'intervallo obiettivo della banca centrale per tutte le economie riportate nel diagramma di sinistra. ² Somma delle misure del debito e del reddito di tutte le economie riportate nel diagramma di sinistra.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

Per contro, nell'aprile 2013 la Bank of Japan ha annunciato un programma di allentamento monetario quantitativo e qualitativo (QQE) come principale strumento per superare il retaggio di deflazione che da tempo affliggeva il Giappone. In seguito il bilancio della banca centrale si è rapidamente espanso, passando da meno del 35% a oltre il 50% del PIL agli inizi del 2014.

Di riflesso alle migliorate condizioni finanziarie nell'area dell'euro, il bilancio della BCE ha continuato a ridursi in rapporto al PIL, poiché le banche hanno diminuito il ricorso al credito della banca centrale, anche attraverso le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. A oggi la banca centrale non ha ancora attivato il programma di operazioni definitive monetarie (acquisti su larga scala di titoli sovrani sui mercati secondari nel rispetto di rigorose condizioni). Tuttavia, agli inizi di giugno del 2014 ha annunciato che avrebbe avviato più avanti nell'anno operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine per favorire il credito bancario alle famiglie e alle imprese non finanziarie. Per giunta, la BCE ha deciso di intensificare i preparativi finalizzati agli acquisti definitivi nel mercato degli asset-backed securities.

Anche nelle economie avanzate minori i tassi ufficiali sono rimasti molto bassi (grafico V.3, diagramma di sinistra). La Bank of Canada ha lasciato il tasso di riferimento all'1,0% e adeguato la sua forward guidance, posticipando la data prospettata per un modesto rientro dall'indirizzo accomodante. Sullo sfondo di un'inflazione generale ancora prossima o inferiore allo zero, la Banca nazionale svizzera ha lasciato invariata a 0-25 punti base la fascia obiettivo fissata per il Libor a tre mesi e ha mantenuto il valore massimo per il tasso di cambio rispetto all'euro. La Norges Bank ha mantenuto i tassi all'1,5% di fronte al venir meno delle pressioni disinflazionistiche nel corso dell'anno. Alcune banche centrali di questo gruppo di economie hanno invece modificato i tassi di riferimento. Per sostenere la ripresa, la Reserve Bank of Australia ha ridotto a due riprese il tasso ufficiale, fino al 2,5%.

La forward guidance in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero^①

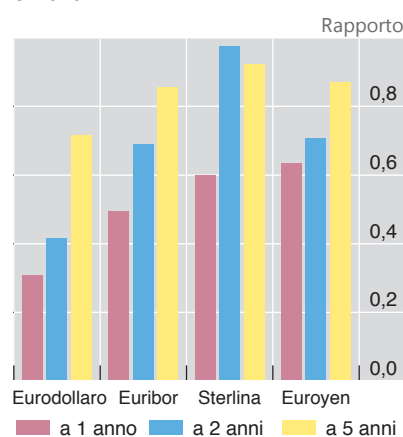
L'obiettivo della forward guidance in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero è stato quello di chiarire le intenzioni delle banche centrali riguardo all'andamento futuro dei tassi ufficiali. Questo tipo di indicazione può di per sé stimolare l'economia laddove indichi che i tassi ufficiali rimarranno probabilmente su livelli bassi per un periodo di tempo maggiore rispetto a quanto i mercati si attendevano. La forward guidance può inoltre ridurre l'incertezza, abbassando così la volatilità dei tassi di interesse e, per il tramite di questo canale, anche i premi al rischio.

L'efficacia della forward guidance dipende da tre presupposti fondamentali. In primo luogo, le indicazioni prospettiche devono essere chiare. In teoria, è possibile fare maggiore chiarezza esplicitando a quali condizioni verrà mantenuto l'orientamento prospettato. Ove tali condizioni fossero troppo complesse, tuttavia, renderne noti i dettagli potrebbe creare confusione. In secondo luogo, occorre che la forward guidance venga considerata come un impegno credibile: il pubblico deve cioè credere quello che dice la banca centrale. Quanto più salda sarà la convinzione del pubblico, tanto maggiore sarà l'impatto probabile sulle aspettative dei mercati e sulle decisioni economiche, ma anche il rischio di un'indesiderata riduzione del margine di flessibilità della banca centrale. Infine,

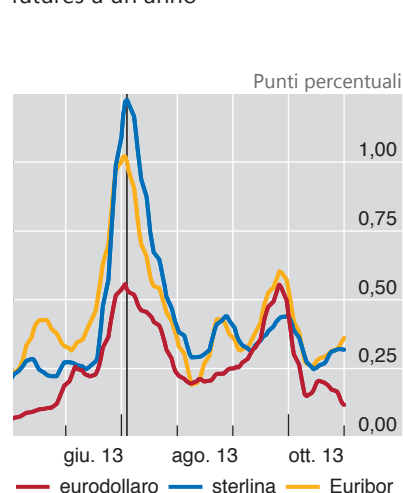
L'efficacia della forward guidance in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero appare limitata

Grafico V.A

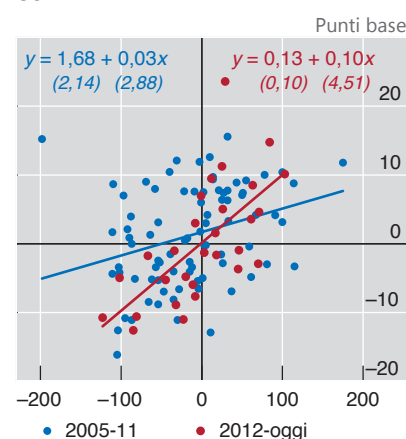
Volatilità dei tassi futures nei periodi di forward guidance rispetto ai periodi di forward guidance scarsa o nulla^{1,2}



Effetti sulla volatilità del tasso futures a un anno^{1,3}



Risposta del rendimento decennale alle sorprese sull'occupazione dipendente nel settore non agricolo USA⁴



¹ Volatilità relativa ai contratti futures sul tasso interbancario a tre mesi; deviazione standard su 10 giorni delle variazioni giornaliere dei prezzi. ² Un valore inferiore a 1 indica che i periodi di maggiore forward guidance hanno ridotto la misura della volatilità, corrispondente alla media della volatilità realizzata a 10 giorni; quanto minore è il rapporto, tanto maggiore è la riduzione della volatilità. Periodi di maggiore forward guidance: Federal Reserve = 9 agosto 2011-oggi; BCE = 4 luglio 2013-oggi; Bank of England (BoE) = 7 agosto 2013-oggi; Bank of Japan (BoJ) = 5 ottobre 2010-3 aprile 2013. Periodi senza forward guidance o con una forward guidance meno esplicita: Federal Reserve = 16 dicembre 2008-8 agosto 2011 (forward guidance qualitativa); BCE = 8 maggio 2009-3 luglio 2013; BoE = 6 marzo 2009-3 luglio 2013; BoJ = 22 dicembre 2008-4 ottobre 2010. ³ Medie mobili centrate a 10 giorni. La linea verticale indica il 4 luglio 2013, data in cui la BCE ha fornito indicazioni prospettiche qualitative e la Bank of England ha commentato sull'evoluzione dei tassi ufficiali attesa dai mercati. ⁴ Sull'asse delle ascisse è riportata la sorpresa relativa alla variazione dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo statunitense, calcolata come differenza fra il dato effettivo e quello desunto dalle indagini, in migliaia. Sull'asse delle ordinate è riportata la variazione a un giorno del rendimento sul titolo del Tesoro a 10 anni, calcolata come valore di fine giornata nel giorno di annuncio meno valore di fine giornata nel giorno precedente. Fra parentesi è riportato il valore della statistica *t*.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

anche qualora la forward guidance sia compresa e creduta, la sua interpretazione da parte del pubblico deve essere in linea con le intenzioni della banca centrale. Ad esempio, la comunicazione dell'intenzione di mantenere i tassi ufficiali alla soglia zero più a lungo di quanto atteso dal mercato potrebbe essere fraintesa come il segnale di prospettive economiche più pessimistiche, nel qual caso gli effetti negativi sulla fiducia degli agenti contrasterebbero l'auspicato stimolo.

L'esperienza maturata con la forward guidance indica che tale politica è riuscita a influenzare i mercati su determinati orizzonti temporali. Essa ha ridotto la volatilità del mercato finanziario relativamente ai tassi di interesse attesi sugli orizzonti brevi, ma non altrettanto sugli orizzonti più lunghi (grafico V.A, diagramma di sinistra). Ciò concorda con l'idea che i mercati considerino la forward guidance un impegno condizionale, valido soltanto per l'andamento futuro di breve periodo dei tassi di interesse. Vi sono inoltre evidenze del fatto che la forward guidance incida sulla sensibilità dei tassi di interesse alle notizie economiche. La reattività della volatilità dei tassi di interesse nell'area dell'euro e nel Regno Unito alla volatilità dei tassi statunitensi è considerevolmente calata dopo che la BCE e la Bank of England hanno adottato politiche di forward guidance nell'estate 2013 (grafico V.A, diagramma centrale). Le evidenze indicano inoltre che la forward guidance ha reso i mercati più sensibili all'andamento degli indicatori cui fa riferimento. Ad esempio, dal 2012 i rendimenti obbligazionari statunitensi a 10 anni sono divenuti più sensibili agli annunci di dati diversi dalle attese ("sorprese") relativi all'occupazione dipendente nei settori non agricoli (grafico V.A, diagramma di destra); una possibile interpretazione è che le notizie indicative di una ripresa più vigorosa abbiano teso ad anticipare il momento in cui, secondo le attese, la disoccupazione sarebbe scesa al disotto del valore di riferimento, creando le premesse per un aumento dei tassi ufficiali.

La forward guidance sui tassi ufficiali comporta altresì una serie di rischi. Laddove il pubblico non comprenda appieno le condizioni che l'accompagnano, la reputazione e la credibilità della banca centrale potrebbero essere messe a repentaglio in caso di revisioni frequenti e significative del sentiero prospettato per i tassi di interesse, anche qualora tali revisioni rispettino le condizioni originariamente esplicitate. La forward guidance può inoltre dare adito a rischi per la stabilità finanziaria, e ciò in due modi. Anzitutto, nel caso in cui i mercati finanziari focalizzino strettamente l'attenzione sulle indicazioni prospettiche fornite dalla banca centrale, una ricalibrazione di tali indicazioni potrebbe indurre reazioni di mercato destabilizzanti. Ma quel che è più importante è che la forward guidance potrebbe creare la percezione di un ritardo nel ritmo di normalizzazione della politica monetaria, incoraggiando un'assunzione eccessiva di rischio e favorendo così la creazione di vulnerabilità finanziarie.

① Per un'analisi più dettagliata, cfr. A. Filardo e B. Hofmann, "La forward guidance in presenza di tassi ufficiali prossimi allo zero", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2014 (versione integrale disponibile soltanto in inglese).

La Sveriges Riksbank ha abbassato il tasso di 25 punti base, a 75 punti base, in un contesto di inflazione persistentemente inferiore all'obiettivo. Per contro, di fronte ai segni di un'accelerazione congiunturale e alle aspettative di un aumento delle spinte inflazionistiche, la Reserve Bank of New Zealand ha innalzato il tasso di riferimento in tre occasioni, per complessivi 75 punti base, portandolo al 3,25%.

Nel complesso, le politiche delle banche centrali in molte economie avanzate minori sono state fortemente influenzate dall'evoluzione dei tassi di inflazione, che risultavano in media di quasi 1 punto percentuale inferiori agli obiettivi già dagli inizi del 2012 (grafico V.3, diagramma centrale), e la perdurante disinflazione ha portato numerose banche centrali a rivedere al ribasso le previsioni sull'evoluzione dei pezzi.

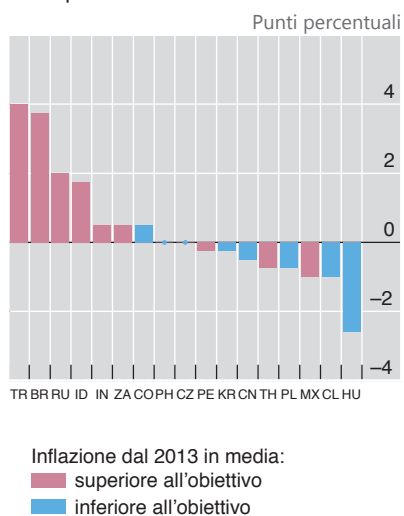
Per giunta, molte di queste banche centrali hanno dovuto soppesare gli effetti macroeconomici a breve termine di una bassa inflazione e di una ripresa economica stentata a fronte dei rischi a più lungo termine di un accumulo di squilibri finanziari (Capitolo IV). L'indebitamento delle famiglie, già elevato e in crescita, aveva raggiunto in media il 175% circa del reddito netto disponibile a fine 2013 (grafico V.3, diagramma di destra). Con tali livelli di debito, e stante la prospettiva di un loro ulteriore incremento favorito dalle politiche monetarie accomodanti, queste economie risultavano vulnerabili a un brusco deterioramento delle condizioni economiche e finanziarie. Nelle giurisdizioni dove i prezzi delle abitazioni erano elevati non si poteva escludere il pericolo di una correzione disordinata degli squilibri del settore delle famiglie.

Nelle EME le banche centrali hanno dovuto fronteggiare varie sfide che si ponevano all'indomani di una vigorosa ripresa dalla crisi, ripresa che si è peraltro indebolita di recente. Una di queste sfide riguardava gli episodi di volatilità del mercato finanziario associati alle spinte al ribasso sui tassi di cambio (Capitolo II).

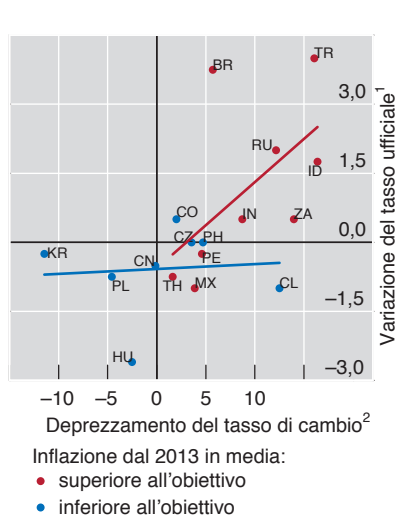
Nelle EME le autorità reagiscono alle tensioni di mercato mentre aumentano i timori per la stabilità

Grafico V.4

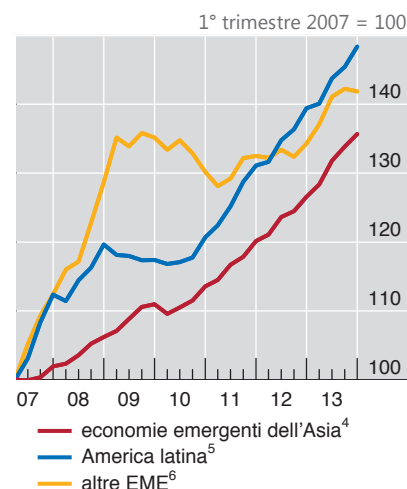
La variazione dei tassi ufficiali dall'aprile 2013 ...¹



... è collegata all'andamento del tasso di cambio e dell'inflazione



Rapporto credito/PIL³



BR = Brasile; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; PE = Perù; PH = Filippine; PL = Polonia; RU = Russia; TH = Thailandia; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

¹ Tasso ufficiale nominale o alternativa più prossima; per la Cina, tasso pronti contro termine a sette giorni; variazioni dal 1° aprile 2013 al 6 giugno 2014, in punti percentuali. ² Variazioni percentuali del tasso di cambio effettivo nominale dal 1° aprile 2013 al 6 giugno 2014. Un valore positivo (negativo) indica un deprezzamento (apprezzamento). ³ Per ciascun gruppo, media semplice delle economie elencate. ⁴ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁵ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù. ⁶ Arabia Saudita, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; BRI.

In generale, i buoni risultati macroeconomici del passato hanno contribuito a schermare molte EME, concedendo loro un certo margine di manovra, ma solo fino a un certo punto. I paesi che più ne hanno fatto le spese sono stati quelli in condizioni economiche e finanziarie più deboli. In molti di loro, le banche centrali hanno utilizzato lo strumento dei tassi ufficiali per difendere la moneta nazionale (grafico V.4, diagramma di sinistra). Fra l'aprile 2013 e gli inizi di giugno 2014 l'inasprimento monetario netto è stato in diversi casi considerevole, pari a 400 punti base in Turchia (dove in gennaio la banca centrale ha alzato i tassi di 500 punti in una sola giornata) e a 200 e 175 punti base rispettivamente in Russia e Indonesia. In India e in Sudafrica i tassi sono stati aumentati di 50 punti. Il Brasile ha innalzato i tassi gradualmente nel periodo, per complessivi 375 punti base, mentre il deprezzamento del real e altri fattori contribuivano a mantenere elevate le pressioni inflazionistiche. La risposta delle autorità di varie EME al deprezzamento esterno della moneta è sembrata dipendere in parte dalla loro recente esperienza di inflazione (grafico V.4, diagramma centrale). Laddove l'inflazione era superiore al valore obiettivo, le pressioni al ribasso sulle monete nazionali sono state tendenzialmente più forti e i tassi ufficiali sono aumentati di più. Dove invece l'inflazione era pari o inferiore al livello programmato, non si è ravvisata alcuna relazione di questo tipo.

Le autorità monetarie delle EME meno colpite da deflussi di capitali e pressioni valutarie hanno goduto di un maggior spazio di manovra per reagire ad altri sviluppi. In Cile e in Messico le banche centrali hanno ridotto i tassi ufficiali allorché le rispettive economie hanno dato segni di rallentamento. Nella Repubblica Ceca,

di fronte a un calo dell'inflazione al disotto dell'obiettivo, il tasso ufficiale è rimasto basso e la banca centrale ha deciso di impiegare il tasso di cambio come strumento aggiuntivo di accomodamento monetario adottando un tetto massimo per il valore della corona nei confronti dell'euro. La Polonia ha precocemente ridotto i tassi a più riprese in un contesto di perduranti pressioni disinflazionistiche. La banca centrale della Cina ha mantenuto il proprio orientamento, con un leggero rallentamento della crescita della moneta e del credito, di fronte all'aumentare delle preoccupazioni per la stabilità finanziaria, specie in relazione all'espansione del settore finanziario non bancario.

Lo scorso anno diverse EME hanno anche effettuato operazioni in valuta nell'intento di assorbire indesiderate pressioni al ribasso sul cambio della propria moneta. Le riserve valutarie delle EME hanno comunque continuato a crescere nel loro complesso, e in particolare nel caso della Cina (tabella V.1 allegata). In varie altre EME, tuttavia, come Brasile, Indonesia, Russia e Thailandia, le riserve valutarie hanno fatto registrare un calo, spesso per la prima volta da molti anni.

L'espansione del credito in molte EME sta destando crescenti timori per la stabilità finanziaria, specie nel contesto di volatilità dei mercati finanziari. Per il gruppo di EME qui considerato, il rapporto credito/PIL è aumentato in media di circa il 40% dal 2007 al 2013 (grafico V.4, diagramma di destra). Per le banche centrali di questi paesi rimangono interrogativi su quale sia la migliore combinazione di strumenti monetari, macroprudenziali e di gestione dei flussi di capitali.

Le principali sfide per la politica monetaria

Le banche centrali si trovano a dover affrontare varie sfide significative. Nelle economie avanzate maggiori in ripresa da una recessione patrimoniale (ossia una recessione indotta da una crisi finanziaria e da un accumulo insostenibile di debito) la sfida fondamentale consiste nel calibrare adeguatamente l'orientamento della politica monetaria, in un momento in cui quest'ultima pare aver perso parte della sua capacità di stimolare l'economia. Per molte EME ed economie avanzate minori, la sfida principale riguarda invece la formazione di vulnerabilità finanziarie e il rischio di un'accresciuta volatilità dei flussi di capitali, problemi acuiti dalle ripercussioni internazionali delle politiche monetarie. In varie parti del mondo numerose banche centrali sono alle prese con le inaspettate pressioni disinflazionistiche che si sono materializzate lo scorso anno. In prospettiva vi è poi la questione dei tempi e della gradualità della normalizzazione monetaria.

Scarsa efficacia della politica monetaria

Le banche centrali hanno svolto un ruolo determinante nel contenere le ricadute della crisi finanziaria. Tuttavia, a dispetto degli ultimi sei anni di allentamento monetario nelle principali economie avanzate, la ripresa è stata insolitamente lenta (Capitolo III). Questa constatazione solleva interrogativi circa l'efficacia di politiche monetarie espansive all'indomani della crisi.

L'efficacia è stata limitata per due motivi di ordine generale: la soglia zero raggiunta dai tassi ufficiali nominali e il lascito delle recessioni patrimoniali. In primo luogo, la soglia zero dei tassi di interesse vincola la capacità delle banche centrali di abbassare i tassi ufficiali e di stimolare la domanda. Ciò spiega i tentativi di imprimere impulsi addizionali attraverso la gestione delle aspettative sul futuro andamento dei tassi di riferimento e gli acquisti su vasta scala di attività finanziarie. Ma anche queste politiche hanno dei limiti. Ad esempio, i premi a termine e i differenziali per il rischio di credito in numerosi paesi sono già assai bassi (grafico II.2) e non possono più

scendere di molto. Inoltre, la presenza di premi a termine molto bassi e talora persino negativi riduce i profitti provenienti dalla trasformazione delle scadenze, e può di fatto ridurre gli incentivi delle banche a concedere credito. Inoltre, il margine per portare i tassi di interesse in territorio negativo è assai limitato e l'efficacia di questa misura è incerta. L'impatto sull'erogazione di credito è dubbio, e il ristretto spazio di riduzione dei tassi attutisce l'effetto sul tasso di cambio, che a sua volta dipende anche dalla reazione di altri agenti. In generale, una volta raggiunta la soglia zero dei tassi, diventa sempre più difficile imprimere stimoli addizionali.

In secondo luogo, l'efficacia della politica monetaria è inibita dagli effetti delle recessioni patrimoniali. In parte ciò è dovuto a fattori finanziari. Quando il settore finanziario è in condizioni precarie, l'offerta di credito è meno reattiva a riduzioni dei tassi di interesse. E la domanda di credito dei settori non finanziari è ridotta: essi stanno cercando anzi di rimborsare il debito contratto sulla base di aspettative di reddito troppo ottimistiche. Questo spiega perché una "ripresa senza credito" è la norma in siffatte circostanze (Capitolo III). Ma il lascito delle recessioni patrimoniali attiene in parte anche a fattori non finanziari. L'allocazione distorta di capitale e lavoro che si accompagna a boom finanziari insostenibili può pregiudicare la forza traente delle politiche di gestione della domanda, in quanto queste affrontano soltanto i sintomi del problema, anziché le sue cause. Ad esempio, il settore delle costruzioni residenziali sarebbe normalmente più sensibile di molti altri a una diminuzione dei tassi di interesse, ma si è dilatato in modo eccessivo durante il boom. L'evidenza storica mostra che la correlazione positiva fra il grado di accomodamento monetario durante le recessioni e il vigore della susseguente ripresa viene meno quando la recessione si associa a una crisi finanziaria (riquadro V.B). Per giunta, il disindebitamento durante la recessione, a prescindere da come sia misurato, conduce in ultima istanza a una ripresa più robusta.

Tutto ciò non significa che l'accomodamento monetario non abbia alcun ruolo da svolgere nella ripresa da una recessione patrimoniale. Anzi, un certo grado di accomodamento era chiaramente necessario nelle prime fasi della crisi finanziaria per contenerne le ricadute. La relativa inefficacia della politica monetaria significa però che essa non può surrogare le misure volte ad affrontare i problemi di fondo promovendo il necessario risanamento dei bilanci e le riforme strutturali.

Laddove non venga riconosciuta, la limitata efficacia della politica monetaria implica che si cerchi inutilmente di impiegare le stesse misure più a lungo o più vigorosamente. Ciò porterà non soltanto a progressi inadeguati, ma anche all'amplificazione degli effetti collaterali indesiderati, molti dei quali sono stati messi in evidenza dal periodo post-crisi². In particolare, un allentamento monetario aggressivo e protratto nel tempo diminuisce l'incentivo a risanare i bilanci e ad attuare le necessarie riforme strutturali, ostacolando così la dovuta riallocazione delle risorse. Esso può anche favorire un'eccessiva assunzione di rischio nei mercati finanziari (Capitolo II), nonché generare ripercussioni indesiderate in altre economie che si trovano a uno stadio differente dei rispettivi cicli finanziario ed economico (si veda oltre). In altre parole, in presenza di un'efficacia limitata della politica, il bilancio costi-benefici di un prolungato accomodamento monetario si deteriora con il tempo.

² Cfr. J. Caruana, "Hitting the limits of 'outside the box' thinking? Monetary policy in the crisis and beyond", intervento alla OMFIF Golden Series Lecture, Londra, 16 maggio 2013.

L'efficacia della politica monetaria dopo una recessione patrimoniale

L'esperienza storica corrobora la tesi secondo cui una politica monetaria accomodante durante una normale fase di contrazione congiunturale contribuisce a rafforzare la successiva ripresa. Questa relazione, tuttavia, non è statisticamente significativa dopo le contrazioni associate a crisi finanziarie. In altri termini, quando i cicli economici sono accompagnati da una crisi, la relazione fra la media dei tassi di interesse reali a breve termine durante la contrazione e la media dei tassi di crescita durante la ripresa successiva non presenta più il segno che ci si attenderebbe nel caso di un ciclo economico senza crisi (grafico V.B, diagramma di sinistra).

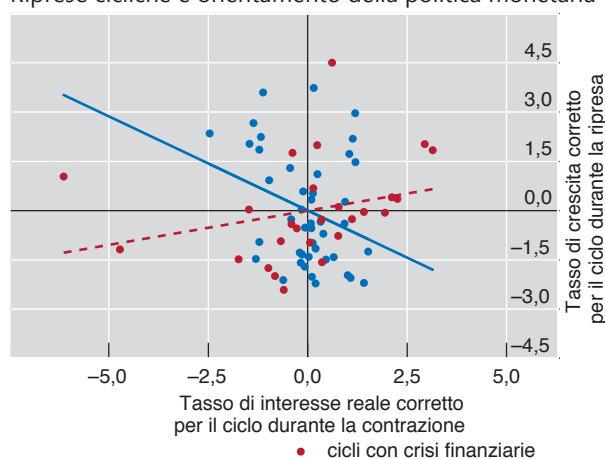
Una possibile spiegazione è che le pressioni per una riduzione dell'indebitamento dopo la crisi rendano l'economia meno sensibile ai tassi di interesse. L'evidenza indica infatti che, contrariamente a quanto osservabile nelle normali recessioni, un fattore decisivo per rafforzare le riprese dalle recessioni patrimoniali consiste nella riduzione dell'indebitamento del settore privato (grafico V.B, diagramma di destra).

Nella ripresa da recessioni patrimoniali la politica monetaria perde efficacia, mentre è cruciale ridurre l'indebitamento¹

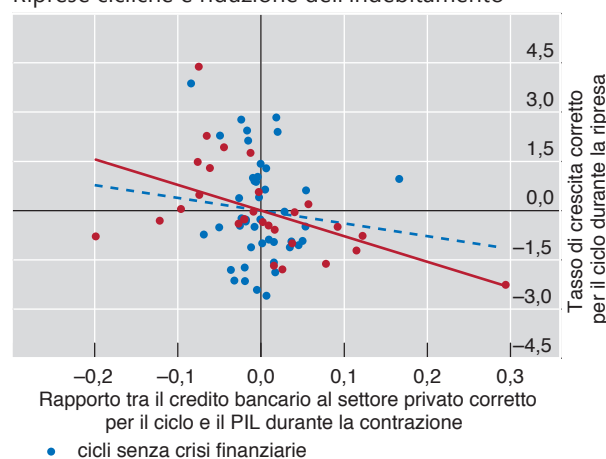
In percentuale

Grafico V.B

Riprese cicliche e orientamento della politica monetaria



Riprese cicliche e riduzione dell'indebitamento



¹ Le rette di regressione continue (tratteggiate) indicano che la relazione è (non è) statisticamente significativa. Per un campione di 24 economie dalla metà degli anni sessanta. Le contrazioni sono definite come periodi di calo del PIL in termini reali e le riprese come periodi che terminano con un livello di PIL in termini reali superiore al precedente picco. I dati coprono 65 cicli, inclusi 28 cicli in cui si è verificata una crisi finanziaria appena prima del picco. Le osservazioni del ciclo sono corrette in funzione della gravità della recessione precedente e del tasso di interesse al picco ciclico. Cfr. Bech, Gambacorta e Kharroubi (2014) per maggiori dettagli.

Fonti: M. Bech, L. Gambacorta ed E. Kharroubi, "Monetary policy in a downturn: are financial crises special?", *International Finance*, vol. 17, primavera 2014, pagg. 99-119 (disponibile anche come *BIS Working Papers*, n. 388, www.bis.org/publ/work388.pdf); OCSE; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

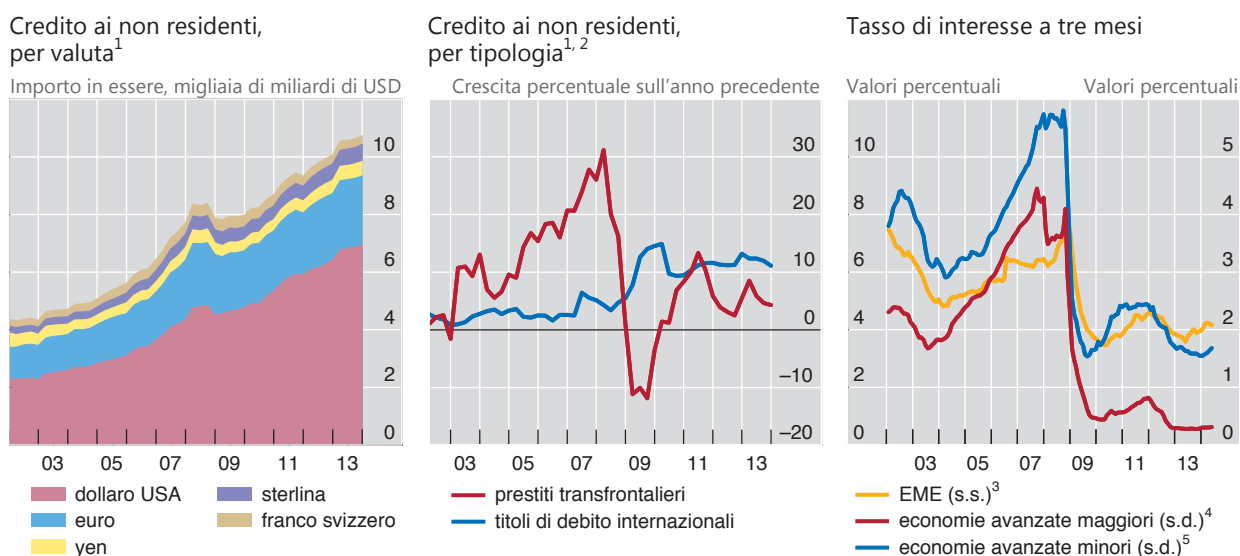
Ripercussioni internazionali delle politiche monetarie

Le EME e le economie avanzate minori hanno dovuto fare i conti con le ripercussioni delle politiche monetarie accomodanti perseguite nelle principali economie avanzate. Tali ripercussioni si trasmettono attraverso i flussi finanziari transfrontalieri e i prezzi delle attività (compresi i tassi di cambio), nonché attraverso la risposta delle autorità³.

³ Cfr. J. Caruana, "International monetary policy interactions: challenges and prospects", intervento alla conferenza CEMLA-SEACEN di Punta del Este, Uruguay, 16 novembre 2012.

Aumenta l'indebitamento globale in valuta estera in presenza di un comovimento dei tassi di interesse a breve termine

Grafico V.5



¹ Ai tassi di cambio di fine 2013. Per ciascuna moneta, credito a favore di prestatori non finanziari residenti fuori dal paese o dall'area di emissione della rispettiva moneta. Il credito comprende i prestiti ai soggetti non bancari e i titoli di debito di emittenti non finanziari. Per i paesi non dichiaranti alla BRI, i prestiti erogati dalle banche locali ai residenti locali in ciascuna moneta riportata sono approssimati dai prestiti transfrontalieri ricevuti dalle rispettive banche, ipotizzando che tali fondi siano successivamente prestati a soggetti non bancari. ² In base alla somma del credito nelle valute riportate nel diagramma di sinistra. ³ Media semplice di Arabia Saudita, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria. ⁴ Media semplice di area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ⁵ Media semplice di Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche BRI sui titoli di debito internazionali e statistiche bancarie BRI su base locale per residenza.

Le politiche monetarie molto accomodanti nelle principali economie avanzate influenzano l'assunzione di rischio e quindi i rendimenti delle attività denominate nelle diverse valute. Di conseguenza, lo straordinario accomodamento può provocare in altri paesi forti aggiustamenti nei prezzi delle attività e nei flussi finanziari. E poiché i mercati finanziari delle EME si sono sviluppati e sono divenuti più integrati con il resto del mondo, la forza di tali interazioni è cresciuta. Ad esempio, negli ultimi anni i rendimenti delle obbligazioni in moneta locale fanno osservare un più stretto comovimento⁴.

Il dollaro USA e le altre valute internazionali hanno un ruolo determinante in tale contesto. Essendo utilizzate diffusamente all'esterno del paese di emissione, esse hanno un influsso diretto sulle condizioni finanziarie internazionali. Si consideri ad esempio che il credito in dollari USA in essere al di fuori degli Stati Uniti ammontava a circa \$7 000 miliardi a fine 2013 (grafico V.5, diagramma di sinistra). Allorché i tassi di interesse espressi nelle valute internazionali sono bassi, per i mutuatari delle EME è più conveniente indebitarsi in queste valute, e coloro che già lo hanno fatto a tassi variabili beneficiano di costi di finanziamento ridotti. Prima della crisi i flussi di finanziamenti in dollari USA in particolare erano generati dai

⁴ Cfr. P. Turner, "The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs", *BIS Working Papers*, n. 441, febbraio 2014.

prestiti bancari transfrontalieri; dal 2008, invece, si è fortemente espansa l'attività nei mercati dei capitali internazionali (grafico V.5, diagramma centrale)⁵.

Anche la risposta delle autorità è un aspetto importante. Per le banche centrali risulta difficile operare con tassi di riferimento molto diversi da quelli prevalenti nelle valute principali, specie il dollaro USA. I timori legati a iperreazioni del cambio e afflussi di capitali fanno sì che esse siano riluttanti ad accettare differenziali di interesse ampi e potenzialmente volatili, il che contribuisce a un'elevata correlazione dei movimenti dei tassi di interesse a breve termine (grafico V.5, diagramma di destra). In effetti, stanno crescendo le indicazioni che i tassi ufficiali USA influenzano significativamente quelli di altri paesi (riquadro V.C).

Pertanto, la presenza di tassi di interesse molto bassi nelle principali economie avanzate pone le banche centrali degli altri paesi di fronte a un dilemma. Se da un lato un allineamento del proprio tasso di riferimento con quelli molto bassi presenti all'estero contribuisce a limitare le pressioni al rialzo sul cambio e gli afflussi di capitali, dall'altro esso può anche alimentare boom finanziari e favorire quindi la formazione di vulnerabilità. In effetti, vi sono indicazioni che i paesi in cui i tassi ufficiali sono stati più bassi in relazione ai parametri tradizionali (che considerano l'andamento del prodotto e dell'inflazione) sono anche quelli che hanno avuto i boom creditizi più forti (Capitolo IV).

Per affrontare questo dilemma le banche centrali hanno fatto ampiamente ricorso a strumenti macroprudenziali. Questi sono risultati assai utili per accrescere la resilienza del sistema finanziario, ma soltanto parzialmente efficaci nel contenere la formazione di squilibri finanziari (Capitolo IV e riquadro VI.D). Una delle principali ragioni è che, al pari delle misure di gestione dei movimenti di capitali, tali strumenti sono esposti all'arbitraggio regolamentare. L'implicazione è che non basta fare affidamento esclusivamente su provvedimenti macroprudenziali e che questi devono in generale essere integrati da un'azione di politica monetaria. A differenza degli strumenti macroprudenziali, il tasso ufficiale è una determinante del prezzo della leva finanziaria in una data valuta a livello di intera economia, sicché il suo impatto è più pervasivo e meno eludibile. I paesi che ricorrono più vigorosamente alla politica monetaria a integrazione della politica macroprudenziale devono accettare una maggiore flessibilità del tasso di cambio.

Non impiegare la politica monetaria può dare adito a sfide ancora maggiori in futuro. Lasciare che si accumulino progressivamente squilibri finanziari accresce la vulnerabilità di un paese a una possibile correzione, provocando danni peggiori e innescando con ogni probabilità anche una crisi esterna. Ma se gli squilibri non si correggono e il paese è colpito da uno shock esterno, per la banca centrale sarà molto difficile innalzare i tassi di interesse senza generare quello stress finanziario che cercava proprio di evitare. Nelle EME e nelle economie avanzate minori non si sono finora verificate vere e proprie contrazioni finanziarie, ma i paesi dove la crescita del credito era stata relativamente elevata si sono dimostrati più vulnerabili alle turbative di mercato del maggio-giugno 2013 (Capitolo II). Ciò mostra come un inasprimento più graduale ma a uno stadio precoce sia preferibile a un inasprimento differito nel tempo ma più brusco: le risposte ritardate provocano un aggiustamento più doloroso.

Le ripercussioni internazionali dirompenti delle politiche monetarie hanno messo in luce carenze nel sistema monetario internazionale. Per le principali economie avanzate è stato evidentemente difficile tenere pienamente conto di

⁵ Cfr. R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage", *Economic Policy*, di prossima pubblicazione.

L'impatto della politica monetaria USA sui tassi ufficiali nelle EME: evidenze dalle regole di Taylor

Al fine di valutare l'impatto della politica monetaria statunitense sui tassi ufficiali nelle EME è possibile stimare per ciascuna di queste economie un'equazione di Taylor aumentata, dove il tasso ufficiale è modellizzato come funzione del tasso di inflazione interno, dell'output gap interno e del tasso ufficiale "ombra" degli Stati Uniti¹. Il tasso ombra è costruito in modo da rilevare l'impatto delle misure non convenzionali di politica monetaria della Federal Reserve, come i programmi di acquisto su larga scala di attività finanziarie. Il campione è formato da 20 EME nel periodo 1° trimestre 2000-3° trimestre 2013.

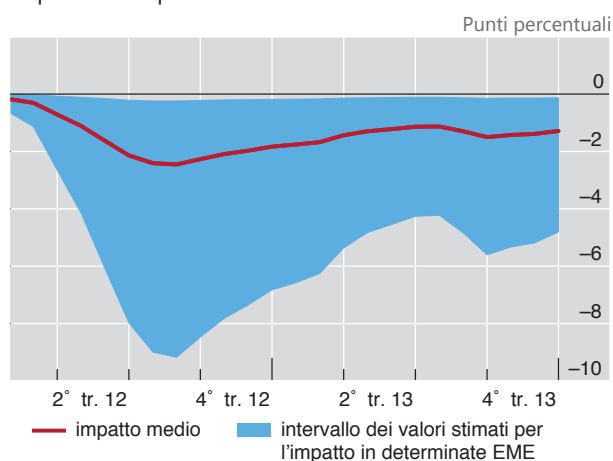
L'impatto della politica monetaria statunitense risulta statisticamente significativo per 16 EME su 20. Dal 2012 l'allentamento monetario negli Stati Uniti si è associato a una riduzione media di 150 punti base dei tassi ufficiali delle EME (grafico V.C, diagramma di sinistra), sebbene l'impatto vari considerevolmente a seconda delle economie e del periodo. La risposta dei tassi ufficiali delle EME all'inflazione è stata spesso più blanda di quanto prescritto dalla regola di Taylor convenzionale. Questi risultati concordano con il riscontro che i tassi ufficiali nelle EME sono stati, nell'ultimo decennio, inferiori al livello giustificato dalle condizioni macroeconomiche interne in base alle regole di Taylor standard (grafico V.C, diagramma di destra).

Per quanto statisticamente robusti e in linea con le analisi condotte in altri studi², questi risultati vanno interpretati con cautela. La misurazione di variabili non osservabili, come l'output gap, presenta innumerevoli difficoltà. Persino il tasso ufficiale potrebbe non essere una misura accurata delle condizioni monetarie, poiché per influire su tali condizioni le banche centrali delle EME hanno fatto crescente ricorso a misure diverse dalla manovra dei tassi di interesse. Inoltre, pur essendo rappresentativi per le banche centrali delle EME nel loro insieme, i risultati non sono necessariamente validi per le singole banche centrali.

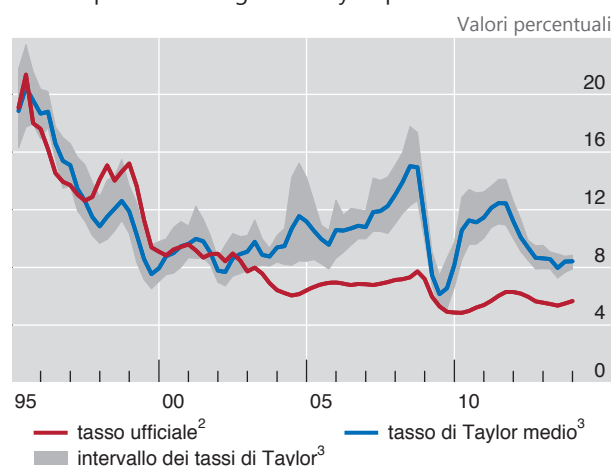
La politica monetaria USA ha forti ripercussioni sulla fissazione dei tassi ufficiali nelle EME

Grafico V.C

Impatto della politica monetaria statunitense¹



Tassi impliciti nella regola di Taylor per le EME



¹ Componente dell'equazione di Taylor aumentata determinata dal tasso ufficiale ombra statunitense nei casi in cui risulta significativa al livello del 5%. Dati relativi a Brasile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, India, Indonesia, Israele, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore (tasso overnight), Sudafrica, Turchia e Ungheria. ² Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005 dei tassi di cambio di Argentina, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia e Ungheria. ³ Intervallo e media dei tassi impliciti nella regola di Taylor per tutte le combinazioni inflazione-output gap. Cfr. B. Hofmann e B. Bogdanova, "Regole di Taylor e politica monetaria: una 'Grande Deviazione' globale?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (versione integrale disponibile solo in inglese).

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Ⓞ Per maggiori dettagli sulla stima, cfr. E. Takáts e A. Vela, "International monetary policy transmission", *BIS Papers*, di prossima pubblicazione. Il concetto di tasso ufficiale ombra è stato sviluppato da M. J. Lombardi e F. Zhu, "A shadow policy rate to calibrate US monetary

policy at the zero lower bound”, *BIS Working Papers*, n. 452, giugno 2014. © Cfr. ad esempio C. Gray, “Responding to the monetary superpower: investigating the behavioural spillovers of US monetary policy”, *Atlantic Economic Journal*, vol. 41, n. 2, 2013, pagg. 173-184; M. Spencer, “Updating Asian ‘Taylor rules’”, Deutsche Bank, *Global Economic Perspectives*, 28 marzo 2013; e J. Taylor, “International monetary policy coordination: past, present and future”, *BIS Working Papers*, n. 437, dicembre 2013.

queste ripercussioni. Qualora i boom finanziari dovessero sfociare in un tracollo, i costi per l’economia mondiale potrebbero essere alquanto elevati, anche perché il peso economico dei paesi in questione è notevolmente cresciuto. Riuscire a cogliere tali ripercussioni rimane un’importante sfida: richiede un apparato analitico in cui i fattori finanziari occupano un ruolo assai maggiore rispetto a quello che è loro riservato attualmente dalle autorità di politica monetaria, nonché una migliore comprensione delle interconnessioni a livello mondiale.

Disinflazione inattesa e rischi di deflazione

Lo scorso anno molte banche centrali hanno dovuto far fronte a inattese pressioni disinflazionistiche, in conseguenza delle quali l’inflazione è scesa, oppure è rimasta, al di sotto dei valori obiettivo. Le pressioni sono state particolarmente sorprendenti nelle economie avanzate, dove la tanto agognata ripresa pareva infine prendere slancio (Capitolo III). Rispondere a tali pressioni ha rappresentato una sfida fondamentale per le autorità monetarie.

Da un lato, a parità di altre condizioni, un’inflazione inaspettatamente inferiore all’obiettivo rende in genere opportuno un allentamento della politica monetaria. Dall’altro, tuttavia, la risposta appropriata dipende da vari altri fattori. Particolarmente importanti sono i costi e i benefici percepiti della disinflazione. Un altro fattore, come rilevato in precedenza, è la constatazione che l’efficacia della politica monetaria espansiva risulta limitata in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero, specie nella ripresa da una recessione patrimoniale.

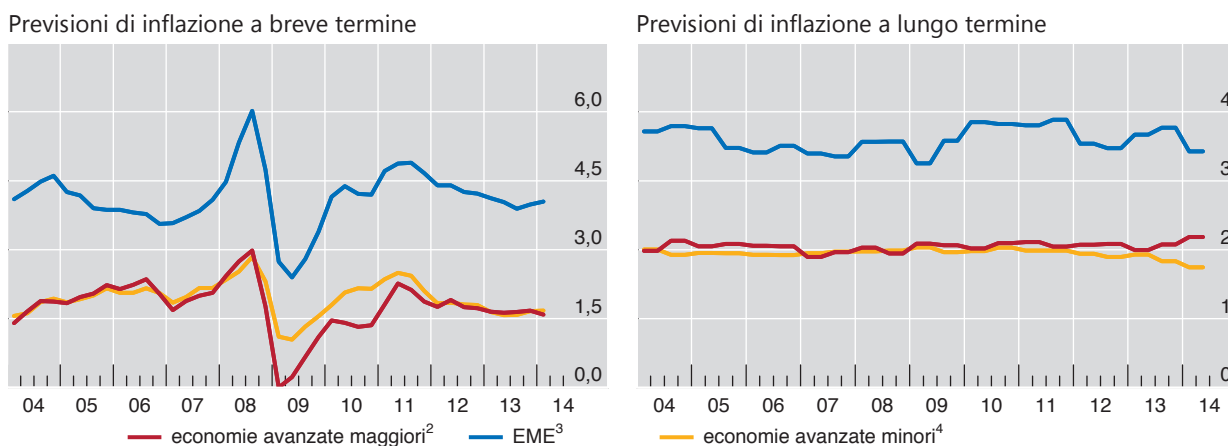
I recenti sviluppi fanno ritenere che la probabilità di pressioni disinflazionistiche persistenti sia bassa. Le aspettative di inflazione a lungo termine (da sei a 10 anni) sono rimaste ben ancorate fino al momento in cui si scrive (grafico V.6), il che fa ritenere che gli scostamenti dell’inflazione dall’obiettivo potrebbero essere transitori. In tali circostanze, è meno probabile che l’inflazione dei salari e l’inflazione dei prezzi si alimentino a vicenda. In altri termini, non si produrrebbero i cosiddetti “effetti di secondo impatto”. Ad esempio, alle pressioni disinflazionistiche ha contribuito negli ultimi anni il calo dei prezzi delle materie prime rispetto ai recenti massimi storici. Anche se questi prezzi dovessero soltanto stabilizzarsi ai livelli attuali senza rimbalzare a quelli precedenti, come sembra al momento in cui si scrive, le pressioni disinflazionistiche svanirebbero. Si tratta esattamente della medesima logica che ha indotto alcune banche centrali ad accettare, negli anni passati, un’inflazione persistentemente al di sopra del valore obiettivo. Certo, se l’ancoraggio delle aspettative di inflazione diminuisse, le pressioni disinflazionistiche assumerebbero una connotazione più preoccupante.

Anche quando le pressioni disinflazionistiche inattese si protraggono nel tempo, i costi potrebbero risultare inferiori a quanto comunemente ritenuto. Un aspetto rilevante è l’origine delle pressioni. È noto che i costi sono minori quando le pressioni sono generate da sviluppi positivi dal lato dell’offerta, anziché da una domanda insufficiente. Le recenti pressioni disinflazionistiche sono appunto dovute in parte a forze dal lato dell’offerta, in particolare alla maggiore concorrenza internazionale alimentata dalla protratta globalizzazione dell’economia reale (Capitolo III).

Solido ancoraggio delle aspettative di inflazione¹

Variazioni sull'anno precedente, in percentuale

Grafico V.6



¹ Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005 delle economie elencate. Le previsioni di inflazione a breve termine corrispondono alla media delle previsioni dell'inflazione dei prezzi al consumo a un anno, ricavate dalle previsioni di consenso per l'anno corrente e l'anno successivo; per l'India, inflazione dei prezzi all'ingrosso. Le previsioni di inflazione a lungo termine corrispondono alla media delle previsioni di consenso sull'inflazione dei prezzi al consumo a sei e a 10 anni; per l'India, inflazione dei prezzi all'ingrosso dopo il 4° trimestre 2011. Osservazioni semestrali (marzo/aprile e settembre/ottobre) convertite a frequenza trimestrale utilizzando un'interpolazione progressiva. ² Area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ³ Brasile, Cile, Cina, Corea, Colombia, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Thailandia, Turchia e Ungheria. ⁴ Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera; per le previsioni di inflazione a lungo termine l'aggregato esclude l'Australia e la Nuova Zelanda.

Fonte: Consensus Economics.

Questa analisi sugli scostamenti per difetto dell'inflazione dall'obiettivo si applica anche ai cali effettivi e persistenti del livello dei prezzi; finora, sostanzialmente per le stesse ragioni, le banche centrali hanno ritenuto che il rischio di deflazione fosse trascurabile. In effetti, i dati storici indicano che le spirali deflazionistiche sono state delle eccezioni e che i periodi di deflazione, specie se moderati, sono risultati compatibili con una crescita economica sostenuta (riquadro V.D). Alcuni paesi negli ultimi decenni hanno effettivamente evidenziato la compresenza di crescita e disinflazione, senza dubbio per l'influsso di fattori positivi dal lato dell'offerta.

Nondimeno, considerati gli attuali livelli elevati del debito, è lecito domandarsi se un calo dei prezzi debba destare maggiori preoccupazioni. È fuor di dubbio che un elevato indebitamento accresce i costi di una flessione generalizzata dei prezzi. A meno che gli interessi sui contratti esistenti non si adeguino nella stessa misura, a parità di altre condizioni un calo dei prezzi accresce l'onere debitorio in rapporto al reddito. Storicamente, tuttavia, i danni causati da un calo dei prezzi delle attività si sono dimostrati assai maggiori di quelli di una flessione generalizzata del costo di beni e servizi: data l'ampiezza delle fluttuazioni, l'impatto di un decremento dei prezzi delle attività sulla ricchezza netta e sull'economia reale è semplicemente molto più grande (riquadro V.D). Ad esempio, i problemi in Giappone hanno avuto origine soprattutto dal crollo dei prezzi delle attività, specie degli immobili, allorché si è sgonfiato il boom finanziario, e non da un'ampia, graduale disinflazione.

Più in generale, considerazioni di stabilità finanziaria mettono in discussione l'opportunità di cercare di ricondurre l'inflazione al suo valore obiettivo entro l'orizzonte convenzionale di due anni. Lasciare invece che l'inflazione si discosti per difetto dall'obiettivo può essere la scelta appropriata, specie in quelle giurisdizioni

I costi della deflazione: gli insegnamenti dell'esperienza storica

Le deflazioni non sono tutte uguali. Grazie alla prevalenza di periodi di calo dei prezzi nel XIX e agli inizi del XX secolo, nonché dagli anni novanta, l'analisi dell'esperienza storica può mettere in luce aspetti rilevanti delle dinamiche deflazionistiche. Quattro aspetti emergono in particolare.

In primo luogo, l'esperienza abbonda di esempi di deflazioni "buone", o quantomeno "benigne", che hanno cioè conciso con periodi in cui il prodotto cresceva in linea con il trend, oppure evidenziava un rallentamento lieve e temporaneo. Nel primo anteguerra gli episodi di deflazione erano in genere benigni, e si accompagnavano a una protratta espansione del PIL reale (grafico V.D, diagramma di sinistra). Il tasso di crescita reale medio (2,3%) nei cinque anni fino al picco del livello dei prezzi era grosso modo analogo a quello dei cinque anni successivi (2,1%). Nella prima metà del secondo anteguerra (principalmente negli anni venti), il numero di deflazioni più costose ("cattive") è aumentato (grafico V.D, diagramma centrale); il prodotto continuava a crescere, ma molto più lentamente: i tassi medi nei periodi prima e dopo il picco erano rispettivamente pari al 2,3 e all'1,2%. La percezione che nel secondo anteguerra le deflazioni siano state veramente gravi si deve in particolare all'esperienza eccezionale della Grande Depressione, quando i prezzi nelle economie del G10 crollarono cumulatamente fino a quasi il 20% e il prodotto si contrasse del 10% circa. Tale esperienza non è riportata integralmente nel grafico V.D, diagramma centrale.

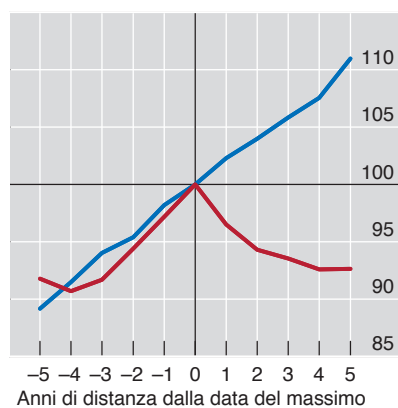
Gli episodi di deflazione nell'arco degli ultimi 25 anni sono stati in media molto più simili alle deflazioni "buone" del primo anteguerra che non a quelle della prima metà del secondo anteguerra (sebbene risulti molto più

Periodi di deflazione: la buona e la cattiva

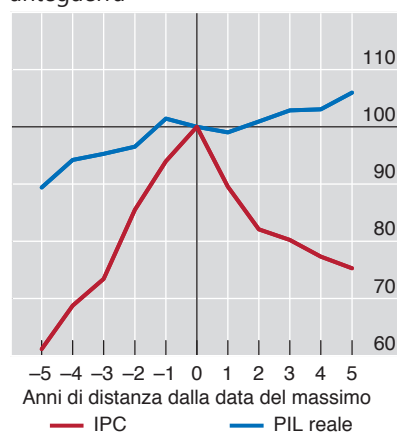
Massimo dell'IPC = 100

Grafico V.D

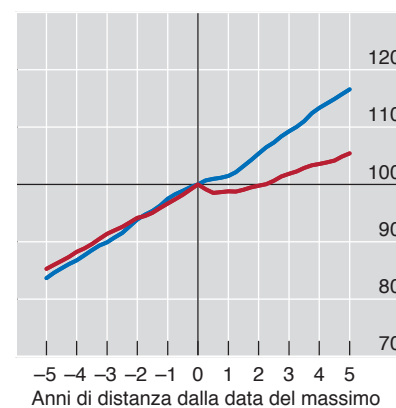
Primo anteguerra^{1,2}



Prima metà del secondo anteguerra^{1,2}



1990-2013^{1,3}



¹ Serie dei valori dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) cinque anni prima e dopo ciascun massimo per ogni economia considerata, ribasata ponendo il massimo pari a 100 (indicato come anno 0). Viene calcolata la media semplice degli indici ribasati per ciascuna economia. ² I massimi del primo anteguerra vanno dal 1860 al 1901; i massimi della prima metà del secondo dopoguerra vanno dal 1920 al 1930. Media semplice delle economie del G10. Cfr. Borio e Filardo (2004) per maggiori dettagli sull'individuazione dei massimi dell'IPC nei singoli paesi sulla base dell'indice annuale dei prezzi. Gli anni di massimo dell'IPC per ciascuna economia del G10 nel primo anteguerra e nella prima metà del secondo dopoguerra sono i seguenti: Belgio, 1862, 1867, 1873, 1891, 1901, 1929; Canada, 1882, 1889, 1920, 1929; Francia, 1871, 1877, 1884, 1902, 1930; Germania, 1928; Giappone, 1920; Italia, 1874, 1891, 1926; Paesi Bassi, 1892, 1920; Regno Unito, 1860, 1873, 1891, 1920; Stati Uniti, 1866, 1881, 1891, 1920, 1926; Svezia, 1862, 1874, 1891, 1920; Svizzera, 1892, 1898. ³ Media semplice di 13 economie, dati sull'IPC trimestrale. Si verifica un massimo quando il livello dell'IPC supera tutti i livelli precedenti nonché i livelli di almeno i quattro trimestri successivi. I trimestri di massimo dell'IPC sono i seguenti: area dell'euro, 3° trimestre 2008; Australia, 1° trimestre 1997; Canada, 4° trimestre 1993, 3° trimestre 2008; Cina, 1° trimestre 1998, 2° trimestre 2008; Giappone, 4° trimestre 1994, 4° trimestre 1998; Hong Kong SAR, 2° trimestre 1998; Norvegia, 1° trimestre 2003; Nuova Zelanda, 3° trimestre 1998; Singapore, 4° trimestre 1997, 1° trimestre 2001, 4° trimestre 2008; Stati Uniti, 3° trimestre 2008; Sudafrica, 2° trimestre 2003; Svezia, 4° trimestre 1997, 3° trimestre 2008; Svizzera, 2° trimestre 2008.

Fonti: C. Borio e A. Filardo, "Looking back at the international deflation record", *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 15, n. 3, dicembre 2004, pagg. 287-311; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

difficile individuare i picchi nel livello dei prezzi in questo periodo rispetto ai periodi precedenti poiché le recenti deflazioni sono state generalmente assai brevi). Per gli episodi più recenti, i tassi medi di crescita del PIL nei periodi antecedenti e successivi al picco sono stati rispettivamente pari al 3,6 e al 3,1%, discostandosi in modo statisticamente non significativo.

Il secondo importante aspetto delle dinamiche deflative che emerge dall'esperienza storica è la generale assenza di un rischio intrinseco di spirali deflative, che si sono osservate unicamente nel caso della Grande Depressione sotto forma di flessioni pronunciate e persistenti del livello dei prezzi, e non in altri episodi storici. Durante gli episodi del primo anteguerra i cali dei prezzi erano persistenti, ma non pronunciati, con una riduzione cumulata media dell'IPC del 7% circa. Più di recente, gli episodi di deflazione hanno avuto vita assai breve e il livello dei prezzi è calato moderatamente; un'eccezione degna di nota è il Giappone, dove il livello dei prezzi è sceso cumulatamente di circa il 4% dagli ultimi anni novanta fino a poco tempo fa. Le evidenze, in particolare negli ultimi decenni, contrastano con l'idea che le deflazioni comportino pericolose spirali deflative. Inoltre, la minore flessibilità dei salari rispetto a epoche più remote riduce la probabilità di una spirale negativa fra riduzioni dei salari e flessioni dei prezzi.

In terzo luogo, sono state le deflazioni dei prezzi delle attività, piuttosto che quelle dei prezzi in generale, a danneggiare sistematicamente e significativamente l'andamento della macroeconomia^①. In effetti sia la Grande Depressione negli Stati Uniti sia la deflazione giapponese degli anni novanta erano state precedute da un importante crollo delle quotazioni azionarie e, in particolare, dei prezzi degli immobili. Queste osservazioni fanno ritenere che la relazione di causalità valga soprattutto nel caso della deflazione dei prezzi delle attività, la quale porta a una contrazione economica e quindi a maggiore deflazione, anziché nel caso della deflazione generale. Ciò trova riscontro anche nelle traiettorie dei prezzi e del prodotto in termini reali durante il secondo anteguerra (grafico V.D, diagramma centrale), che mostrano come il PIL reale si sia tendenzialmente contratto prima che entrasse in gioco la deflazione.

In quarto luogo, i recenti episodi di deflazione sono spesso andati di pari passo con una crescita dei prezzi delle attività, un'espansione del credito e un vigoroso andamento del prodotto. Si pensi ad esempio agli episodi degli anni novanta e duemila in paesi tanto diversi quanto la Cina e la Norvegia. Vi è il rischio che una politica monetaria accomodante in risposta alle deflazioni buone, volta a portare l'inflazione maggiormente in linea con l'obiettivo, possa involontariamente assecondare l'accumulo di squilibri finanziari. Opporsi alle deflazioni "buone" può, con l'andar del tempo, portare a deflazioni "cattive" laddove gli squilibri finiscano per correggersi in modo disordinato.

^① Per evidenze formali a questo riguardo, cfr. C. Goodhart e B. Hofmann, *House prices and the macroeconomy*, Oxford University Press, 2006, capitolo 5, "Goods and asset price deflations".

in cui si sono andati accumulando squilibri finanziari (Capitolo IV). Altrimenti, a parità di altre condizioni, vi è di fatto il rischio che si creino pressioni deflazionistiche indesiderate più avanti nel tempo, quando il boom si esaurisce e lascia il posto a un crollo. Ciò, insieme alle evidenze di una minore efficacia della politica monetaria, indica che sebbene le recenti pressioni disinflazionistiche meritino un attento monitoraggio, occorre valutare accuratamente i fattori che limitano gli effetti nonché i costi di un ulteriore allentamento monetario.

Normalizzazione delle politiche

In prospettiva la transizione da un grado di accomodamento straordinario a un'impostazione più normale della politica monetaria pone una serie di sfide senza precedenti. Essa richiederà un'abile scelta dei tempi e un'attenta lettura dei fattori economici, finanziari e politici, e sarà quindi difficile assicurare una normalizzazione ordinata. La prospettiva di una transizione accidentata, unitamente ad altri fattori, indica che il rischio predominante è che l'azione delle banche centrali giunga troppo tardi o sia troppo lenta rispetto ai tempi ottimali di uscita.

Le banche centrali delle maggiori economie avanzate si trovano a distanze diverse dalla meta di una normalizzazione della politica monetaria. La Bank of

England mantiene costante da metà 2012 il volume delle attività finanziarie acquistate, mentre la Federal Reserve ha avviato nel 2014 una graduale riduzione degli acquisti su larga scala di titoli in vista di un aumento del tasso ufficiale. Per contro, la Bank of Japan è ancora pienamente impegnata nel suo programma aggressivo di espansione del bilancio, e la BCE ha da poco annunciato operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e ridotto i tassi di riferimento a livelli senza precedenti.

Le banche centrali hanno altresì indicato che il ritmo della normalizzazione sarà calibrato in base al vigore della ripresa e all'evoluzione dei venti contrari legati alla crisi. La Federal Reserve si attende che le dinamiche sfavorevoli nel mercato del lavoro e i problemi di bilancio si esauriranno nei prossimi anni, ma che il tasso di interesse reale compatibile con l'equilibrio macroeconomico (ossia il tasso di interesse naturale) si normalizzerà intorno al 2% soltanto in un arco di tempo più lungo, in parte a causa di un perdurante eccesso di risparmio mondiale. Il Monetary Policy Committee della Bank of England ha affermato che il tasso naturale è attualmente contenuto dalle persistenti tensioni nel sistema finanziario e dal processo di risanamento dei bilanci privati e pubblici. La BCE vede una diversa costellazione di fattori avversi, prevedendo che la riduzione della leva finanziaria delle banche e la frammentazione finanziaria, fra le altre cose, freneranno la ripresa per vari anni. Nel complesso, il divario fra le aspettative correnti dei mercati sui tassi ufficiali e le traiettorie dei tassi implicite nelle regole di Taylor (grafico V.7) potrebbe foggare la percezione delle forze avverse in gioco e della loro persistenza.

È oggi opinione comune che le banche centrali debbano agire con la massima cautela per evitare di compromettere la fragile ripresa. In base a questa opinione, la deflazione comporterebbe costi immani e differire l'uscita anche oltre i tempi ottimali non sarebbe un grosso problema: l'inflazione potrebbe aumentare, ma in tal caso le banche centrali potrebbero recuperare rapidamente il ritardo. Inoltre, sempre in quest'ottica, un'accurata politica di comunicazione, capace di annunciare con congruo anticipo un'eventuale uscita e di chiarire che questa verrebbe attuata con gradualità, contribuirebbe a limitare il rischio di turbative di mercato.

Questa opinione è corroborata da varie osservazioni storiche. La decisione di inasprimento della Federal Reserve nel 1994 generò serie tensioni sui mercati globali, mentre la manovra di uscita del 2004, meglio prevista dal mercato e più graduale, non ha prodotto effetti di tale portata. Inoltre, il ritmo graduale di quest'ultima manovra non si è tradotto in un aumento fuori controllo dell'inflazione. Di fatto, tale manovra è stata in gran parte definita in modo da evitare alcuni degli inconvenienti di quella del 1994.

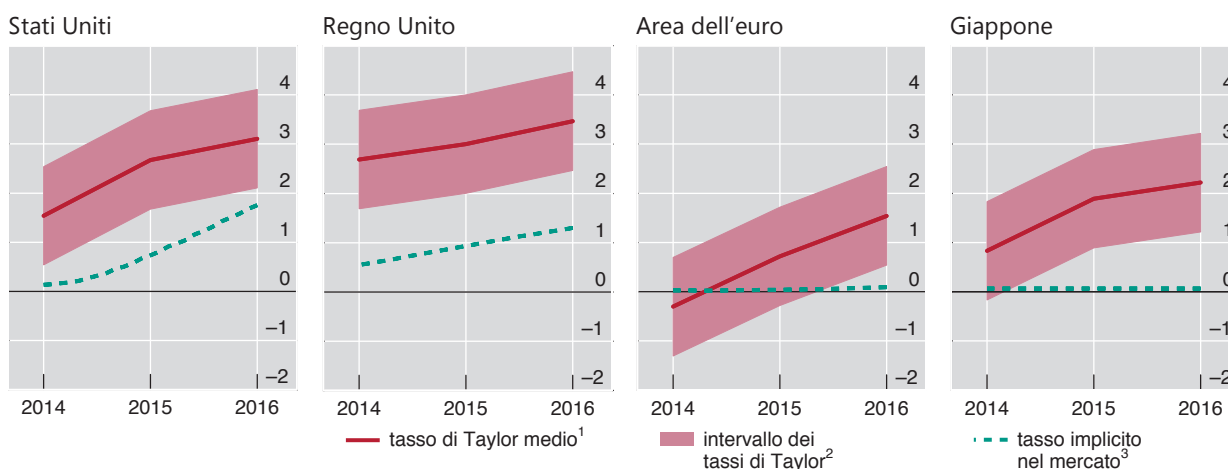
Tuttavia, il ragionamento che sollecita le banche centrali alla prudenza si focalizza sull'inflazione e sul ciclo economico trascurando il ciclo finanziario, ignora l'impatto sulla situazione delle finanze pubbliche e ripone forse una fiducia eccessiva nei poteri della comunicazione. Ciascuno di questi aspetti merita di essere approfondito.

Il predetto ragionamento perde di attrattiva allorché si considera il ciclo finanziario. Si può sostenere che proprio la lentezza della normalizzazione della politica monetaria dopo il 2003 ha favorito i forti boom del credito e dei prezzi degli immobili che hanno portato alla crisi finanziaria. Ad esempio, negli Stati Uniti agli inizi degli anni duemila il ciclo economico aveva segnato una svolta e i corsi delle azioni erano calati, ma la fase ascendente del ciclo finanziario era proseguita (Capitolo IV). Oggi vari sviluppi meritano attenta considerazione: le indicazioni di una corsa al rendimento a livello mondiale (Capitolo II); il rischio di un accumulo di squilibri finanziari in talune aree del mondo (Capitolo IV); e l'elevata sensibilità dell'onere debitorio privato ai tassi di interesse laddove i livelli di indebitamento non sono stati pienamente adeguati in funzione del prodotto (Capitolo IV).

I tassi impliciti nella regola di Taylor segnalano il perdurare di venti contrari

In percentuale

Grafico V.7



¹ Il tasso implicito nella regola di Taylor, i , è calcolato come $\pi^* + r^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$, dove π corrisponde a, per gli Stati Uniti, le proiezioni per il tasso di inflazione basato sull'indice dei prezzi della spesa per consumi personali (al netto di alimentari ed energia); per il Regno Unito, le proiezioni per il tasso di inflazione dei prezzi al consumo; per l'area dell'euro, le proiezioni per il tasso di inflazione basato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo; e per il Giappone, le proiezioni per il tasso di inflazione dei prezzi al consumo (al netto degli alimentari freschi) escludendo gli effetti degli aumenti della tassa sui consumi; dove y è l'output gap stimato dall'FMI per tutte le economie; π^* è l'obiettivo di inflazione; e r^* è il livello di lungo periodo del tasso di interesse reale posto pari al tasso di crescita potenziale (stima dell'FMI). ² Nell'ipotesi di crescita potenziale $\pm 1\%$. ³ Al 13 giugno 2014; per gli Stati Uniti, contratto futures a un mese sul tasso sui federal fund; per l'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito, curve degli overnight indexed swap relativi a, rispettivamente, euro, yen e sterlina.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Un ritmo di normalizzazione molto lento solleva inoltre alcune questioni riguardo agli effetti sulla sostenibilità dei conti pubblici. Uno di questi effetti è indiretto. Se da un lato mantenere i tassi di interesse eccezionalmente bassi per un periodo di tempo eccezionalmente lungo fornisce l'opportunità di consolidare le finanze pubbliche laddove queste sono in situazione critica, dall'altro può facilmente indurre nei governi un falso senso di sicurezza e ritardare così il necessario risanamento.

Un altro effetto è più diretto, ma non molto visibile. Laddove le banche centrali intraprendono acquisti ingenti di debito sovrano o quasi sovrano (finanziati naturalmente con attività a breve termine), esse accorciano la scadenza media delle passività nel bilancio consolidato del settore pubblico, comprendente la banca centrale e il governo. Ciò accresce la sensibilità dell'onere per il servizio del debito a variazioni dei tassi di interesse a breve termine e può inoltre condurre a pressioni politiche sulla banca centrale affinché si astenga dal normalizzare l'orientamento monetario nel momento e al ritmo opportuni, condurre cioè al rischio di dominanza fiscale. Il governo di certo non vedrà di buon occhio un peggioramento della sua posizione di bilancio; in tale contesto, le probabili perdite in cui incorrerà la banca centrale potrebbero mettere a repentaglio la sua capacità di manovra e persino la sua autonomia. Inoltre, i costi delle passività associati ai bilanci dilatati delle banche centrali pongono ulteriori sfide di natura politica. Ad esempio, la remunerazione delle operazioni di assorbimento della liquidità potrebbe beneficiare il settore finanziario, cosa che il pubblico potrebbe ritenere inopportuna. Al riguardo, un'opzione percorribile per comprimere i costi di remunerazione consisterebbe nell'imporre riserve obbligatorie non remunerate.

Infine, la comunicazione ha i suoi limiti. Le banche centrali desiderano comunicare chiaramente per evitare di sorprendere i mercati e generare brusche reazioni dei prezzi. Ma questo sforzo di chiarezza potrebbe infondere più sicurezza di quanto auspicato dalla banca centrale, incoraggiando l'assunzione di rischio. Con l'assottigliarsi dei differenziali di rischio, si rendono necessarie posizioni a effetto di leva sempre maggiore per ottenere rendimenti aggiuntivi. E anche in assenza di leva, gli investitori saranno attratti da attività sempre più rischiose e potenzialmente illiquide. Il processo aumenta quindi la probabilità di un brusco capovolgimento⁶. Inoltre, anche qualora la banca centrale fosse consapevole di questi rischi, essa potrebbe comunque essere molto riluttante ad agire, nel timore di precipitare quell'aggiustamento che stava cercando di evitare. Si può così innescare un circolo vizioso. Qualora maturi la percezione che la banca centrale sia lenta ad agire, potrebbero alla fine essere i mercati a reagire per primi.

Tutto ciò evidenzia come non vada sottostimato il rischio di una normalizzazione troppo tardiva e troppo graduale da parte delle banche centrali. Vi sono incentivi molto forti e fin troppo naturali che spingono in quella direzione. Un altro sintomo di tale predisposizione concerne i programmi di allentamento quantitativo, in virtù dei quali le banche centrali hanno acquistato volumi senza precedenti di titoli a lungo termine per abbassare i premi a termine. Adesso però, all'approssimarsi del momento della normalizzazione, appaiono più esitanti a liquidarli attivamente per timore di destabilizzare i mercati.

⁶ Cfr. S. Morris e H. S. Shin, "Risk-taking channel of monetary policy: a global game approach", paper non pubblicato, Princeton University, 2014.

Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali

In miliardi di dollari USA

Tabella V.1

	Ai tassi di cambio correnti						Per memoria: stock in essere al dicembre 2013
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Mondo	641	819	1 100	941	747	733	11 686
Economie avanzate ¹	61	83	194	269	195	55	2 287
Stati Uniti	4	1	2	0	-2	-2	48
Area dell'euro	-1	-8	13	1	12	1	221
Giappone	55	-7	39	185	-28	9	1 203
Svizzera	0	47	126	54	197	21	489
Asia	410	715	651	424	239	529	5 880
Cina	418	453	448	334	130	510	3 821
Corea	-61	65	22	11	19	19	336
Filippine	3	4	16	12	6	2	74
Hong Kong SAR	30	73	13	17	32	-6	311
India	-20	12	9	-5	-1	6	268
Indonesia	-5	11	29	14	2	-12	93
Malaysia	-10	2	9	27	6	-4	130
Singapore	11	12	38	12	21	14	270
Taipei Cinese	21	56	34	4	18	14	417
Thailandia	23	25	32	0	6	-12	159
America latina ²	42	25	81	97	51	-6	688
Argentina	0	-1	4	-7	-3	-12	25
Brasile	13	39	49	63	19	-13	349
Cile	6	1	2	14	0	0	39
Messico	8	0	21	23	16	15	169
Venezuela	9	-15	-8	-3	0	-4	2
ECO ³	6	13	14	3	15	20	294
Medio Oriente ⁴	150	-29	50	88	148	79	893
Russia	-56	-5	27	8	32	-17	456
Per memoria: esportatori netti di petrolio ⁵	142	-52	117	141	209	79	1 818

¹ Paesi elencati più Australia, Canada, Danimarca, Islanda, Nuova Zelanda, Regno Unito e Svezia. ² Paesi elencati più Colombia e Perù. ³ Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ⁴ Arabia Saudita, Kuwait, Libia e Qatar. ⁵ Algeria, Angola, Kazakistan, Messico, Nigeria, Norvegia, Russia, Venezuela e Medio Oriente.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Datastream; statistiche nazionali.

VI. Il sistema finanziario a un crocevia

A quasi sei anni dal culmine della crisi, il settore finanziario è ancora alle prese con le sue ricadute. Le imprese finanziarie si trovano a un crocevia. Il futuro profilo del settore dipenderà dall'evoluzione dell'atteggiamento verso il rischio implicita nella scelta dei modelli operativi. La rapidità dell'aggiustamento nel settore finanziario sarà essenziale affinché esso torni a essere un catalizzatore della crescita economica.

Le ferite del settore bancario si sono in parte rimarginate, ma il risanamento dei bilanci non è ancora completo. Benché il settore abbia rafforzato la propria situazione patrimoniale aggregata mediante la capitalizzazione di utili, i progressi non sono stati uniformi. Per completare l'opera sarà essenziale una redditività sostenibile. Numerose banche hanno difatti adottato modelli di business più prudenti, potenzialmente in grado di assicurare una maggiore stabilità degli utili, e ridotto l'operatività sui mercati dei capitali.

In prospettiva, l'elevato indebitamento rappresenta la principale fonte di vulnerabilità per le banche. Gli istituti che non hanno proceduto a un aggiustamento dopo la crisi devono fare i conti con le persistenti debolezze di bilancio dovute all'esposizione diretta a prenditori sovraindebitati e all'effetto negativo dell'eccesso di debito sulla ripresa economica (Capitoli III e IV). La situazione è particolarmente acuta in Europa, dove tuttavia le banche hanno intensificato gli sforzi nell'ultimo anno. Le banche nelle economie meno colpite dalla crisi ma in una fase avanzata di espansione finanziaria devono prepararsi a un rallentamento e a un deterioramento delle attività.

Il ruolo delle società finanziarie non bancarie è divenuto più prominente, di pari passo con l'accresciuta importanza che ha assunto l'intermediazione di mercato in seguito al ridimensionamento dell'attività bancaria. I bassi tassi ufficiali e la continua ricerca di rendimento hanno incentivato le emissioni di obbligazioni private, mentre le banche hanno dovuto fare i conti con un persistente svantaggio in termini di costi rispetto alla loro clientela di imprese. I portafogli delle società di asset management sono cresciuti significativamente negli ultimi anni; tali società sono ormai divenute un'importante fonte di credito. Tale evoluzione, unitamente all'elevata concentrazione dimensionale del settore del risparmio gestito, può influenzare le dinamiche dei mercati obbligazionari con implicazioni per il costo e la disponibilità di finanziamento di imprese e famiglie.

Dopo aver passato in rassegna l'andamento del settore finanziario lo scorso anno, il capitolo esamina i cambiamenti strutturali che hanno influenzato i modelli di business, nonché le sfide di breve periodo cui sono confrontate le istituzioni finanziarie, vuoi nell'affrontare le perdite pregresse, vuoi nel rafforzare le difese in vista di una possibile svolta nel ciclo finanziario.

Panoramica delle tendenze

A livello aggregato, il settore finanziario ha compiuto progressi nel superamento della crisi e nell'adeguamento al nuovo contesto economico e regolamentare. Le banche stanno accumulando capitale più rapidamente del previsto e la loro redditività sta migliorando. In alcuni paesi, tuttavia, persistono problemi legati alla qualità degli impieghi e agli utili. Il quadro nel settore assicurativo è simile, con una

crescita generalmente sostenuta dei premi, ma una redditività del capitale proprio (ROE) diseguale tra le varie giurisdizioni.

Settore bancario

Le principali tendenze che hanno caratterizzato il settore bancario sono il rafforzamento delle posizioni patrimoniali e una riduzione delle attività ponderate per il rischio (risk-weighted assets, RWA). Il settore ha compiuto progressi nella ricostituzione della base patrimoniale, principalmente mediante la capitalizzazione di utili favorita da una ripresa della redditività. Questi progressi non sono stati uniformi, tuttavia, poiché alcune banche (specie in Europa) continuano a presentare difficoltà. La riduzione delle RWA ha rispecchiato in alcuni casi un vero e proprio ridimensionamento del bilancio, ma in molti altri è ascrivibile a un calo dei pesi per il rischio medi applicati. Considerati i precedenti di segnalazioni di rischio eccessivamente ottimistiche da parte delle banche, quest'ultimo fattore potrebbe essere sintomatico di vulnerabilità nascoste.

Coefficienti patrimoniali

Le banche in tutto il mondo hanno continuato a rafforzare i coefficienti patrimoniali. Finora i progressi a livello di settore sono stati più rapidi rispetto al ritmo di aumento dei coefficienti minimi implicito nelle disposizioni transitorie di Basilea 3 (riquadro VI.A). Nell'anno fino a metà 2013 le grandi banche con operatività internazionale, in aggregato, avevano innalzato il rapporto medio fra Common Equity Tier 1 (CET1) e attività ponderate per il rischio dall'8,5 al 9,5% (tabella VI.1), portandolo con sei anni di anticipo a un valore ampiamente superiore a quello di riferimento del 7% (CET1 più buffer di conservazione del capitale) fissato per il 2019. Le banche di dimensioni più ridotte e maggiormente orientate al mercato regionale hanno raggiunto lo stesso coefficiente patrimoniale medio, ma partendo dal livello più elevato dell'8,8%. Va sottolineato che questi coefficienti si basano sulle nuove e più stringenti definizioni di capitale idoneo attualmente in fase di introduzione, che entreranno pienamente in vigore solo nel 2022.

Sono anche evidenti progressi per quanto riguarda la riduzione dell'ammanto patrimoniale delle banche in ritardo nell'adeguarsi ai nuovi requisiti. A metà 2013 tale ammanco era di €85,2 miliardi, in calo di €59,6 miliardi rispetto al livello di inizio anno. La riduzione si deve principalmente ai guadagni conseguiti dalle grandi banche con operatività internazionale, che hanno pressoché dimezzato il loro deficit. Per contro, l'ammanto delle banche più piccole è lievemente aumentato, pur rimanendo inferiore alla metà di quello degli istituti di maggiori dimensioni.

Il capitale di qualità migliore (CET1) delle banche è aumentato in rapporto alle attività ponderate per il rischio

Coefficienti di Basilea 3 a regime, valori percentuali

Tabella VI.1

	2009	2011		2012		2013
	31 dic.	30 giu.	31 dic.	30 giu.	31 dic.	30 giu.
Grandi banche con operatività internazionale	5,7	7,1	7,7	8,5	9,2	9,5
Altre banche	7,8	8,8	8,7	8,8	9,4	9,5

Fonte: Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria.

La riforma della regolamentazione: novità e attuazione

Al fine di ridurre al minimo i costi di transizione, l'attuazione dei nuovi standard patrimoniali sarà realizzata progressivamente nell'arco di più anni (tabella VI.A). Il coefficiente minimo dell'8% stabilito per il rapporto fra patrimonio totale e attività ponderate per il rischio (RWA) è già integralmente in vigore, ma gli indici che si basano sul patrimonio di qualità più elevata (Common Equity Tier 1 o CET1 e Tier 1 complessivo) entreranno a regime nel 2015. Il nuovo buffer di conservazione del capitale e il requisito patrimoniale addizionale per le banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB), entrambi definiti in termini di CET1/RWA, diventeranno pienamente vincolanti nel 2019.

Tempistica di attuazione degli standard patrimoniali di Basilea 3¹

Tabella VI.A

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CET1/RWA						
Minimo	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Più buffer:						
conservazione del capitale			0,625	1,25	1,875	2,5
G-SIB ²			0,625	1,25	1,875	2,5
Tier 1						
Minimo (in rapporto alle RWA)	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Indice di leva finanziaria (in rapporto alla misura dell'esposizione)	Osservazione	Informativa pubblica			Migrazione al primo pilastro	

¹ Le voci in grassetto indicano il valore a regime (in termini di coefficiente patrimoniale) di ciascuno standard. Le corrispondenti definizioni di patrimonio idoneo entrano pienamente in vigore nel 2022. ² Si riferisce al buffer massimo applicabile.

Lo scorso anno il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha realizzato progressi riguardo a due elementi fondamentali del programma post-crisi di riforme regolamentari. Il primo consiste nei requisiti minimi di liquidità. L'indicatore di breve termine (liquidity coverage ratio, LCR) era stato pubblicato nel gennaio 2013 e la definizione di attività liquide di elevata qualità (HQLA) è stata ultimata un anno dopo. All'interno della nuova definizione è dato maggiore spazio alle linee di liquidità irrevocabili (committed liquidity facilities, CLF) offerte dalle banche centrali. Il riconoscimento delle CLF ai fini dell'LCR è ora consentito per tutte le giurisdizioni, nel rispetto di una serie di condizioni e limiti. Tali restrizioni intendono limitare l'impiego di CLF in tempi normali, incoraggiando le banche ad autoassicurarsi contro gli shock di liquidità, ma possono essere allentate nelle fasi di tensione, quando potrebbe altrimenti verificarsi un deficit dell'offerta di HQLA. Il Comitato ha inoltre sollecitato osservazioni in merito all'indicatore strutturale (net stable funding ratio, NSFR), l'altro standard di liquidità.

Un altro importante elemento completato nel gennaio 2014 è la definizione del denominatore dell'indice di leva finanziaria (leverage ratio) di Basilea 3, che consiste in un semplice rapporto fra il patrimonio di una banca e le sue esposizioni totali a integrazione dei requisiti patrimoniali basati sul rischio. La misura dell'esposizione rappresenta un passo avanti sotto due aspetti. In primo luogo, è universale, poiché supera le differenze nella rilevazione delle esposizioni fuori bilancio, compresi i derivati, dovute all'applicazione di criteri contabili diversi. La sua definizione si basa su prassi prudenziali consolidate e consente un elevato grado di comparabilità fra giurisdizioni. In secondo luogo, la misura adottata è esaustiva, poiché garantisce un'adeguata rilevazione delle fonti di leva finanziaria sia in bilancio sia fuori bilancio. Di conseguenza, i requisiti in termini di patrimonio richiesto a fronte di un'unità di esposizione saranno più severi dei requisiti impliciti in altri indici simili già adottati in alcune giurisdizioni. I primi riscontri indicano che, in media, la misura dell'esposizione supera di circa il 15-20% la corrispondente misura delle attività totali. A partire dal 2015 le banche saranno tenute a pubblicare l'indice, con l'obiettivo di trasformarlo in requisito minimo nell'ambito del primo pilastro entro il 2018, dopo la sua calibrazione definitiva.

A titolo di confronto, nel 2013 i due gruppi di banche hanno registrato profitti annui aggregati (al netto delle imposte e al lordo delle distribuzioni) di €482 miliardi, oltre quattro volte l'importo dell'ammancio patrimoniale.

L'incremento dei coefficienti patrimoniali si deve soprattutto all'aumento del capitale. Il grafico VI.1 (diagramma di sinistra), utilizzando dati tratti dai bilanci di esercizio pubblicati, presenta una scomposizione delle variazioni del rapporto tra common equity e attività ponderate per il rischio. Gli incrementi del patrimonio idoneo (diagramma di sinistra, segmenti gialli delle barre) hanno fornito in assoluto il contributo maggiore, in particolare per le banche nelle economie emergenti (EME) e per le istituzioni con rilevanza sistemica (non riportate).

L'accantonamento di utili ha avuto un ruolo centrale nel processo di ricapitalizzazione (grafico VI.1, diagramma di destra). A livello aggregato, gli utili non distribuiti sono stati all'origine di 2,8 dei 4,1 punti percentuali di aumento del rapporto tra capitale e RWA tra il 2009 e il 2013. Specularmente, la quota di utili distribuiti sotto forma di dividendi è diminuita di quasi 13 punti percentuali, al 33%. Le banche delle economie avanzate hanno ridotto tale quota di oltre 12 punti percentuali. Negli Stati Uniti, il calo del rapporto di distribuzione delle banche ha contrastato con il comportamento delle agenzie di emanazione governativa, le principali sottoscrittrici di mutui ipotecari. Queste istituzioni, a controllo pubblico, hanno distribuito i profitti al Tesoro statunitense, mantenendo riserve patrimoniali modeste.

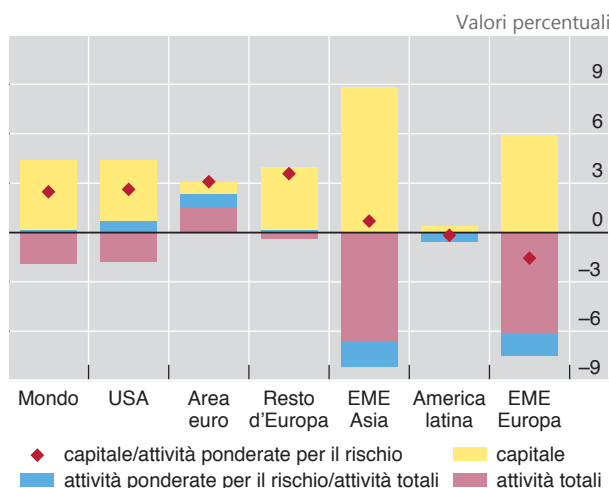
Considerato il contributo che ha sinora fornito all'aumento del patrimonio, la stabilità dei profitti sarà fondamentale per la resilienza del settore bancario nel futuro prossimo. In media, i profitti hanno continuato a recuperare terreno dai

La ricapitalizzazione accresce i coefficienti patrimoniali regolamentari delle banche¹

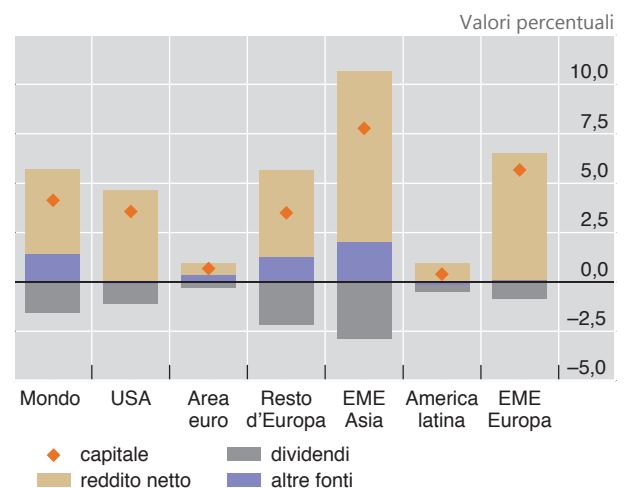
Variazioni tra fine 2009 e fine 2013

Grafico VI.1

Determinanti dei coefficienti patrimoniali



Fonti di capitale



¹ Il grafico scompone la variazione del rapporto fra common equity e attività ponderate per il rischio (diagramma di sinistra) e la variazione percentuale del common equity (diagramma di destra) nelle rispettive componenti additive. Le variazioni complessive sono indicate dai rombi. Il contributo di ciascuna componente è rappresentato dall'altezza del segmento corrispondente. Un contributo negativo indica che la componente ha avuto un effetto depressivo. Tutti i dati sono medie ponderate in base alle attività totali di fine 2013.

Fonti: B. Cohen e M. Scatigna, "Banks and capital requirements: channels of adjustment", *BIS Working Papers*, n. 443, marzo 2014; Bankscope; Bloomberg.

minimi della crisi, ma la loro ripresa è rimasta eterogenea a livello internazionale (tabella VI.2).

Al di fuori dell'area dell'euro, gli utili al lordo d'imposta delle banche sono aumentati lo scorso anno, pur rimanendo generalmente inferiori alle medie pre-crisi. Il contributo dei margini di interesse è stato inferiore agli anni precedenti: tali margini sono infatti rimasti perlopiù invariati a livello mondiale, e in alcuni casi, ad esempio negli Stati Uniti, sono persino diminuiti. Il contributo più elevato è provenuto dalla riduzione dei costi. Gli accantonamenti per perdite su crediti sono diminuiti nella maggioranza dei paesi, di riflesso alla ripresa economica e ai progressi compiuti nel riconoscimento delle perdite.

Nell'area dell'euro la situazione è alquanto diversa. I profitti sono rimasti bassi. Le tensioni legate al debito sovrano hanno continuato a incidere sulla qualità degli impieghi e il ristagno dell'economia ha compresso i ricavi. In vista della verifica della qualità degli attivi che la BCE condurrà nel corso di quest'anno, le banche si stanno impegnando più attivamente per risanare i propri bilanci, come attesta il recente aumento del tasso di cancellazione dei crediti.

I recenti sviluppi nel settore bancario cinese illustrano i benefici dell'accantonamento di utili quale riserva precauzionale a fronte delle perdite. Con l'indebolirsi della crescita economica in Cina, i prenditori di fondi in questo paese hanno dovuto affrontare difficoltà finanziarie e il volume dei prestiti problematici è lievitato.

Redditività delle maggiori banche

In percentuale delle attività totali¹

Tabella VI.2

Paese ²	Utile lordo di imposta			Margine di interesse netto			Accantonamenti per perdite su crediti			Costi operativi ³		
	2000-07	2008-12	2013	2000-07	2008-12	2013	2000-07	2008-12	2013	2000-07	2008-12	2013
Australia (4)	1,58	1,09	1,28	1,96	1,81	1,79	0,19	0,30	0,17	1,99	1,20	1,11
Canada (6)	1,03	0,85	1,06	1,74	1,58	1,65	0,24	0,25	0,17	2,73	1,85	1,78
Francia (4)	0,66	0,27	0,32	0,81	0,95	0,92	0,13	0,24	0,21	1,60	1,09	1,16
Germania (4)	0,26	0,06	0,10	0,68	0,81	0,99	0,18	0,16	0,18	1,38	1,15	1,55
Giappone (5)	0,21	0,40	0,68	1,03	0,89	0,77	0,56	0,19	0,02	0,99 ⁴	0,73 ⁴	0,60 ⁴
Italia (3)	0,83	-0,04	-1,22	1,69	1,82	1,58	0,40	0,67	1,43	2,27	1,79	1,84
Regno Unito (6)	1,09	0,19	0,23	1,75	1,12	1,12	0,31	0,54	0,36	2,02	1,27	1,55
Spagna (3)	1,29	0,77	0,50	2,04	2,32	2,32	0,37	0,94	0,96	2,29	1,61	1,75
Stati Uniti (9)	1,74	0,53	1,24	2,71	2,49	2,32	0,45	1,06	0,21	3,58	3,01	3,03
Svezia (4)	0,92	0,58	0,77	1,25	0,93	0,98	0,05	0,16	0,08	1,34	0,87	0,84
Svizzera (3)	0,52	-0,03	0,36	0,64	0,54	0,61	0,05	0,05	0,01	2,39	1,86	1,90
Brasile (3)	2,23	1,58	1,62	6,56	4,71	3,55	1,24	1,43	1,07	6,21	3,69	3,28
Cina (4) ⁵	1,62	1,61	1,86	2,74	2,34	2,38	0,31	0,29	0,25	1,12	1,02	1,01
India (3) ⁶	1,26	1,37	1,41	2,67	2,46	2,82	0,88	0,50	0,57	2,48	2,47	2,36
Russia (3)	3,03	1,64	2,04	4,86	4,56	4,15	0,87	1,59	0,80	4,95	2,73	2,68

¹ I valori relativi a periodi pluriennali sono medie semplici. ² Fra parentesi è riportato il numero di banche considerate nel 2013. ³ Costi per il personale e altri costi operativi. ⁴ Al netto dei costi per il personale. ⁵ La rilevazione inizia nel 2007. ⁶ La rilevazione inizia nel 2002.

Fonti: Bankscope; elaborazioni BRI.

Attingendo alle loro riserve, tuttavia, le cinque maggiori banche cinesi sono state in grado nel 2013 di assorbire un volume di perdite su crediti doppio rispetto all'anno precedente, hanno conseguito profitti consistenti e mantenuto coefficienti patrimoniali elevati.

L'attività di investment banking ha prodotto risultati contrastanti. I ricavi dai servizi di consulenza per operazioni di fusione e acquisizione e dall'attività di sottoscrizione titoli sono aumentati, sostenuti dalle emissioni molto vigorose di obbligazioni societarie. Per contro, la negoziazione di prodotti a reddito fisso e di materie prime sul mercato secondario si è indebolita, spingendo al ribasso i corrispondenti ricavi. Unitamente a un inasprimento dell'attività di vigilanza, ciò ha indotto diversi grandi operatori del mercato dei capitali a ridimensionare la propria attività di negoziazione. Anche il rischio legale è entrato in gioco: negli ultimi anni l'intensificarsi delle indagini pubbliche sulla manipolazione di benchmark di mercato ha dato luogo a multe molto ingenti.

Attività ponderate per il rischio

Il secondo fattore alla base del miglioramento dei coefficienti patrimoniali delle banche è stata la riduzione del denominatore, le attività ponderate per il rischio (grafico VI.1, diagramma di sinistra), che può riflettere il ridimensionamento dell'attivo totale (segmenti magenta) oppure una diminuzione delle RWA rispetto alle attività totali (segmenti blu). La maggior parte delle banche è cresciuta per dimensioni di bilancio, ma ha ridotto il peso medio per il rischio dei portafogli di attività. Nelle economie avanzate il calo del rapporto tra RWA e attività totali ha contribuito per 0,7 punti all'incremento medio di 3 punti percentuali dei coefficienti patrimoniali. Le banche dell'area dell'euro rappresentano un'eccezione, avendo ridotto anche i propri bilanci.

Il peso medio per il rischio dei portafogli bancari è di fatto in calo dal 2007. Nonostante la Grande Recessione e la debole ripresa, i rapporti tra RWA e attività totali risultavano diminuiti di circa il 20% nel 2013 rispetto a sei anni prima. Secondo gli osservatori di mercato, ciò non sarebbe dovuto solo a un'effettiva riduzione della rischiosità degli impieghi; le banche avrebbero ridefinito i modelli di rischio al fine di ridurre i coefficienti patrimoniali, sottovalutando il rischio e fornendo valutazioni ottimistiche delle attività. Questo spiegherebbe in parte il persistente sconto al quale le azioni delle banche quotano rispetto al valore contabile del loro patrimonio netto (grafico VI.8, diagramma di sinistra). Tale timore è accentuato dall'osservazione di una sensibile variazione fra i pesi per il rischio applicati ad attività simili da banche diverse.

In base alle fonti di mercato e a studi condotti dalle autorità di vigilanza, la dispersione delle RWA segnalate è difficilmente giustificabile alla luce delle esposizioni al rischio sottostanti. Essa è generalmente maggiore per le posizioni più complesse. Un'analisi mirata dei portafogli di prestiti e di quelli di negoziazione rileva che ciò dipende sia dalle prassi di vigilanza sia dalle scelte delle singole banche¹. Le diverse prassi riflettono gli elementi di discrezionalità previsti dagli standard di Basilea e, in taluni casi, anche scostamenti dagli standard stessi. Tra gli esempi figurano l'applicazione di soglie minime di patrimonio e l'utilizzo parziale del metodo standardizzato (non basato su modelli), come nel caso delle esposizioni creditizie verso soggetti sovrani (riquadro VI.B). Le stime di rischio ricavate dai modelli interni sulla base di campioni limitati di dati, unitamente all'ampia variazione

¹ Cfr. CBVB, *Regulatory Consistency Assessment Programme – second report on risk-weighted assets for market risk in the trading book*, dicembre 2013; e CBVB, *Regulatory Consistency Assessment Programme – analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book*, luglio 2013.

Trattamento prudenziale delle esposizioni delle banche nei confronti di soggetti sovrani

La sensibilità al rischio costituisce il fulcro dello schema di regolamentazione prudenziale del patrimonio. Basilea 2 e Basilea 3 prescrivono requisiti patrimoniali minimi commisurati con il rischio di credito associato all'insieme delle esposizioni. La sensibilità al rischio si applica anche alle esposizioni verso soggetti sovrani.

Lo standard più rilevante per le banche con operatività internazionale è il metodo basato sui rating interni (IRB)^①. Esso prevede che venga effettuata una *differenziazione significativa* del rischio, richiedendo alle banche di valutare il rischio di credito dei singoli soggetti sovrani utilizzando una scala di rating dettagliata. Lo schema di Basilea si fonda sul presupposto che il sistema IRB sia impiegato nell'insieme di un gruppo bancario e per tutte le classi di attività. Le autorità nazionali di vigilanza, tuttavia, possono consentire alle banche di optare per un'applicazione graduale del metodo all'intero gruppo bancario e, unicamente per le esposizioni non significative in termini sia di dimensioni sia di rischio, di mantenere a tempo indeterminato il metodo standardizzato basato sui rating esterni.

Il metodo standardizzato prescrive di norma l'applicazione di pesi per il rischio positivi a tutte le esposizioni, fatta eccezione per quelle con merito di credito più elevato (da AAA ad AA). Ad esempio, assegna un peso del 20% alle esposizioni verso prenditori quotati A e del 100% a quelli quotati B. Le autorità nazionali di vigilanza, tuttavia, hanno la facoltà discrezionale di fissare un peso per il rischio inferiore per le esposizioni verso soggetti sovrani denominate e finanziate nella corrispondente moneta nazionale. Di conseguenza, sussiste una notevole variazione nei pesi applicati a tali esposizioni dalle grandi banche internazionali, comprese quelle di rilevanza sistemica globale. Proprio questa variazione costituisce un'importante determinante della variabilità complessiva delle attività ponderate per il rischio riscontrata fra le banche.

In genere i dati sulle valutazioni del rischio effettuate dalle singole banche non sono disponibili al di fuori della sfera delle autorità di vigilanza. Un'eccezione degna di nota è la lodevole iniziativa di trasparenza assunta dall'Autorità bancaria europea, che prevede la pubblicazione da parte delle grandi banche europee dei pesi per il rischio e delle esposizioni totali relativi alle diverse categorie di attività. Le informazioni pubblicate rivelano la presenza di un'ampia gamma di prassi diverse e una generale tendenza ad assegnare un peso inferiore alle esposizioni verso il soggetto sovrano del paese di origine.

Nel complesso, le banche assegnano un peso per il rischio pari a zero a oltre la metà del debito sovrano detenuto. Ciò è particolarmente vero per i portafogli cui applicano il metodo standardizzato, che includono la maggior parte delle esposizioni sovrane, ma anche per alcuni portafogli sottoposti al metodo IRB. È interessante notare che la tendenza a impiegare il metodo standardizzato, potenzialmente più permissivo, non è collegata alla capitalizzazione della banca, ma cresce all'aumentare della rischiosità percepita del prenditore. In particolare, nella stragrande maggioranza dei casi le esposizioni verso i soggetti sovrani dei paesi periferici dell'area dell'euro tendono a essere ponderate in base al metodo standardizzato e a ricevere così un peso pari a zero. Ciò accade in particolar modo nel caso delle banche che presentano esposizioni sovrane superiori al 10% del loro patrimonio.

Le banche attribuiscono al soggetto sovrano del loro paese di origine un peso per il rischio notevolmente inferiore rispetto alle banche di altri paesi. Questo trattamento preferenziale (home bias) risulta particolarmente pronunciato nel caso delle banche portoghesi, spagnole e irlandesi, e leggermente meno marcato in quello delle banche francesi, britanniche e austriache.

^① Per un approfondimento, cfr. il riquadro "Il trattamento del rischio sovrano nello schema di regolamentazione patrimoniale di Basilea" all'interno del capitolo "I tassi bassi stimolano i mercati creditizi mentre le banche perdono terreno", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2013.

nella valutazione delle posizioni di negoziazione, contribuiscono alla dispersione delle RWA. L'effetto combinato di queste differenti prassi suggerisce la possibilità che vi siano incoerenze nelle valutazioni dei rischi, e quindi nei coefficienti regolamentari.

Si pone pertanto la questione di quale sia la risposta ufficiale appropriata di fronte alla necessità di migliorare l'attendibilità e la comparabilità delle RWA (Capitolo V della *Relazione annuale* dello scorso anno). Il metodo basato sui rating interni (metodo IRB) dovrebbe rimanere un elemento fondamentale dell'impianto

regolamentare, poiché stabilisce un legame essenziale con il processo decisionale delle banche e consente una naturale e auspicabile diversità di valutazione del rischio tra le banche. Ciò che occorre è stringere il legame con una misura oggettiva dei rischi sottostanti e migliorare i presidi prudenziali. Da una parte, l'introduzione dell'indice di leva finanziaria (leverage ratio) offre a un tempo una forma di tutela da valutazioni eccessivamente ottimistiche dei rischi e un'utile prospettiva complementare sulla solvibilità di una banca. D'altra parte, le iniziative in corso per comprendere le cause della variazione indesiderata nelle RWA evidenziano la necessità di garantire un rigoroso processo di convalida dei modelli delle banche da parte delle autorità di vigilanza e di migliorare la coerenza tra le diverse giurisdizioni. Inoltre, altre misure, come l'imposizione di vincoli più stringenti sulle ipotesi dei modelli e l'introduzione di un'informativa pubblica maggiore su tali ipotesi, possono parimenti migliorare la confrontabilità delle RWA. Queste opzioni sarebbero preferibili all'imposizione di un modello regolamentare unico, come ad esempio un insieme comune di pesi per il rischio, che potrebbe favorire comportamenti imitativi e una concentrazione del rischio.

Settore assicurativo

Le società assicurative, al pari delle banche, si stanno riprendendo dalla crisi. Quest'ultima ha colpito le parti centrali dell'attività delle compagnie di assicurazione, provocando una marcata diminuzione del valore dei loro investimenti e un calo della crescita dei premi. Le società che hanno venduto protezione mediante derivati su crediti hanno parimenti subito perdite. La ripresa della crescita dei premi e del capitale è stata in parte diversa nel ramo vita e nel ramo danni, e riflette la composizione iniziale dell'attivo delle imprese.

Le compagnie di assicurazione del ramo danni hanno assorbito la riduzione di valore dell'attivo dovuta alla crisi grazie alle ampie riserve patrimoniali. Attualmente, stanno ricostituendo tali riserve attraverso l'aumento dei premi, che nella maggior parte dei mercati sono tornati a salire negli ultimi due o tre anni (tabella VI.3). La redditività della gestione tecnica in termini di combined ratio (indicatore che rapporta

Redditività del settore assicurativo

In percentuale delle attività totali

Tabella VI.3

	<i>Ramo danni</i>						<i>Ramo vita</i>					
	Crescita dei premi			Rendimento degli investimenti			Crescita dei premi			Rendimento degli investimenti		
	2008	2010	2013	2008	2010	2013	2008	2010	2013	2008	2010	2013
Australia	4,5	5,1	7,1	7,4	6,7	5,0	-11,1	2,4	12,1
Francia	2,0	4,4	2,3	2,7	2,8	2,1	-8,5	5,0	-5,5 ¹	-1,1	7,4	5,1
Germania	1,0	-3,4	3,9	4,0	3,3	2,9	1,0	7,1	1,0 ¹	1,3	4,6	5,4
Giappone	-4,1	-0,1	2,8	1,3	1,0	1,0	2,8	3,8	2,2
Paesi Bassi	8,4	4,5	1,3 ¹	4,0	3,4	2,9 ¹	-0,1	-11,5	-13,4 ¹	-2,0	0,7	6,5
Regno Unito	8,7	0,9	-2,0	6,2	3,7	3,1	-29,2	-4,7	5,2
Stati Uniti	-0,6	-0,5	4,4	4,3	3,6	3,2	2,4	13,6	4,3	11,9	13,8	7,6

¹ Dati del 2012.

Fonti: Swiss Re, database *sigma*; autorità nazionali di vigilanza.

il costo dei sinistri e le spese di gestione ai premi) è parimenti in miglioramento, nonostante i picchi di spesa per sinistri dovuti a catastrofi naturali. Il settore della riassicurazione ha anch'esso rafforzato la base patrimoniale, avvalendosi di fonti alternative di capitale. Il mercato delle obbligazioni catastrofali, duramente colpito all'indomani della crisi, ha segnato una ripresa dopo il 2010 e le emissioni sono in aumento. La crescita dei premi nelle EME è rimasta sostenuta, spinta in molti paesi dall'espansione economica, e sta restringendo l'ampio divario di penetrazione dei prodotti assicurativi rispetto ai mercati maturi.

In confronto al ramo danni, la ripresa nel ramo vita è stata meno robusta. Gli assicuratori in questo segmento sono stati maggiormente penalizzati durante la crisi a causa della concomitanza di perdite legate alle garanzie insite nei loro prodotti e di un aumento del valore delle passività dovuto al calo dei tassi di interesse. Sebbene i premi incassati si stiano riprendendo dal pronunciato calo subito durante la crisi, la loro crescita è ancora inferiore a quella degli oneri per sinistri e dei riscatti.

La crescita dei premi ha controbilanciato i modesti risultati della gestione finanziaria. I bassi rendimenti delle obbligazioni di alta qualità, una categoria fondamentale di attività per gli assicuratori, continuano a frenare i ricavi da investimenti. Il ROE ha recuperato terreno dal minimo segnato durante la crisi, ma rimane inferiore alla media storica. Le prospettive modeste di crescita e i bassi rendimenti di altre categorie di attività hanno indotto una ricerca di rendimento da parte delle compagnie di assicurazione, alimentando la domanda di titoli più rischiosi (Capitolo II).

I cambiamenti intervenuti nella regolamentazione inaspriscono i requisiti patrimoniali degli assicuratori e impongono vincoli più stringenti per la valutazione delle attività e delle passività a lungo termine. Essi dovrebbero pertanto accrescere la resilienza del settore a shock avversi, nonché l'interesse delle compagnie di assicurazione per i titoli a reddito fisso con flussi di pagamento regolari, tra cui le obbligazioni societarie.

In prospettiva, gli assicuratori, in particolare quelli del ramo vita, sono esposti al rischio di tasso di interesse. L'offerta limitata di attività investibili a lunga scadenza amplifica tale rischio, accentuando il disallineamento in termini di durata media finanziaria tra attività e passività. Da questo punto di vista, i derivati possono fornire un'efficace copertura e gli assicuratori beneficerebbero delle riforme dell'infrastruttura del mercato over-the-counter, che dovrebbero ridurre il rischio di controparte. Ma il rischio di interesse deriva anche dalle garanzie e da altri elementi opzionali incorporati nei prodotti di assicurazione vita con caratteristiche di investimento. Tale rischio è complesso, più difficile da prevedere e da coprire. In questo caso, le riserve di capitale rappresentano una linea di difesa migliore.

Credito bancario e finanziamento sul mercato dei capitali

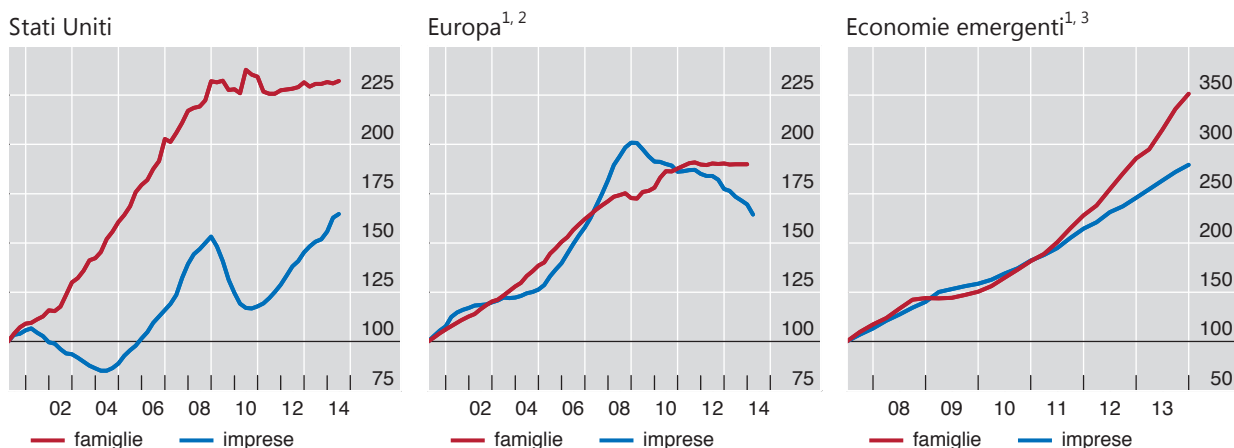
La crisi e le sue conseguenze hanno arrestato la crescita tendenziale dei finanziamenti intermediati dalle banche. Nelle economie avanzate più colpite, il credito bancario alle imprese ha perso terreno a favore delle forme di finanziamento di mercato. Nelle economie emergenti sono cresciute entrambe le fonti di raccolta, ma quella basata sul mercato lo ha fatto a un ritmo più sostenuto.

Nel periodo immediatamente successivo alla crisi, le banche nelle economie più colpite hanno ridotto l'erogazione di credito al fine di risanare i propri bilanci (grafico VI.2, diagrammi di sinistra e centrale). Successivamente il credito erogato alle famiglie da questi intermediari è rimasto stabile, mentre quello concesso alle imprese è diminuito, soprattutto in Europa. Il ristagno della crescita del credito si spiega in parte con la domanda limitata di prestiti di famiglie eccessivamente indebitate e con la fiacchezza della ripresa economica. Ma vi hanno contribuito

Tendenze divergenti del credito bancario

Periodo iniziale = 100, valori nominali

Grafico VI.2



¹ Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ² Area dell'euro e Regno Unito. ³ Argentina, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Messico, Polonia e Russia.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali; stime BRI.

anche fattori dal lato dell'offerta: le banche con bilanci deboli sono state più restie a espandere gli impieghi (grafico VI.3, diagramma di sinistra).

Per contro, il credito bancario è stato vigoroso nei mercati emergenti (grafico VI.2, diagramma di destra). Particolarmente sostenuta è stata la crescita del credito alle famiglie, favorita dai bassi tassi di interesse e dai capitali in fuga dalle economie colpite dalla crisi.

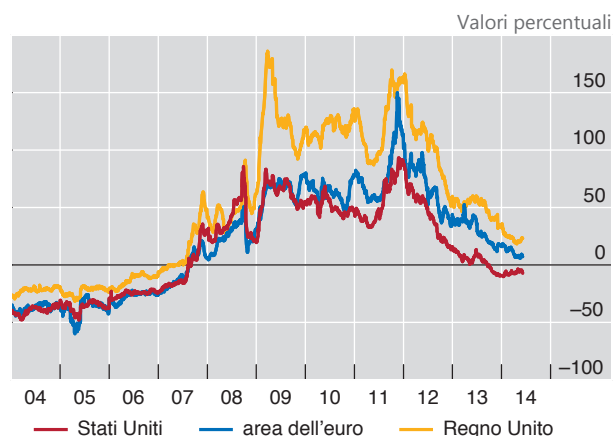
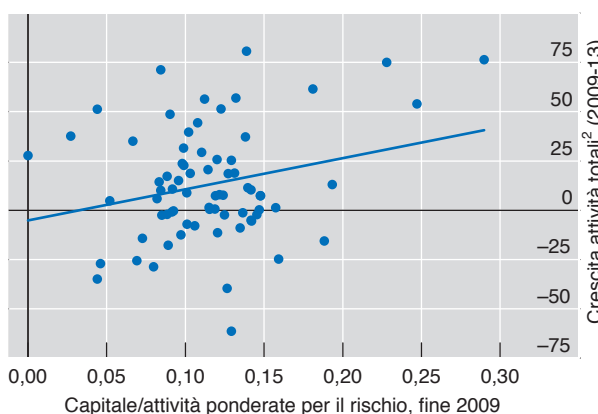
Sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti le imprese si sono finanziate in misura crescente sui mercati obbligazionari, incontrando una forte domanda

Ostacoli al credito bancario

Grafico VI.3

Carenze patrimoniali¹

Costo della raccolta³



¹ Campione di 71 banche in 16 economie avanzate. La relazione positiva riportata concorda con l'analisi di regressione di Cohen e Scatigna (2014). ² In moneta locale. ³ Differenziale corretto per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) di un sottoindice bancario, meno differenziale corrispondente di un sottoindice di imprese non finanziarie, diviso per il differenziale del sottoindice di imprese non finanziarie. I sottoindici comprendono le attività in moneta locale.

Fonti: B. Cohen e M. Scatigna, "Banks and capital requirements: channels of adjustment", *BIS Working Papers*, n. 443, marzo 2014; Bank of America Merrill Lynch; Bankscope; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

degli investitori. Le società di asset management, alla ricerca di rendimento, hanno infatti fornito finanziamenti a tassi molto interessanti, che le banche non sono state in grado di eguagliare. Di fatto, gli attuali costi di finanziamento delle banche sono superiori a quelli delle imprese (grafico VI.3, diagramma di destra). Questo svantaggio di costo è probabilmente destinato a persistere fintantoché perdureranno timori per la solidità delle banche (si veda oltre).

La ricerca di rendimento da parte degli investitori ha inoltre influito sugli standard creditizi. Le emissioni di strumenti di qualità inferiore sono impennate (Capitolo II). Ne sono un esempio i titoli sovrani dei paesi periferici dell'area dell'euro e gli strumenti di debito bancario ibrido.

Aggiustamenti strutturali nel settore finanziario

La crisi ha prodotto un impatto duraturo sugli intermediari finanziari in tutto il mondo. Costrette da esigenze di redditività, spinte da cambiamenti del quadro regolamentare (riquadro VI.A) e motivate dai segnali del mercato, numerose banche hanno ridefinito il proprio mix operativo. Parallelamente, il settore del risparmio gestito è cresciuto, consolidando la propria posizione nel finanziamento degli investimenti. Tutto ciò ha modificato il panorama finanziario nazionale e internazionale.

Cambiamenti nei modelli di business

Dall'analisi dei bilanci delle singole banche emergono tre modelli operativi che possono essere utilmente impiegati per classificare un campione di grandi banche a livello mondiale². Due di essi differiscono principalmente per le modalità di provvista: le banche che perseguono il modello "retail" ottengono gran parte della loro raccolta da depositanti al dettaglio ed effettuano principalmente attività basilari di intermediazione, in particolare l'erogazione di prestiti. Le banche "wholesale" detengono anch'esse un'ampia quota dell'attivo sotto forma di prestiti, ma attingono una parte significativa della loro provvista dal mercato del finanziamento all'ingrosso. Infine, le banche "trading" sono particolarmente attive nei mercati dei capitali. Esse hanno una quota solo modesta di prestiti in bilancio, effettuano una consistente attività di negoziazione e di investment banking, e si finanziano principalmente sui mercati obbligazionari e interbancari.

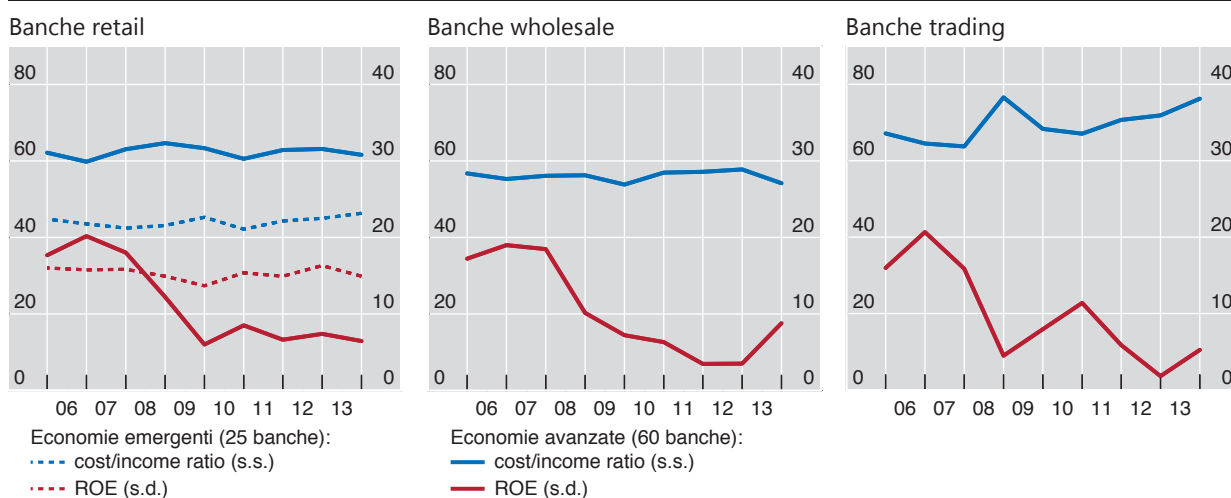
I risultati reddituali e l'efficienza di questi tre modelli di business sono significativamente variati negli ultimi sette anni (grafico VI.4). Lo scoppio della crisi ha fatto precipitare il ROE di tutti questi modelli nelle economie avanzate (linee rosse). Mentre per le banche retail il ROE si è stabilizzato dopo il 2009, per le banche trading e per quelle wholesale ha invece subito drastiche oscillazioni. La situazione è qualitativamente simile in termini di redditività dell'attivo (return on assets, ROA), una misura alternativa che sostanzialmente non risente della leva finanziaria. Per le banche trading, la cui performance è stata peraltro deludente, l'elevata remunerazione del personale ha gonfiato i cost/income ratio, che sono risultati sistematicamente superiori a quelli del resto del settore (linee blu). Le banche con sede nelle EME, che avevano prevalentemente adottato un modello retail e che erano rimaste perlopiù immuni alla crisi, hanno conseguito una

² Per la descrizione di una metodologia che permette di individuare un certo numero di modelli operativi e assegnare a ciascuno di essi le banche del campione, cfr. R. Ayadi, E. Arbak e W. De Groen, *Regulation of European banks and business models: towards a new paradigm?*, Centre for European Policy Studies, 2012.

Efficienza e stabilità degli utili vanno di pari passo

Valori percentuali

Grafico VI.4



Fonti: Bankscope; stime BRI.

performance stabile favorite da una maggiore efficienza in termini di costi rispetto alle loro omologhe delle economie avanzate.

Dopo la crisi molte banche hanno adeguato le proprie strategie, in linea con la performance relativa dei vari modelli operativi (tabella VI.4). Nel campione in esame, un terzo degli istituti di credito che all'inizio della crisi finanziaria nel 2007 rientrava nelle categorie wholesale o trading (19 su 54) era passato al modello retail nel 2012. Nello stesso periodo, invece, poche banche sono passate dal modello retail a un altro modello di business (tre su 38), a conferma della relativa attrattività

Modelli di business: l'attività bancaria tradizionale riacquista popolarità

Numero di banche¹

Tabella VI.4

		Modello di business nel 2007			Totale
		Retail	Wholesale	Trading	
Modello di business nel 2005	Retail	34	10	3	47
	Wholesale	1	23	0	24
	Trading	3	1	17	21
Totale		38	34	20	92
		Modello di business nel 2013			Totale
		Retail	Wholesale	Trading	
Modello di business nel 2007	Retail	35	3	0	38
	Wholesale	14	18	2	34
	Trading	5	2	13	20
Totale		54	23	15	92

¹ Le voci in corsivo indicano il numero di banche che a inizio periodo perseguivano il modello di business indicato nella riga corrispondente e a fine periodo perseguivano il modello di business indicato nella colonna corrispondente. In base a un campione di 92 banche di economie avanzate ed emergenti.

Fonti: Bankscope; elaborazioni BRI.

di un modello incentrato su fonti di reddito e di provvista stabili. Questo recente andamento contrasta con gli sviluppi prima della crisi. Dal 2005 al 2007 solo quattro banche su 45 erano passate al modello retail. Parallelamente, il facile accesso al finanziamento e gli elevati profitti da negoziazione avevano indotto un quarto delle banche con un modello retail nel 2005 (13 su 47) ad adottare un modello diverso nel 2007.

Evoluzione dell'attività bancaria internazionale

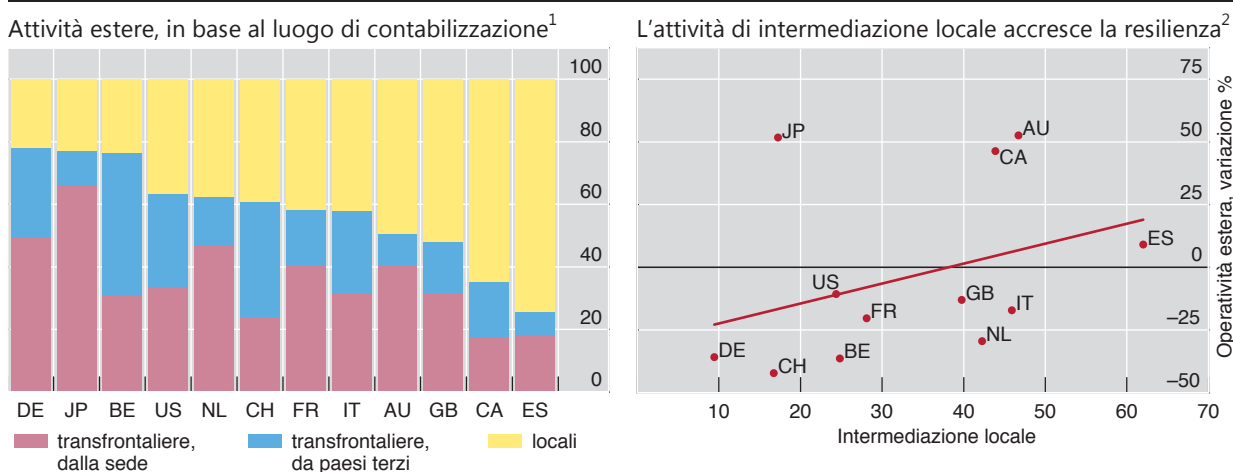
Un aspetto essenziale dei modelli di business delle banche con operatività internazionale riguarda la provenienza geografica della provvista rispetto alla destinazione degli impieghi (grafico VI.5, diagramma di sinistra). A un'estremità vi sono le banche tedesche e giapponesi, le cui posizioni internazionali sono perlopiù transfrontaliere e finanziate nel paese di origine. All'estremo opposto vi sono le banche spagnole, canadesi e australiane, che si avvalgono delle dipendenze estere sia per ottenere che per concedere finanziamenti nel paese ospitante. Tra questi due estremi, le banche belghe e svizzere attingono a fonti di provvista geograficamente diversificate e presentano ingenti posizioni transfrontaliere, contabilizzate perlopiù nei centri finanziari internazionali come Londra, New York, Parigi o i Caraibi.

Negli ultimi cinque anni l'attività bancaria internazionale condotta tramite dipendenze all'estero ha dato prova di maggiore resilienza rispetto all'attività transfrontaliera. Ciò è chiaramente visibile nella relazione positiva tra, da un lato, la quota di intermediazione effettuata in loco sul totale degli impieghi esteri di un

Il profilo geografico dell'intermediazione bancaria internazionale è importante

Valori percentuali

Grafico VI.5



Banche con sede legale in: AU = Australia; BE = Belgio; CA = Canada; CH = Svizzera; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; US = Stati Uniti.

¹ A fine del 4° trimestre 2013. Transfrontaliere, dalla sede = posizioni transfrontaliere contabilizzate dalla sede della banca nel paese di origine, più stima del finanziamento transfrontaliero delle posizioni nette positive nei confronti dei residenti nel paese di origine; Transfrontaliere, da paesi terzi = posizioni transfrontaliere contabilizzate al di fuori del paese di origine della banca creditrice; Locali = posizioni contabilizzate nel paese di residenza del prenditore. ² Intermediazione locale = $\sum \min\{LC_{ni}, LL_{ni}\} / FC_n$, dove LC_{ni} (LL_{ni}) corrisponde alle attività (passività) locali nel paese i contabilizzate dalle banche con sede legale in un paese n . L'operatività estera è definita come somma di attività e passività estere. Fra il trimestre Q e il 4° trimestre 2013 si è verificata una variazione percentuale, riportata, dell'operatività estera. Q è il trimestre nel periodo 2° trimestre 2008-2° trimestre 2009 in cui il grado di operatività estera in un particolare sistema nazionale ha raggiunto il livello massimo.

Fonti: statistiche bancarie consolidate BRI (in base al rischio ultimo e al mutuatario immediato); statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità.

sistema bancario e, dall'altro, la crescita complessiva di tali impieghi (grafico VI.5, diagramma di destra). Ad esempio, gli impieghi esteri delle banche australiane sono aumentati sensibilmente per effetto della crescente attività delle loro dipendenze in Nuova Zelanda e nell'Asia emergente. Analogamente, le condizioni favorevoli in America latina hanno permesso alle banche spagnole di aumentare le attività estere, malgrado le pressioni generali sulle banche europee per ridurre il credito estero al fine di preservare il capitale per i mercati nazionali.

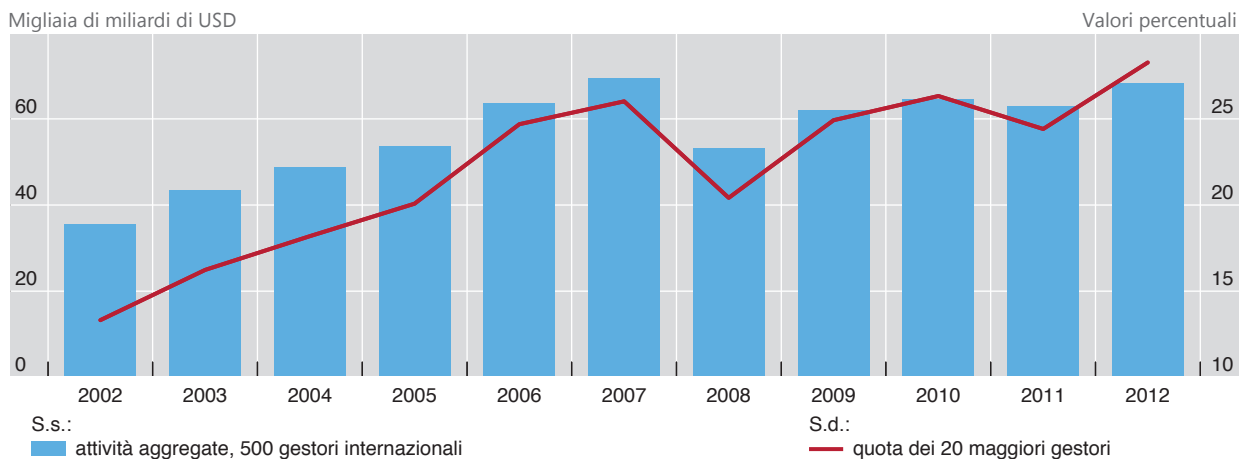
L'attività transfrontaliera, al contrario, durante la crisi aveva subito i contraccolpi del congelamento della liquidità, che aveva messo sotto pressione i mercati finanziari internazionali. Da allora, il credito bancario transfrontaliero ha registrato una flessione, che spiega in gran parte il calo delle attività estere delle banche svizzere e tedesche negli ultimi cinque anni. Al riguardo, il notevole aumento degli impieghi transfrontalieri degli istituti bancari giapponesi, principalmente nei confronti di residenti negli Stati Uniti e nell'Asia emergente, rappresenta un'eccezione degna di nota.

L'ascesa del settore dell'asset management

In seguito alla riorganizzazione delle linee di business delle banche e al ridimensionamento di alcune loro attività sul mercato dei capitali, l'intermediazione finanziaria per il tramite dei mercati ha guadagnato terreno. La crescita del settore del risparmio gestito ne è un esempio lampante. Poiché sono responsabili dell'investimento di ampi portafogli mobiliari, gli asset manager possono avere un impatto significativo sul funzionamento del mercato, sulle dinamiche dei prezzi delle attività e, in definitiva, sui costi di finanziamento di amministrazioni pubbliche, imprese e famiglie.

Le società di asset management (asset management companies, AMC) gestiscono portafogli di titoli per conto degli investitori finali, sia al dettaglio sia all'ingrosso. Esse investono il risparmio delle famiglie e le eccedenze di liquidità delle piccole imprese, ma anche somme ingenti per conto di investitori istituzionali, come fondi pensione pubblici e privati, compagnie di assicurazione, tesorerie aziendali e fondi di ricchezza sovrani.

Le forme contrattuali possono variare considerevolmente in termini di struttura e caratteristiche dei prodotti, in funzione degli obiettivi di investimento dei clienti. Ad esempio, i fondi comuni di investimento aperti e chiusi riuniscono i capitali dei singoli investitori in portafogli più ampi, gestiti su base collettiva. Per contro, i fondi pensione pubblici e privati possono affidare alle AMC capitali che vengono gestiti in conti segregati sulla base di mandati creati su misura per le esigenze dei clienti. Nella maggior parte dei casi, le AMC non mettono a rischio il proprio bilancio nella gestione di detti patrimoni. Offrono invece, a fronte di una commissione, economie di scala e di scopo sotto forma di competenze nella selezione dei titoli, nell'esecuzione e nel timing delle transazioni, nonché nell'amministrazione dei portafogli. Vi sono tuttavia eccezioni. Ad esempio, gli hedge fund gestiscono attivamente i portafogli seguendo strategie di investimento improntate a un'elevata propensione al rischio e a un rilevante ricorso alla leva finanziaria. I gestori di hedge fund partecipano al fondo con il proprio patrimonio e sono remunerati sulla base della performance. Una forma nascosta di leva finanziaria riguarda in maniera analoga le assicurazioni implicite fornite dai fondi monetari sulla preservazione del capitale. La AMC responsabile di tali fondi potrebbe sentirsi in dovere di coprire eventuali ammanchi dovuti a una performance scadente del portafoglio. La copertura, esplicita o implicita, dei prestiti assunti da un fondo da parte del gruppo che gestisce il fondo stesso è un altro fattore in grado di mettere a repentaglio il bilancio delle AMC.



Fonti: Towers Watson; stime BRI.

Il settore del risparmio gestito ha registrato una crescita sostenuta negli ultimi anni. Sebbene l'eterogeneità dei profili delle AMC e dei prodotti complichino la misurazione statistica, le stime indicano che le masse totali in gestione sono nell'ordine di decine di migliaia di miliardi di dollari USA (grafico VI.6). Nonostante la breve riduzione delle dimensioni del portafoglio aggregato registrata durante la crisi, principalmente per le minori valutazioni piuttosto che il disimpegno dei clienti, nel 2012 le AMC gestivano un volume di fondi doppio rispetto a 10 anni prima.

La crescita del settore ha coinciso con un incremento della quota di mercato dei maggiori operatori: le AMC leader del mercato gestiscono infatti oltre un quarto dei patrimoni totali in gestione (grafico VI.6, linea rossa). La concentrazione è massima al vertice, dove un ristretto gruppo di operatori domina le classifiche. Molte di queste AMC sono affiliate e/o operano all'interno dello stesso gruppo di grandi istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica.

L'ascesa del settore del risparmio gestito presenta sia opportunità sia rischi per la stabilità finanziaria. Da un lato, il rafforzamento dell'intermediazione finanziaria basata sul mercato può fornire a imprese e famiglie un canale complementare rispetto al credito bancario (cfr. il riquadro VI.C per un esempio). La crescita dei portafogli delle AMC rispecchia infatti la ricomposizione del finanziamento all'economia reale, dove il peso delle banche è diminuito a vantaggio di quello dei mercati. La maggiore diversità delle fonti di raccolta può rappresentare un punto di forza nella misura in cui una fonte può ovviare a eventuali problemi di offerta dell'altra. Ciò detto, il nesso fra incentivi e obiettivi che influenza le scelte delle AMC può incidere negativamente sulle dinamiche del mercato e sui costi di finanziamento dell'economia reale. I gestori di portafogli sono valutati sulla base dei risultati di breve periodo, e i ricavi sono legati alle oscillazioni dei flussi di capitali dei clienti. Questo sistema può accentuare la prociclicità dei prezzi delle attività, alimentando la dinamica di mercato nelle fasi di espansione e dando luogo a brusche fughe da alcune classi di attività nei momenti di tensione.

Una maggiore concentrazione del settore può rafforzare questo effetto. Le singole imprese che gestiscono ampi portafogli di attività possono talvolta esercitare un influsso sproporzionato sulle dinamiche di mercato. Ciò vale in particolare nel caso in cui diversi gestori all'interno della stessa società condividano ricerche e idee di investimento e applichino le stesse valutazioni del rischio prodotte dal vertice. La minore diversità del mercato indebolisce la capacità del sistema di

Il finanziamento degli investimenti infrastrutturali

Gli investimenti infrastrutturali, se adeguatamente mirati e definiti, possono favorire la crescita potenziale. Nelle economie sia emergenti sia avanzate vi è la necessità di creare o rinnovare importanti opere infrastrutturali legate al trasporto o all'energia. In molti paesi la difficile situazione dei conti pubblici impone limiti precisi alla disponibilità di finanziamenti pubblici, rendendo ancora più importante promuovere il finanziamento privato dei progetti di questo tipo. Per poter realizzare tale potenziale occorrono chiarezza riguardo al concepimento e al funzionamento dei progetti, e una gamma diversificata di strumenti di finanziamento.

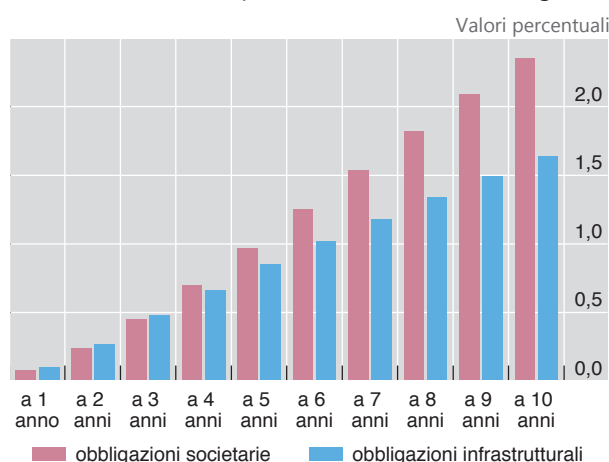
Uno dei principali ostacoli che si frappongono a un maggiore ruolo dei finanziamenti privati è l'incertezza relativa alla realizzazione futura dei progetti. Per gli investitori privati l'attrattiva di un progetto dipende spesso dalla strutturazione dei contratti giuridici che disciplinano la distribuzione dei rischi e dei flussi finanziari. Un'errata definizione dei contratti può portare a uno sfioramento dei costi e persino al fallimento del progetto stesso. Anche i rischi politici rivestono un ruolo determinante. Ad esempio, laddove in passato si siano spesso modificati per ragioni politiche i prezzi praticabili dai concessionari delle infrastrutture, la percezione di tali rischi sarà di gran lunga maggiore. I finanziatori privati saranno disposti a sostenere i costi fissi necessari a costituire le competenze del caso soltanto se sapranno di poter investire in progetti ben pianificati, che non rischiano di essere cancellati o pesantemente modificati nel corso del lungo periodo di gestazione e realizzazione. In caso contrario, privilegeranno categorie di attività meno complesse.

Un altro fattore in grado di attirare investimenti di portafoglio a lungo termine è una maggiore diversificazione degli strumenti di finanziamento. Le obbligazioni infrastrutturali, ad esempio, sono strumenti potenzialmente appetibili per i fondi pensione e le compagnie di assicurazione. Nell'arco del lungo ciclo di vita dei progetti infrastrutturali, il rischio di credito insito in queste obbligazioni tende a ridursi più rapidamente rispetto a quanto avviene nel caso di obbligazioni societarie comparabili (grafico VI.C, diagramma di sinistra)¹. Le obbligazioni infrastrutturali tendono inoltre a offrire una maggiore stabilità in termini di rating e tassi di recupero più elevati in caso di default. Anche veicoli di investimento specializzati, come i fondi di investimento in infrastrutture, possono attirare nuovi investitori offrendo la possibilità di diversificare il rischio su più progetti in settori o paesi distinti. Ciò nonostante, i prestiti bancari rimangono la principale forma di capitale di debito per il finanziamento delle

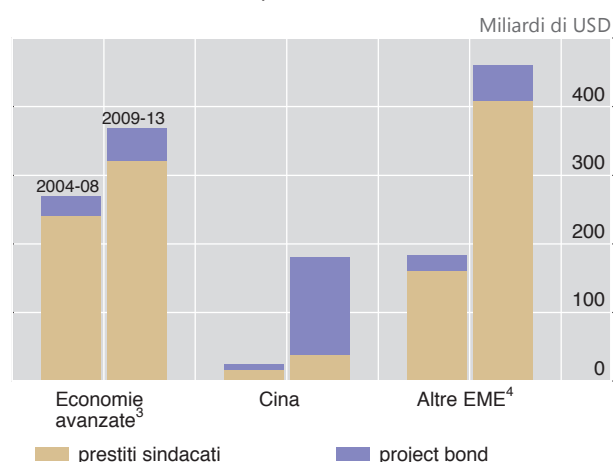
Finanziamento delle opere infrastrutturali: profilo delle insolvenze, volumi e composizione

Grafico VI.C

Rischio relativamente più basso sulle scadenze lunghe¹



Aumento dei volumi dopo la crisi²



¹ Tassi di insolvenza cumulati delle obbligazioni investment grade. ² Emissioni aggregate nei periodi 2004-08 e 2009-13. Le emissioni in moneta locale sono convertite in dollari USA al tasso di cambio prevalente alla data di emissione. ³ Australia, Canada, Europa occidentale, Giappone e Stati Uniti. ⁴ Altre economie emergenti: Africa, America latina, Asia emergente esclusa la Cina, Europa centrale e orientale e Medio Oriente.

Fonti: Moody's Investors Service, "Infrastructure default and recovery rates 1983-2012 H1", Special Comment, 18 dicembre 2012; Bloomberg; Dealogic; elaborazioni BRI.

infrastrutture (grafico VI.C, diagramma di destra). Se da un lato tali prestiti presentano vantaggi durante le fasi di realizzazione e di iniziale operatività, dall'altro le obbligazioni potrebbero essere usate maggiormente per i progetti già avviati o per la privatizzazione di infrastrutture esistenti. Nelle economie emergenti, la loro emissione è collegata allo sviluppo dei mercati nazionali in moneta locale^②.

^① Pertanto, i titoli di debito infrastrutturali a più lunga scadenza non sono necessariamente più rischiosi di quelli corrispondenti con scadenza più breve. Cfr. M. Sorge, "La natura del rischio di credito nel 'project finance'", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2004, pagg. 97-108. ^② Per maggiori dettagli, cfr. T. Ehlers, F. Packer ed E. Remolona, "Infrastructure and corporate bond markets in Asia", in A. Heath e M. Read (ed.), *Financial Flows and Infrastructure Financing*, paper redatto per la conferenza annuale della Reserve Bank of Australia, marzo 2014.

far fronte a episodi di tensione. Un altro potenziale timore legato alla concentrazione è che i problemi operativi o legali delle grandi AMC possano produrre effetti sistemici di vasta entità.

Qual è la reale solidità delle banche?

Occorre ancora che le banche intraprendano misure importanti per accrescere la loro resilienza e assicurare la sostenibilità a lungo termine dei modelli di business prescelti. Al fine di riconquistare la fiducia dei mercati, gli istituti di credito in diversi paesi colpiti dalla crisi devono continuare a risanare i propri bilanci, riconoscendo le perdite e ricapitalizzandosi. Ciò ridurrebbe i loro costi di finanziamento e rafforzerebbe la loro capacità di intermediazione. Al tempo stesso, le banche che operano in (o sono altrimenti esposte a) paesi che di recente hanno attraversato una fase di boom finanziario dovrebbero astenersi da un'espansione eccessiva e assicurarsi di avere le risorse necessarie per assorbire le perdite derivanti da un'eventuale svolta del ciclo finanziario (Capitolo IV).

Le banche in una fase di ripresa dalla crisi

Le banche direttamente colpite dalla crisi finanziaria non si sono ancora del tutto riprese. Sebbene, come già accennato, le loro posizioni patrimoniali siano migliorate, gli analisti e i mercati rimangono scettici. Questo pessimismo trova riscontro nei rating "stand-alone", che rispecchiano la solidità finanziaria intrinseca delle banche senza tenere conto di eventuali garanzie esplicite e implicite offerte dalla casa madre o dallo Stato, nonché nei rating "all-in", che stimano l'affidabilità creditizia complessiva. Esso è altresì evidente nella valutazione del patrimonio netto di alcune banche e nei differenziali che il mercato applica al debito bancario.

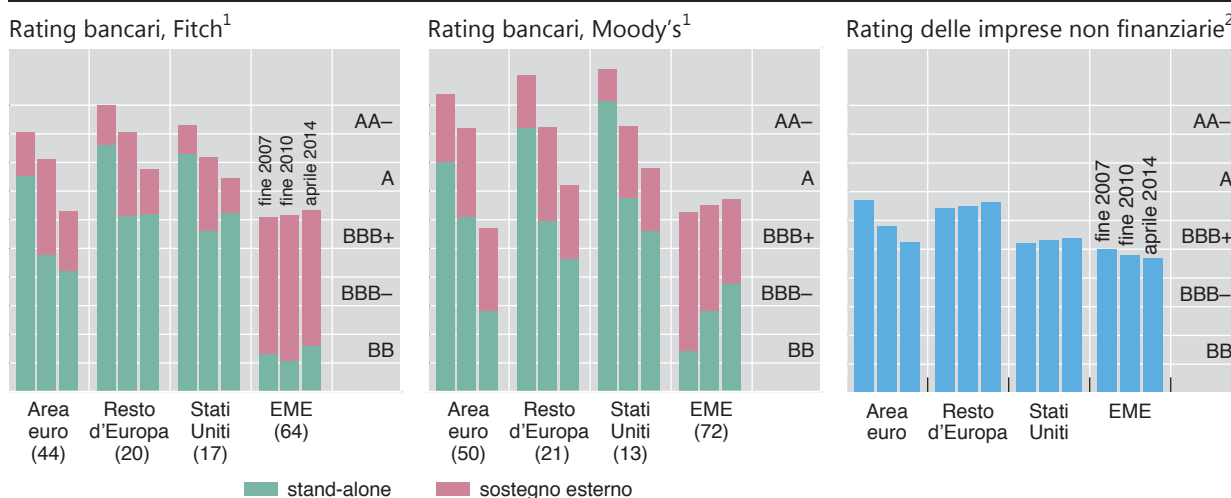
Nell'aprile 2014 i rating stand-alone delle banche su entrambe le sponde dell'Atlantico erano inferiori di diversi gradi ai rispettivi livelli pre-crisi (grafico VI.7, diagrammi di sinistra e centrale, segmenti verdi delle barre). La crisi aveva messo a nudo la natura oltremodo ottimistica dei rating del 2007, innescando un'ondata di marcati declassamenti. Le valutazioni della solidità intrinseca delle banche da parte delle principali agenzie di rating hanno continuato a essere riviste al ribasso anche dopo il 2010, mostrando segni marginali di miglioramento solo più di recente.

Un livello basso e in calo dei rating stand-alone può minare la fiducia nel settore bancario. Anzitutto, solleva dubbi sulle valutazioni condotte dalle stesse banche, secondo cui la loro solidità finanziaria starebbe migliorando. In aggiunta, esso implica che per migliorare il proprio merito di credito le banche debbano fare un affidamento maggiore che in passato sul sostegno esterno. Tuttavia, essendo alle prese con problemi finanziari propri, o nel tentativo di ridurre l'esposizione

I rating delle banche restano bassi

Medie ponderate in base alle attività

Grafico VI.7



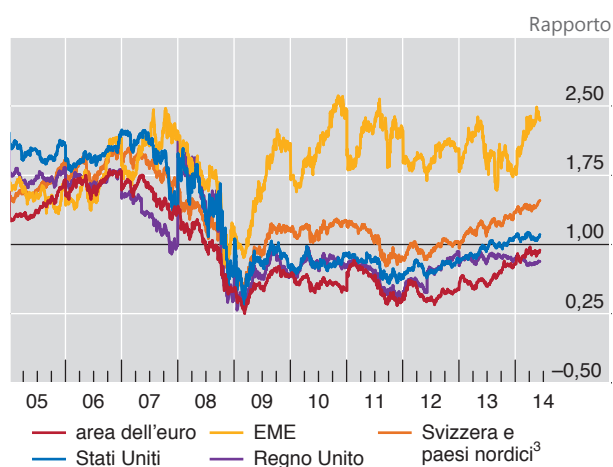
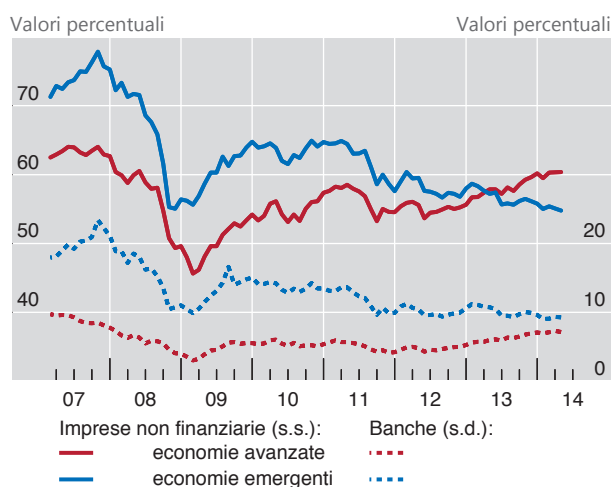
¹ Numero di banche fra parentesi. ² Moody's.

Fonti: Fitch Ratings; Moody's; elaborazioni BRI.

dei contribuenti ai rischi del settore finanziario, i governi hanno evidenziato una minore capacità e una minore propensione a fornire un sostegno di questo tipo. Di conseguenza, i rating all-in delle banche si sono deteriorati di pari passo, o in misura ancora maggiore, dei rating stand-alone (grafico VI.7, diagrammi di sinistra e centrale, somma dei segmenti verdi e rossi delle barre).

Anche gli indicatori basati sui prezzi desunti dai mercati creditizi e azionari denotano un clima di scetticismo, specie in relazione alle banche dell'area dell'euro e del Regno Unito. Considerati i rating creditizi delle imprese non finanziarie (grafico VI.7, diagramma di destra), tale scetticismo ha dato luogo a un differenziale positivo tra i costi di finanziamento delle banche e quelli che i loro potenziali clienti possono ottenere sul mercato (grafico VI.3, diagramma di destra). Unitamente a una lenta ripresa dei mercati interbancari e pronti contro termine, ciò ha ridotto il vantaggio di costo delle banche, facendo perdere loro terreno rispetto all'intermediazione basata sui mercati dei capitali. In aggiunta, i rapporti prezzo/valore contabile (price-to-book) per le banche dell'area dell'euro e del Regno Unito sono rimasti sistematicamente inferiori all'unità, a differenza di quelli delle banche statunitensi, le quali sembrano aver riconquistato la fiducia dei mercati (grafico VI.8, diagramma di sinistra).

Nonostante gli sforzi di ricapitalizzazione post-crisi, permangono dubbi sulla qualità dei bilanci di alcune banche. L'accresciuta raccolta di nuovi fondi ha contribuito all'aumento tendenziale della capitalizzazione di mercato delle banche, sia in termini assoluti che rispetto al valore contabile delle passività (grafico VI.8, diagramma di destra, linee rosse). Tuttavia, la capacità del capitale di assorbire le perdite future è drasticamente ridotta dalle perdite non riconosciute sulle attività ereditate dal passato. Le perdite non riconosciute distorcono gli incentivi delle banche, dirottando risorse verso il sostegno di prenditori in difficoltà a scapito del finanziamento di nuovi progetti. Man mano che si palesano, tali perdite vanno ad accrescere l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei prestiti. A distanza di sei anni dall'apice della crisi, tale incidenza ha continuato ad aumentare nei paesi periferici dell'area dell'euro (grafico VI.9, diagramma di sinistra), dove peraltro i

Rapporto prezzo/valore contabile¹Rapporto di capitalizzazione²

¹ Basato su 200 grandi banche. Gli aggregati sono calcolati come capitalizzazione complessiva di mercato delle istituzioni con sede legale in una particolare regione, divisa per il valore contabile totale corrispondente del patrimonio netto. ² Capitalizzazione di mercato a livello regionale, divisa per la somma della capitalizzazione di mercato a livello regionale e del valore contabile delle passività a livello regionale; medie dei tre mesi precedenti; in base al campione di entità elencate di Moody's KMV. ³ Paesi nordici = Danimarca, Norvegia e Svezia.

Fonti: Datastream; Moody's; elaborazioni BRI.

nuovi prestiti sono rimasti modesti. Analogamente, le banche dell'Europa centrale segnalano dal 2008 un'incidenza dei crediti deteriorati persistentemente elevata, se non addirittura in rapida crescita (grafico VI.9, diagramma di destra).

Negli Stati Uniti la situazione è assai diversa. Dopo il 2009 il settore bancario del paese ha registrato un progressivo calo della quota di crediti deteriorati, che a fine 2013 era scesa sotto il 4%. Assieme alla crescita sostenuta degli impieghi, tale andamento indica che il settore ha compiuto progressi considerevoli nel superamento della crisi. Le persistenti difficoltà sul fronte dei mutui ipotecari, tuttavia, hanno mantenuto oltre il 7% la quota di crediti deteriorati delle due maggiori agenzie di emanazione governativa nel 2013.

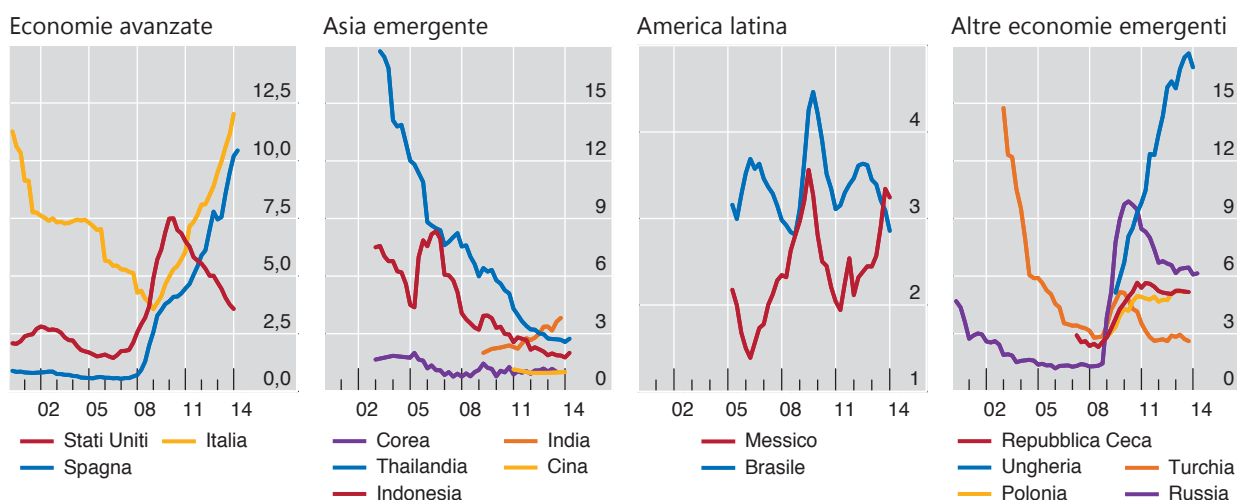
Imporre un risanamento dei bilanci rappresenta un'importante sfida nell'area dell'euro, resa più difficile da un prolungato periodo di tassi di interesse estremamente bassi. Nella misura in cui favorisce ampi margini di interesse, il livello contenuto dei tassi fornisce una boccata d'ossigeno alle banche in difficoltà. Tuttavia, esso riduce anche il costo dell'acquiescenza (forbearance), ossia il mantenimento a galla di prenditori insolventi al fine di rinviare il riconoscimento delle perdite, e incoraggia pertanto tale prassi. L'esperienza del Giappone degli anni novanta dimostra che, se protratta nel tempo, l'acquiescenza non solo destabilizza il settore bancario direttamente, ma fa anche da freno all'offerta di credito e ne determina un'allocatione distorta (Capitolo III). Ciò sottolinea l'importanza della verifica della qualità degli attivi da parte della BCE, che punta ad accelerare il processo di risanamento dei bilanci, ponendo le basi per la conduzione di stress test credibili.

L'obiettivo delle prove di stress è quello di ripristinare e rafforzare la fiducia del mercato nel settore bancario. In definitiva, tuttavia, sarà la capacità delle banche stesse di valutare i propri rischi che sosterrà questa fiducia su base continuativa. Donde l'importanza delle iniziative ufficiali volte a promuovere la trasparenza, l'affidabilità e l'armonizzazione internazionale dei sistemi di misurazione del rischio, nonché l'informativa pubblica.

I crediti deteriorati assumono andamenti divergenti

In percentuale dei prestiti totali

Grafico VI.9



Le definizioni differiscono a seconda dei paesi.

Fonti: FMI, *Financial Soundness Indicators*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Le banche a uno stadio avanzato di boom finanziario

Nei paesi che hanno di recente registrato boom finanziari le banche potrebbero essere più deboli di quanto sembrano. Questa preoccupazione riguarda soprattutto gli istituti di credito esposti a quelle economie emergenti in cui le prospettive apparentemente favorevoli del credito e le ottime potenzialità di profitto sono dipese da un'espansione instabile basata sulla leva finanziaria. Una preoccupazione simile vale anche per l'attività bancaria in alcune economie avanzate, come la Svizzera e i paesi nordici, dove le elevate valutazioni (grafico VI.8, diagramma di sinistra) potrebbero riflettere una crescita rapida del credito e un andamento esuberante dei prezzi degli immobili (Capitolo IV).

In base a diversi indicatori, il quadro che si staglia per le banche delle EME è ottimistico. In primo luogo, l'incidenza dei crediti deteriorati sui prestiti totali delle banche con sede in alcuni paesi dell'Asia e dell'America latina è stata bassa e in calo, collocandosi su livelli prossimi o inferiori al 3% circa a fine 2013 (grafico VI.9, secondo e terzo diagramma). A questo riguardo fa eccezione l'India, dove tale incidenza è aumentata. In secondo luogo, i rating creditizi attribuiti da Fitch e da Moody's alle grandi banche delle EME sono rimasti stabili e sono persino migliorati leggermente su base aggregata dal 2007 (grafico VI.7). I corrispondenti rapporti prezzo/valore contabile sono inoltre risultati elevati, oscillando intorno a 2 negli ultimi cinque anni (grafico VI.8, diagramma di sinistra).

Ciò detto, in passato gli indicatori di questo tipo non sono stati efficaci nel segnalare la presenza di vulnerabilità. A causa della sua natura retrospettiva, l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei prestiti nelle economie avanzate è aumentata soltanto nel 2008, quando la crisi era già in atto (grafico VI.9, diagramma di sinistra). Analogamente, i rating creditizi e le valutazioni di mercato pre-crisi non hanno messo in guardia dalle imminenti tensioni finanziarie.

Per contro, le misure dell'espansione del credito e della crescita dei prezzi immobiliari, che si sono dimostrati affidabili indicatori di allerta precoce, lanciano segnali di allarme per diverse economie emergenti (Capitolo IV). A questi avvertimenti

fanno eco gli indici di capitalizzazione, che rapportano il valore di mercato del capitale azionario al valore contabile delle passività (grafico VI.8, diagramma di destra, linee blu). Sulla scia di un'espansione dei bilanci basata sulla leva finanziaria, questi indici sono progressivamente diminuiti a livello aggregato, sia per le banche sia per le imprese non finanziarie nelle EME. Pertanto, qualunque evento che destasse lo scetticismo degli investitori deprimerebbe gli indici di capitalizzazione da un livello iniziale già basso, mettendo potenzialmente a repentaglio la stabilità finanziaria. Il settore delle imprese non finanziarie delle EME è una componente importante del quadro, non solo perché è la principale fonte di rischio di credito per le banche nazionali, ma anche perché di recente è entrato nella catena dell'intermediazione (Capitolo IV).

A indicazione del crescente scetticismo degli investitori, i rapporti prezzo/valore contabile delle banche cinesi hanno registrato un andamento divergente rispetto a quelli di altre EME, evidenziando un calo negli ultimi cinque anni. A tale scetticismo hanno contribuito i legami espliciti e impliciti tra le banche soggette a regolamentazione e gli intermediari appartenenti al sistema bancario ombra. Le statistiche nazionali indicano che il credito non bancario alle imprese non finanziarie private si è settuplicato tra la metà del 2008 e la fine del 2013, accrescendo la propria quota sul credito totale del paese dal 10 al 25%. Le fragilità che accompagnano questa rapida espansione sono state messe in evidenza da una serie di insolvenze e di problemi presso gli istituti bancari ombra cinesi, e hanno contribuito a una drastica riduzione dell'offerta interna di credito nel primo trimestre 2014. Gli analisti del settore si aspettano che tali difficoltà si ripercuotano sulle banche, non da ultimo poiché esse hanno agito da emittenti e distributrici di prodotti del sistema bancario ombra.

Le autorità nelle EME devono allertare le banche sulla portata dei rischi attuali, garantire l'applicazione di una rigorosa gestione dei rischi e rafforzare le misure macroprudenziali. Per cominciare, il deterioramento delle prospettive di crescita in queste economie richiede una revisione al ribasso delle previsioni sugli utili. Inoltre, le autorità dei mercati emergenti dovranno gestire le ripercussioni del progressivo rientro dal grado di accomodamento monetario nelle economie avanzate. Le tensioni di mercato collegate a tale rientro (Capitoli II e IV) hanno evidenziato l'importanza di una corretta gestione del rischio di interesse e del rischio di cambio. Più in generale, l'accumulo di vulnerabilità finanziarie sottolinea come sia necessario non lasciarsi ingannare da un falso senso di sicurezza e riesaminare gli strumenti macroprudenziali già utilizzati in passato (riquadro VI.D). Le economie emergenti sono state fra le prime ad adottare tali strumenti e hanno maturato una notevole esperienza riguardo al loro funzionamento e alla loro efficacia. Tale esperienza può fornire le basi per un ulteriore affinamento e miglioramento dell'impostazione della politica macroprudenziale.

L'efficacia degli strumenti prudenziali anticiclici

Le politiche volte a risolvere le vulnerabilità macrofinanziarie necessitano di strumenti efficaci che adottino una prospettiva di sistema. Negli ultimi anni varie giurisdizioni hanno rafforzato l'orientamento sistemico dei rispettivi assetti prudenziali ridisegnando gli strumenti macroprudenziali esistenti e introducendone di nuovi, al fine di attenuare i rischi derivanti dal ciclo finanziario. Strumenti analoghi sono inoltre stati inseriti negli standard internazionali. Per quanto sia prematuro cercare di trarre conclusioni definitive sull'efficacia degli strumenti di nuova introduzione, come i buffer patrimoniali anticiclici, l'esperienza storica di alcune giurisdizioni con strumenti simili può offrire alcuni utili spunti.

Il parametro di riferimento per valutare l'efficacia dei singoli strumenti dipende dall'obiettivo ricercato. Nel caso degli strumenti anticiclici esistono due obiettivi complementari: il primo, più circoscritto, è proteggere le istituzioni finanziarie dagli effetti del ciclo; il secondo, più generale, è mitigare il ciclo finanziario. Il conseguimento dell'obiettivo circoscritto non garantisce il conseguimento dell'obiettivo più generale, come conferma l'esperienza maturata sinora dalle autorità con i principali strumenti anticiclici.

Buffer patrimoniali e accantonamenti dinamici

Varie giurisdizioni hanno introdotto un requisito patrimoniale anticiclico, al fine di accrescere la resilienza delle banche a fronte del rischio accumulato durante i boom creditizi. La Svizzera ha attivato uno strumento di questo tipo nel 2013, mirato al mercato ipotecario interno. Le prime indicazioni disponibili fanno ritenere che lo strumento sia più efficace nel rafforzare i bilanci bancari che non nel rallentare la crescita dei mutui ipotecari o influenzarne il costo. Questa esperienza rispecchia quella della Spagna con gli accantonamenti dinamici. Un volume maggiore di accantonamenti ha in parte aiutato le banche spagnole ad attutire l'impatto dello scoppio della bolla immobiliare, ma non aveva impedito che tale bolla si formasse.

Rapporti fra valore del prestito e valore della garanzia (LTV) e fra servizio del debito e reddito (DSTI)

Questi strumenti sono utilizzati da più tempo in varie giurisdizioni. Le evidenze indicano che essi contribuiscono a migliorare la resilienza delle banche accrescendo quella dei debitori. Vari studi rilevano che un abbassamento del rapporto LTV massimo consentito riduce la sensibilità delle famiglie agli shock relativi al reddito e ai prezzi degli immobili. L'impatto sul ciclo del credito non è documentato in modo altrettanto esauriente, ma l'esperienza suggerisce che un inasprimento dei massimali sui rapporti LTV e DSTI durante le fasi di forte ascesa rallenta in qualche misura la crescita del credito in termini reali e l'aumento dei prezzi degli immobili. In particolare, una riduzione standard del rapporto DSTI massimo consentito provoca una decelerazione di 4-7 punti percentuali della crescita del credito nell'anno successivo, mentre un suo innalzamento produce effetti meno chiari[Ⓛ].

Requisiti di liquidità/obblighi di riserva variabili nel tempo

Come nel caso dei buffer patrimoniali, un innalzamento dei buffer di liquidità impatta chiaramente sulla resilienza delle banche. Vi sono inoltre indicazioni che gli strumenti macroprudenziali legati alla liquidità possono essere efficaci nel migliorare la resilienza a livello di sistema[Ⓜ]. Le evidenze della loro efficacia nell'attenuare il ciclo del credito sono invece meno solide. Gli studi sull'impatto di un aumento della riserva obbligatoria rilevano un ampliamento del differenziale fra tassi attivi e tasso ufficiale e una contrazione del credito, senza tuttavia effetti duraturi.

[Ⓛ] Cfr. S. Claessens, S. Ghosh e R. Mihet, "Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities", *Journal of International Money and Finance*, vol. 39, dicembre 2013, pagg. 153-185; e K. Kuttner e I. Shim, "Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies", *BIS Working Papers*, n. 433, novembre 2013. [Ⓜ] Per uno studio del net stable funding ratio, cfr. CBVB, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, agosto 2010.

Indice

Organigramma della BRI al 31 marzo 2014	142
La BRI: missione, attività, governance e risultati finanziari	143
I programmi di incontri e il Processo di Basilea	143
Gli incontri bimestrali e le altre consultazioni periodiche	143
Global Economy Meeting	144
All Governors' Meeting	144
Altre consultazioni periodiche	145
Il Processo di Basilea	145
Sinergie derivanti dalla condivisione di una stessa sede	146
Flessibilità e scambio aperto di informazioni	146
Contributo delle competenze di ricerca economica e dell'esperienza bancaria della BRI	147
Attività dei comitati ospitati dalla BRI e dell'ISF nel 2013/14	147
Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	147
Iniziative principali	147
Riforma della regolamentazione	147
Attuazione delle politiche	151
Semplicità, comparabilità e sensibilità al rischio	153
Miglioramento dell'efficacia dell'attività di vigilanza	155
Comitato sul sistema finanziario globale	157
Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento	158
Monitoraggio dell'attuazione degli standard per le infrastrutture dei mercati finanziari	158
Ripristino delle infrastrutture dei mercati finanziari	159
Accesso delle autorità ai dati dei trade repositories	159
Ruolo dei soggetti non bancari nei pagamenti al dettaglio	159
Inclusione finanziaria e pagamenti	159
Sicurezza informatica delle infrastrutture dei mercati finanziari	159
Statistiche del Red Book	160
Comitato sui mercati	160
Central Bank Governance Group	161
Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics	161
Istituto per la stabilità finanziaria	162
Incontri, seminari e conferenze	162
FSI Connect	163
Attività delle associazioni ospitate dalla BRI nel 2013/14	163
Financial Stability Board	163
Riduzione dell'azzardo morale posto dalle istituzioni finanziarie di importanza sistemica (SIFI)	164
Potenziamento della supervisione e della regolamentazione del sistema bancario ombra	166
Rating creditizi	167
Benchmark finanziari	167
Superamento delle lacune statistiche	167

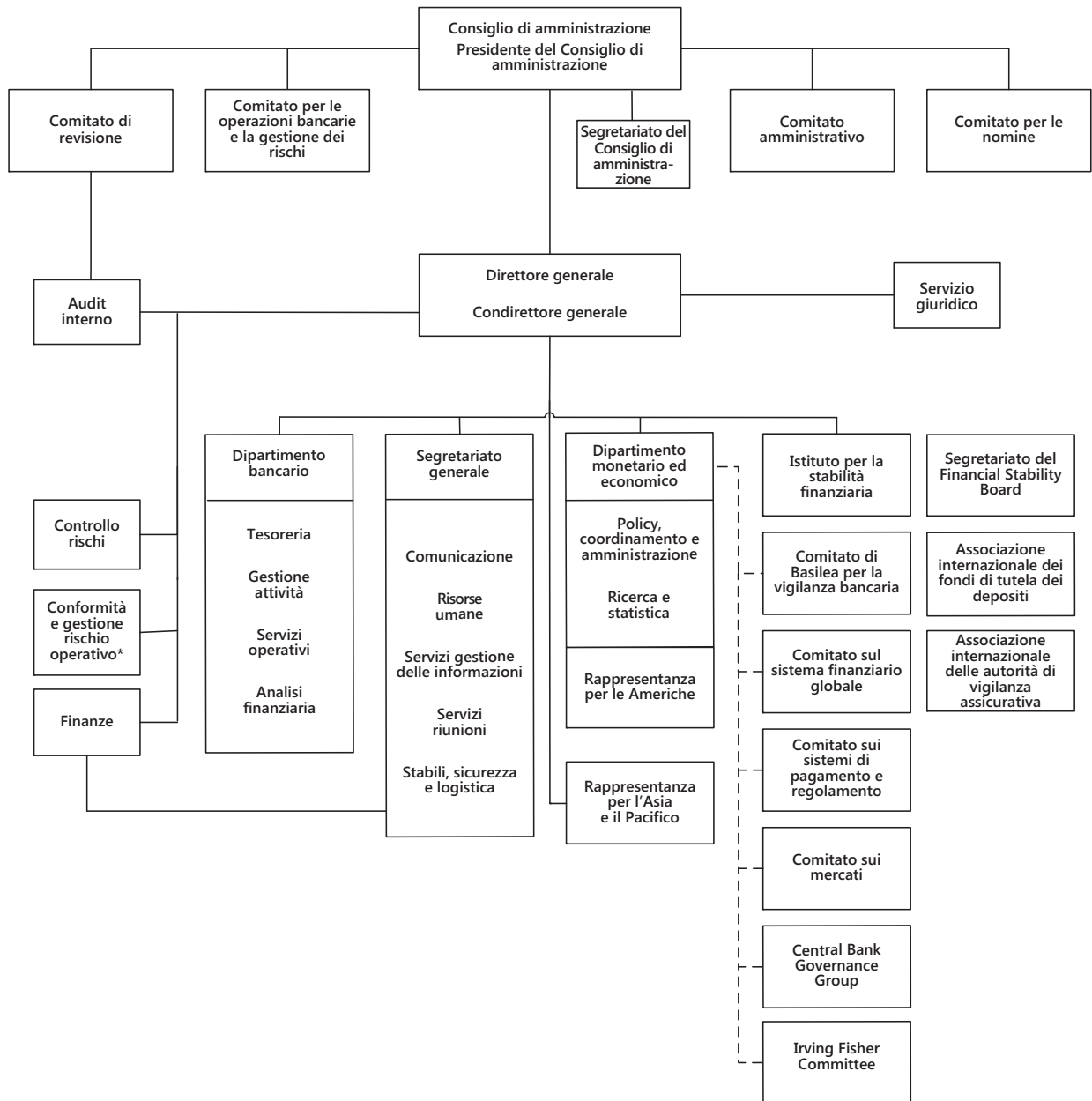
Miglioramento della trasparenza attraverso il codice identificativo dell'entità giuridica (LEI)	168
Rafforzamento dei principi contabili	168
Enhanced Disclosure Task Force (EDTF)	168
Monitoraggio dell'attuazione degli standard internazionali e rafforzamento della loro osservanza	168
Impatto delle riforme regolamentari sulle economie emergenti e in via di sviluppo	169
Aspetti della regolamentazione finanziaria che incidono sulla disponibilità di finanziamenti a lungo termine	169
Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi	170
Miglioramento degli standard della IADI e delle relative valutazioni	170
Ricerca ed elaborazione di linee guida sull'assicurazione dei depositi e la risoluzione delle crisi	170
Rafforzamento dei sistemi di assicurazione dei depositi	171
Ampliamento del novero di membri e rafforzamento dell'assistenza fornita	171
Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa	171
Stabilità finanziaria	172
Principi fondamentali dell'attività assicurativa	172
ComFrame	172
Principio internazionale in materia di capitale assicurativo	172
Protocollo di intesa multilaterale	172
Coordinated Implementation Framework	173
Autovalutazione e verifica inter pares	173
Pubblicazioni del Joint Forum	173
Analisi economica, ricerca e statistiche	173
Analisi e ricerca nell'ambito del Processo di Basilea	174
Temi di ricerca	174
Iniziative statistiche in ambito internazionale	175
Partecipazione ad altre iniziative di banche centrali	176
Uffici di rappresentanza	176
Ufficio asiatico	176
Consiglio consultivo asiatico	177
Ricerca	177
Riunione speciale dei Governatori e altri incontri ad alto livello	177
Ufficio per le Americhe	178
Servizi finanziari della Banca	179
Gamma dei servizi offerti	179
Operazioni finanziarie nel 2013/14	180
Passività	180
Grafico – Totale di bilancio e collocamenti della clientela, per strumento	180
Attività	181
Governance e amministrazione della BRI	181
Assemblea generale delle banche centrali membri	181
Banche centrali membri della BRI	182
Consiglio di amministrazione	183
Consiglio di amministrazione	184
Sostituti	184
In memoria	184
Direzione	184
Politica di budget della BRI	185
Politica retributiva della BRI	186

Utile netto e sua ripartizione	187
Risultati finanziari	187
Dividendo proposto	187
Ripartizione proposta dell'utile netto per il 2013/14	188
Revisore indipendente	188
Nomina del revisore	188
Relazione del revisore indipendente	188
 Situazioni dei conti	 189
 Stato patrimoniale	 191
Conto economico	192
Prospetto dell'utile complessivo	193
Rendiconto finanziario	194
Evoluzione del patrimonio netto della Banca	196
Criteri contabili	197
1. Ambito di rilevazione delle situazioni contabili	197
2. Valuta funzionale e di presentazione	197
3. Conversione valutaria	197
4. Classificazione degli strumenti finanziari	197
5. Struttura dell'attivo e del passivo	197
6. Cassa e conti a vista presso banche	198
7. Conti con termine di preavviso	198
8. Depositi passivi su conti a vista e con termine di preavviso	198
9. Uso del valore equo nei portafogli bancari in valuta	198
10. Titoli acquistati pronti contro termine	198
11. Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico	199
12. Depositi passivi in valuta al valore equo rilevato a conto economico	199
13. Attività in valuta dei portafogli di investimento disponibili per la vendita	199
14. Posizioni corte in attività in valuta	199
15. Oro	199
16. Prestiti in oro	199
17. Depositi in oro	200
18. Plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro	200
19. Titoli ceduti pronti contro termine	200
20. Strumenti derivati	201
21. Criteri di valutazione	201
22. Riduzione durevole di valore delle attività finanziarie	201
23. Partite in corso di ricezione e di pagamento	201
24. Terreni, immobili, arredi e attrezzature	202
25. Accantonamenti	202
26. Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro	202
27. Rendiconto finanziario	202
 Note integrative	 203
1. Introduzione	203
2. Utilizzo delle stime	203
3. Modifica dei criteri contabili applicati alle obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro	204
4. Cassa e conti a vista presso banche	207
5. Oro e prestiti in oro	207
6. Attività in valuta	208

7.	Prestiti e anticipazioni	209
8.	Strumenti finanziari derivati	209
9.	Partite in corso di ricezione	210
10.	Terreni, immobili, arredi e attrezzature	211
11.	Depositi in valuta	212
12.	Depositi in oro	213
13.	Titoli ceduti pronti contro termine	213
14.	Partite in corso di pagamento	214
15.	Altre passività	214
16.	Capitale	214
17.	Riserve statutarie	215
18.	Azioni proprie	216
19.	Altri conti di capitale	216
20.	Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro	218
21.	Reddito da interessi	223
22.	Oneri da interessi	223
23.	Variazioni nette di valutazione	224
24.	Reddito netto da commissioni e provvigioni	224
25.	Plus/(minus)valenze valutarie nette	224
26.	Costi operativi	225
27.	Plusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita	226
28.	Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento	226
29.	Utile unitario e dividendo unitario	226
30.	Cassa ed equivalenti di cassa	227
31.	Imposte e tasse	227
32.	Tassi di cambio	227
33.	Partite fuori bilancio	228
34.	Impegni	228
35.	Gerarchia del valore equo	229
36.	Tassi di interesse effettivi	231
37.	Analisi geografica	232
38.	Soggetti collegati	233
39.	Passività eventuali	235
Adeguatezza patrimoniale		236
1.	Quadro di riferimento per l'adeguatezza patrimoniale	236
2.	Capitale economico	236
3.	Leva finanziaria	238
4.	Attività ponderate per il rischio e coefficienti patrimoniali minimi ai sensi dello schema Basilea 2	239
5.	Quoziente del patrimonio di base	240
Gestione dei rischi		241
1.	Rischi incorsi dalla Banca	241
2.	Approccio e organizzazione della gestione dei rischi	241
3.	Rischio di credito	243
4.	Rischi di mercato	252
5.	Rischio operativo	257
6.	Rischio di liquidità	258

Relazione del revisore indipendente	263
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	264

Organigramma della BRI al 31 marzo 2014



* L'unità ha accesso diretto al Comitato di revisione per le questioni di conformità.

La BRI: missione, attività, governance e risultati finanziari

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) ha la missione di assistere le banche centrali nel perseguimento della stabilità monetaria e finanziaria, promuovere la cooperazione internazionale in tale ambito e fungere da banca delle banche centrali.

Questo capitolo passa in rassegna le attività che la BRI e i gruppi da essa ospitati hanno svolto nell'esercizio finanziario 2013/14, descrive la cornice istituzionale nella quale si inquadra il lavoro di tali gruppi e presenta i risultati finanziari della Banca per l'esercizio.

In termini generali, la BRI adempie la propria missione:

- incoraggiando il dibattito e facilitando la collaborazione tra banche centrali;
- favorendo il dialogo con altre autorità cui compete la promozione della stabilità finanziaria;
- conducendo attività di ricerca su questioni di policy rilevanti per le banche centrali e le autorità di vigilanza finanziaria;
- offrendosi come controparte di prim'ordine per le banche centrali nelle loro transazioni finanziarie;
- fungendo da agente o fiduciario in connessione con operazioni finanziarie internazionali.

La BRI promuove la cooperazione internazionale fra i funzionari delle autorità monetarie e di supervisione finanziaria attraverso programmi di incontri e mediante il Processo di Basilea, accogliendo organismi internazionali che perseguono la stabilità finanziaria internazionale (come il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e il Financial Stability Board) e agevolandone l'interazione in modo efficiente e proficuo (si veda oltre).

La funzione di analisi economica, ricerca e statistica della BRI contribuisce a soddisfare le esigenze delle autorità monetarie e di vigilanza in materia di dati e di approfondimento sul piano delle politiche economiche.

La funzione bancaria fornisce servizi di controparte di prim'ordine, di agente e di fiduciario, in linea con la missione della Banca.

La BRI ha la sua sede centrale a Basilea, Svizzera, e dispone di uffici di rappresentanza nella Regione amministrativa a statuto speciale di Hong Kong della Repubblica popolare cinese (Hong Kong SAR) e a Città del Messico.

I programmi di incontri e il Processo di Basilea

La BRI promuove la cooperazione internazionale fra i funzionari delle autorità finanziarie e monetarie principalmente in due modi:

- ospitando incontri dei funzionari delle banche centrali e preparando la documentazione di riferimento per le corrispondenti discussioni;
- mediante il Processo di Basilea, agevolando la cooperazione dei gruppi internazionali ospitati presso la BRI.

Gli incontri bimestrali e le altre consultazioni periodiche

Negli incontri bimestrali, che si svolgono generalmente a Basilea, i Governatori e gli alti funzionari delle banche centrali membri della BRI discutono degli andamenti

correnti e delle prospettive mondiali in campo economico e finanziario e si scambiano pareri ed esperienze su tematiche di particolare interesse o rilevanza per le loro istituzioni. La Banca organizza inoltre consultazioni periodiche, che riuniscono in diverse composizioni i rappresentanti del settore pubblico e di quello privato e gli esponenti del mondo accademico.

I principali incontri bimestrali sono il Global Economy Meeting e l'All Governors' Meeting.

Global Economy Meeting

Il Global Economy Meeting (GEM) riunisce i Governatori di 30 banche centrali membri della BRI delle principali economie avanzate ed emergenti, che rappresentano circa i quattro quinti del PIL mondiale, e in qualità di osservatori i Governatori di altre 19 banche centrali¹. Il GEM svolge in particolare due funzioni: 1) monitora e valuta gli andamenti, i rischi e le opportunità dell'economia e del sistema finanziario internazionali, e 2) orienta i lavori di tre comitati di banche centrali con sede presso la BRI, ossia il Comitato sul sistema finanziario globale, il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e il Comitato sui mercati. Esso riceve inoltre i rapporti dei Presidenti di tali comitati e ne decide la pubblicazione.

In considerazione delle sue dimensioni piuttosto ampie, il GEM è affiancato dal Comitato consultivo economico (CCE), un gruppo informale limitato a 18 partecipanti e comprendente tutti i Governatori membri del Consiglio di amministrazione (CdA) della BRI e il Direttore generale della BRI. Il CCE raccoglie le proposte da sottoporre all'esame del GEM. Il Presidente del CCE formula inoltre raccomandazioni al GEM in merito alla nomina dei Presidenti dei tre comitati di banche centrali summenzionati, nonché alla composizione e all'organizzazione di tali comitati.

All Governors' Meeting

L'All Governors' Meeting, formato dai Governatori delle 60 banche centrali membri e presieduto dal Presidente della BRI, si riunisce per discutere di temi di interesse generale per i suoi membri. Nel 2013/14 ha affrontato i seguenti argomenti:

- le nuove sfide per l'assetto istituzionale delle banche centrali;
- le sfide della forward guidance per le banche centrali;
- le determinanti e le implicazioni della struttura finanziaria;
- i progressi compiuti verso il soddisfacimento di requisiti patrimoniali più elevati e le sfide ancora aperte;
- le determinanti nazionali e internazionali dell'inflazione, e l'evoluzione del loro peso relativo.

D'intesa con il GEM e il CdA della BRI, l'All Governors' Meeting sovrintende ai lavori di altri due gruppi: il Central Bank Governance Group, che si riunisce anch'esso

¹ Sono membri del GEM i Governatori delle banche centrali di Arabia Saudita, Argentina, Australia, Belgio, Brasile, Canada, Cina, Corea, Francia, Germania, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Italia, Malaysia, Messico, Paesi Bassi, Polonia, Regno Unito, Russia, Singapore, Spagna, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Svizzera, Thailandia e Turchia, oltre che il Presidente della Banca centrale europea e il Presidente della Federal Reserve Bank di New York. Partecipano in qualità di osservatori i Governatori delle banche centrali di Algeria, Austria, Cile, Colombia, Danimarca, Emirati Arabi Uniti, Filippine, Finlandia, Grecia, Irlanda, Israele, Lussemburgo, Norvegia, Nuova Zelanda, Perù, Portogallo, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria.

in occasione degli incontri bimestrali, e l'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics.

Altre consultazioni periodiche

Durante gli incontri bimestrali si riuniscono separatamente sia i Governatori delle banche centrali delle principali economie emergenti sia quelli delle economie aperte di piccole dimensioni per trattare di temi di interesse specifico per le rispettive economie.

La Banca ospita inoltre le riunioni periodiche del Gruppo dei Governatori delle banche centrali e dei Capi della vigilanza (GHOS, secondo l'acronimo inglese), che sovrintende ai lavori del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. In occasione del suo incontro nel gennaio 2014, il GHOS ha approvato varie proposte del Comitato di Basilea (trattate in maggiore dettaglio nella sezione dedicata al Comitato): la definizione comune dell'indice di leva finanziaria di Basilea 3 e i corrispondenti requisiti di informativa pubblica; le modifiche riguardanti l'indicatore strutturale (NSFR) di Basilea 3; i requisiti minimi di informativa pubblica in materia di liquidità; e le modifiche della definizione di attività liquide di elevata qualità applicata ai fini dell'indicatore di breve termine (LCR) di Basilea 3. Infine, il GHOS ha altresì passato in rassegna e avallato le priorità strategiche del Comitato per i lavori del prossimo biennio, accordando la priorità massima al completamento del programma di riforme collegate alla crisi.

La Banca organizza regolarmente fra i rappresentanti dei settori pubblico e privato dibattiti informali incentrati sul comune interesse per la promozione di un sistema finanziario internazionale solido e ben funzionante. Essa allestisce inoltre vari incontri destinati agli alti funzionari delle banche centrali, cui sono invitati esponenti di altre autorità finanziarie, del settore finanziario privato e del mondo accademico. Tali incontri comprendono:

- le riunioni annuali 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;
- gli incontri ad alto livello organizzati dall'Istituto per la stabilità finanziaria in varie regioni del mondo per i Governatori, i loro Sostituti e i capi delle autorità di vigilanza.

Lo scorso anno si sono inoltre tenuti:

- una tavola rotonda dei Governatori del continente africano, nel maggio 2013;
- un incontro dei Governatori delle banche centrali di America latina e Caraibi, nel giugno 2013;
- un seminario organizzato dalla banca centrale russa e dalla BRI sul tema "Challenges for monetary and financial policy", nel luglio 2013;
- una tavola rotonda dei Governatori dell'Asia centrale, ospitata congiuntamente dalla Banca nazionale svizzera e dalla BRI nel novembre 2013.

Il Processo di Basilea

Con il termine "Processo di Basilea" si indica il ruolo di agevolazione svolto dalla BRI nell'ospitare e sostenere i lavori di gruppi internazionali (sei comitati e tre associazioni) impegnati nell'attività di definizione degli standard e nel perseguimento della stabilità finanziaria.

I comitati ospitati, il cui ordine dei lavori è definito da vari raggruppamenti di banche centrali e autorità di vigilanza, sono i seguenti:

- il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), che elabora i requisiti regolamentari internazionali per le banche e si occupa della vigilanza sui singoli intermediari e del legame fra questa e la vigilanza macroprudenziale;
- il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), che monitora e analizza questioni di portata generale attinenti ai mercati e ai sistemi finanziari;
- il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR), che esamina e definisce gli standard per le infrastrutture di pagamento, compensazione e regolamento;
- il Comitato sui mercati, che monitora gli sviluppi nei mercati finanziari e analizza le loro implicazioni per le operazioni delle banche centrali;
- il Central Bank Governance Group, che esamina le questioni relative all'assetto istituzionale e al funzionamento delle banche centrali;
- l'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC), che si occupa delle questioni statistiche di interesse per le banche centrali, comprese quelle connesse con la stabilità economica, monetaria e finanziaria.

Le associazioni ospitate sono:

- il Financial Stability Board (FSB), che riunisce i ministeri finanziari, le banche centrali e altre autorità finanziarie di 24 paesi, coordina a livello mondiale i lavori delle autorità nazionali e degli organismi internazionali di definizione degli standard ed elabora politiche volte a rafforzare la stabilità finanziaria;
- l'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi (IADI), che definisce gli standard internazionali per i sistemi di garanzia dei depositi e promuove la cooperazione in materia di assicurazione dei depositi e dispositivi di risoluzione delle banche;
- l'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS), che definisce gli standard per il settore assicurativo con l'obiettivo di promuovere la coerenza dell'attività di vigilanza a livello internazionale.

L'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) della BRI agevola la diffusione del lavoro degli enti di definizione degli standard presso le banche centrali e gli organismi di supervisione e regolamentazione del settore finanziario grazie al suo vasto programma di incontri, seminari e formazione online.

Il Processo di Basilea è caratterizzato da tre elementi chiave: le sinergie derivanti dalla condivisione di una stessa sede; la flessibilità e lo scambio aperto di informazioni; il contributo delle competenze di ricerca economica e dell'esperienza bancaria della BRI.

Sinergie derivanti dalla condivisione di una stessa sede

La prossimità fisica dei nove comitati e associazioni presso la BRI crea sinergie che danno luogo a uno scambio di vedute fruttuoso e di ampio respiro. Inoltre, grazie alla riduzione dei costi operativi di ciascun gruppo resa possibile dalle economie di scala, il Processo di Basilea favorisce un impiego più efficace del denaro pubblico.

Flessibilità e scambio aperto di informazioni

Le dimensioni ridotte di questi gruppi rendono possibile una flessibilità e uno scambio aperto di informazioni che rafforzano il coordinamento delle attività da loro svolte in materia di stabilità finanziaria, evitando sovrapposizioni e lacune nei rispettivi programmi di lavoro. Al tempo stesso, i risultati conseguiti sono di gran lunga maggiori di quanto potrebbero far ritenere le dimensioni dei singoli gruppi, e ciò grazie alla possibilità di far leva sulle competenze della comunità internazionale di banche centrali, autorità di regolamentazione e vigilanza e altre autorità pubbliche nazionali e internazionali.

Contributo delle competenze di ricerca economica e dell'esperienza bancaria della BRI

I lavori di questi nove gruppi si avvalgono del contributo della ricerca economica svolta alla BRI e dell'esperienza pratica maturata da quest'ultima nell'attuazione di disposizioni regolamentari e controlli finanziari nella sua attività bancaria.

Attività dei comitati ospitati dalla BRI e dell'ISF nel 2013/14

Questa sezione esamina le principali attività svolte nell'anno in rassegna dai sei comitati ospitati dalla BRI e dall'Istituto per la stabilità finanziaria.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) si propone di rafforzare la cooperazione in ambito prudenziale e migliorare la qualità della vigilanza bancaria a livello mondiale. Esso assiste le autorità competenti fornendo una sede per la condivisione di informazioni sui sistemi di vigilanza nazionali, accrescendo l'efficacia delle tecniche di sorveglianza sulle banche attive a livello internazionale e formulando requisiti prudenziali e regolamentari minimi.

Il CBVB, che si riunisce di norma quattro volte l'anno, è formato dagli alti rappresentanti delle autorità di vigilanza bancaria e delle banche centrali responsabili della vigilanza bancaria o delle questioni di stabilità finanziaria nei paesi membri del Comitato. L'organo direttivo del Comitato di Basilea è il Gruppo dei Governatori e dei Capi della vigilanza (GHOS), composto dai Governatori delle banche centrali e dai responsabili degli organi di vigilanza (diversi dalle banche centrali) dei paesi membri.

Iniziative principali

L'attuale programma di lavoro del Comitato si prefigge quattro obiettivi:

- la riforma della regolamentazione, in particolare il completamento delle riforme avviate in risposta alla crisi;
- l'attuazione della regolamentazione prudenziale di Basilea;
- l'approfondimento dell'analisi del giusto equilibrio fra semplicità, comparabilità e sensibilità al rischio all'interno dello schema di regolamentazione;
- il miglioramento dell'efficacia dell'attività di vigilanza.

Riforma della regolamentazione

Basilea 3, lo schema di regolamentazione internazionale dell'adeguatezza patrimoniale e della liquidità volto a promuovere un sistema bancario più robusto, ha iniziato a entrare in vigore in molte giurisdizioni all'inizio del 2013. Tutti i paesi membri del Comitato di Basilea hanno adottato i requisiti di adeguatezza patrimoniale. Il Comitato prosegue nell'elaborazione di standard globali di regolamentazione e vigilanza e nel monitoraggio dell'attuazione dello schema di regolamentazione di Basilea da parte dei suoi membri.

Basilea 3 – indice di leva finanziaria. Il 12 gennaio 2014, successivamente all'approvazione del GHOS, il Comitato ha pubblicato il testo integrale delle disposizioni e dei requisiti di informativa pubblica relativi all'indice di leva finanziaria (leverage ratio) di Basilea 3. Il documento conteneva gli emendamenti

alla proposta pubblicata dal Comitato a fini di consultazione nel giugno 2013. L'indice di leva finanziaria affianca lo schema di regolamentazione patrimoniale basato sul rischio allo scopo di contenere meglio l'accumulo di leva finanziaria nel settore bancario.

L'indice di leva finanziaria è espresso in termini di rapporto fra, al numeratore, una misura dei mezzi propri ("misura del patrimonio") e, al denominatore, una misura dell'attivo ("misura dell'esposizione"). La misura del patrimonio corrisponde attualmente al patrimonio di base (Tier 1), e il valore minimo dell'indice di leva finanziaria è stato provvisoriamente posto pari al 3%. Il Comitato sta monitorando su base semestrale i dati sull'indice di leva finanziaria delle banche per verificare l'adeguatezza dell'indice nell'arco di un intero ciclo del credito e per modelli di business diversi. Sta inoltre raccogliendo dati per valutare l'impatto che comporterebbe utilizzare come misura del patrimonio il Common Equity Tier 1 (CET1) o il patrimonio di vigilanza totale.

Le banche hanno avviato la segnalazione dell'indice alle autorità nazionali di vigilanza; la pubblicazione dell'informativa pubblica in materia comincerà dal 1° gennaio 2015. Il Comitato effettuerà gli eventuali adeguamenti finali della definizione e della calibrazione dell'indice di leva finanziaria entro il 2017, con l'obiettivo di trasformare l'indice in requisito minimo nell'ambito del primo pilastro (requisiti patrimoniali minimi) il 1° gennaio 2018.

Basilea 3 – indicatore strutturale (NSFR). Il Comitato aveva pubblicato le prime proposte relative all'indicatore strutturale (net stable funding ratio, NSFR) nel 2009 e inserito l'indicatore nell'accordo di Basilea 3 del dicembre 2010. Da allora, il Comitato ha condotto un'analisi dello standard e delle sue implicazioni per il funzionamento dei mercati finanziari e per l'economia.

L'NSFR permette di evitare un ricorso eccessivo al finanziamento all'ingrosso a breve termine, promuove una migliore valutazione dei rischi di provvista della liquidità con riferimento a tutte le poste in bilancio e fuori bilancio, e favorisce la stabilità della raccolta. Una solida struttura di finanziamento accresce la probabilità che, in caso di turbative nelle fonti di provvista regolarmente utilizzate da una banca, quest'ultima mantenga liquidità sufficiente a sostenere la propria operatività.

Il 12 gennaio 2014, con l'avallo del GHOS, il Comitato ha pubblicato una proposta di revisione dell'NSFR, intesa ad attenuare il rischio di variazioni improvvise (cliff effect) nella misurazione della stabilità della provvista, migliorare l'allineamento dell'NSFR con l'indicatore di breve termine e modificare la calibrazione dell'NSFR in modo da tenere maggiormente conto delle fonti di provvista a breve termine, potenzialmente volatili.

Perfezionamento dell'indicatore a breve termine (LCR). Sempre nel gennaio 2014, il GHOS ha approvato la proposta del Comitato tesa a modificare la definizione di attività liquide di elevata qualità (HQLA) nell'ambito dell'indicatore di breve termine (LCR) al fine di consentire un maggiore utilizzo delle linee di liquidità irrevocabili (committed liquidity facilities, CLF) fornite dalle banche centrali. Le CLF erano in precedenza ammesse ai fini dell'LCR solo nel caso delle giurisdizioni che non dispongono di HQLA sufficienti a soddisfare il fabbisogno del sistema bancario. Nel rispetto di una serie di condizioni, una versione limitata di CLF (RCLF) potrà ora essere utilizzata nei periodi di tensione da qualsiasi giurisdizione. Le condizioni previste intendono contenere il ricorso alle RCLF in tempi normali, riaffermando così il principio secondo cui le banche dovrebbero autoassicurarsi contro gli shock di liquidità e le banche centrali dovrebbero rimanere prestatori di ultima istanza. La scelta di impiegare l'RCLF è lasciata alla discrezionalità nazionale; le banche centrali non sono in alcun modo obbligate a offrire linee di liquidità di questo tipo.

Requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente. Nel settembre 2013 il Comitato di Basilea e l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hanno pubblicato la versione definitiva degli standard in materia di requisiti di margine per i derivati non compensati centralmente. In base a questi standard concordati a livello internazionale, tutte le società finanziarie e le entità non finanziarie di rilevanza sistemica che effettuano operazioni in derivati non compensate centralmente saranno tenute allo scambio di margini iniziali e di variazione commisurati ai rischi di controparte che tali operazioni comportano. Lo schema di regolamentazione intende ridurre i rischi sistemici collegati ai mercati dei derivati over-the-counter (OTC), nonché fornire alle società gli incentivi appropriati a ricorrere alla compensazione centrale, e gestire al tempo stesso l'impatto complessivo dei requisiti sulla liquidità.

Gli standard saranno introdotti in maniera graduale nell'arco di quattro anni, cominciando nel dicembre 2015 dagli operatori del mercato dei derivati aventi dimensioni, operatività e rilevanza sistemica maggiori.

Metodo standardizzato per il trattamento patrimoniale delle esposizioni al rischio di controparte. Dopo aver sottoposto a consultazione pubblica il "metodo non basato sui modelli interni" proposto nel giugno 2013, il Comitato ha emanato uno standard definitivo nel marzo 2014 per migliorare la metodologia di valutazione del rischio di credito di controparte collegato alle transazioni in derivati. Questo metodo standardizzato, che entrerà in vigore il 1° gennaio 2017, sostituirà i metodi esistenti previsti dallo schema di regolamentazione patrimoniale, ossia il metodo dell'esposizione corrente e il precedente metodo standardizzato. Esso offre una maggiore sensibilità al rischio rispetto al metodo dell'esposizione corrente, poiché distingue le operazioni a seconda che prevedano o meno il versamento di margini di garanzia. Il nuovo metodo standardizzato contiene fattori prudenziali aggiornati che riflettono il livello delle volatilità osservate in periodi recenti di tensione e permette di riconoscere in maniera più efficace i benefici della compensazione. Al tempo stesso, è applicabile a un'ampia gamma di operazioni in derivati, riduce l'ambito di discrezionalità delle banche poiché non si basa sui modelli interni, ed evita indebite complessità.

Aggiornamento della metodologia di valutazione e del requisito addizionale di assorbimento delle perdite per le banche di rilevanza sistemica globale. Nel luglio 2013 il Comitato ha pubblicato una versione aggiornata delle disposizioni che stabiliscono la metodologia di valutazione per individuare le banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB). Il documento contiene inoltre i requisiti di capacità addizionale di assorbimento delle perdite da applicare alle G-SIB, le relative disposizioni transitorie e l'informativa pubblica che le banche aventi dimensioni superiori a una certa soglia saranno tenute a produrre affinché il dispositivo possa funzionare sulla base di informazioni pubblicamente disponibili.

I provvedimenti sopraccitati miglioreranno la capacità di assorbimento delle perdite delle G-SIB in situazione di continuità aziendale e ridurranno la probabilità di un loro fallimento. Essi sono motivati dal fatto che le attuali politiche di regolamentazione non affrontano compiutamente le esternalità negative create dalle G-SIB a livello internazionale.

La metodologia di valutazione delle G-SIB adotta un approccio basato su indicatori relativi a cinque aspetti generali: dimensione, grado di interconnessione, mancanza di sostituti o infrastrutture finanziarie prontamente disponibili, operatività internazionale (in più giurisdizioni) e complessità.

L'ammontare di capacità addizionale di assorbimento delle perdite si baserà sulla ripartizione delle G-SIB in "classi di rilevanza sistemica" crescente, cui

corrisponderà un requisito dall'1 al 3,5% di CET1. Inizialmente nessuna G-SIB sarà collocata nella classe con il requisito più elevato del 3,5% ("classe vuota"), creata per dissuadere le banche dall'accrescere ulteriormente la propria rilevanza sistemica.

Nel dicembre 2013, conformemente alla tabella di marcia definita in luglio, il Comitato ha pubblicato: a) i denominatori utilizzati per calcolare i punteggi delle banche e b) i punteggi soglia e di demarcazione usati per stilare la lista aggiornata di G-SIB e per assegnare le singole G-SIB alle classi di rilevanza sistemica. Queste informazioni consentiranno alle banche di calcolare il proprio punteggio e la corrispondente capacità addizionale di assorbimento delle perdite richiesta. Il requisito addizionale sarà introdotto parallelamente ai buffer di conservazione del capitale e anticiclico di Basilea 3, ossia fra il 1° gennaio 2016 e la fine del 2018, divenendo pienamente operativo il 1° gennaio 2019.

Misurazione e controllo delle grandi esposizioni. Le esposizioni concentrate verso singole controparti rappresentano un'importante causa di fallimenti bancari e hanno avuto un ruolo di primo piano durante la crisi finanziaria globale. Nell'aprile 2014, sulla scorta dei risultati della consultazione pubblica e dello studio di impatto quantitativo condotti, il Comitato ha messo a punto un quadro prudenziale per la misurazione e il controllo delle grandi esposizioni, teso a limitare la perdita massima che una banca potrebbe subire nell'eventualità del fallimento improvviso di una controparte. Tale quadro può essere altresì utilizzato per attenuare il rischio di contagio fra G-SIB, favorendo così la stabilità finanziaria. Esso contiene inoltre elementi atti a rilevare le grandi esposizioni verso le banche ombra, fonte di preoccupazione per le autorità di vigilanza.

Requisiti patrimoniali a fronte degli investimenti in fondi. Successivamente alla consultazione pubblica condotta a metà 2013, il Comitato ha rivisto le disposizioni emanate con riferimento al trattamento prudenziale degli investimenti delle banche nel capitale dei fondi di ogni tipo (ad esempio, hedge fund, fondi a gestione attiva, fondi a gestione passiva) detenuti nel portafoglio bancario. Le nuove disposizioni entreranno in vigore a decorrere dal 1° gennaio 2017 e si applicheranno a tutte le banche, a prescindere dal metodo utilizzato per assegnare le ponderazioni per il rischio di credito.

In generale l'investimento in fondi dovrebbe comportare un'analisi approfondita volta a individuare le attività sottostanti, ma un'analisi di questo tipo (c.d. "look through") potrebbe non essere sempre possibile. Di conseguenza, le nuove disposizioni forniscono incentivi a migliorare le prassi di gestione dei rischi. Esse considerano inoltre i rischi collegati all'interazione delle banche con il sistema bancario ombra, contribuendo così all'azione più generale del Financial Stability Board volta a rafforzare la sorveglianza e la regolamentazione di tale sistema.

Riesame sostanziale del portafoglio di negoziazione. Nell'ottobre 2013 il Comitato ha pubblicato un secondo documento di consultazione sul riesame sostanziale dei requisiti patrimoniali per il portafoglio di negoziazione (la prima consultazione risaliva al maggio 2012). Il documento di ottobre contiene proposte dettagliate per una revisione globale del trattamento dei rischi di mercato, fra cui in particolare:

- una nuova demarcazione, meno permeabile e più oggettiva, fra il portafoglio di negoziazione e il portafoglio bancario; essa riduce gli incentivi a effettuare operazioni di arbitraggio regolamentare e rimane allineata alle prassi di gestione dei rischi delle banche;
- il cambiamento della misura di rischio utilizzata, con il passaggio dal value-at-risk all'expected shortfall, al fine di rilevare meglio i rischi di eventi estremi

(tail risk); la calibrazione si baserebbe su un periodo di tensioni finanziarie significative;

- l'inclusione del rischio di illiquidità del mercato e di uno strumento addizionale per la valutazione dei rischi destinato ai trading desk con esposizioni verso prodotti illiquidi e complessi;
- un nuovo metodo standardizzato, avente un grado di sensibilità al rischio sufficiente per poter rappresentare un'alternativa credibile ai modelli interni, e comunque adatto alle banche che non necessitano di misurazioni sofisticate dei rischi di mercato;
- un nuovo metodo basato sui modelli interni, nonché un processo più rigoroso di autorizzazione all'uso dei modelli e una maggiore coerenza nell'individuazione e nel trattamento patrimoniale dei fattori di rischio rilevanti;
- un rafforzamento della relazione fra metodo standardizzato e metodo basato sui modelli interni, con l'obbligo per tutte le banche di effettuare il calcolo secondo la metodologia standardizzata e pubblicare i requisiti patrimoniali che ne risultano;
- un maggiore allineamento del trattamento prudenziale del rischio di credito nel portafoglio di negoziazione e nel portafoglio bancario con la differenziazione fra le esposizioni connesse a cartolarizzazioni e le altre esposizioni.

Il Comitato sta inoltre considerando l'opportunità di rendere obbligatorio l'uso del metodo standardizzato quale preconditione o integrazione all'uso del metodo basato sui modelli interni. Il Comitato prevede di ultimare le disposizioni relative al portafoglio di negoziazione nel 2015, dopo la realizzazione di uno studio approfondito di impatto quantitativo.

Revisione del trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni. Nel dicembre 2013, dopo aver condotto una prima consultazione e uno studio di impatto quantitativo, il Comitato ha pubblicato un secondo documento consultivo sulla revisione del trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni. In sede di revisione, il Comitato ha cercato di stabilire il giusto equilibrio fra sensibilità al rischio, semplicità e comparabilità. I principali emendamenti contenuti nel documento di dicembre riguardano la gerarchia delle metodologie e la calibrazione dei coefficienti patrimoniali.

Per quanto concerne la gerarchia, il Comitato propone un trattamento semplice analogo a quello utilizzato per il rischio di credito: le banche che dispongono della capacità per farlo, e dell'autorizzazione dell'autorità di vigilanza, potranno usare: a) un metodo basato sui rating interni per stabilire i rispettivi requisiti patrimoniali; laddove per una data esposizione ciò non sia possibile, potranno utilizzare: b) un metodo basato sui rating esterni (se consentito nella rispettiva giurisdizione) o, alternativamente, c) un metodo standardizzato.

I coefficienti patrimoniali proposti continuano a essere più elevati di quelli previsti dal trattamento attuale. Il Comitato propone inoltre di fissare per tutte le metodologie una soglia di ponderazione per il rischio del 15%, anziché del 20% come originariamente proposto. Il Comitato intende ultimare i lavori sul trattamento delle cartolarizzazioni intorno alla fine del 2014.

Attuazione delle politiche

L'attuazione della regolamentazione prudenziale di Basilea 3 è una priorità fondamentale dell'agenda internazionale di riforma finanziaria. Al fine di agevolare il processo di attuazione, il Comitato di Basilea ha avviato il Programma di valutazione della conformità delle normative (Regulatory Consistency Assessment Programme, RCAP), allo scopo di: a) monitorare i progressi compiuti nell'attuazione

e b) valutare la coerenza e la completezza degli standard adottati. L'RCAP facilita inoltre il dialogo fra i membri del Comitato e assiste il Comitato stesso nell'attività di elaborazione degli standard.

Nell'ambito dell'RCAP vengono condotte valutazioni per paese e per tematiche. Le valutazioni tematiche, attualmente incentrate sui requisiti patrimoniali basati sul rischio, saranno estese a partire dal 2015 agli standard di Basilea 3 in materia di liquidità, leva finanziaria e banche di rilevanza sistemica.

Nell'ottobre 2013 il Comitato ha pubblicato un aggiornamento delle procedure da seguire nelle valutazioni delle singole giurisdizioni. Il corrispondente documento sarà modificato una volta che la portata delle valutazioni RCAP sarà estesa a tutti gli elementi del quadro di regolamentazione prudenziale di Basilea 3.

Un elemento importante delle valutazioni delle singole giurisdizioni è assicurare che le banche con operatività internazionale del sistema bancario di un paese si conformino alla lettera e allo spirito degli standard di Basilea; a tal fine, la valutazione evidenzia l'impatto corrente e potenziale di tali banche sul contesto regolamentare complessivo. Ciò contribuisce a mettere in luce le discrepanze all'interno e fra le singole giurisdizioni, consentendo alle giurisdizioni membri di avviare le misure correttive del caso al fine di rafforzare e migliorare il funzionamento dei rispettivi regimi di regolamentazione prudenziale.

Nell'anno in rassegna si sono svolte nell'ambito dell'RCAP le valutazioni relative alle seguenti giurisdizioni: Svizzera (risultati pubblicati nel giugno 2013), Cina (settembre), Brasile (dicembre) e Australia (marzo 2014). Entro la fine del 2014 saranno completate le valutazioni relative a tutti i paesi dove hanno sede legale G-SIB. Entro la fine del 2015 saranno invece completate o avviate verifiche inter pares dettagliate della regolamentazione patrimoniale delle 27 giurisdizioni membri del Comitato di Basilea, che insieme rappresentano oltre il 90% delle attività bancarie globali.

Rapporti sullo stato di avanzamento dei lavori. Nell'aprile e nell'ottobre 2013 il Comitato ha pubblicato due rapporti contenenti una panoramica dei progressi compiuti dai membri del Comitato nell'adozione di Basilea 2, Basilea 2,5 e Basilea 3. Essi analizzano lo stato di avanzamento dei processi normativi nazionali allo scopo di assicurare che i requisiti patrimoniali del Comitato siano recepiti nelle leggi o nei regolamenti nazionali nel rispetto delle scadenze stabilite a livello internazionale. Il Comitato ritiene che la pubblicazione di queste informazioni fornirà ai suoi membri un ulteriore incentivo a conformarsi pienamente agli accordi internazionali.

Rapporti al G20. Nell'aprile 2013 il Comitato ha ragguagliato i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G20 in merito ai progressi compiuti nell'adozione delle riforme regolamentari di Basilea 3. Il corrispondente rapporto prendeva in esame i requisiti patrimoniali e altri standard regolamentari, nonché i progressi compiuti dalle banche nel potenziare la propria dotazione patrimoniale. Esso evidenziava altresì lacune attuative specifiche che richiederanno ulteriore attenzione sul piano della policy e sul piano operativo.

Nell'agosto 2013 il Comitato ha riferito ai leader del G20 sull'attuazione di Basilea 3, sull'ulteriore armonizzazione della regolamentazione patrimoniale fra le giurisdizioni membri e sul completamento delle restanti riforme post-crisi degli standard di Basilea. Il corrispondente rapporto conteneva inoltre i risultati dello studio condotto dal Comitato sui calcoli delle attività ponderate per il rischio effettuati dalle banche.

Monitoraggio di Basilea 3. Con cadenza semestrale, la pubblicazione *Basel III monitoring report* del Comitato tratta delle implicazioni di Basilea 3 per i mercati

finanziari. Questo studio di monitoraggio si basa sull'ipotesi di piena attuazione del pacchetto definitivo di disposizioni di Basilea 3 e non tiene pertanto conto delle disposizioni transitorie previste da Basilea 3, come ad esempio l'introduzione graduale delle deduzioni dal patrimonio di vigilanza. L'ultima edizione del rapporto, pubblicata nel marzo 2014, rileva che al 30 giugno 2013 il coefficiente patrimoniale CET1 medio (secondo Basilea 3) delle banche del campione era pari al 9,5% per gli istituti del primo gruppo (rappresentativo delle banche aventi operatività internazionale e un patrimonio di base – Tier 1 – superiore a €3 miliardi) e al 9,1% per le banche del secondo gruppo (rappresentativo di tutte le altre banche). Il requisito minimo per il CET1 a regime è del 4,5%, e il corrispondente livello obiettivo è del 7,0%. Il rapporto indica che le carenze patrimoniali delle grandi banche con operatività internazionale in relazione ai rischi continuano generalmente a diminuire.

Indicatore di breve termine (LCR). Nel gennaio 2014, dopo una consultazione a metà 2013, il Comitato ha emanato gli obblighi definitivi di informativa pubblica delle banche relativamente all'indicatore di breve termine (LCR). Le banche con operatività internazionale in tutte le giurisdizioni membri del Comitato saranno tenute a pubblicare il rispettivo LCR utilizzando uno schema segnaletico comune per aiutare gli operatori a valutare in modo coerente la posizione delle banche stesse con riferimento al rischio di liquidità. Le autorità nazionali daranno esecuzione a questi requisiti di informativa e le banche dovranno ottemperarvi a decorrere dalla data del primo periodo di segnalazione successivo al 1° gennaio 2015.

Aggregazione e reportistica dei dati di rischio. Nel dicembre 2013 il Comitato ha pubblicato un rapporto di valutazione sui progressi complessivamente compiuti dalle G-SIB nell'adozione dei *Principi per un'efficace aggregazione e reportistica dei dati di rischio* emanati del Comitato. Questi principi, pubblicati nel gennaio 2013, intendono contribuire a migliorare la gestione dei rischi, i processi decisionali e la risoluzione delle crisi.

La valutazione ha permesso di riscontrare che molte banche stanno incontrando difficoltà nella prima fase di attuazione, attinente al governo societario, all'architettura e ai processi di una solida aggregazione dei dati di rischio. Su un totale di 30 banche designate come G-SIB nel 2011 e nel 2012, 10 hanno segnalato che non saranno in grado di conformarsi ai principi nel rispetto della scadenza del 1° gennaio 2016 prevista per la piena attuazione, principalmente a causa delle risorse dedicate a grandi progetti pluriennali in ambito informatico e di raccolta dei dati.

Il Comitato continuerà a seguire da vicino lo stato di avanzamento delle G-SIB per quanto riguarda il rispetto della scadenza. Il Comitato sollecita inoltre le autorità nazionali di vigilanza ad applicare i principi anche alle istituzioni designate come banche di rilevanza sistemica nazionale, a partire da tre anni dalla designazione. Il Comitato ritiene che i principi possano essere applicati a una gamma più ampia di banche, proporzionalmente alle loro dimensioni, natura e complessità.

Semplicità, comparabilità e sensibilità al rischio

Dopo aver considerevolmente rafforzato lo schema di regolamentazione del sistema bancario, il Comitato sta ora considerando gli aspetti della complessità dello schema e della comparabilità dei coefficienti di adeguatezza patrimoniale tra banche e giurisdizioni diverse. Il Comitato ritiene essenziale che, per mantenere nel

tempo l'efficacia degli standard patrimoniali di Basilea, questi vengano ove possibile semplificati e che sia migliorata la comparabilità dei risultati da essi prodotti (ad esempio, patrimonio di vigilanza, attività ponderate per il rischio e coefficienti patrimoniali).

Nel 2012 il Comitato ha incaricato un gruppo ristretto di suoi membri di condurre una verifica dello schema patrimoniale di Basilea, consapevole del fatto che, con il passare del tempo, tale schema è andato espandendosi e sono state introdotte metodologie più sofisticate di misurazione dei rischi. L'obiettivo di questa task force era indicare gli ambiti di indebita complessità all'interno dello schema e le opportunità per migliorare la comparabilità dei suoi risultati.

Nel luglio 2013 il Comitato ha pubblicato a fini di discussione un documento sul bilanciamento fra la sensibilità al rischio degli standard patrimoniali di Basilea e la loro semplicità e comparabilità. Scopo del documento era quello di stimolare il dibattito e contribuire così alla riflessione del Comitato su questa questione.

Fra gli sviluppi collegati sul fronte dell'analisi della comparabilità, il Comitato ha pubblicato due studi sulla ponderazione delle attività in base al rischio, il primo relativo al rischio di credito nel portafoglio bancario, il secondo ai rischi di mercato nel portafoglio di negoziazione.

Portafoglio bancario – ponderazione delle attività in base al rischio di credito. Nel luglio 2013 il Comitato ha pubblicato il primo rapporto sulla coerenza della ponderazione per il rischio di credito all'interno del portafoglio bancario. Lo studio, rientrante nell'ambito dell'RCAP, si basa sui dati di vigilanza relativi a oltre 100 importanti banche e sui dati relativi alle esposizioni verso soggetti sovrani, banche e imprese raccolti da 32 importanti banche internazionali nell'ambito di un'analisi comparativa su portafogli di riferimento.

Le attività ponderate per il rischio di credito nel portafoglio bancario variano considerevolmente da una banca all'altra, in ampia misura poiché vi sono reali differenze di rischiosità degli attivi. Ciò nonostante, lo studio ha rivelato che una parte considerevole della variazione è dovuta alle diverse prassi adottate dalle banche e dalle autorità di vigilanza per quanto riguarda il processo di ponderazione. Queste differenze potrebbero far sì che i coefficienti patrimoniali segnalati per portafogli identici da alcune banche outlier si discostino addirittura di 2 punti percentuali, in positivo o in negativo, dal valore di riferimento del 10%, dando luogo a una differenza potenzialmente pari a 4 punti percentuali, sebbene i coefficienti patrimoniali della maggior parte delle banche rientrino in un intervallo più ristretto.

Il rapporto presenta alcune opzioni potenzialmente percorribili per ridurre al minimo le variazioni eccessive dovute alle prassi. Il Comitato reputa che sia di fondamentale importanza migliorare la comparabilità dei calcoli del patrimonio di vigilanza effettuati dalle banche, mantenendo al tempo stesso un grado adeguato di sensibilità al rischio.

Portafoglio di negoziazione – ponderazione delle attività in base ai rischi di mercato. Il rapporto pubblicato dal Comitato nel dicembre 2013 sui rischi di mercato nel portafoglio di negoziazione fa seguito a uno studio del gennaio 2013, che evidenziava come i modelli interni, e in particolare le scelte di modellizzazione, fossero all'origine di una variazione significativa nei pesi per i rischi di mercato. Il rapporto di dicembre estende tale analisi a posizioni di negoziazione più rappresentative e complesse, confermandone i risultati e mostrando inoltre che la variabilità dei pesi per i rischi di mercato aumenta di norma per le posizioni di negoziazione più complesse.

Le raccomandazioni di policy contenute nello studio di dicembre concordano con le riforme proposte nel rapporto precedente, di cui il Comitato sta tenendo conto nella revisione in atto del trattamento del portafoglio di negoziazione e dei requisiti di informativa pubblica del terzo pilastro (disciplina di mercato). Tali riforme si propongono di:

- migliorare l'informativa pubblica e la raccolta di dati prudenziali per favorire la comprensione della ponderazione per i rischi di mercato;
- restringere la gamma di opzioni di modellizzazione a disposizione delle banche;
- armonizzare ulteriormente le prassi di vigilanza per quanto riguarda l'autorizzazione all'uso dei modelli.

Miglioramento dell'efficacia dell'attività di vigilanza

La crisi finanziaria internazionale ha messo in evidenza come l'attività di vigilanza rivesta un'importanza fondamentale per la stabilità finanziaria e l'efficace funzionamento dell'assetto di policy.

Solidità della pianificazione patrimoniale. Nel gennaio 2014 il Comitato ha pubblicato il documento *Elementi fondamentali di un processo corretto di pianificazione patrimoniale*, che riflette il recente dibattito prudenziale sugli importanti insegnamenti della crisi finanziaria per quanto riguarda la debolezza della pianificazione patrimoniale.

Durante e dopo la crisi in alcune giurisdizioni sono state condotte prove di stress mirate per valutare l'adeguatezza patrimoniale delle banche. Poiché l'esigenza impellente era determinare se le banche fossero adeguatamente capitalizzate, in molti casi queste prime tornate di stress test non contemplavano una valutazione dei processi che gli istituti bancari utilizzano per anticipare il fabbisogno potenziale di capitale e per gestire le fonti e gli impieghi patrimoniali. Più di recente le autorità di vigilanza hanno iniziato a codificare le loro aspettative riguardo agli elementi costitutivi di un processo corretto di pianificazione patrimoniale. Tale processo assiste le banche nel valutare la quantità e la composizione del patrimonio necessarie a sostenere le strategie aziendali in una serie di scenari e circostanze potenziali.

Collegi dei supervisori. Il nuovo documento consultivo sulle prassi ottimali per i collegi dei supervisori (*Revised good practice principles for supervisory colleges*), pubblicato dal Comitato nel gennaio 2014, aggiorna il primo documento diffuso in materia nell'ottobre 2010, che conteneva l'impegno a prendere atto dell'esperienza maturata nell'uso di tali collegi. Il rapporto consultivo di gennaio fa seguito a un'analisi delle sfide incontrate in sede di attuazione e dei possibili ulteriori ambiti dove formulare prassi corrette. Tale analisi ha preso in considerazione le prospettive delle autorità di vigilanza sia del paese di origine sia del paese ospitante e delle banche con operatività internazionale.

Riciclaggio del denaro di provenienza illecita e finanziamento del terrorismo. Nel gennaio 2014, dopo una consultazione pubblica a metà 2013, il Comitato ha pubblicato il documento *La corretta gestione dei rischi collegati al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo*, contenente una serie di linee guida a uso delle banche che illustrano come considerare tali rischi nella gestione complessiva dei rischi. Le linee guida sono conformi agli standard *International standards on combating money laundering and the financing of terrorism and proliferation* elaborati dal Gruppo di azione finanziaria internazionale (GAFI/FATF) nel 2012 e ne

integrano le finalità e gli obiettivi. Esse contengono riferimenti puntuali agli standard GAFI al fine di assistere le banche nell'adempiere ai requisiti nazionali basati su tali standard.

Indicatori della liquidità desunti dal mercato. Sempre nel gennaio scorso il Comitato ha diffuso delle linee di indirizzo per assistere le autorità di vigilanza nella valutazione del profilo di liquidità delle attività detenute dalle banche. Tali linee di indirizzo, contenute nel documento *Guidance for supervisors on market-based indicators of liquidity*, contribuiscono inoltre a promuovere una maggiore coerenza fra le diverse giurisdizioni nella classificazione delle cosiddette attività liquide di elevata qualità (HQLA) nel contesto dell'LCR di Basilea 3. Il documento non modifica la definizione di HQLA all'interno dell'LCR; esso intende piuttosto coadiuvare le autorità di vigilanza nel determinare se un'attività abbia una liquidità adeguata ai fini dell'LCR.

Gestione della liquidità infragiornaliera. Nell'aprile 2013 il Comitato ha reso nota la versione definitiva del suo documento *Monitoring tools for intraday liquidity management*, che presenta sette strumenti quantitativi sviluppati in consultazione con il CSPR per assistere le autorità di vigilanza bancaria nel migliorare il monitoraggio del rischio di liquidità infragiornaliera delle banche e la capacità di queste ultime di adempiere le proprie obbligazioni di pagamento e di regolamento. Tali strumenti integrano i principi qualitativi enunciati dal Comitato nel 2008 nel documento *Principles for sound liquidity risk management and supervision*.

Gli strumenti in parola, introdotti ai soli fini di monitoraggio, permetteranno inoltre alle autorità di vigilanza di comprendere meglio i comportamenti delle banche in relazione alle operazioni di pagamento e di regolamento. Le banche con operatività internazionale saranno tenute ad applicarli; le autorità nazionali di vigilanza stabiliranno in che misura tali strumenti si applicheranno anche alle altre banche all'interno delle loro giurisdizioni. La segnalazione mensile degli strumenti di monitoraggio prenderà il via il 1° gennaio 2015, in concomitanza con l'attuazione dei requisiti di segnalazione previsti per l'LCR.

Revisioni esterne. La crisi finanziaria ha messo in evidenza la necessità di migliorare la qualità delle revisioni esterne delle banche. Dopo una consultazione pubblica nel 2013, il Comitato ha diffuso nel marzo 2014 il documento *External audits of banks*, contenente 16 principi e linee guida interpretative che descrivono le aspettative prudenziali in materia di revisioni e spiegano come tali aspettative si ricolleghino all'attività dei revisori esterni delle banche.

Pubblicazioni del Joint Forum. Le pubblicazioni del Joint Forum² nell'anno in rassegna hanno riguardato le assicurazioni sui mutui ipotecari, il rischio di longevità e l'informativa di vendita.

- *Mortgage insurance: market structure, underwriting cycle and policy implications*
Pubblicato nell'agosto 2013 al termine di una fase di consultazione, questo rapporto esamina l'interazione fra gli assicuratori, gli erogatori e i sottoscrittori di mutui ipotecari. Esso formula una serie di raccomandazioni destinate ai

² Il Joint Forum è stato istituito nel 1996 sotto l'egida del Comitato di Basilea, della IOSCO e della IAIS con il compito di affrontare le questioni prudenziali comuni ai settori bancario, mobiliare e assicurativo, compresa la regolamentazione dei conglomerati finanziari. Sono membri del Joint Forum gli alti funzionari degli organismi di vigilanza su questi tre settori (www.bis.org/bcbs/jointforum.htm).

responsabili delle politiche e alle autorità di vigilanza, volte a ridurre la probabilità di tensioni e fallimenti nel mercato dell'assicurazione dei prestiti ipotecari in periodi di crisi.

- *Longevity risk transfer market: market structure, growth drivers and impediments, and potential risks*

Il rischio di longevità corrisponde all'eventualità che i pagamenti a titolo di prestazioni pensionistiche o di rendita si protraggano più a lungo del previsto a causa dell'allungamento della vita. Pubblicato nel dicembre 2013 a seguito di un periodo consultivo, questo documento di indirizzo esamina i mercati per il trasferimento del rischio e formula raccomandazioni destinate ad autorità di vigilanza e responsabili delle politiche.

- *Point of sale disclosure in the insurance, banking and securities sectors*

Pubblicato a fini di consultazione nell'agosto 2013, questo rapporto valuta le differenze e le lacune presenti nella regolamentazione dell'informativa pubblica per la vendita di prodotti di investimento e di risparmio nei settori assicurativo, bancario e mobiliare. Esso considera l'opportunità di allineare ulteriormente l'informativa di vendita dei vari settori e formula raccomandazioni per assistere i responsabili delle politiche e le autorità di vigilanza in quest'ambito.

CBVB: www.bis.org/bcbs

Comitato sul sistema finanziario globale

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) monitora per conto dei Governatori del Global Economy Meeting della BRI gli sviluppi nei mercati finanziari e ne analizza le implicazioni per la stabilità finanziaria e le politiche delle banche centrali. È presieduto da William C. Dudley, Presidente della Federal Reserve Bank di New York. Sono membri del CSFG i Sostituti dei Governatori e altri alti funzionari di 23 banche centrali di importanti economie avanzate ed emergenti, nonché il Consigliere economico della BRI.

Fra i principali argomenti affrontati dal Comitato lo scorso anno figuravano le sfide che comporterà il rientro dalle attuali politiche accomodanti delle principali banche centrali e le conseguenti implicazioni per i mercati finanziari. Particolare rilievo in questo ambito è stato dato agli effetti di propagazione fra mercati, compresa l'inversione dei flussi di capitale. I membri del Comitato hanno altresì esaminato i rischi derivanti dagli squilibri finanziari che potrebbero essersi accumulati nel recente periodo di accomodamento monetario e la possibilità di affrontarli attraverso misure macroprudenziali. L'esame ha riguardato inoltre il rischio sovrano e bancario nell'area dell'euro, l'impasse sul bilancio degli Stati Uniti e i rischi posti dagli andamenti macroeconomici e finanziari in Cina e nelle altre principali economie emergenti.

Il Comitato ha commissionato una serie di analisi approfondite e progetti a più lungo termine a vari gruppi di esperti delle banche centrali, tre dei quali hanno pubblicato i loro rapporti nel corso dell'anno.

La crescente domanda di garanzie reali. Il primo rapporto, pubblicato a maggio 2013, ha esaminato la crescente domanda di garanzie reali dovuta alle riforme regolamentari e ad altri sviluppi, mostrando che gli adeguamenti endogeni dei mercati sono verosimilmente in grado di evitare una perdurante scarsità di attività reali a livello di sistema. Il rapporto sostiene che le risposte di policy devono pertanto focalizzarsi principalmente su tali adeguamenti e sulle loro implicazioni, piuttosto che sulle condizioni di domanda-offerta delle attività. Nel prosieguo

dell'anno, un workshop informale con esponenti del settore ha esaminato più approfonditamente le principali risposte dei mercati, comprese le attività di trasformazione e ottimizzazione delle garanzie reali.

Il credito al commercio. Il secondo rapporto, diffuso in gennaio, ha esaminato l'interazione tra i cambiamenti nel mercato del credito al commercio e l'interscambio internazionale. Esso rileva che storicamente il credito al commercio non ha posto rischi significativi per la stabilità finanziaria; tuttavia, quando le banche riducono i finanziamenti al commercio in risposta a tensioni, il mercato del credito al commercio può trasmettere le sollecitazioni dal sistema finanziario all'economia reale. Pertanto, secondo il rapporto, politiche di ampio respiro volte ad affrontare i punti di debolezza relativi al capitale e alla liquidità delle banche e a promuovere la concorrenza (caratteristiche delle attuali iniziative in ambito regolamentare) costituiscono in genere un mezzo efficace per evitare o limitare le turbative nei flussi di prestiti commerciali.

I sistemi bancari nelle economie di mercato emergenti (EME). Il terzo rapporto, pubblicato in marzo, fornisce indicazioni del fatto che i gruppi bancari con sede legale nelle EME stanno cominciando a svolgere un ruolo più rilevante all'interno dei sistemi finanziari regionali. Benché tale processo non sia ancora giunto al punto di modificare in misura significativa il profilo di rischio dei sistemi bancari delle EME, è possibile che col tempo produca effetti più ampi, tali da richiedere un rafforzamento del contesto regolamentare e delle infrastrutture di mercato e l'introduzione di misure di prevenzione e risoluzione delle crisi.

CSFG: www.bis.org/cgfs

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) promuove la sicurezza e l'efficienza dei sistemi e degli accordi di pagamento, compensazione, regolamento e reportistica, sostenendo di conseguenza la stabilità finanziaria e l'economia più in generale. Composto da alti funzionari di 25 banche centrali, il CSPR è un'autorità riconosciuta di definizione degli standard internazionali nel suo ambito di competenza. Funge altresì da forum delle banche centrali per il monitoraggio e l'analisi degli sviluppi nei sistemi di pagamento, compensazione e regolamento a livello sia nazionale sia internazionale e per la cooperazione nelle connesse questioni di policy e di sorveglianza. Il Presidente del Comitato è Benoît Cœuré, membro del Comitato esecutivo della Banca centrale europea.

Monitoraggio dell'attuazione degli standard per le infrastrutture dei mercati finanziari

Il rapporto *Principles for financial market infrastructures* (PFMI) pubblicato dal CSPR assieme alla IOSCO nell'aprile 2012 definisce i principi internazionali a disciplina delle infrastrutture di mercato finanziario di importanza sistemica, come sistemi di pagamento, depositari centrali di titoli, sistemi di regolamento titoli, controparti centrali e trade repositories. Il rapporto descrive inoltre cinque responsabilità cui sono chiamate le autorità di supervisione o regolamentazione delle infrastrutture dei mercati finanziari, fra cui un'efficace mutua cooperazione qualora sussistano più autorità competenti.

Una delle priorità del CSPR è monitorare che i PFMI siano attuati in maniera uniforme, integrale e tempestiva. Tale monitoraggio si articola in tre fasi, volte ad

accertare se: 1) siano stati adottati le norme e i connessi regolamenti attuativi; 2) le norme e i connessi regolamenti siano completi e conformi ai PFMI; 3) l'attuazione dei nuovi standard abbia prodotto risultati coerenti.

Nell'agosto 2013 il CSPR e la IOSCO hanno pubblicato i risultati della prima fase di monitoraggio. Il rapporto mostrava come la maggior parte delle giurisdizioni avesse avviato il processo di attuazione delle leggi e dei regolamenti necessari. Sebbene fossero poche le giurisdizioni ad aver completato tale processo per tutte le tipologie di infrastrutture, i risultati costituivano comunque un progresso sostanziale considerato il periodo relativamente breve intercorso dalla pubblicazione dei PFMI.

La prima fase di monitoraggio e aggiornamento periodico proseguirà fino a quando tutte le giurisdizioni avranno completato il quadro normativo e regolamentare. Nel febbraio 2014 il CSPR e la IOSCO hanno altresì avviato la seconda fase del processo di monitoraggio.

Ripristino delle infrastrutture dei mercati finanziari

Nell'agosto 2013 il CSPR e la IOSCO hanno diffuso a fini di consultazione il rapporto *Recovery of financial market infrastructures*, che fornisce alle infrastrutture dei mercati finanziari, quali le controparti centrali, indicazioni su come elaborare dei piani di ripristino da minacce per la propria sostenibilità e solidità finanziaria che potrebbero impedire loro di continuare a fornire servizi essenziali. Il rapporto risponde alle osservazioni pervenute in merito a un precedente documento CSPR-IOSCO, *Recovery and resolution of financial market infrastructures*, che sollecitavano maggiori indicazioni sugli strumenti di ripristino appropriati per le infrastrutture dei mercati finanziari.

Accesso delle autorità ai dati dei trade repositories

Il documento consultivo pubblicato dal CSPR e dalla IOSCO nell'agosto 2013 delinea un quadro di riferimento per l'accesso periodico e puntuale delle autorità ai dati dei trade repositories, sistemi centralizzati per la registrazione elettronica dei contratti. Esso approfondisce le questioni di accesso già affrontate dalla pubblicazione CSPR-IOSCO del gennaio 2012 sull'aggregazione e la segnalazione dei dati sui derivati OTC.

Ruolo dei soggetti non bancari nei pagamenti al dettaglio

Il CSPR sta studiando il ruolo dei soggetti non bancari nei pagamenti al dettaglio, in particolare i fattori che spiegano l'importanza crescente di tali soggetti in questo ambito, i rischi possibili e i diversi approcci di regolamentazione adottati dalle giurisdizioni membri del Comitato.

Inclusione finanziaria e pagamenti

Il CSPR, di concerto con la Banca mondiale, ha di recente avviato uno studio dei nessi tra sistemi di pagamento e inclusione finanziaria.

Sicurezza informatica delle infrastrutture dei mercati finanziari

Il CSPR ha iniziato ad analizzare le questioni riguardanti la sicurezza informatica e le loro implicazioni per le infrastrutture dei mercati finanziari con riferimento al principio sul rischio operativo enunciato nel rapporto PFMI.

Statistiche del Red Book

Nel dicembre 2013 il CSPR ha diffuso l'annuale aggiornamento statistico sui sistemi di pagamento, compensazione e regolamento nei paesi membri (*Statistics on payment, clearing and settlement systems in the CPSS countries*).

CSPR: www.bis.org/cpss

Comitato sui mercati

Il Comitato sui mercati fornisce agli alti funzionari delle banche centrali una sede per monitorare congiuntamente gli sviluppi nei mercati finanziari e valutare le loro implicazioni per le operazioni delle banche centrali. Esso è composto da 21 banche centrali.

Nel giugno 2013 il Global Economy Meeting della BRI ha nominato Presidente del Comitato Guy Debelle, Vice Governatore della Reserve Bank of Australia. Egli succede a Hiroshi Nakaso, Vice Governatore della Bank of Japan, che aveva assunto la presidenza del Comitato nel giugno 2006.

Nel corso dell'anno i dibattiti del Comitato si sono incentrati sulla tempistica della decisione della Federal Reserve di ridurre il ritmo degli acquisti di attività finanziarie e sull'introduzione del nuovo quadro per la politica monetaria (allentamento quantitativo e qualitativo) della Bank of Japan. Il Comitato ha monitorato particolarmente da vicino l'impatto di tali sviluppi nei mercati emergenti.

Il Comitato ha inoltre discusso la forward guidance e la maggiore enfasi che ha ricevuto in alcune economie avanzate, gli andamenti del mercato monetario in Cina e il profilo delineatosi per la valutazione approfondita degli enti creditizi da parte della BCE. Le incertezze relative al tetto del debito pubblico e alla sospensione delle attività non essenziali (shutdown) del governo federale negli Stati Uniti alla fine del 2013 sono state all'origine di uno stretto dialogo tra i membri del Comitato per esaminare le possibili implicazioni per i mercati.

Oltre a monitorare gli andamenti di mercato a breve termine, il Comitato si è anche dedicato ai potenziali effetti di più lungo periodo della regolamentazione finanziaria nuova e in evoluzione. Fra i temi affrontati dal Comitato figurano le piattaforme regolamentate per l'esecuzione degli swap, le proposte della Commissione europea per un'imposta sulle transazioni finanziarie e la regolamentazione dei benchmark finanziari. Il Comitato ha inoltre discusso la definizione di benchmark per i mercati valutari.

Sotto l'egida del Comitato sui mercati, la BRI e 53 banche centrali partecipanti hanno condotto l'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi per il 2013. Le negoziazioni giornaliere medie in tali mercati sono salite a \$5 300 miliardi nell'aprile 2013, dai \$4 000 miliardi di tre anni prima. Il Comitato ha verificato l'utilità della maggiore copertura offerta dall'indagine in termini di coppie valutarie e degli affinamenti introdotti nelle categorie di controparti e metodi di esecuzione. Per assistere la definizione delle future Indagini triennali, nel gennaio 2014 il Comitato ha organizzato un workshop con operatori del settore privato sui metodi di esecuzione delle operazioni in cambi.

Comitato sui mercati: www.bis.org/markets

Central Bank Governance Group

Il Central Bank Governance Group, formato dai Governatori di nove banche centrali e presieduto da Zeti Akhtar Aziz, Governatore della Bank Negara Malaysia, fornisce una sede per lo scambio di informazioni sulla struttura e l'attività delle banche centrali in qualità di istituzioni pubbliche. Esso indica inoltre le priorità per i lavori svolti in questo ambito dalla BRI attraverso la cinquantina di banche centrali che compongono il Central Bank Governance Network. I funzionari delle banche centrali hanno accesso ai risultati delle numerose indagini sulle questioni di governance condotte presso le banche centrali del Network, oltre che ad altre ricerche in materia, e parte di questo materiale viene pubblicata.

Il Governance Group si è riunito varie volte in occasione degli incontri bimestrali della BRI per esaminare gli sviluppi nel governo delle banche centrali. Ha discusso le questioni organizzative che si pongono dopo la crisi per le banche centrali con importanti responsabilità in materia di vigilanza bancaria, ha condotto una rassegna dell'organizzazione della funzione di gestione dei rischi finanziari all'interno delle banche centrali e ha analizzato le sfide della comunicazione degli interventi e delle intenzioni di politica monetaria nei periodi di incertezza. Le informazioni e le indicazioni fornite aiutano le banche centrali a valutare l'efficacia dei propri assetti di governance e le alternative disponibili.

Central Bank Governance Group: www.bis.org/cbgov

Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics

L'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC) affronta le questioni statistiche attinenti alla stabilità monetaria e finanziaria. Presieduto attualmente da Muhammad Ibrahim, Vice Governatore della Bank Negara Malaysia, riunisce oltre 80 banche centrali di tutto il mondo, compresi quasi tutti i membri della BRI.

L'IFC ha patrocinato, assieme a varie banche centrali, workshop e incontri sui seguenti argomenti: bilancia dei pagamenti (Banque de France); gestione integrata delle basi di microdati (Banco de Portugal); misurazione dei cambiamenti strutturali nel sistema finanziario, con particolare riferimento al sistema bancario ombra (People's Bank of China). In occasione della 59ª edizione biennale del World Statistics Congress dell'International Statistical Institute (ISI), tenutasi a Hong Kong SAR, ha altresì organizzato sei sessioni dedicate alle metodologie e alla compilazione di statistiche concernenti cinque serie di variabili finanziarie ed economiche: tassi di interesse bancari, tassi di cambio effettivi reali, misure dell'inflazione, debito estero e flussi di capitali. In occasione del congresso, l'IFC è divenuto membro affiliato dell'ISI.

Il Comitato ha istituito una task force incaricata di esaminare la condivisione dei dati fra i dipartimenti statistici delle banche centrali e le autorità di vigilanza bancaria al fine di coadiuvare la ricerca e le analisi di policy in materia di stabilità finanziaria. La task force ha stilato un inventario degli approcci seguiti nei vari paesi e sta individuando le prassi corrette con cui le banche centrali e le autorità di vigilanza potranno confrontare i rispettivi assetti nazionali.

La relazione annuale dell'IFC sul 2013 è stata approvata dall'All Governors' Meeting della BRI a gennaio e pubblicata in febbraio.

IFC: www.bis.org/ifc

Istituto per la stabilità finanziaria

L'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) assiste le autorità di vigilanza di tutto il mondo nella sorveglianza sui sistemi finanziari promuovendo una solida comprensione dei requisiti prudenziali e delle prassi corrette in materia di vigilanza.

L'ISF collabora con le autorità di vigilanza nell'attuazione delle riforme elaborate dagli organi internazionali di definizione degli standard chiarendo i concetti e i dettagli delle riforme stesse e le loro implicazioni per l'attività di vigilanza. A tal fine, si avvale di una molteplicità di canali, come incontri ad alto livello, seminari e internet. Il suo strumento di informazione e formazione online, FSI Connect, è utilizzato dagli addetti alla vigilanza finanziaria di ogni grado di esperienza e competenza tecnica.

L'ISF conduce annualmente un'indagine sull'attuazione della regolamentazione prudenziale di Basilea presso alcuni paesi selezionati, i cui risultati sono pubblicati sul sito internet della BRI. L'indagine per il 2013, unitamente al lavoro svolto dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, mostra che 100 paesi hanno già attuato o sono in procinto di attuare Basilea 2 e 72 paesi stanno attuando Basilea 3.

Incontri, seminari e conferenze

Il vasto programma di incontri ad alto livello, seminari e conferenze dell'ISF si rivolge alle autorità di vigilanza dei settori bancario e assicurativo e agli esperti di stabilità finanziaria delle banche centrali. Nell'anno in rassegna i 41 eventi dedicati a questioni bancarie e i 9 seminari su questioni assicurative hanno visto la partecipazione di circa 1 700 addetti.

Gli incontri regionali annuali ad alto livello destinati ai Sostituti dei Governatori delle banche centrali e ai responsabili degli organi di vigilanza, organizzati insieme al CBVB, si sono tenuti in Africa, America latina, Asia, Europa centrale e orientale e Medio Oriente. Fra gli argomenti affrontati figuravano la stabilità finanziaria, gli strumenti e le politiche macroprudenziali, le priorità della regolamentazione e altre questioni di rilevanza prudenziale.

L'ISF ha tenuto a Basilea vari seminari su temi bancari e ha collaborato con i seguenti gruppi di autorità di vigilanza per l'organizzazione di seminari altrove:

- Africa: Committee of Bank Supervisors of West and Central Africa (BSWCA); Southern African Development Community (SADC);
- Americhe: Association of Supervisors of Banks of the Americas (ASBA); Center for Latin American Monetary Studies (CEMLA); Caribbean Group of Banking Supervisors (CGBS);
- Asia-Pacifico: Working Group on Banking Supervision dell'Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP); South East Asian Central Banks (SEACEN); Forum of Banking Supervisors delle Central Banks of South East Asia, New Zealand and Australia (SEANZA);
- Europa: Autorità bancaria europea (EBA); Group of Banking Supervisors from Central and Eastern Europe (BSCEE);
- Medio Oriente: Arab Monetary Fund (AMF); Committee of Banking Supervisors del Gulf Cooperation Council (GCC);
- Altri gruppi: Group of French-Speaking Banking Supervisors (GSBF); Group of International Finance Centre Supervisors (GIFCS).

In collaborazione con l'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS) e il suo network regionale, l'Istituto ha organizzato diversi seminari sul tema dell'assicurazione sia in Svizzera sia in Africa, America latina, Asia, Europa centrale e orientale e Medio Oriente.

I seminari dello scorso anno sono stati dedicati a: i nuovi principi fondamentali del CBVB e della IAIS, la vigilanza basata sul rischio, le politiche macroprudenziali e la valutazione del rischio sistemico, le disposizioni di adeguatezza patrimoniale di Basilea 3 e la solvibilità basata sul rischio.

FSI Connect

FSI Connect è utilizzato da più di 9 800 abbonati provenienti da 250 banche centrali e autorità di vigilanza bancaria o assicurativa. Offre oltre 230 moduli che coprono un ampio ventaglio di aspetti della regolamentazione e della vigilanza. Fra i moduli più recenti si segnalano quelli dedicati a: intensità ed efficacia dell'attività di vigilanza; consapevolezza del pubblico in merito ai sistemi di tutela dei depositi, vigilanza macroprudenziale, vigilanza sui gruppi e processi di ispezione in loco per le autorità di vigilanza assicurativa, determinazione del prezzo dei prodotti assicurativi.

ISF: www.bis.org/fsi

Attività delle associazioni ospitate dalla BRI nel 2013/14

Questa sezione passa in rassegna le principali attività svolte lo scorso anno dalle tre associazioni ospitate dalla BRI a Basilea.

Financial Stability Board

Il Financial Stability Board (FSB) coordina a livello mondiale i lavori svolti nel campo della stabilità finanziaria dalle autorità nazionali e dagli organismi internazionali di emanazione degli standard; elabora e promuove politiche per il settore finanziario con l'obiettivo di accrescere la stabilità finanziaria internazionale³.

Sono membri dell'FSB i ministeri finanziari, le banche centrali⁴ e le autorità di regolamentazione e di supervisione finanziaria di 24 paesi e giurisdizioni⁵; la Banca centrale europea (BCE) e la Commissione europea; le istituzioni finanziarie internazionali e gli organismi internazionali di emanazione degli standard⁶.

L'FSB, presieduto da Mark Carney⁷, opera attraverso l'Assemblea plenaria dei suoi membri, la quale designa il Presidente dell'FSB e il Comitato direttivo. L'FSB si avvale inoltre di quattro comitati permanenti, che si occupano di:

- valutazione delle vulnerabilità (presieduto da Agustín Carstens, Governatore del Banco de México);

³ L'FSB è un'associazione senza scopo di lucro di diritto svizzero, ospitata dalla BRI nel quadro di un accordo di servizio quinquennale rinnovabile. La BRI fornisce assistenza finanziaria e di altro tipo al Segretariato dell'FSB, attualmente composto di 29 dipendenti.

⁴ Compreso il comitato di banche centrali CSFG.

⁵ Si tratta dei paesi membri del G20, più Hong Kong SAR, Paesi Bassi, Singapore, Spagna e Svizzera.

⁶ Le istituzioni finanziarie internazionali rappresentate sono la Banca mondiale, la BRI, l'FMI e l'OCSE, mentre gli organismi internazionali di emanazione degli standard sono il CBVB, l'International Accounting Standards Board (IASB), l'IAIS e la IOSCO.

⁷ Governatore della Bank of Canada fino al 1° giugno 2013, è divenuto Governatore della Bank of England il 1° luglio 2013.

- cooperazione fra le autorità di vigilanza e di regolamentazione (presieduto da Daniel Tarullo, membro del Board of Governors del Federal Reserve System);
- attuazione degli standard (presieduto da Ravi Menon, Direttore esecutivo della Monetary Authority of Singapore);
- budget e risorse (presieduto da Jens Weidmann, Presidente della Deutsche Bundesbank).

Per agevolare la sua interazione con un più ampio novero di paesi, l'Assemblea plenaria ha creato sei gruppi consultivi regionali (rispettivamente per le Americhe, l'Asia, la Comunità di Stati Indipendenti, l'Europa, il Medio Oriente e il Nord Africa e l'Africa sub-sahariana). Essi riuniscono i membri dell'FSB con le istituzioni di circa 65 giurisdizioni non membri per discutere delle vulnerabilità che interessano i sistemi finanziari regionali e internazionali e delle iniziative in materia di stabilità finanziaria già intraprese o prospettate dalle giurisdizioni membri dell'FSB.

L'Assemblea plenaria ha parimenti istituito vari gruppi di lavoro, impegnati in diversi ambiti tecnici.

Nell'anno in rassegna l'Assemblea plenaria si è riunita in giugno e novembre 2013 e nel marzo 2014. Come descritto qui di seguito, l'FSB ha affrontato nel corso di quest'anno un'ampia gamma di questioni, e varie iniziative di policy hanno ricevuto l'avallo dei leader del G20 in occasione del vertice di San Pietroburgo nel settembre 2013.

Riduzione dell'azzardo morale posto dalle istituzioni finanziarie di importanza sistemica (SIFI)

Forte dell'avallo ricevuto dai leader del G20 al vertice di Seoul del 2010, il quadro di riferimento dell'FSB per ridurre i rischi sistemici e l'azzardo morale associato alle SIFI si compone di tre elementi fondamentali:

- un sistema volto a consentire una rapida risoluzione delle istituzioni finanziarie di ogni tipo senza destabilizzare il sistema finanziario o esporre i contribuenti al rischio di perdite;
- una maggiore capacità di assorbimento delle perdite per le SIFI, di riflesso ai maggiori rischi che comportano per il sistema finanziario globale;
- l'intensificazione dell'attività di sorveglianza sulle SIFI.

Risoluzione delle crisi presso le SIFI. In luglio l'FSB ha pubblicato il documento *Guidance on recovery triggers and stress scenarios* dedicato a tre aspetti essenziali dei piani di risanamento e risoluzione: 1) lo sviluppo di scenari e di meccanismi di innesco automatico da utilizzare nei piani di risanamento per le SIFI di rilevanza globale (G-SIFI); 2) lo sviluppo di strategie di risoluzione delle crisi e di piani operativi specifici per le diverse strutture di gruppo; e 3) l'individuazione delle funzioni che dovrebbero restare operative durante la risoluzione delle crisi per preservare la stabilità sistemica.

In agosto l'FSB ha pubblicato tre documenti consultivi in relazione agli attributi fondamentali (*Key attributes*) di un efficace regime di risoluzione delle istituzioni finanziarie, specificati nel suo documento dell'ottobre 2011 *Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*.

Il 12 agosto ha pubblicato il documento di indirizzo *Application of the Key attributes to non-bank financial institutions* che, una volta ultimato, sarà incorporato ai *Key attributes* sotto forma di allegati dedicati a:

- la risoluzione delle infrastrutture dei mercati finanziari e dei loro aderenti aventi rilevanza sistemica;
- la risoluzione delle compagnie di assicurazione;
- la tutela delle attività della clientela nei processi di risoluzione.

Sempre il 12 agosto, l'FSB ha pubblicato il documento *Information sharing for resolution purposes*, che tratta degli standard di riservatezza e delle salvaguardie statutarie per la condivisione delle informazioni nell'ambito dei gruppi di gestione delle crisi transfrontaliere e degli accordi di cooperazione transfrontalieri specifici a singole istituzioni.

Il 28 agosto l'FSB ha reso nota la metodologia *Assessment methodology for the Key attributes*, che propone i criteri per valutare la conformità delle giurisdizioni con i *Key attributes* e offre orientamenti per le riforme legislative in quest'ambito. L'FSB ha elaborato la bozza di metodologia insieme a Banca mondiale, FMI e vari organismi di definizione degli standard.

Requisiti più elevati di assorbimento delle perdite. Nel novembre 2013 l'FSB ha reso nota la lista aggiornata di banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB) stilata dallo stesso FSB utilizzando dati di fine 2012 e la metodologia rivista pubblicata dal CBVB nel luglio 2013. Una nuova banca è stata inserita nell'elenco, portando il numero complessivo di G-SIB da 28 a 29.

L'elenco ripartisce le banche fra i quattro livelli inferiori di capacità aggiuntiva di assorbimento delle perdite (common equity aggiuntiva) richiesta per le G-SIB. Nell'insieme, i cinque livelli vanno dall'1 al 3,5% delle attività ponderate per il rischio, a seconda del grado di rischio sistemico posto dalla banca. La classe di sistemicità più elevata (corrispondente a un requisito del 3,5%) è stata al momento lasciata vuota per disincentivare le G-SIB ad accrescere ulteriormente la propria rilevanza sistemica. Il requisito aggiuntivo di assorbimento delle perdite sarà applicato gradualmente nell'arco di tre anni a partire dal 2016, inizialmente alle banche che figuravano nell'elenco del novembre 2014⁸.

Nel luglio 2013 l'FSB ha pubblicato un primo elenco di compagnie di assicurazione di rilevanza sistemica (G-SII), stilato utilizzando la metodologia di valutazione elaborata dalla IAIS e i dati di fine 2011. A partire dal novembre 2014 l'elenco di G-SII sarà aggiornato e pubblicato con cadenza annuale dall'FSB. Nel luglio 2014, di concerto con la IAIS e le autorità nazionali, l'FSB stabilirà il grado di sistemicità, e quindi le adeguate misure di attenuazione del rischio, per le grandi compagnie di riassicurazione. Con l'avallo dell'FSB, la IAIS ha inoltre reso note misure prudenziali destinate alle G-SII, nonché un quadro di riferimento complessivo per le politiche macroprudenziali e la sorveglianza del settore assicurativo.

Intensificazione dell'attività di sorveglianza. Nel novembre 2013 l'FSB ha pubblicato i principi per un quadro efficace di determinazione della propensione al rischio (*Principles for an effective risk appetite framework*) e il documento di consultazione *Guidance on supervisory interaction with financial institutions and risk culture*, sull'interazione delle autorità di sorveglianza con le istituzioni finanziarie e la loro cultura del rischio. Questi documenti si iscrivono all'interno dell'iniziativa dell'FSB volta ad accrescere l'intensità e l'efficacia dell'attività di vigilanza e sorveglianza, una componente fondamentale della risposta ufficiale al problema delle società "troppo grandi per fallire". Le aspettative prudenziali per le funzioni di gestione dei rischi e gli assetti complessivi di governance dei rischi delle imprese stanno crescendo: in queste aree infatti si sono riscontrate debolezze significative durante la crisi finanziaria globale.

Nell'aprile 2014 l'FSB pubblicherà la versione definitiva del documento di indirizzo sulla cultura del rischio, che terrà conto dei commenti ricevuti durante la

⁸ L'elenco attuale è consultabile all'indirizzo www.financialstabilityboard.org/publications/r_121031ac.pdf.

consultazione e conterrà un resoconto delle iniziative volte a migliorare l'efficacia dell'attività di sorveglianza.

Estensione dello schema per le SIFI. L'FSB e gli organismi di emanazione degli standard continuano nell'opera di estensione dello schema per le SIFI a ulteriori tipologie di istituzioni finanziarie. Nel gennaio 2014 l'FSB e la IOSCO hanno diffuso a fini di consultazione il documento *Assessment methodologies for identifying non-bank non-insurer global systemically important financial institutions*, contenente le metodologie per individuare le istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica globale diverse dalle banche e dalle società assicurative (NBNI G-SIFI). Esso propone alcune metodologie per individuare le istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica globale diverse dalle banche e dalle società assicurative (NBNI G-SIFI), ma non tratta di istituzioni specifiche né formula raccomandazioni sul piano delle politiche, che saranno elaborate soltanto una volta ultimate le metodologie.

Miglioramento dei mercati dei derivati OTC. Il G20 si è impegnato a migliorare il funzionamento, la trasparenza e la sorveglianza dei mercati dei derivati OTC attraverso una maggiore standardizzazione, la compensazione centrale, la negoziazione su piattaforme organizzate e la segnalazione di tutte le transazioni a sistemi appositi di registrazione elettronica dei contratti (trade repositories, TR). L'FSB ha pubblicato nell'aprile e nel settembre 2013 degli aggiornamenti sullo stato di avanzamento delle riforme e continua a lavorare con le giurisdizioni membri per completare le riforme, risolvere le restanti questioni transfrontaliere e assicurare un'attuazione coerente nelle varie giurisdizioni.

L'FSB ha istituito un gruppo di lavoro per esaminare come i dati segnalati dai TR possano essere utilizzati efficacemente dalle autorità, in particolare attraverso la loro aggregazione. Nel febbraio 2014 l'FSB ha pubblicato un documento di consultazione che presenta le opzioni percorribili per aggregare i dati dei TR sui derivati OTC.

Potenziamento della supervisione e della regolamentazione del sistema bancario ombra

Il sistema bancario ombra, ossia quella parte dell'intermediazione creditizia svolta attraverso entità e operazioni esterne al sistema bancario regolamentato, può essere fonte di rischio sistemico sia direttamente, sia per il tramite dell'interconnessione con il sistema bancario tradizionale. Le banche ombra possono inoltre creare opportunità di arbitraggio in grado di vanificare l'inasprimento della regolamentazione bancaria e causare un aumento del grado di leva e rischi addizionali nel sistema finanziario in generale.

Nell'agosto 2013, dopo un periodo di consultazione, l'FSB ha pubblicato una versione riveduta delle raccomandazioni volte a rafforzare la supervisione e la regolamentazione del sistema bancario ombra e ad attenuare i potenziali rischi sistemici a esso connessi. Le raccomandazioni affrontano cinque aspetti:

- gli effetti di contagio fra il sistema bancario tradizionale e il sistema bancario ombra;
- la vulnerabilità dei fondi del mercato monetario (MMF) in caso di corse al disinvestimento;
- gli incentivi collegati alla cartolarizzazione;
- i rischi e gli incentivi prociclici associati alle operazioni di finanziamento tramite titoli che potrebbero esacerbare le tensioni per la raccolta durante gli episodi di disinvestimento;
- i rischi sistemici posti da altre entità e attività del sistema bancario ombra.

Le raccomandazioni sono pressoché ultimate, a eccezione delle proposte relative alle operazioni di finanziamento tramite titoli (operazioni SFT), che verranno ulteriormente affinate.

Nel novembre 2013 l'FSB ha pubblicato il terzo rapporto annuale di monitoraggio delle tendenze globali e dei rischi del sistema bancario ombra, comprese le innovazioni e i cambiamenti che potrebbero condurre a un aumento dei rischi sistemici e dell'arbitraggio regolamentare. Il rapporto si basa sui dati di 25 giurisdizioni e dell'area dell'euro nel suo complesso, che insieme rappresentano circa l'80% del PIL mondiale e il 90% delle attività del sistema finanziario mondiale. Per la prima volta, esso conteneva anche le stime tratte da un'indagine della IOSCO presso gli hedge fund.

Rating creditizi

Nell'agosto 2013 l'FSB ha pubblicato un rapporto sullo stato di avanzamento dei lavori e un rapporto preliminare sui risultati di una verifica *inter pares* relativi all'attività svolta dagli organismi di definizione degli standard e dalle autorità nazionali per imprimere un'accelerazione all'attuazione delle linee guida dell'FSB dell'ottobre 2010 per ridurre l'affidamento sui rating delle agenzie di valutazione del credito. L'obiettivo delle linee guida è duplice: da un lato, si tratta di eliminare il ricorso meccanicistico del mercato ai rating, che è fonte di comportamenti gregari e può innescare effetti improvvisi e automatici (*cliff effect*); dall'altro lato, si intende incentivare gli operatori di mercato a migliorare le valutazioni indipendenti del rischio di credito e ad esercitare la dovuta diligenza.

La seconda fase della verifica *inter pares* prevede un'analisi dei provvedimenti programmati per ridurre il ricorso ai rating nonché dei progressi compiuti rispetto alle misure alternative del rischio di credito e al rafforzamento dei processi interni delle banche per la valutazione del rischio di credito. L'FSB prevede di pubblicare il rapporto finale sull'esito della verifica *inter pares* nel corso del 2014.

Benchmark finanziari

Il G20 ha incaricato l'FSB di promuovere la coerenza delle varie iniziative finalizzate a migliorare l'affidabilità e la robustezza dei tassi di interesse di riferimento del mercato interbancario. L'FSB ha istituito a questo riguardo un gruppo di orientamento di alto livello (Official Sector Steering Group, OSSG) di autorità di regolamentazione e banche centrali, con il compito di coordinare i lavori di revisione dei tassi di interesse di riferimento esistenti. L'OSSG guiderà inoltre un gruppo formato da operatori di mercato che esaminerà la possibilità di adottare tassi di riferimento aggiuntivi nonché le potenziali difficoltà di transizione. L'OSSG riferirà all'FSB entro il giugno 2014.

Superamento delle lacune statistiche

La crisi finanziaria globale ha portato alla luce l'esistenza di importanti lacune informative per quanto riguarda le istituzioni finanziarie con operatività internazionale. L'FSB sta definendo uno schema comune di segnalazione con cui le G-SIB potranno analizzare le proprie esposizioni e fonti di provvista per controparte e le relative concentrazioni per paese, mercato, valuta, settore e strumento. Il database internazionale accentrato dove si stanno raccogliendo questi dati è ospitato dalla BRI, ed è divenuto pienamente operativo nel secondo trimestre del 2013 con l'assemblaggio di dati armonizzati sulle esposizioni creditizie delle G-SIB. Nell'ottobre 2013 l'FSB e l'FMI hanno pubblicato il *Fourth progress report on the*

implementation of the G-20 data gaps initiative, che evidenziava la realizzazione di notevoli progressi nell'attuazione dell'iniziativa del G20 volta a colmare le lacune statistiche.

Miglioramento della trasparenza attraverso il codice identificativo dell'entità giuridica (LEI)

L'obiettivo del sistema internazionale LEI è fornire un identificativo unico dei partecipanti alle transazioni finanziarie in tutto il mondo. Il G20 ha accolto con favore il rapporto del giugno 2012 redatto al riguardo dall'FSB, *A global legal entity identifier for financial markets*, ed è stato lanciato un sistema transitorio. Il codice LEI costituisce un tassello fondamentale di una migliorata infrastruttura statistica: agevolerà il conseguimento di numerosi obiettivi di stabilità finanziaria e di gestione dei rischi e ridurrà il rischio operativo all'interno delle singole società.

Nel gennaio 2013 è stato istituito un comitato di sorveglianza indipendente, il Regulatory Oversight Committee (ROC), incaricato della governance del sistema internazionale LEI, con il compito di assicurare che tale sistema serva l'interesse pubblico. Il ROC ha chiesto all'FSB di fungere da fondatore della Global LEI Foundation (GLEIF); a questo riguardo, l'FSB sta conducendo una verifica di "due diligence". La GLEIF sarà costituita come fondazione senza scopo di lucro di diritto svizzero allo scopo di fungere da braccio operativo del sistema LEI. Essa promuoverà l'applicazione a livello mondiale di standard e protocolli operativi uniformi stabiliti dal ROC e appoggerà il mantenimento di un database centralizzato dei codici identificativi e dei corrispondenti dati di riferimento.

Rafforzamento dei principi contabili

Il G20 e l'FSB propugnano l'elaborazione di un unico insieme di principi contabili internazionali di elevata qualità. In quest'ambito, l'FSB continua a incoraggiare lo IASB e il Financial Accounting Standards Board affinché portino a compimento il loro progetto di convergenza e sorveglia i progressi compiuti da questi organismi nell'attuazione delle specifiche raccomandazioni formulate dal G20 e dall'FSB in materia contabile. Entrambi questi organismi hanno compiuto ulteriori progressi nel 2013. Nel 2014 dovrebbero essere portati a termine i lavori negli ambiti fondamentali della contabilizzazione dei crediti deteriorati e dei contratti assicurativi.

Enhanced Disclosure Task Force (EDTF)

L'EDTF è un'iniziativa del settore privato finalizzata a migliorare le prassi adottate dalle maggiori banche nella pubblicazione di informazioni sui rischi. Nell'ottobre 2012 essa ha portato alla diffusione di principi e raccomandazioni al riguardo. Nell'agosto 2013 l'EDTF ha pubblicato un'indagine sul grado e la qualità della corrispondente attuazione basata sulle relazioni annuali delle maggiori banche per il 2012. L'FSB ha chiesto all'EDTF di condurre un'indagine analoga nel 2014.

Monitoraggio dell'attuazione degli standard internazionali e rafforzamento della loro osservanza

Il Coordination Framework for Implementation Monitoring (CFIM) dell'FSB richiede che l'attuazione delle riforme nelle aree prioritarie (ritenute dall'FSB particolarmente importanti ai fini della stabilità finanziaria globale) sia oggetto di un monitoraggio più intenso e di segnalazioni dettagliate. Gli ambiti attualmente considerati come

prioritari sono: gli schemi di regolamentazione Basilea 2, Basilea 2,5 e Basilea 3; le riforme del mercato dei derivati OTC; le prassi di remunerazione; i provvedimenti specifici destinati alle G-SIFI; i sistemi di risoluzione delle crisi; il sistema bancario ombra. In molti di questi ambiti, con la cooperazione dei corrispondenti organi di definizione degli standard, è già iniziata la segnalazione dettagliata dei progressi raggiunti nell'attuazione; l'FSB estenderà e approfondirà l'attività di monitoraggio nel corso del 2014.

In agosto l'FSB ha pubblicato il secondo rapporto sullo stato di avanzamento delle giurisdizioni membri nell'adozione dei principi sulle prassi corrette di remunerazione, emanati dall'FSB nel settembre 2009.

Il meccanismo di monitoraggio più intensivo dell'FSB è il programma di verifica inter pares realizzato tramite il Comitato permanente per l'attuazione degli standard e finalizzato a valutare l'adozione degli standard finanziari internazionali e delle politiche dell'FSB da parte dei paesi membri. Nel 2013 l'FSB ha terminato le valutazioni inter pares su Regno Unito, Stati Uniti e Sudafrica. Altre tre verifiche sono state avviate nel 2013 e saranno completate nel 2014: la verifica tematica sulla riduzione del ricorso ai rating delle agenzie di valutazione del credito e le valutazioni paese su Indonesia e Germania.

Nel dicembre 2013 l'FSB ha pubblicato un aggiornamento sulla sua iniziativa volta a promuovere l'osservanza, da parte delle singole giurisdizioni, degli standard di cooperazione e di condivisione delle informazioni in ambito prudenziale e regolamentare a livello internazionale. Questo aggiornamento annuale copre tutte le giurisdizioni valutate nell'ambito dell'iniziativa, comprese quelle giudicate non cooperanti.

Impatto delle riforme regolamentari sulle economie emergenti e in via di sviluppo

Come richiesto dal G20, e in consultazione con gli organismi di emanazione degli standard e le organizzazioni finanziarie internazionali, l'FSB riferisce in merito alle conseguenze indesiderate più rilevanti delle riforme concordate internazionalmente e delle corrispondenti misure correttive. Nel settembre 2013 l'FSB ha pubblicato i risultati aggiornati di questa attività di monitoraggio, in parte attingendo alle conclusioni di un workshop organizzato nel maggio 2013 per discutere dell'esperienza maturata nelle economie emergenti e in via di sviluppo. La pubblicazione si basa inoltre sui dibattiti intervenuti in seno ai gruppi consultivi regionali dell'FSB e sul contributo dei membri dell'FSB. L'FSB continuerà a riferire sugli effetti delle riforme in tali economie nell'ambito della sua attività complessiva di monitoraggio dell'attuazione.

Aspetti della regolamentazione finanziaria che incidono sulla disponibilità di finanziamenti a lungo termine

Nell'agosto 2013 l'FSB ha aggiornato i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G20 in merito agli aspetti della regolamentazione finanziaria che incidono sull'offerta di finanziamenti a lungo termine. L'FSB continuerà a seguire da vicino la questione nel quadro di uno studio più ampio dei finanziamenti a lungo termine intrapreso dalle organizzazioni internazionali per conto del G20.

FSB: www.financialstabilityboard.org

Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi

L'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi (IADI) è l'organismo di definizione degli standard internazionali per i sistemi di assicurazione dei depositi. Essa contribuisce alla stabilità dei sistemi finanziari migliorando l'efficacia dell'assicurazione dei depositi e, in partenariato attivo con altre organizzazioni internazionali, promuovendo la cooperazione internazionale in materia di assicurazione dei depositi e dispositivi di risoluzione delle crisi bancarie. Fornisce altresì orientamenti sull'introduzione e il miglioramento dei sistemi di assicurazione dei depositi.

Jerzy Pruski, Presidente del Consiglio di gestione del Fondo di garanzia bancaria della Polonia, presiede la IADI e il suo Consiglio esecutivo.

L'associazione ha tenuto a Buenos Aires la sua 13^a assemblea generale annuale, accompagnata da una conferenza sulle riforme finanziarie dal titolo "Navigating through the financial reform landscape". Fra i temi trattati figuravano: le modifiche nel panorama finanziario mondiale; la risposta dei sistemi di garanzia dei depositi e del settore bancario alla crisi finanziaria; la strutturazione delle reti di sicurezza finanziaria; i sistemi di finanziamento dell'assicurazione sui depositi e le riforme dei regimi di risoluzione delle crisi bancarie; i piani di emergenza per la gestione dei fallimenti bancari.

In linea con le quattro priorità strategiche adottate nel 2013, la IADI ha assunto le iniziative descritte di seguito.

Miglioramento degli standard della IADI e delle relative valutazioni

Per migliorare i propri standard e le valutazioni basate sugli stessi, nel febbraio 2013 la IADI ha istituito un comitato direttivo incaricato di proporre una revisione dei principi fondamentali *Core principles for effective deposit insurance systems*⁹. Nel gennaio 2014 l'Associazione ha portato le proposte del comitato all'attenzione di un gruppo di lavoro congiunto formato da CBVB, FSB, FMI, Banca mondiale, Commissione europea e European Forum of Deposit Insurers. In giugno il Consiglio esecutivo della IADI esaminerà la versione definitiva del testo, che sarà successivamente presentata all'FSB come aggiornamento dei principi fondamentali dell'FSB.

Ricerca ed elaborazione di linee guida sull'assicurazione dei depositi e la risoluzione delle crisi

In qualità di membro del Resolution Steering Group dell'FSB, la IADI contribuisce alla definizione di uno standard internazionale per la risoluzione delle istituzioni finanziarie fallite. Un elemento fondamentale per i fondi di tutela dei depositi e i regimi di risoluzione è l'utilizzo del bail-in nella risoluzione delle crisi bancarie. L'Associazione ha avviato un progetto di ricerca volto a individuare le strategie e gli orientamenti per l'applicazione del bail-in ai sistemi di assicurazione dei depositi.

La IADI ha proseguito i lavori di ricerca sul finanziamento anticipato dei fondi di garanzia dei depositi e sulla compresenza di più sistemi di tutela dei depositi all'interno di una stessa giurisdizione. Ha altresì pubblicato delle linee guida

⁹ I principi fondamentali della IADI appartengono agli standard che l'FSB considera fondamentali per la solidità dei sistemi finanziari e vengono utilizzati nell'ambito del Financial Sector Assessment Program (FSAP) della Banca mondiale e dell'FMI. Gli esperti della IADI partecipano alle valutazioni FSAP e ai programmi di assistenza tecnica della Banca mondiale e dell'FMI.

sull'attenuazione dell'azzardo morale attraverso una rilevazione precoce e un intervento tempestivo, nonché uno studio sull'inclusione finanziaria.

L'Associazione sta aggiornando il proprio database sui sistemi di assicurazione dei depositi sulla base dei risultati di varie indagini, fra cui la terza edizione dell'indagine annuale condotta dalla IADI presso i fondi di tutela dei depositi. Una parte dei risultati di questa indagine è consultabile sul sito internet della IADI, mentre i risultati completi sono a disposizione dei membri della IADI, dell'FSB e della BRI.

Oltre 200 partecipanti hanno assistito alla seconda conferenza biennale dell'Associazione, dal titolo "Evolution of the deposit insurance framework: design features and resolution regimes", che ha presentato gli studi attualmente in corso attinenti agli elementi costitutivi e ai regimi di risoluzione dei sistemi di assicurazione dei depositi.

Rafforzamento dei sistemi di assicurazione dei depositi

La IADI ha introdotto il Self-Assessment Technical Assistance Program (SATAP), nell'ambito del quale gli esperti della IADI assistono i membri dell'Associazione nella valutazione dei rispettivi sistemi di tutela dei depositi e nello sviluppo, all'occorrenza, di un programma di riforma.

Nell'agosto 2013 si è tenuto il terzo seminario congiunto annuale della IADI e dell'Istituto per la stabilità finanziaria, dedicato alla risoluzione delle banche e all'assicurazione dei depositi. Dal 2008 la IADI ha realizzato con l'ISF otto moduli di apprendimento online dedicati ai sistemi di assicurazione dei depositi.

L'Associazione ha ospitato seminari internazionali e regionali dedicati a vari argomenti, fra cui: il rimborso dell'assicurazione dei depositi, le questioni connesse alla tutela dei depositi nella finanza islamica, i sistemi di protezione integrata e i piani di emergenza per una risoluzione efficace delle crisi.

Ampliamento del novero di membri e rafforzamento dell'assistenza fornita

Quest'anno nove fondi di tutela dei depositi hanno aderito alla IADI, portando al 65% la quota dei suoi membri sul totale dei sistemi espliciti di assicurazione dei depositi e a 96 il numero complessivo di organizzazioni affiliate all'Associazione. In linea con la crescita della IADI e al fine di rafforzare l'assistenza fornita ai membri, il Consiglio esecutivo della IADI ha approvato l'istituzione di un'unità di ricerca all'interno del Segretariato dell'Associazione allo scopo di intensificare la partecipazione della IADI allo studio delle questioni di policy correnti.

IADI: www.iadi.org

Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa

L'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS) è l'organismo di emanazione degli standard internazionali per il settore assicurativo. Il suo scopo è promuovere una vigilanza efficace e coerente a livello mondiale e contribuire alla stabilità finanziaria globale affinché gli assicurati possano beneficiare di mercati assicurativi equi, sicuri e stabili. Peter Braumüller, direttore presso l'Autorità austriaca per i mercati finanziari, presiede il Comitato esecutivo della IAIS.

Stabilità finanziaria

Nel luglio 2013 la IAIS ha reso note la metodologia di valutazione e le misure di policy per le compagnie di assicurazione di rilevanza sistemica (G-SII), che sono state avallate dall'FSB. Ha altresì pubblicato un quadro di riferimento per l'attuazione delle politiche e della vigilanza macroprudenziali nel settore assicurativo, con lo scopo di potenziare le capacità di vigilanza necessarie a individuare, valutare e attenuare le vulnerabilità macrofinanziarie che potrebbero dare origine a rischi finanziari gravi e diffusi. È attualmente in corso una messa a punto del quadro attraverso l'elaborazione di linee guida sui connessi principi assicurativi fondamentali della IAIS, oltre che di uno strumentario e di uno schema di rilevazione degli indicatori di rischio di allerta precoce ai fini della conduzione di prove di stress.

Principi fondamentali dell'attività assicurativa

Nell'Assemblea generale di ottobre la IAIS ha rivisto il principio fondamentale dell'attività assicurativa (Insurance Core Principle, ICP) 22, dedicato al contrasto del riciclaggio di denaro di provenienza illecita e del finanziamento del terrorismo, e ha adottato un documento applicativo sullo stesso argomento. La revisione costituisce un aggiornamento del documento *Insurance core principles, standards, guidance and assessment methodology* pubblicato nell'ottobre 2011. In ottobre la IAIS ha altresì adottato dei documenti tematici dedicati ai sistemi di tutela degli assicurati e alla vigilanza sull'operatività transfrontaliera condotta per il tramite di filiali.

ComFrame

In ottobre la IAIS ha diffuso per un'ultima tornata di consultazioni la bozza di ComFrame, lo schema comune per la vigilanza sui gruppi assicurativi con operatività internazionale, che si basa sui principi assicurativi fondamentali dell'Associazione. ComFrame, nella versione eventualmente modificata a seguito della consultazione, sarà l'oggetto di una fase di sperimentazione sul campo nel 2014, in modo da poter essere messo definitivamente a punto prima dell'adozione formale nel 2018. I membri della IAIS inizieranno ad applicare ComFrame nel 2019.

Principio internazionale in materia di capitale assicurativo

A ottobre la IAIS ha annunciato l'intenzione di elaborare il primo requisito patrimoniale internazionale basato sul rischio (Insurance Capital Standard, ICS), che diventerà parte di ComFrame. La piena attuazione dell'ICS inizierà pertanto nel 2019, dopo due anni di sperimentazione e messa a punto con le autorità di vigilanza e i gruppi assicurativi con operatività internazionale.

La IAIS ha inoltre cominciato a elaborare requisiti patrimoniali di base (Basic Capital Requirements, BCR), che dovrebbero essere ultimati e pronti per l'attuazione da parte delle G-SII alla fine del 2014. I BCR serviranno da fondamento per la definizione di requisiti addizionali di assorbimento delle perdite per le G-SII e il lavoro svolto per la loro elaborazione e sperimentazione dovrebbe altresì sostenere lo sviluppo dell'ICS.

Protocollo di intesa multilaterale

Le autorità di vigilanza assicurativa firmatarie del protocollo di intesa multilaterale della IAIS prendono parte a un quadro di riferimento internazionale per la

cooperazione e lo scambio di informazioni. Il protocollo stabilisce i requisiti minimi cui devono attenersi i firmatari, e tutte le nuove richieste di adesione sono sottoposte al vaglio e all'approvazione di un gruppo indipendente di esperti della IAIS. Grazie al protocollo, le autorità aderenti sono grado di promuovere meglio la stabilità finanziaria dell'attività assicurativa transfrontaliera, a beneficio dei consumatori. Il protocollo è attualmente sottoscritto da 39 autorità, che rappresentano oltre il 54% del volume mondiale dei premi assicurativi.

Coordinated Implementation Framework

Il Coordinated Implementation Framework (CIF), adottato nell'ottobre 2013, è un quadro di coordinamento contenente i principi e le strategie fondamentali che guidano l'articolata attività di monitoraggio svolta dalla IAIS relativamente all'attuazione dei suoi standard prudenziali da parte delle autorità membri. Il CIF stabilisce un programma di coordinamento con le associazioni di autorità di vigilanza in tutto il mondo per l'attuazione a livello regionale.

Un aspetto fondamentale del CIF consiste nel fare leva sul lavoro dei partner. Fra questi, l'Access to Insurance Initiative (A2ii) promuove lo sviluppo delle capacità nei mercati assicurativi inclusivi, i quali costituiscono un ambito fondamentale del lavoro degli organismi di elaborazione degli standard nel quadro della Global Partnership for Financial Inclusion del G20.

Autovalutazione e verifica inter pares

In ottobre la IAIS ha pubblicato un rapporto aggregato contenente i risultati di due esercizi di autovalutazione e verifica inter pares (Self-Assessment and Peer Review, SAPR) condotti sui principi fondamentali ICP 1 (obiettivi, competenze e responsabilità dell'autorità di vigilanza), ICP 2 (autorità di vigilanza) e ICP 23 (vigilanza a livello di gruppo). La IAIS si è impegnata a verificare entro la fine del 2016 l'attuazione di tutti i principi fondamentali utilizzando il processo SAPR. I risultati di queste valutazioni permetteranno di individuare meglio gli ambiti che possono richiedere una revisione degli ICP, come è avvenuto per il SAPR relativo all'ICP 23; essi confluiranno altresì nelle attività di formazione della IAIS.

Pubblicazioni del Joint Forum

Il Joint Forum, istituito nel 1996 da un gruppo di organismi fra cui la IAIS, ha pubblicato nell'anno trascorso documenti in materia di assicurazione sui mutui ipotecari, rischio di longevità e informativa presso il punto di vendita (maggiori dettagli sono forniti sopra, alla fine della sezione dedicata al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria).

IAIS: www.iaisweb.org

Analisi economica, ricerca e statistiche

La BRI conduce ricerche e analisi economiche approfondite su questioni di policy attinenti la stabilità macroeconomica, monetaria e finanziaria. Tali attività sono svolte dal Dipartimento monetario ed economico (MED) presso la sede centrale a Basilea e negli Uffici di rappresentanza della Banca a Hong Kong SAR e a Città del Messico. La BRI, inoltre, raccoglie e diffonde statistiche internazionali sulle istituzioni e i mercati finanziari.

Analisi e ricerca nell'ambito del Processo di Basilea

Gli economisti della BRI producono studi e documenti analitici di riferimento su questioni di rilievo per le banche centrali e le autorità di supervisione finanziaria, in particolare per la preparazione degli incontri periodici dei Governatori e di altri alti funzionari delle banche centrali. Il MED fornisce altresì assistenza analitica e statistica alle associazioni e ai comitati ospitati presso la Banca.

I ricercatori della BRI collaborano con gli economisti delle banche centrali e del mondo accademico e partecipano a conferenze e network di ricerca. Questo impegno favorisce la cooperazione internazionale in materia di ricerca e analisi sulle questioni di policy, stimola lo scambio di idee e accresce la qualità dei prodotti della Banca.

La BRI stessa organizza conferenze e workshop che riuniscono esponenti del settore pubblico, del mondo accademico e del settore privato. In questo ambito, la manifestazione principale per i Governatori delle banche centrali è la Conferenza annuale della BRI. La sua 12^a edizione, intitolata "Navigating the Great Recession: what role for monetary policy?", si è tenuta nel giugno 2013 e ha analizzato la natura e le conseguenze della Grande Recessione. Le presentazioni hanno esaminato l'appropriato dosaggio delle politiche, il rischio di sovraccarico della politica monetaria, la rilevanza delle ripercussioni a livello mondiale e i progressi nella cooperazione in materia di politica monetaria in questo mutevole contesto.

La maggior parte delle ricerche e delle analisi della BRI trova diffusione nelle sue principali pubblicazioni, ossia la *Relazione annuale*, la *Rassegna trimestrale*, i *BIS Papers* e i *BIS Working Papers*, consultabili sul sito internet della Banca (www.bis.org). Gli economisti della BRI pubblicano altresì i loro lavori nelle riviste di settore e in altre pubblicazioni esterne.

Ricerca BRI: www.bis.org/forum/research.htm

Temi di ricerca

Coerentemente con la missione della Banca, l'attività di ricerca della BRI è orientata alle questioni di stabilità monetaria e finanziaria. Negli ultimi anni i temi centrali del lavoro svolto hanno riguardato le sfide poste dalla crisi finanziaria globale e le sue implicazioni di più lungo periodo sul piano delle politiche. Nell'anno trascorso la BRI ha dedicato particolare attenzione a tre ambiti: l'intermediazione finanziaria; i nuovi quadri di riferimento per la politica monetaria e le politiche di stabilità finanziaria; l'economia mondiale e gli effetti di propagazione.

La ricerca sull'intermediazione finanziaria ha esaminato in particolare le condizioni nelle economie emergenti, la misurazione della rilevanza sistemica delle banche e gli aggiustamenti connessi all'aumento dei requisiti patrimoniali. L'analisi ha riguardato specifici segmenti (finanziamenti a lungo termine, mercati per il trasferimento del rischio di longevità, mercati delle garanzie reali), strumenti (non-deliverable forward, contingent convertible bond) e prassi (simulazioni di stress sul rischio di liquidità, allocazione di portafoglio) dei mercati finanziari. Sono stati affrontati anche argomenti più generali, quali il nesso tra il sistema finanziario e la crescita, e l'interazione tra la solidità finanziaria dell'emittente sovrano e quella del settore bancario.

La ricerca sui nuovi quadri di riferimento per le politiche ha seguito due filoni. Il primo ha approfondito vari aspetti della politica monetaria e della macroeconomia, fra cui: i sistemi e le prassi di stanziamento delle garanzie reali; le politiche di forward guidance; l'utilizzo di strumenti specifici, quali le linee di liquidità

irrevocabili. Ha inoltre considerato gli interventi nei mercati dei cambi, i processi di trasmissione dei tassi di interesse, la sostenibilità e le implicazioni di tassi di interesse eccezionalmente bassi, il collegamento fra macroeconomia e ciclo finanziario (ad esempio, l'utilità del credito come indicatore anticipatore delle crisi). Il secondo filone ha riguardato la politica prudenziale, compresa l'individuazione delle istituzioni di rilevanza sistemica e l'impatto della regolamentazione strutturale, volta a distinguere tra le diverse tipologie di attività bancaria. Il lavoro di ricerca si è soffermato anche sull'impatto macroeconomico delle riforme concernenti la disciplina dei derivati OTC.

Il terzo ambito di ricerca, riguardante l'economia mondiale e gli effetti di propagazione, ha esplorato il nesso fra il sistema monetario e finanziario internazionale e l'andamento dell'economia globale. In questo contesto sono stati studiati aspetti quali: gli squilibri internazionali; la definizione, la misurazione e le implicazioni di policy della liquidità mondiale; gli effetti di propagazione della politica monetaria.

Iniziative statistiche in ambito internazionale

Le statistiche finanziarie internazionali della BRI, uniche nel loro genere, hanno reso possibile lo svolgimento di studi dettagliati dell'attività bancaria internazionale. Varie ricerche hanno inoltre analizzato gli andamenti messi in luce dall'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati per il 2013, condotta sotto l'egida della BRI.

La BRI è impegnata ad affinare ulteriormente le proprie statistiche sull'attività bancaria internazionale. Assieme alle banche centrali, lavora al miglioramento della raccolta e della diffusione dei dati sulle attività e le passività transfrontaliere delle banche con operatività internazionale, seguendo il processo multifase approvato dal CSFG. Nella fase attuale le banche centrali hanno iniziato a segnalare una scomposizione settoriale più dettagliata delle statistiche bancarie su base locale e di quelle su base consolidata; queste ultime sono in procinto di essere ampliate alle posizioni passive delle banche, compreso il patrimonio.

L'International Data Hub della BRI ha concluso il primo anno di operatività, nel quale ha completato la fase iniziale del suo obiettivo, ossia la raccolta di micro dati sulle banche di rilevanza sistemica globale. Questo lavoro ha contribuito ad approfondire il dialogo fra le autorità di vigilanza fornendo loro un quadro più esauriente delle interconnessioni di bilancio nei mercati degli strumenti derivati. Il Data Hub si è coordinato con il Data Gaps Implementation Group dell'FSB per preparare la seconda fase, che prevede la raccolta di dati aggiuntivi.

La BRI ha iniziato a pubblicare sul suo sito web le statistiche di Data Bank concernenti gli indicatori della liquidità globale¹⁰. Questa iniziativa rientra nel quadro del sostegno fornito dalla BRI alle attività del G20 e costituisce la prosecuzione di lavori precedenti svolti dalla BRI e dal CSFG.

La BRI partecipa inoltre all'Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics (IAG) che, sulla scorta delle raccomandazioni formulate dall'FSB e dall'FMI

¹⁰ Data Bank contiene gli indicatori economici principali segnalati da pressoché tutte le banche centrali membri della BRI, ulteriori serie macroeconomiche dettagliate relative alle maggiori economie avanzate ed emergenti e le statistiche raccolte dai vari gruppi ospitati presso la BRI. La BRI si sta adoperando attivamente per rendere più agevole l'uso di Data Bank per il calcolo e la diffusione delle serie di lungo periodo relative a importanti variabili economiche, come il credito.

al G20, si prefigge di colmare le lacune statistiche messe in luce dalla crisi finanziaria¹¹.

Statistiche BRI: www.bis.org/statistics

Partecipazione ad altre iniziative di banche centrali

La BRI contribuisce alle iniziative delle banche centrali e dei loro gruppi regionali. Nell'anno trascorso ha cooperato con i gruppi seguenti negli ambiti specificati:

- CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos): interventi nei mercati dei cambi, sistemi di pagamento e di regolamento;
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas): gestione delle riserve;
- MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa): sistemi di pagamento e di regolamento, gestione dei portafogli, gestione delle riserve;
- Research and Training Centre del SEACEN (gruppo di banche centrali del Sud-Est asiatico): governance delle banche centrali, stabilità finanziaria, sfide di politica macroeconomica e monetaria, sistemi di pagamento e di regolamento;
- Banca mondiale: governance e sorveglianza della gestione delle riserve della banca centrale.

Gli esperti della BRI hanno inoltre contribuito agli eventi organizzati dall'Institut bancaire et financier international della Banque de France.

Uffici di rappresentanza

La BRI dispone di un Ufficio di rappresentanza per l'Asia e il Pacifico (Ufficio asiatico) a Hong Kong SAR, e di un Ufficio di rappresentanza per le Americhe (Ufficio per le Americhe) a Città del Messico. Essi promuovono la cooperazione e la missione della BRI all'interno delle rispettive aree geografiche organizzando incontri, assistendo le istituzioni regionali e i comitati con sede a Basilea, conducendo attività di ricerca su questioni rilevanti sul piano delle politiche e incoraggiando lo scambio di informazioni e dati. L'Ufficio asiatico fornisce inoltre servizi bancari alle autorità monetarie della regione¹².

Ufficio asiatico

L'Ufficio asiatico conduce ricerca economica, organizza incontri regionali ad alto livello e, per il tramite della Tesoreria regionale, offre servizi bancari specializzati ed esplora nuove possibilità di investimento nei mercati finanziari della regione. I suoi economisti si occupano in particolare delle questioni di policy riguardanti la regione. Le attività dell'Ufficio sono indirizzate dal Consiglio consultivo asiatico (CCA), formato dai Governatori delle 12 banche centrali membri della BRI nella

¹¹ All'IAG partecipano Banca mondiale, BCE, BRI, Eurostat, FMI, Nazioni Unite e OCSE (www.principalglobalindicators.org). Queste organizzazioni patrocinano anche il progetto Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX), i cui standard sono utilizzati dalla BRI nelle sue attività di raccolta, elaborazione e diffusione delle statistiche (www.sdmx.org).

¹² Per maggiori informazioni sulle attività bancarie della BRI, si veda la sezione "Servizi finanziari della Banca" a pag. 179.

regione Asia-Pacifico¹³. Nell'aprile 2014 Amando Tetangco, Governatore del Bangko Sentral ng Pilipinas, è subentrato a Choongsoo Kim, Governatore della Bank of Korea, nella carica di Presidente del CCA.

Consiglio consultivo asiatico

In occasione dell'incontro semestrale tenuto nel giugno 2013 a Basilea, il CCA ha approvato un programma di distaccamento di personale a Hong Kong per promuovere la collaborazione in materia di ricerca tra le banche centrali membri della BRI nella regione. Nella riunione di Sydney del febbraio 2014 il CCA ha dato l'avallo a un programma biennale di ricerca dal titolo "Expanding the boundaries of monetary policy".

Ricerca

Gli economisti dell'Ufficio asiatico hanno prodotto ricerche su due temi previamente approvati dal CCA. Il primo, attinente alla stabilità finanziaria, riguardava i collegamenti finanziari transfrontalieri nella regione Asia-Pacifico; le linee generali dei lavori proposti e le questioni specifiche di policy sono state discusse in un workshop di ricerca svoltosi in luglio a Hong Kong. Il secondo tema, attinente alla politica monetaria, concerneva le dinamiche dell'inflazione e della globalizzazione; una conferenza organizzata in settembre a Pechino di concerto con la People's Bank of China ha presentato i risultati dei lavori in questo ambito.

Nella loro attività di ricerca gli economisti dell'Ufficio asiatico hanno collaborato con esponenti di istituzioni accademiche di tutto il mondo, nonché con gli economisti delle banche centrali membri della BRI nella regione. I risultati di questi studi sono confluiti nei dibattiti di policy tenuti in occasione di vari incontri delle banche centrali e sono stati pubblicati nella *Rassegna trimestrale BRI*, oltre che in riviste specializzate.

Riunione speciale dei Governatori e altri incontri ad alto livello

L'Ufficio asiatico ha organizzato per conto della BRI 10 riunioni di policy ad alto livello, tenute perlopiù in collaborazione con una banca centrale oppure con l'EMEAP o il SEACEN.

I Governatori membri del CCA si riuniscono ogni anno con altri Governatori di tutto il mondo nella riunione speciale dei Governatori. Organizzata di norma in febbraio in Asia, quest'anno è stata accorpata all'incontro bimestrale della BRI ospitato in tale mese a Sydney dalla Reserve Bank of Australia. Per la quarta volta consecutiva la riunione prevedeva una tavola rotonda con i dirigenti di grandi società finanziarie attive nella regione. I partecipanti hanno discusso le attuali vulnerabilità in Asia, il ruolo delle società di gestione patrimoniale e il finanziamento dei progetti infrastrutturali.

Fra gli altri eventi ad alto livello si segnalano: il 16° incontro del gruppo di lavoro sulla politica monetaria in Asia, organizzato insieme alla Bank of Korea in maggio a Seoul; il seminario esecutivo della BRI e del SEACEN tenuto in settembre a Ulan Bator in collaborazione con la Bank of Mongolia; il nono incontro sulle procedure operative della politica monetaria, tenuto in novembre a Hong Kong; il

¹³ Si tratta delle banche centrali di Australia, Cina, Corea, Filippine, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Nuova Zelanda, Singapore e Thailandia.

workshop sul finanziamento degli investimenti in infrastrutture svoltosi in gennaio a Hong Kong.

Ufficio per le Americhe

Le attività dell'Ufficio per le Americhe sono indirizzate dal Consiglio consultivo per le Americhe (CCAm), formato dai Governatori delle otto banche centrali membri della BRI nel continente americano¹⁴ e presieduto da José Darío Uribe, Governatore del Banco de la República, banca centrale della Colombia.

Nell'anno trascorso l'Ufficio per le Americhe ha attuato una serie di iniziative per sostenere la ricerca e le consultazioni a livello di banche centrali della regione. Il neocostituito Consultative Group of Directors of Operations (CGDO) riunisce i funzionari che nelle banche centrali si occupano di norma delle operazioni di mercato aperto, degli interventi nei mercati dei cambi e della gestione delle riserve ufficiali. Il gruppo ha tenuto teleconferenze periodiche e l'Ufficio per le Americhe, di concerto con il Banco de México, ha organizzato la sua prima riunione nel marzo 2014. Fra gli argomenti trattati figuravano le implicazioni delle mutate condizioni monetarie mondiali, le risposte di policy e le strutture del mercato finanziario.

Nel dicembre 2013 i responsabili della stabilità finanziaria presso le banche centrali del CCAm hanno tenuto la loro prima riunione, ospitata dal Banco Central do Brasil a Rio de Janeiro. In tale occasione si è discusso tra l'altro di responsabilità, strumenti, governance e valutazione dei rischi (comprese le prove di stress). L'Ufficio per le Americhe ha sostenuto le iniziative volte a rafforzare ulteriormente il processo consultivo di questo gruppo.

La quarta conferenza annuale dedicata alla ricerca del CCAm, intitolata "Financial stability, macroprudential policy and exchange rates", è stata ospitata nell'aprile 2013 a Santiago dal Banco Central de Chile. Per ciascuno dei tre argomenti oggetto della conferenza (stabilità finanziaria, politiche macroprudenziali e tassi di cambio) è stata organizzata una selezione di presentazioni.

Un progetto del network di ricerca delle banche centrali del CCAm mira a incorporare le considerazioni di stabilità finanziaria nei modelli di policy delle banche centrali. Esso ha tenuto nell'ottobre 2013 la sua prima conferenza nel nuovo centro aperto dall'Ufficio per le Americhe. Nell'ambito del progetto, un esercizio mira a focalizzare i modelli sulle implicazioni di un boom creditizio. Alcune banche centrali del CCAm partecipanti al network di ricerca sono altresì impegnate in un'iniziativa di ricerca comune che permetterà di confrontare gli effetti delle politiche monetarie o macroprudenziali nei diversi paesi.

L'Ufficio ha contribuito ad altri incontri e attività di pubbliche relazioni, nello specifico: a) ha prodotto studi di riferimento per la 17ª riunione del gruppo di lavoro della BRI sulla politica monetaria in America latina, ospitata nel settembre 2013 a Santiago dal Banco Central de Chile; b) ha organizzato e moderato una tavola rotonda BRI-CEMLA sugli interventi nei mercati dei cambi, svoltasi nel luglio 2013 a San José presso il Banco Central de Costa Rica; c) ha inviato i propri economisti in qualità di relatori alle riunioni del gruppo consultivo regionale dell'FSB e alle conferenze delle banche centrali dedicate alla ricerca; d) ha organizzato una tavola rotonda ad alto livello di banche centrali in occasione dell'assemblea annuale della Latin America and Caribbean Economics Association tenutasi nel novembre 2013 a Città del Messico.

¹⁴ Si tratta delle banche centrali di Argentina, Brasile, Canada, Cile, Colombia, Messico, Perù e Stati Uniti.

Servizi finanziari della Banca

La BRI, per il tramite del suo Dipartimento bancario, 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 e per promuovere la cooperazione internazionale in questo ambito. Di tali servizi usufruiscono circa 140 istituzioni di questo tipo, nonché varie organizzazioni internazionali.

Sicurezza e liquidità sono le caratteristiche principali dell'intermediazione creditizia offerta dalla BRI, che si avvale di un rigoroso sistema interno di gestione dei rischi. Questi ultimi sono monitorati e controllati da unità indipendenti che riferiscono direttamente al Condirettore generale della BRI. In particolare, l'unità preposta alla conformità e al rischio operativo si occupa di controllare quest'ultima tipologia di rischio, mentre l'unità di controllo dei rischi si occupa dei rischi finanziari cui è esposta la Banca, ossia i rischi di credito, di liquidità e di mercato, nonché del coordinamento necessario per un approccio integrato alla gestione dei rischi.

I servizi finanziari della BRI sono erogati a partire da due sale di contrattazione collegate, una a Basilea presso la sede della Banca e l'altra a Hong Kong SAR presso l'Ufficio di rappresentanza per l'Asia e il Pacifico.

Gamma dei servizi offerti

Essendo un'organizzazione di proprietà delle banche centrali e da esse governata, la BRI comprende appieno le esigenze dei gestori delle riserve, e in particolare il requisito fondamentale di sicurezza e liquidità e la mutevole necessità di diversificare parte delle loro riserve valutarie. Al fine di rispondere a tali esigenze, la BRI offre diverse possibilità di investimento in termini di denominazioni, scadenze e liquidità. La Banca offre prodotti negoziabili con scadenze da una settimana a cinque anni: Fixed-Rate Investments at the BIS (FIXBIS), Medium-Term Instruments (MTI) e prodotti con opzionalità incorporata (Callable MTI); essi sono acquistabili o vendibili in qualunque momento durante l'orario di contrattazione della Banca.

Sono inoltre disponibili investimenti nel mercato monetario, quali depositi a vista/con termine di preavviso e a scadenza fissa, nella maggior parte delle valute convertibili; in aggiunta, la Banca appresta linee di liquidità a breve termine ed eroga crediti alle banche centrali, di norma assistiti da garanzia reale. La BRI funge parimenti da fiduciario o depositario di garanzie in connessione con operazioni finanziarie internazionali.

La Banca effettua operazioni in cambi e in oro per conto della clientela, dandole così 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 depositi rimborsabili nella valuta originaria o, a discrezione della Banca, in valuta diversa con importo prefissato (Dual Currency Deposits, DCD). La BRI fornisce inoltre servizi in oro, come acquisto e vendita, conti a vista, depositi a scadenza fissa, conti dedicati, upgrading e raffinazione, e trasferimenti.

La Banca offre anche prodotti e servizi di gestione dei portafogli. Tali prodotti, aventi perlopiù a oggetto titoli di Stato e strumenti a reddito fisso con elevato rating nelle principali monete di riserva, possono assumere due forme: 1) mandati specifici adattati alle preferenze di ciascun cliente; 2) fondi aperti, i BIS Investment Pool (BISIP), che permettono ai clienti di investire in un portafoglio comune di attività.

La struttura BISIP è utilizzata per gli Asian Bond Fund (ABF), un’iniziativa sponsorizzata dall’EMEAP (Executives’ Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) per lo sviluppo dei mercati obbligazionari in moneta locale. Anche altre iniziative sviluppate in cooperazione con un gruppo di banche centrali consulenti si avvalgono della struttura BISIP, fra cui il BISIP ILF1 (fondo di investimento in titoli del Tesoro USA indicizzati all’inflazione) e il BISIP CNY (fondo di investimento in titoli sovrani cinesi a reddito fisso).

Il Dipartimento bancario della BRI ospita incontri, seminari e workshop a livello mondiale e regionale dedicati ai temi della gestione delle riserve. Essi facilitano lo scambio di informazioni e di esperienze tra i gestori delle riserve e promuovono lo sviluppo di capacità di investimento e di gestione del rischio all’interno delle banche centrali e delle organizzazioni internazionali. Il Dipartimento bancario assiste inoltre le banche centrali nell’analisi delle loro prassi correnti di gestione delle riserve.

Operazioni finanziarie nel 2013/14

Il bilancio della Banca è cresciuto di DSP 10,6 miliardi, dopo essere diminuito di DSP 43,7 miliardi nell’esercizio precedente. Al 31 marzo 2014 il totale di bilancio ammontava a DSP 222,5 miliardi (cfr. il grafico).

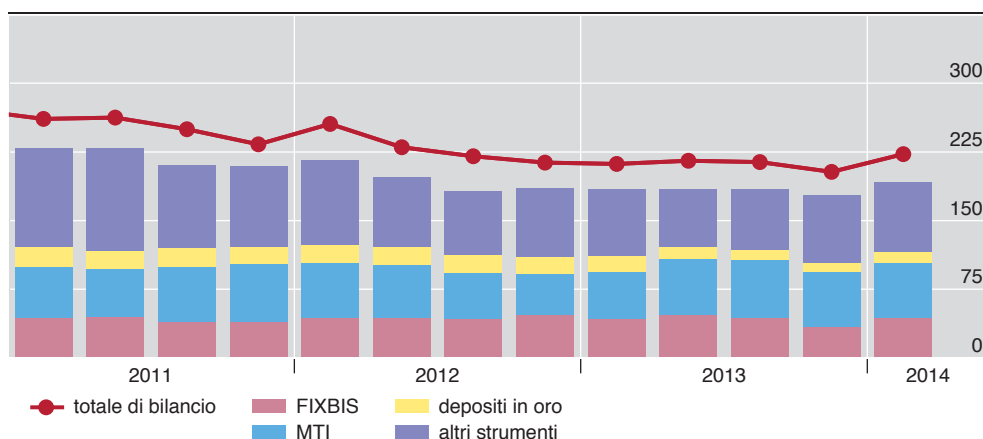
Passività

I collocamenti della clientela, di cui il 94% circa è denominato in valuta e la parte restante in oro, rappresentano la quota preponderante delle passività totali. Al 31 marzo 2014 tali collocamenti (al netto delle operazioni pronti contro termine) ammontavano a DSP 191,8 miliardi, contro i DSP 183,7 miliardi di un anno prima.

Rispetto allo scorso esercizio i depositi in valuta sono cresciuti da DSP 166,2 a 180,5 miliardi, pari al 2,1% del totale delle riserve valutarie mondiali, che nello stesso periodo sono passate da DSP 7 700 miliardi a quasi DSP 7 900 miliardi¹⁵. La

Totale di bilancio e collocamenti della clientela, per strumento

Dati di fine trimestre, in miliardi di DSP



La somma delle barre corrisponde al totale dei collocamenti della clientela.

¹⁵ Sono esclusi dal calcolo i fondi collocati da istituzioni per le quali non sono disponibili dati sulle riserve valutarie ufficiali.

quota di depositi denominati in dollari USA era del 73%, quelle dell'euro e della sterlina del 13 e 6% rispettivamente.

I depositi in oro ammontavano a DSP 11,3 miliardi a fine marzo 2014, in calo di DSP 6,3 miliardi rispetto all'esercizio precedente.

Attività

Come già nell'esercizio finanziario precedente, le attività detenute dalla BRI consistevano prevalentemente in titoli di Stato e di enti equiparati, nonché in investimenti (comprese operazioni pronti contro termine) presso banche commerciali di affermata reputazione internazionale. Al 31 marzo 2014 la Banca deteneva inoltre nel portafoglio di investimento 111 tonnellate di oro fino. L'esposizione al rischio di credito è gestita in maniera prudente: la maggior parte degli attivi presenta un rating non inferiore ad A-.

Le attività in valuta detenute dalla Banca al 31 marzo 2014 ammontavano a complessivi DSP 184,4 miliardi, rispetto ai DSP 157,1 miliardi dell'esercizio precedente. La Banca impiega vari strumenti derivati al fine di gestire le proprie attività e passività in maniera efficiente¹⁶.

Governance e amministrazione della BRI

Il governo e l'amministrazione della Banca sono articolati su tre livelli principali:

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

Assemblea generale delle banche centrali membri

Sono attualmente membri della BRI 60 banche centrali e autorità monetarie, che godono dei diritti di voto e di rappresentanza alle assemblee generali. L'Assemblea generale ordinaria si tiene entro quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio finanziario della BRI, fissata al 31 marzo. Essa approva la relazione annuale e i conti della Banca, delibera la distribuzione del dividendo, adegua le indennità dei membri del Consiglio di amministrazione e sceglie il revisore indipendente.

¹⁶ Le note integrative e la sezione sulla gestione dei rischi all'interno delle situazioni dei conti forniscono maggiori informazioni sulle attività e passività della Banca.

Banche centrali membri della BRI

Banca centrale europea	Central Bank of the Russian Federation
Banca d'Italia	Central Bank of the United Arab Emirates
Banca Natională a României	Centralna Banka Bosne i Hercegovine
Banca nazionale svizzera	Česká národní banka (Rep. Ceca)
Banco Central de Chile	Danmarks Nationalbank
Banco Central de la República Argentina	De Nederlandsche Bank (Paesi Bassi)
Banco Central de Reserva del Perú	Deutsche Bundesbank (Germania)
Banco Central do Brasil	Eesti Pank (Estonia)
Banco de España	Hong Kong Monetary Authority
Banco de la República (Colombia)	Hrvatska narodna banka (Croazia)
Banco de México	Latvijas Banka (Lettonia)
Banco de Portugal	Lietuvos Bankas (Lituania)
Bangko Sentral ng Pilipinas	Magyar Nemzeti Bank (Ungheria)
Bank Indonesia	Monetary Authority of Singapore
Bank Negara Malaysia	Narodna banka na Republika Makedonija
Bank of Canada	Narodna banka Srbije (Serbia)
Bank of England	Národná Banka Slovenska (Slovacchia)
Bank of Greece	Narodowy Bank Polski (Polonia)
Bank of Israel	Norges Bank (Norvegia)
Bank of Japan	Oesterreichische Nationalbank (Austria)
Bank of Korea	People's Bank of China
Bank of Thailand	Reserve Bank of Australia
Banka Slovenije	Reserve Bank of India
Banque Centrale du Luxembourg	Reserve Bank of New Zealand
Banque d'Algérie	Saudi Arabian Monetary Agency
Banque de France	Seðlabanki Islands (Islanda)
Banque nationale de Belgique	South African Reserve Bank
Board of Governors of the Federal Reserve System	Suomen Pankki (Finlandia)
Bulgarian National Bank	Sveriges Riksbank (Svezia)
Central Bank of Ireland	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Turchia)

Consiglio di amministrazione

Il Consiglio di amministrazione (CdA) della BRI determina gli indirizzi strategici e l'orientamento generale della politica della Banca, esercita la sorveglianza sulla Direzione e svolge i compiti specifici che gli attribuisce lo Statuto della Banca. Si riunisce almeno sei volte l'anno.

Il CdA è composto da un massimo di 21 membri, di cui sei Consiglieri di diritto – i Governatori delle banche centrali di Belgio, Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Stati Uniti – ciascuno dei quali ha la facoltà di nominare un altro Consigliere della propria nazionalità. Possono inoltre essere eletti Consiglieri nove Governatori di altre banche centrali membri.

Inoltre, a rotazione, uno dei membri del Comitato consultivo economico assiste alle riunioni del CdA in qualità di osservatore. L'osservatore prende parte ai dibattiti del Consiglio e può sedere in uno o più comitati consultivi del Consiglio stesso, descritti di seguito.

Il CdA elegge tra i suoi membri il Presidente per un mandato di tre anni e ha la facoltà di nominare un Vice Presidente.

Quattro comitati consultivi, istituiti ai sensi dell'articolo 43 dello Statuto della Banca, assistono il Consiglio di amministrazione nell'espletamento delle sue funzioni:

- il Comitato amministrativo si occupa di aspetti fondamentali dell'amministrazione della Banca, quali budget e spese, politica del personale e tecnologie informatiche. Esso si riunisce almeno quattro volte l'anno ed è presieduto da Jens Weidmann;
- il Comitato di revisione si incontra con i revisori interni ed esterni, oltre che con l'unità di Conformità della Banca, e ha fra l'altro il compito di esaminare le questioni connesse alla comunicazione finanziaria e ai sistemi di controllo interni della Banca. Si riunisce almeno quattro volte l'anno ed è presieduto da Luc Coene;
- il Comitato per le operazioni bancarie e la gestione dei rischi analizza e valuta gli obiettivi finanziari della Banca, il modello operativo dell'attività bancaria della BRI e i sistemi di gestione dei rischi di quest'ultima. Si riunisce almeno una volta l'anno ed è presieduto da Stefan Ingves;
- il Comitato per le nomine si occupa della nomina dei membri del Comitato esecutivo della BRI e si riunisce su base ad hoc. È guidato dal Presidente del Consiglio di amministrazione della Banca, Christian Noyer.

Consiglio di amministrazione¹⁷

Presidente: Christian Noyer, Parigi
Mark Carney, Londra
Agustín Carstens, Città del Messico
Luc Coene, Bruxelles
Jon Cunliffe, Londra
Andreas Dombret, Francoforte sul Meno
Mario Draghi, Francoforte sul Meno
William C. Dudley, New York
Stefan Ingves, Stoccolma
Thomas Jordan, Zurigo
Klaas Knot, Amsterdam
Haruhiko Kuroda, Tokyo
Anne Le Lorier, Parigi
Stephen S. Poloz, Ottawa
Raghuram G. Rajan, Mumbai
Jan Smets, Bruxelles
Alexandre A. Tombini, Brasilia
Ignazio Visco, Roma
Jens Weidmann, Francoforte sul Meno
Janet L. Yellen, Washington
Zhou Xiaochuan, Pechino

Sostituti

Stanley Fischer, Washington
Paul Fisher, Londra
Jean Hilgers, Bruxelles
Joachim Nagel, Francoforte sul Meno
Fabio Panetta, Roma
Marc-Olivier Strauss-Kahn, Parigi

In memoria

La Banca è stata rattristata dalla notizia della scomparsa di Lord Kingsdown, avvenuta il 24 novembre 2013 all'età di 86 anni. Già Governatore della Bank of England, Lord Kingsdown è stato membro del Consiglio di amministrazione della BRI dal 1983 al 2003 e Vice Presidente dello stesso dal 1996 al 2003. Lord Kingsdown ha fornito un importante contributo alla Banca, in particolare sovrintendendo alla creazione del Comitato di revisione del Consiglio e assicurandone la prima presidenza.

Direzione

La Direzione della BRI fa capo alla guida del Direttore generale, che risponde al Consiglio di amministrazione per la gestione della Banca. Egli si avvale della consulenza del Comitato esecutivo, composto di sette membri: il Direttore generale in qualità di Presidente; il Condirettore generale; i Capi dei tre Dipartimenti della BRI (Segretariato generale, Dipartimento bancario e Dipartimento monetario ed

¹⁷ Situazione al 1° giugno 2014. L'elenco comprende l'osservatore summenzionato.

economico); il Consigliere economico e Capo della ricerca; il Consigliere giuridico. Altri alti dirigenti della BRI sono i Vice Capi dei Dipartimenti e il Presidente dell'Istituto per la stabilità finanziaria.

Direttore generale	Jaime Caruana
Condirettore generale	Hervé Hannoun
Segretario generale e Capo del Segretariato generale	Peter Dittus
Capo del Dipartimento bancario	Peter Zöllner
Capo del Dipartimento monetario ed economico	Claudio Borio
Consigliere economico e Capo della ricerca	Hyun Song Shin
Consigliere giuridico	Diego Devos
Vice Capo del Dipartimento monetario ed economico	Philip Turner
Vice Segretario generale	Monica Ellis
Vice Capo del Dipartimento bancario	Jean-François Rigaudy
Presidente dell'Istituto per la stabilità finanziaria	Josef Tošovský

Politica di budget della BRI

La Direzione avvia la predisposizione del budget di spesa annuale della Banca stabilendo gli indirizzi operativi di massima e il quadro di riferimento finanziario. In questa cornice le varie unità organizzative specificano i propri piani e il corrispondente fabbisogno di risorse. Attraverso il raffronto tra i piani operativi dettagliati, gli obiettivi e le risorse complessive si giunge alla compilazione di un bilancio preventivo, che viene sottoposto all'approvazione del CdA prima dell'inizio dell'esercizio finanziario.

Nel budget le spese di amministrazione sono tenute distinte da quelle in conto capitale; collettivamente, nel 2013/14 queste due voci di spesa sono ammontate a CHF 306,5 milioni. Le spese di amministrazione complessive della Banca si sono elevate a CHF 277,4 milioni¹⁸. Così come accade presso organizzazioni analoghe, le spese per la Direzione e il personale, comprese remunerazioni, pensioni e assicurazione malattia e infortunio, rappresentano approssimativamente il 70%

¹⁸ Le spese amministrative totali riportate in bilancio sono di CHF 360,9 milioni, di cui CHF 277,4 milioni di spese effettive di amministrazione e CHF 83,5 milioni corrispondenti ad aggiustamenti di contabilità finanziaria relativi alle obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro. Questa voce aggiuntiva di spesa non è inclusa nel bilancio di previsione per l'esercizio finanziario successivo poiché dipende da valutazioni attuariali al 31 marzo, le quali sono completate soltanto in aprile, ossia dopo che il Consiglio di amministrazione ha fissato il budget.

delle spese di amministrazione. Nell'esercizio in rassegna la creazione di nuove posizioni ha rispecchiato le priorità definite nel piano operativo della Banca, ossia il processo di regolamentazione di Basilea, le statistiche finanziarie BRI e le attività bancarie e i controlli interni della Banca.

Le altre principali categorie, ciascuna con un'incidenza del 10% circa sulle spese di amministrazione, sono quelle relative a informatica, immobili, arredi e attrezzature e costi operativi di carattere generale.

Le uscite in conto capitale, riguardanti principalmente gli esborsi per investimenti in tecnologie informatiche e immobili, possono variare significativamente da un esercizio all'altro a seconda dei progetti in corso. Per il 2013/14 le spese in conto capitale, pari a CHF 29,1 milioni, comprendevano l'esborso una tantum di CHF 13,6 milioni per l'acquisto di un immobile a uso ufficio in Centralbahnstrasse 21, in prossimità della sede centrale della BRI.

Politica retributiva della BRI

Al termine dell'esercizio finanziario in rassegna il personale della Banca constava di 656 dipendenti provenienti da 57 paesi. 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, all'interno delle quali gli stipendi dei singoli dipendenti progrediscono in funzione del merito.

Con cadenza triennale un'indagine esaustiva mette a confronto le retribuzioni corrisposte dalla BRI (in franchi svizzeri) con quelle di istituzioni o segmenti di mercato comparabili, e i relativi adeguamenti prendono effetto il 1° luglio dell'anno successivo. In questo raffronto la Banca si orienta sulle classi retributive della fascia superiore per attirare personale altamente qualificato. L'analisi tiene conto della diversa imposizione fiscale cui sono soggetti gli emolumenti erogati dalle istituzioni considerate.

Negli anni in cui non viene effettuato un riesame completo delle retribuzioni, la struttura degli stipendi è adeguata con effetto 1° luglio in funzione del tasso di inflazione in Svizzera e dell'evoluzione media ponderata dei salari reali nei paesi industriali. Al 1° luglio 2013 tale adeguamento ha prodotto un calo dello 0,95% nella struttura degli stipendi.

Gli emolumenti dell'alta Direzione sono anch'essi periodicamente raffrontati con quelli di istituzioni e segmenti di mercato comparabili. Al 1° luglio 2013 la remunerazione annua dei dirigenti della Banca, al netto dell'indennità di espatrio, si basava sui seguenti livelli: CHF 766 220 per il Direttore generale¹⁹, CHF 648 340 per il Condirettore generale e CHF 589 400 per i Capi dei Dipartimenti.

I dipendenti 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, inclusi i membri dell'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 carico.

L'Assemblea generale ordinaria approva le retribuzioni dei membri del CdA, le quali vengono adeguate periodicamente. Al 1° aprile 2014 la remunerazione annua

¹⁹ In aggiunta allo stipendio di base, il Direttore generale percepisce un'indennità di rappresentanza annua e gode di un regime pensionistico particolare.

fissa complessiva del Consiglio di amministrazione ammontava a CHF 1 114 344. 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 1 061 280.

Utile netto e sua ripartizione

L'utile netto per l'esercizio finanziario in rassegna è ammontato a DSP 419,3 milioni (2012/13: DSP 895,4 milioni). Esso corrisponde a una redditività del 2,4% sul capitale medio (2012/13: 4,9%).

Risultati finanziari

I risultati finanziari della BRI per il 2013/14 sono stati influenzati dalla maggiore stabilità presente in gran parte dei mercati finanziari rispetto agli ultimi anni e dal livello ancora basso dei tassi di interesse. Questo contesto ha dato luogo a un calo dei rendimenti sulle attività dei portafogli di investimento della Banca e a una compressione dei margini di intermediazione, portando a una riduzione della redditività.

L'utile complessivo totale della BRI comprende le variazioni di valutazione non realizzate sulle attività "disponibili per la vendita" (ossia l'oro di proprietà della BRI e i titoli dei portafogli di investimento) e le rivalutazioni delle passività attuariali relative ai sistemi di prestazioni successive al rapporto di lavoro. Di riflesso alla diminuzione del prezzo dell'oro (del 22% in ragione d'anno), la valutazione dell'oro di proprietà della Banca è calata. Nel contempo, si è registrata una perdita da rivalutazione sulle disponibilità in titoli dei portafogli di investimento. Questi effetti sono stati in parte compensati da una plusvalenza da rivalutazione sulle obbligazioni per prestazioni definite. L'utile complessivo totale risultante per il 2013/14 ammontava a DSP -570,4 milioni (2012/13: DSP +718,2 milioni), mentre il rendimento totale dell'attivo è diminuito al -3,2% (2012/13: +3,9%), principalmente a causa del calo nel prezzo dell'oro.

Al netto della distribuzione del dividendo per il 2012/13, pari a DSP 175,8 milioni, avvenuta nel corso dell'esercizio 2013/14, il patrimonio netto della Banca è diminuito di DSP 746,2 milioni nell'esercizio chiuso il 31 marzo 2014.

Dividendo proposto

Per l'esercizio finanziario 2013/14 viene proposto un dividendo di DSP 215 per azione, coerentemente con la politica dei dividendi della BRI e con la riduzione dell'utile intervenuta sullo sfondo del contesto finanziario internazionale.

Al 31 marzo 2014 le azioni emesse erano 559 125; di queste, 1 000 rappresentano le azioni sospese dell'emissione albanese, detenute in portafoglio e sulle quali non viene corrisposto alcun dividendo; il dividendo sarà pertanto corrisposto su 558 125 azioni. Il costo totale del dividendo proposto è di DSP 120,0 milioni, e lascia pertanto a disposizione DSP 299,3 milioni da trasferire ai fondi di riserva. Il dividendo sarà versato il 3 luglio 2014 in una delle valute costituenti il DSP (dollaro USA, euro, yen o sterlina), oppure in franchi svizzeri, secondo le istruzioni dei singoli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 31 marzo 2014.

Ripartizione proposta dell'utile netto per il 2013/14

Conformemente all'articolo 51 dello Statuto della BRI, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire come segue l'utile netto di DSP 419,3 milioni per il 2013/14:

- a) un importo di DSP 120,0 milioni al pagamento di un dividendo ordinario di DSP 215 per azione;
- b) un importo di DSP 15,0 milioni al Fondo di riserva generale²⁰;
- c) un importo di DSP 284,3 milioni, che rappresenta il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero.

Revisore indipendente

Nomina del revisore

Conformemente all'articolo 46 dello Statuto della BRI, l'Assemblea generale ordinaria è invitata a nominare un revisore indipendente per l'anno successivo e a fissare i relativi compensi. La nomina avviene su proposta formale del Consiglio di amministrazione della BRI, formulata in base alla raccomandazione del Comitato di revisione. Questo processo annuale garantisce che vengano periodicamente valutate le conoscenze, la competenza e l'indipendenza del revisore, nonché l'efficacia della revisione condotta. L'Assemblea generale ordinaria del 2013 ha nominato Ernst & Young come revisore della Banca per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2014. La politica adottata dal Consiglio prevede la rotazione periodica dei revisori; la nomina del nuovo revisore avviene al termine di un processo di selezione cui partecipano la Direzione della BRI e il Comitato di revisione. L'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2014 è stato il secondo del mandato di revisione contabile affidato a Ernst & Young.

Relazione del revisore indipendente

Conformemente all'articolo 50 dello Statuto della BRI, il revisore indipendente ha pieni poteri per esaminare tutti i libri e conti della BRI, nonché per richiedere informazioni complete su tutte le sue operazioni. I conti della BRI sono stati debitamente certificati da Ernst & Young. I revisori hanno confermato che i conti forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della BRI al 31 marzo 2014, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data. La relazione di Ernst & Young è riportata in calce ai conti.

²⁰ Al 31 marzo 2014 il Fondo di riserva generale era pari a oltre il quintuplo del capitale versato della Banca. Di conseguenza, secondo quanto disposto dall'articolo 51 dello Statuto, il 5% dell'utile netto residuo tenuto conto del dividendo proposto va destinato al Fondo di riserva generale.

Situazioni dei conti

al 31 marzo 2014

Le situazioni dei conti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2014 riportate alle pagine 191-262 sono state approvate il 12 maggio 2014 per la presentazione all'Assemblea generale ordinaria del 29 giugno 2014. 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. Essi, unitamente alle note integrative, sono stati redatti in lingua inglese. In caso di dubbio, si rimanda alla versione originale.

Jaime Caruana
Direttore generale

Hervé Hannoun
Condirettore generale

Stato patrimoniale

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2014	2013 rettificato	2012 rettificato
Attività				
Cassa e conti a vista presso banche	4	11 211,5	6 884,1	4 077,8
Oro e prestiti in oro	5	20 596,4	35 367,1	35 912,7
Buoni del Tesoro	6	44 530,8	46 694,1	53 492,3
Titoli acquistati pronti contro termine	6	50 554,4	28 469,5	46 210,8
Prestiti e anticipazioni	7	19 600,3	19 676,8	22 757,1
Titoli di Stato e altri titoli	6	70 041,1	62 643,3	77 877,7
Strumenti finanziari derivati	8	3 002,2	5 855,7	7 303,9
Partite in corso di ricezione	9	2 777,4	6 171,2	7 845,5
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	10	196,2	190,6	193,0
Totale attività		222 510,3	211 952,4	255 670,8
Passività				
Depositi in valuta	11	180 472,2	166 160,3	195 778,5
Depositi in oro	12	11 297,5	17 580,9	19 624,0
Titoli ceduti pronti contro termine	13	1 169,3	–	–
Strumenti finanziari derivati	8	2 632,9	3 402,3	4 727,0
Partite in corso di pagamento	14	8 411,5	5 335,3	16 745,5
Altre passività	15	799,0	999,5	871,5
Totale passività		204 782,4	193 478,3	237 746,5
Patrimonio netto				
Capitale	16	698,9	698,9	698,9
Riserve statutarie	17	14 280,4	13 560,8	12 989,4
Conto economico		419,3	895,4	739,8
Meno: azioni proprie	18	(1,7)	(1,7)	(1,7)
Altri conti di capitale	19	2 331,0	3 320,7	3 497,9
Totale patrimonio netto		17 727,9	18 474,1	17 924,3
Totale passività e patrimonio netto		222 510,3	211 952,4	255 670,8

I dati relativi agli esercizi finanziari precedenti sono stati rettificati a seguito di una modifica dei criteri contabili (cfr. nota 3).

Conto economico

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2014	2013 rettificato
Reddito da interessi	21	1 599,8	2 154,0
Oneri da interessi	22	(830,3)	(1 122,5)
Reddito netto da interessi		769,5	1 031,5
Variazioni nette di valutazione	23	(179,6)	(17,1)
Reddito netto da interessi e variazioni di valutazione		589,9	1 014,4
Reddito netto da commissioni e provvigioni	24	5,0	3,1
Plus/(minus)valenze valutarie nette	25	(33,3)	26,7
Totale ricavi operativi		561,6	1 044,2
Costi operativi	26	(273,9)	(260,8)
Utile operativo		287,7	783,4
Plusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita	27	40,5	82,7
Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento	28	91,1	29,3
Utile netto dell'esercizio finanziario		419,3	895,4
Utile base e utile diluito per azione (in DSP per azione)	29	751,3	1 604,3

I dati relativi all'esercizio finanziario precedente sono stati rettificati a seguito di una modifica dei criteri contabili (cfr. nota 3).

Prospetto dell'utile complessivo

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2014	2013 rettificato
Utile netto dell'esercizio finanziario		419,3	895,4
Utile complessivo di altra fonte			
Poste riclassificate al conto economico durante l'esercizio, o successivamente una volta soddisfatte determinate condizioni			
Variazioni nette di valutazione sui titoli disponibili per la vendita	19A	(229,9)	(55,5)
Variazioni nette di valutazione sulle disponibilità in oro dei portafogli di investimento	19B	(942,9)	(67,8)
Poste che non saranno riclassificate al conto economico			
Rivalutazione delle obbligazioni a prestazione definita	19C	183,1	(53,9)
Utile complessivo totale dell'esercizio finanziario		(570,4)	718,2

I dati relativi all'esercizio finanziario precedente sono stati rettificati a seguito di una modifica dei criteri contabili (cfr. nota 3).

Rendiconto finanziario

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2014	2013 rettificato
Flussi finanziari generati/(assorbiti) dall'attività operativa			
Interessi attivi e redditi equiparabili		2 183,3	2 923,9
Interessi passivi e oneri equiparabili		(668,0)	(911,9)
Reddito netto da commissioni e provvigioni	24	5,0	3,1
Plusvalenze nette da operazioni valutarie	25	1,6	14,3
Esborsi per spese operative	26	(258,6)	(243,9)
Poste di altra natura incluse nell'utile operativo			
Variazioni di valutazione su attività e passività operative	23	(179,6)	(17,1)
Utili/(Perdite) netti da conversioni valutarie	25	(34,9)	12,4
Variazione di ratei e ammortamenti		(745,8)	(980,5)
Variazione nelle attività e passività operative			
Depositi passivi in valuta al valore equo rilevato a conto economico		10 617,5	(14 079,8)
Attività in valuta dei portafogli bancari		(21 947,9)	30 314,5
Depositi passivi su conti a vista e con termine di preavviso		6 014,4	(12 021,8)
Depositi passivi in oro		(6 283,4)	(2 043,1)
Attività e prestiti in oro dei portafogli bancari		13 807,7	472,2
Partite in corso di ricezione		1,2	0,3
Altre passività/partite in corso di pagamento		216,9	89,6
Strumenti finanziari derivati netti		2 084,1	123,5
Flussi finanziari netti generati dall'attività operativa		4 813,5	3 655,7
Flussi finanziari generati/(assorbiti) dall'attività di investimento			
Variazione netta delle attività in valuta dei portafogli di investimento disponibili per la vendita	6B	(1 682,4)	(489,6)
Variazione netta delle attività in valuta dei portafogli di investimento al valore equo rilevato a conto economico		677,5	(56,8)
Titoli ceduti pronti contro termine		595,9	-
Variazione netta delle disponibilità in oro dei portafogli di investimento	5B	111,3	34,8
Acquisti netti di terreni, immobili, arredi e attrezzature	10	(21,1)	(14,5)
Flussi finanziari netti assorbiti dall'attività di investimento		(318,8)	(526,1)

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2014	2013 rettificato
Flussi finanziari generati/(assorbiti) dall'attività di finanziamento			
Dividendi versati		(175,8)	(168,4)
Flussi finanziari netti assorbiti dall'attività di finanziamento		(175,8)	(168,4)
Totale flussi finanziari netti		4 318,9	2 961,2
Effetto netto delle oscillazioni di cambio su cassa ed equivalenti di cassa		282,3	(66,5)
Movimenti netti di cassa ed equivalenti di cassa		4 036,6	3 027,7
Variazione netta di cassa ed equivalenti di cassa		4 318,9	2 961,2
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo a inizio esercizio	30	7 225,6	4 264,4
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo a fine esercizio	30	11 544,5	7 225,6

I dati relativi all'esercizio finanziario precedente sono stati rettificati a seguito di una modifica dei criteri contabili (cfr. nota 3).

Evoluzione del patrimonio netto della Banca

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

	Note	Capitale	Riserve statutarie	Profitti e perdite	Azioni proprie	Altri conti di capitale		Totale patrimonio netto
						Obbliga- zioni a prestazione definita	Rivaluta- zione oro e titoli	
<i>In milioni di DSP</i>								
Patrimonio netto al 31 marzo 2012		698,9	13 057,2	758,9	(1,7)	-	3 866,0	18 379,3
Modifica dei criteri contabili applicati alle obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro	3	-	(67,8)	(19,1)	-	(368,1)	-	(455,0)
Patrimonio netto al 31 marzo 2012 – rettificato		698,9	12 989,4	739,8	(1,7)	(368,1)	3 866,0	17 924,3
Pagamento del dividendo 2011/12		-	-	(168,4)	-	-	-	(168,4)
Ripartizione dell'utile 2011/12 – rettificata		-	571,4	(571,4)	-	-	-	-
Utile complessivo totale 2012/13 – rettificato	19	-	-	895,4	-	(53,9)	(123,3)	718,2
Patrimonio netto al 31 marzo 2013 – rettificato		698,9	13 560,8	895,4	(1,7)	(422,0)	3 742,7	18 474,1
Pagamento del dividendo 2012/13		-	-	(175,8)	-	-	-	(175,8)
Ripartizione dell'utile 2012/13 – rettificata		-	719,6	(719,6)	-	-	-	-
Utile complessivo totale	19	-	-	419,3	-	183,1	(1 172,8)	(570,4)
Patrimonio netto al 31 marzo 2014		698,9	14 280,4	419,3	(1,7)	(238,9)	2 569,9	17 727,9

I dati relativi agli esercizi finanziari precedenti sono stati rettificati a seguito di una modifica dei criteri contabili (cfr. nota 3).

Criteria contabili

Salvo diversa indicazione, i criteri contabili di seguito presentati si applicano a entrambi gli esercizi finanziari considerati.

1. Ambito di rilevazione delle situazioni contabili

Nelle presenti situazioni contabili sono riportate tutte le attività e passività rientranti sotto il controllo della BRI, e i cui benefici economici, nonché i connessi diritti e obblighi, competono alla Banca.

Nell'offerta di servizi alla clientela di banche centrali, la Banca gestisce organismi di investimento privi di personalità giuridica distinta da quella della BRI. Le transazioni di questi organismi sono effettuate nel nome della Banca, ma i loro benefici economici non competono alla Banca, bensì alla clientela di banche centrali. Le attività e passività di tali organismi non sono riportate all'interno delle presenti situazioni contabili. La Banca non redige situazioni contabili consolidate. La nota 33 fornisce informazioni sulle attività e passività fuori bilancio.

La Banca gestisce per il personale un fondo pensione privo di personalità giuridica distinta da quella della BRI. Le relative transazioni sono effettuate nel nome della Banca, ma a beneficio economico del fondo. Le attività e passività del fondo sono riportate nelle presenti situazioni contabili su base netta, conformemente ai principi contabili applicati alle obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro. La nota 20 fornisce informazioni sul fondo pensione del personale della Banca.

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 2010 con decorrenza dal 1° gennaio 2011. Secondo il calcolo attuale, un DSP equivale alla somma di USD 0,660, EUR 0,423, JPY 12,1 e GBP 0,111. La composizione del paniere valutario è soggetta a revisione quinquennale da parte dell'FMI. La prossima revisione è prevista per il dicembre 2015.

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 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 clientela. Nel corso di questa attività essa è esposta a rischi di credito e rischi di mercato. La portata di tali esposizioni è limitata dal sistema di gestione dei rischi della Banca.

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 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 duration.

Le attività in valuta, a eccezione di cassa e conti a vista presso banche, nonché delle attività in valuta dei portafogli di investimento negoziati più attivamente, sono classificate come disponibili per la vendita.

Le attività in valuta dei portafogli di investimento negoziati più attivamente 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, comprendenti i saldi presso i broker aderenti alle stanze di compensazione dei futures. Prevedono di solito un termine di preavviso pari o inferiore a tre giorni e sono riportati in bilancio alla voce "Prestiti e anticipazioni". Ai fini del rendiconto finanziario, essi sono considerati alla stregua di equivalenti di cassa.

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 pertinenti poste attive e passive e i derivati 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 dei portafogli bancari e sugli strumenti derivati, o sugli altri depositi passivi in valuta.

Per limitare le incongruenze contabili che altrimenti deriverebbero dalla contabilizzazione dei profitti e delle perdite realizzati e non realizzati sulla base di criteri differenti, la Banca riporta le pertinenti attività, passività e strumenti derivati dei portafogli bancari in valuta al valore equo rilevato a conto economico.

10. Titoli acquistati pronti contro termine

I titoli acquistati pronti contro termine ("PcT attivi") sono contabilizzati come operazioni di prestito garantito mediante le quali la Banca presta contanti a fronte dell'impegno irrevocabile della controparte a restituire la somma ricevuta, comprensiva di interessi, a una determinata data futura. Nell'ambito di queste operazioni, la Banca riceve garanzie reali sotto forma di titoli per i quali gode pienamente del diritto reale, ma al termine dell'operazione, e a condizione che la controparte abbia rimborsato il prestito, è tenuta a restituire alla controparte titoli equivalenti. Poiché la Banca non acquisisce la titolarità dei rischi né dei compensi associati alla proprietà dei titoli stanziati in garanzia, questi ultimi non sono contabilizzati come attività nello stato patrimoniale della Banca.

I prestiti garantiti connessi con titoli acquistati pronti contro termine costituiscono attività in valuta. Il loro trattamento contabile è determinato a seconda che la transazione comporti attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico

(successiva sezione 11) o attività in valuta dei portafogli di investimento disponibili per la vendita (successiva sezione 13).

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 descritto nella precedente sezione 9, la Banca riporta tutte le attività pertinenti dei portafogli bancari in valuta al valore equo rilevato a conto economico. La Banca detiene inoltre alcuni portafogli di investimento negoziati 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.

Queste attività in valuta sono inizialmente iscritte in bilancio alla data contabile. Gli interessi maturati e l'ammortamento dei premi corrisposti e degli sconti ricevuti sono iscritti alla voce "Reddito da interessi" del conto economico sulla base del tasso di interesse effettivo. Successivamente alla contabilizzazione iniziale le attività in valuta vengono rivalutate al valore equo e tutte le rettifiche di valore realizzate e non realizzate imputate alla voce "Variazioni nette di valutazione".

12. Depositi passivi in valuta al valore equo rilevato a conto economico

Conformemente a quanto descritto nella precedente sezione 11, 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. Gli interessi passivi maturati e l'ammortamento dei premi incassati e degli sconti sborsati sono iscritti alla voce "Oneri da interessi" del conto economico sulla base del tasso di interesse effettivo.

Successivamente alla contabilizzazione iniziale 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".

13. Attività in valuta dei portafogli di investimento 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 descritto nella precedente sezione 12, la Banca classifica come disponibili per la vendita tutte le

attività pertinenti dei portafogli di investimento in valuta, eccetto quelle appartenenti ai portafogli negoziati più attivamente.

Le attività dei portafogli di investimento disponibili per la vendita sono inizialmente iscritte in bilancio alla data contabile. Gli interessi maturati e l'ammortamento dei premi corrisposti e degli sconti ricevuti sono iscritti alla voce "Reddito da interessi" del conto economico sulla base del tasso di interesse effettivo.

Dopo la data contabile le attività in valuta dei portafogli di investimento 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". La variazione del valore equo è contabilizzata all'interno del prospetto dell'utile complessivo, alla voce "Plus/(minus)valenze non realizzate su titoli disponibili per la vendita". I profitti realizzati sulle cessioni sono contabilizzati nel conto economico alla voce "Plusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita".

14. 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 equo.

15. Oro

Confluiscono in questa posta l'oro in barre tenuto in custodia presso banche centrali e i conti a vista denominati in oro. 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 18.

16. Prestiti in oro

In questa voce sono riportati i prestiti in oro a scadenza fissa. 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 maturati sui prestiti in oro vengono contabilizzati nel conto economico alla voce "Reddito da interessi" sulla base del tasso di interesse effettivo.

17. Depositi in oro

I depositi in oro consistono in depositi di oro a vista e a scadenza fissa di tipo unallocated effettuati da banche centrali.

I depositi in oro di tipo unallocated conferiscono al cliente il diritto generico a ricevere dalla Banca lo stesso peso e la stessa qualità di oro da lui conferita alla Banca, ma non barre di oro specifiche. I depositi in oro unallocated 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 maturati sui depositi in oro vengono contabilizzati nel conto economico alla voce "Oneri da interessi" sulla base del tasso di interesse effettivo.

I depositi in oro di tipo allocated (o earmarked) conferiscono invece al cliente il diritto di ricevere le barre di oro specifiche da lui collocate in custodia presso la Banca. La proprietà effettiva dell'oro e il rischio collegato restano in questo caso in capo al cliente. Per questo motivo i depositi passivi in oro allocated e le relative attività in oro in barre non sono rilevati all'interno dei conti della Banca, bensì riportati fra le poste fuori bilancio (nota 33).

18. 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 rivenienti dalle operazioni in derivati sull'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 imputate 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". La variazione del valore equo è contabilizzata all'interno del prospetto dell'utile complessivo, alla voce "Plusvalenze non realizzate sulle disponibilità in oro dei portafogli di investimento".

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 aggirava intorno ai DSP 151 per oncia di fino; tale ammontare derivava 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 "Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento".

19. Titoli ceduti pronti contro termine

I titoli ceduti pronti contro termine ("Pct passivi") sono contabilizzati come operazioni di deposito garantito mediante le quali la Banca riceve contanti a fronte dell'impegno irrevocabile a restituire la somma ricevuta, comprensiva di interessi, a una determinata data futura. Nell'ambito di queste operazioni la Banca trasferisce alla controparte il diritto reale sui titoli stanziati in garanzia. Al termine del contratto, e a condizione che la Banca abbia rimborsato il prestito, la controparte è tenuta a restituire alla Banca titoli equivalenti. Poiché la Banca conserva la titolarità dei rischi e dei compensi associati alla proprietà dei titoli stanziati in garanzia, questi ultimi continuano a essere contabilizzati come attività nello stato patrimoniale della Banca.

Laddove l'operazione pronti contro termine riguardi attività in valuta disponibili per la vendita, l'operazione di deposito garantito è classificata fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

Laddove invece l'operazione pronti contro termine sia collegata alla gestione di attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico, l'operazione di deposito garantito è classificata fra gli strumenti finanziari al valore equo rilevato a conto economico.

I depositi garantiti connessi con titoli ceduti pronti contro termine sono inizialmente iscritti in bilancio alla data contabile. Gli interessi maturati vengono contabilizzati nel conto economico alla voce "Oneri da interessi" sulla base del tasso di interesse effettivo. Dopo la misurazione iniziale le operazioni 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".

20. 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. Ove del caso, gli interessi maturati e l'ammortamento dei premi e degli sconti sono iscritti alla voce "Reddito da interessi" del conto economico 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".

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 sia 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, in base a quanto descritto in precedenza.

21. Criteri di valutazione

I criteri di valutazione della Banca definiscono le modalità di 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 come il prezzo di liquidazione di una libera transazione fra operatori di mercato alla data di valutazione.

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 e 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 comporti 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 periodicamente la valutazione dei vari strumenti finanziari, tenendo conto sia dell'accuratezza delle valutazioni, sia delle metodologie di valutazione utilizzate. Fra le verifiche supplementari figurano inoltre il monitoraggio e l'analisi dei profitti e delle perdite giornalieri.

La Banca valuta le proprie posizioni al prezzo di liquidazione, ossia al prezzo di acquisto (denaro) nel caso delle attività e al prezzo di vendita (lettera) in quello delle passività. Gli strumenti finanziari derivati sono valutati in base al prezzo denaro-lettera e le eventuali riserve di valutazione iscritte fra le passività finanziarie derivate. Le attività e passività finanziarie non contabilizzate al valore equo sono iscritte a bilancio al costo ammortizzato.

22. 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 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 riconosciute nella misura in cui si consideri che il calo del valore equo al disotto del costo ammortizzato sia significativo o prolungato. Esse sono imputate al conto economico alla voce "Variazioni nette di valutazione" nel caso delle attività in valuta e alla voce "Reddito da interessi" in quello dei prestiti in oro. 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.

23. 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.

24. 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 valore di realizzo stimato, l'immobilizzazione è svalutata a quest'ultimo valore.

25. 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.

26. Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro

La nota 3 illustra la modifica apportata ai criteri contabili applicati alle obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro.

La BRI gestisce tre sistemi di erogazioni successive al rapporto di lavoro a titolo di, rispettivamente, pensioni dei dipendenti, pensioni dei Consiglieri e 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 distinta da quella della BRI, a valere sul quale vengono corrisposte le prestazioni. Le attività del fondo sono amministrate dalla Banca nel solo interesse dei beneficiari presenti e futuri del sistema. La Banca è responsabile ultima di tutte le prestazioni dovute nel quadro del sistema pensionistico.

Le passività a fronte del fondo pensione del personale sono stimate sulla base del valore attuale dell'obbligazione a prestazione definita alla data di chiusura dei conti, dedotto il

valore equo delle attività del fondo alla stessa data. 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 calcolati sull'obbligazione a prestazione definita al netto del valore equo delle attività del fondo. I passati costi di servizio collegati a modifiche del piano sono immediatamente imputati al conto economico. I guadagni e le perdite conseguenti alla rivalutazione delle obbligazioni, ad esempio in caso di correzioni apportate alla luce dell'esperienza diretta (allorché i risultati effettivi si discostano dalle ipotesi attuariali formulate in precedenza) o di variazioni delle ipotesi attuariali, sono imputati alla voce "Utile complessivo di altra fonte" nell'esercizio finanziario in cui avviene la rivalutazione. Non sono successivamente iscritti al conto economico degli esercizi finanziari seguenti.

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 a titolo di malattia e infortunio successive al rapporto di lavoro. 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.

27. 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 a cassa e a conti a vista e con termine di preavviso presso banche, 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'organizzazione 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 agente in regolamenti finanziari internazionali. Attualmente sono membri della Banca 60 banche centrali. 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 BRI 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 Brasile, Canada, Cina, Giappone, India, Messico, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera, e dal Presidente della Banca centrale europea.

2. Utilizzo delle stime

La preparazione dei rendiconti finanziari richiede in alcuni casi l'elaborazione da parte della Direzione della Banca di 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, formula ipotesi ed esercita la sua capacità di giudizio.

Le ipotesi formulate comprendono stime prospettiche finalizzate, ad esempio, alla valutazione di attività e passività, obbligazioni rivenienti dai sistemi previdenziali e assistenziali, accantonamenti e passività eventuali.

La capacità di giudizio è esercitata in fase di selezione e applicazione dei criteri contabili della Banca. Le decisioni assunte in merito alla classificazione e alla valutazione degli strumenti finanziari costituiscono un altro elemento fondamentale nella preparazione delle situazioni contabili.

I risultati effettivi possono discostarsi in misura significativa dalle stime.

A. Valutazione delle attività e passività finanziarie

Per alcune 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 significativamente sul valore equo segnalato. La tabella seguente riporta ad esempio l'impatto che produrrebbe una variazione di 1 punto base dei differenziali di rendimento ipotizzati.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Buoni del Tesoro	1,1	1,0
Titoli acquistati pronti contro termine	0,3	0,1
Prestiti e anticipazioni	0,2	0,2
Titoli di Stato e altri titoli	11,0	10,2
Depositi in valuta	13,3	12,4
Strumenti finanziari derivati	4,1	4,3

B. Accantonamenti per riduzioni durevoli di valore delle attività finanziarie

Alla data di chiusura di ciascun esercizio finanziario la Banca effettua una verifica delle attività finanziarie in bilancio volta a individuare eventuali perdite di valore. Al 31 marzo 2014 tale verifica non aveva fatto emergere alcuna riduzione durevole di valore (31 marzo 2013: zero).

C. Ipotesi attuariali

La valutazione dei sistemi previdenziali e assistenziali della Banca si fonda su ipotesi attuariali che incorporano aspettative riguardo ai tassi di inflazione e di interesse, al tasso di crescita dei costi di assistenza sanitaria, all'età di pensionamento e alla speranza di vita dei beneficiari. 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. Modifica dei criteri contabili applicati alle obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro

Con decorrenza dal 1° aprile 2013 la Banca ha modificato i criteri contabili applicati alle obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro, in linea con l'evoluzione degli standard internazionali di rendicontazione finanziaria. In conseguenza di ciò, la Banca non utilizza più il principio del corridoio per gli utili e le perdite attuariali, e riconosce le variazioni delle obbligazioni o attività nette per prestazioni definite al momento del loro verificarsi. I costi di servizio e gli interessi netti sono imputati al conto economico, mentre le misurazioni successive, come gli utili e le perdite attuariali, sono contabilizzate all'interno dell'utile complessivo.

I dati relativi agli esercizi finanziari precedenti sono stati rettificati per agevolare il confronto. La rettifica ha portato a un aumento di DSP 511,7 milioni delle "Altre passività", dovuto al riconoscimento degli importi precedentemente contabilizzati alla voce "Perdite attuariali non riconosciute" al 31 marzo 2013. Vi è stato inoltre un corrispondente calo del patrimonio netto – di cui DSP 89,7 milioni sono stati dedotti dal Fondo di riserva libero all'interno delle "Riserve statutarie" –, pari alla variazione cumulata dei profitti riconosciuti nel precedente esercizio finanziario per effetto dell'adozione dei nuovi criteri contabili. La parte restante del calo, pari a DSP 422,0 milioni e corrispondente alle perdite attuariali cumulate derivanti dalle rivalutazioni, è stata imputata a un nuovo conto all'interno degli "Altri conti di capitale".

La seguente tabella illustra l'effetto della modifica dei criteri contabili.

A. Effetto sull'utile netto e sull'utile complessivo totale

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2013	Effetto sull'utile netto			Utile complessivo di altra fonte	Utile complessivo totale
	Plusvalenze valutarie	Esborsi per spese operative	Utile netto		
<i>In milioni di DSP</i>					
Importo precedentemente riportato per il 2012/13	25,0	(256,3)	898,2	(123,3)	774,9
Effetto della modifica dei criteri contabili					
Pensioni dei dipendenti	1,7	(12,5)	(10,8)	(25,7)	(36,5)
Pensioni dei Consiglieri	–	0,3	0,3	(0,3)	–
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	–	7,7	7,7	(27,9)	(20,2)
	1,7	(4,5)	(2,8)	(53,9)	(56,7)
Importo rettificato per il 2012/13	26,7	(260,8)	895,4	(177,2)	718,2

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2012	Effetto sull'utile netto			Utile complessivo di altra fonte	Utile complessivo totale
	Plusvalenze valutarie	Esborsi per spese operative	Utile netto		
<i>In milioni di DSP</i>					
Importo precedentemente riportato per il 2011/12	9,7	(226,7)	758,9	848,3	1 607,2
Effetto della modifica dei criteri contabili					
Pensioni dei dipendenti	(2,9)	(18,0)	(20,9)	(150,4)	(171,3)
Pensioni dei Consiglieri	–	0,1	0,1	(1,1)	(1,0)
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	0,1	1,6	1,7	(90,3)	(88,6)
	(2,8)	(16,3)	(19,1)	(241,8)	(260,9)
Importo rettificato per il 2011/12	6,9	(243,0)	739,8	606,5	1 346,3

B. Effetto sulle altre passività

Situazione al 31 marzo 2013

In milioni di DSP	Altre passività
Importo precedentemente riportato al 31 marzo 2013	(487,8)
Effetto cumulato della modifica dei criteri contabili per il 2012/13 e per gli esercizi precedenti	
Pensioni dei dipendenti	(341,9)
Pensioni dei Consiglieri	(2,2)
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	(167,6)
	(511,7)
Saldo rettificato al 31 marzo 2013	(999,5)

Situazione al 31 marzo 2012

In milioni di DSP	Altre passività
Importo precedentemente riportato al 31 marzo 2012	(416,5)
Effetto cumulato della modifica dei criteri contabili per il 2011/12 e per gli esercizi precedenti	
Pensioni dei dipendenti	(305,4)
Pensioni dei Consiglieri	(2,2)
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	(147,4)
	(455,0)
Saldo rettificato al 31 marzo 2012	(871,5)

C. Effetto sul patrimonio netto

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2013	Capitale	Riserve statutarie	Conto economico	Azioni proprie	Altri conti di capitale		Totale patrimonio netto
					Obbliga- zioni a prestazione definita	Rivaluta- zione oro e titoli	
In milioni di DSP							
Importo precedentemente riportato al 31 marzo 2013	698,9	13 647,7	898,2	(1,7)	-	3 742,7	18 985,8
Effetto cumulato della modifica dei criteri contabili per il 2012/13 e per gli esercizi precedenti							
Pensioni dei dipendenti	-	(89,1)	(10,8)	-	(242,0)	-	(341,9)
Pensioni dei Consiglieri	-	0,2	0,3	-	(2,7)	-	(2,2)
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	-	2,0	7,7	-	(177,3)	-	(167,6)
	-	(86,9)	(2,8)	-	(422,0)	-	(511,7)
Saldo rettificato al 31 marzo 2013	698,9	13 560,8	895,4	(1,7)	(422,0)	3 742,7	18 474,1

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2012	Capitale	Riserve statutarie	Conto economico	Azioni proprie	Altri conti di capitale		Totale patrimonio netto
					Obbliga- zioni a prestazione definita	Rivaluta- zione oro e titoli	
In milioni di DSP							
Importo precedentemente riportato al 31 marzo 2012	698,9	13 057,2	758,9	(1,7)	-	3 866,0	18 379,3
Effetto cumulato della modifica dei criteri contabili per il 2011/12 e per gli esercizi precedenti							
Pensioni dei dipendenti	-	(68,2)	(20,9)	-	(216,3)	-	(305,4)
Pensioni dei Consiglieri	-	0,1	0,1	-	(2,4)	-	(2,2)
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	-	0,3	1,7	-	(149,4)	-	(147,4)
	-	(67,8)	(19,1)	-	(368,1)	-	(455,0)
Saldo rettificato al 31 marzo 2012	698,9	12 989,4	739,8	(1,7)	(368,1)	3 866,0	17 924,3

La modifica dei criteri contabili applicati alle obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro ha comportato una rettifica del patrimonio netto della Banca. Tale rettifica ha dato luogo alla seguente variazione dei dati sul patrimonio di base (Tier 1), come illustrato nella sezione "Gestione dei rischi".

D. Variazione del patrimonio di base

Situazione al 31 marzo 2013	Patrimonio di base (Tier 1)
In milioni di DSP	
Patrimonio di base precedentemente riportato al 31 marzo 2013	14 344,9
Effetto cumulato della modifica dei criteri contabili per il 2012/13 e per gli esercizi precedenti	
Perdite rivenienti dalla rivalutazione delle obbligazioni a prestazione definita	(422,0)
Variazioni cumulate delle riserve statutarie per gli esercizi precedenti il 2012/13	(86,9)
Patrimonio di base rettificato al 31 marzo 2013	13 836,0

4. Cassa e conti a vista presso banche

La voce "Cassa e conti a vista presso banche" comprende i saldi liquidi presso banche centrali e commerciali di cui la Banca può disporre senza preavviso.

5. Oro e 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>	2014	2013
Oro	20 374,5	35 086,8
Prestiti in oro	221,9	280,3
Totale attività e prestiti in oro	20 596,4	35 367,1
Di cui:		
disponibilità in oro dei portafogli di investimento	2 981,8	3 944,9
attività e prestiti in oro dei portafogli bancari	17 614,6	31 422,2

La voce "Oro" comprende DSP 6 311,2 milioni (236 tonnellate) di oro (2013: DSP 13 836,1 milioni; 404 tonnellate) detenuto dalla Banca in relazione alle sue operazioni di swap in oro. Nell'ambito di tali operazioni la Banca scambia valute contro oro in barre, con l'obbligo di restituire l'oro alla scadenza del contratto. Si veda la nota 8 per maggiori dettagli sulle operazioni di swap in oro.

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 le variazioni di tale valore sono riportate nel prospetto dell'utile complessivo alla voce "Plusvalenze non realizzate sulle disponibilità in oro dei portafogli di investimento". Le plus/minusvalenze realizzate su cessioni di attività in oro nei portafogli di investimento sono imputate al conto economico alla voce "Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento".

Nelle note 19B e 28 vengono rispettivamente analizzati, con maggior grado di dettaglio, il conto rivalutazione oro e le plusvalenze nette su cessioni 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>	2014	2013
Saldo a inizio esercizio	3 944,9	4 018,2
Variazione netta delle disponibilità in oro dei portafogli di investimento		
Cessioni di oro	(110,5)	(34,1)
Scadenze, conti a vista e altri movimenti netti	(0,8)	(0,7)
	(111,3)	(34,8)
Movimenti nel prezzo dell'oro	(851,8)	(38,5)
Saldo a fine esercizio	2 981,8	3 944,9

Al 31 marzo 2014 le disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca ammontavano a 111 tonnellate di fino (2013: 115 tonnellate).

6. Attività in valuta

A. Disponibilità complessive

Le attività in valuta includono buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, prestiti a scadenza fissa e anticipazioni, 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 passivi in valuta, nonché le attività in valuta dei portafogli di investimento negoziati più attivamente. La parte rimanente delle attività in valuta dei portafogli di investimento della Banca è classificata come disponibile per la vendita e, unitamente alle attività aeree dei portafogli di investimento, corrisponde perlopiù 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") sono contabilizzati come operazioni di prestito garantito. I corrispondenti interessi attivi sono fissati all'inizio dell'operazione. Per tutta la durata dell'operazione la Banca monitora il valore equo del prestito e dei titoli in garanzia e può richiedere, se del caso, la consegna di garanzie aggiuntive o essere chiamata a restituire le garanzie ricevute a seconda delle variazioni del valore di mercato dell'operazione.

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. Tali prestiti sono contabilizzati nel totale di bilancio "Prestiti e anticipazioni", che include inoltre i conti con termine di preavviso (nota 7).

I *titoli di Stato e altri titoli* sono titoli di debito emessi da amministrazioni pubbliche, organizzazioni internazionali e altre istituzioni del settore pubblico, nonché da banche commerciali e imprese. Essi includono commercial paper, certificati di deposito, obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile, obbligazioni bancarie garantite e asset-backed securities.

Le tabelle seguenti contengono i dettagli delle attività in valuta della Banca.

Situazione al 31 marzo 2014	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	44 530,8	–	–	–	44 530,8
Titoli acquistati pronti contro termine	49 708,6	845,8	–	845,8	50 554,4
Prestiti e anticipazioni	19 267,3	–	–	–	19 267,3
Titoli di Stato e altri titoli					
Titoli di Stato	29 176,5	14 658,7	–	14 658,7	43 835,2
Titoli di istituzioni finanziarie	13 281,2	142,2	–	142,2	13 423,4
Altri titoli	12 779,3	3,2	–	3,2	12 782,5
	55 237,0	14 804,1	–	14 804,1	70 041,1
Totale attività in valuta	168 743,7	15 649,9	–	15 649,9	184 393,6

Situazione al 31 marzo 2013	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	46 552,7	–	141,4	141,4	46 694,1
Titoli acquistati pronti contro termine	28 469,5	–	–	–	28 469,5
Prestiti e anticipazioni	19 335,3	–	–	–	19 335,3
Titoli di Stato e altri titoli					
Titoli di Stato	24 172,2	13 801,8	–	13 801,8	37 974,0
Titoli di istituzioni finanziarie	10 957,8	105,4	718,7	824,1	11 781,9
Altri titoli	12 881,4	6,0	–	6,0	12 887,4
	48 011,4	13 913,2	718,7	14 631,9	62 643,3
Totale attività in valuta	142 368,9	13 913,2	860,1	14 773,3	157 142,2

B. Attività in valuta dei portafogli di investimento 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 dei portafogli di investimento della Banca disponibili per la vendita.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Saldo a inizio esercizio	13 913,2	13 478,6
Variazione netta delle attività in valuta dei portafogli di investimento disponibili per la vendita		
Acquisizioni	9 981,6	6 268,2
Cessioni	(5 679,3)	(5 247,4)
Altri movimenti netti	(2 619,9)	(531,2)
	1 682,4	489,6
Variazione netta nelle transazioni in attesa di regolamento	243,7	(82,2)
Valore equo e altre variazioni	(189,4)	27,2
Saldo a fine esercizio	15 649,9	13 913,2

7. Prestiti e anticipazioni

I prestiti e le anticipazioni comprendono i prestiti a scadenza fissa concessi a banche commerciali, le anticipazioni e i conti con termine di preavviso. Le anticipazioni si riferiscono alle linee standby revocabili e non revocabili concesse dalla Banca alla propria clientela. I conti con termine di preavviso sono attività finanziarie a brevissimo termine, con un preavviso di norma pari o inferiore a tre giorni.

I prestiti a scadenza fissa e le anticipazioni sono riportati al valore equo rilevato a conto economico. I conti con termine di preavviso sono classificati come finanziamenti e crediti e iscritti a bilancio al costo ammortizzato. Al 31 marzo 2014 il saldo dei conti per la compensazione dei futures ammontava complessivamente a DSP 33,1 milioni (2013: DSP 34,1 milioni).

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Prestiti e anticipazioni	19 267,3	19 335,3
Conti con termine di preavviso	333,0	341,5
Totale prestiti e anticipazioni	19 600,3	19 676,8

L'importo della variazione del valore equo rilevato a conto economico per i prestiti a scadenza fissa e le anticipazioni è pari a DSP -1,2 milioni (2013: DSP 2,1 milioni).

8. Strumenti finanziari derivati

La Banca impiega a fini di copertura e di negoziazione i seguenti tipi di strumenti derivati.

I *futures su tassi di interesse e titoli obbligazionari* sono accordi contrattuali che prevedono il ricevimento o la consegna a una data futura di un importo netto determinato in base alle fluttuazioni di tassi di interesse o quotazioni obbligazionarie. Essi sono regolati giornalmente in borsa; il versamento dei margini corrispondenti si effettua in contante o mediante titoli negoziabili.

Le *opzioni su valute e oro* sono accordi contrattuali con cui il venditore conferisce all'acquirente, dietro pagamento di un premio, il diritto, ma non l'obbligo, di ricevere (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.

Gli *swap su valute, oro, tassi di interesse a valute incrociate e tassi di interesse* sono accordi contrattuali bilaterali per lo scambio di flussi di pagamento collegati a valute, oro o tassi di interesse (ad esempio, tasso fisso contro variabile). Gli *swap su tassi di interesse a valute incrociate* prevedono lo scambio di flussi di cassa collegati sia a tassi di interesse sia a tassi di cambio. Fatta eccezione per taluni contratti, gli *swap* non originano scambi in linea capitale.

I *contratti a termine su valute e su oro* sono accordi contrattuali bilaterali per lo scambio a una data futura di valute od oro. Comprendono le transazioni a pronti senza obbligo di consegna.

I *forward rate agreement* sono contratti bilaterali a termine su tassi di interesse che comportano l'impegno a liquidare per contanti a una data futura la differenza fra un tasso concordato e quello corrente di mercato.

Le *swaption* sono opzioni bilaterali 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 (nota 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. 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

In milioni di DSP	2014			2013		
	Valore nozionale	Valore equo		Valore nozionale	Valore equo	
		Attività	Passività		Attività	Passività
Futures su titoli obbligazionari	1 404,9	0,7	(0,2)	731,6	0,4	(0,1)
Swap su tassi di interesse a valute incrociate	1 025,1	–	(145,0)	1 284,7	0,2	(145,8)
Contratti a termine su valute e su oro	627,1	3,0	(0,6)	573,6	6,3	(5,9)
Opzioni su valute e su oro	2 643,1	7,3	(7,7)	1 674,6	0,2	(0,3)
Swap su valute e su oro	96 534,1	803,6	(640,1)	102 193,8	2 278,8	(416,9)
Forward rate agreement	10 574,2	0,7	(1,7)	4 628,2	0,9	(0,7)
Futures su tassi di interesse	3 508,7	–	(0,1)	5 773,7	0,1	–
Swap su tassi di interesse	282 991,9	2 186,9	(1 828,2)	215 102,1	3 568,8	(2 831,4)
Swaption	1 488,4	–	(9,3)	1 497,7	–	(1,2)
Totale strumenti finanziari derivati a fine esercizio	400 797,5	3 002,2	(2 632,9)	333 460,0	5 855,7	(3 402,3)
Strumenti finanziari derivati netti a fine esercizio			369,3			2 453,4

9. Partite in corso di ricezione

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2014	2013
Transazioni finanziarie in attesa di regolamento	2 766,7	6 159,2
Altre attività	10,7	12,0
Totale partite in corso di ricezione	2 777,4	6 171,2

Le "Transazioni finanziarie in attesa di regolamento" riguardano partite in corso di ricezione a breve termine (in genere entro un massimo di tre giorni) relative a transazioni poste in essere, ma per le quali non vi è stato ancora trasferimento di contante. Fra di esse figurano le vendite di attività e le emissioni di passività già effettuate.

10. Terreni, immobili, arredi e attrezzature

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

				2014	2013
	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	263,4	104,1	408,7	401,6
Spesa in conto capitale	5,3	7,0	8,8	21,1	14,5
Dismissioni e smobilizzi	(0,1)	-	(17,1)	(17,2)	(7,4)
Saldo a fine esercizio	46,4	270,4	95,8	412,6	408,7
Ammortamenti					
Saldo a inizio esercizio	-	138,7	79,4	218,1	208,6
Ammortamenti	-	8,5	6,8	15,3	16,9
Dismissioni e smobilizzi	-	-	(17,0)	(17,0)	(7,4)
Saldo a fine esercizio	-	147,2	69,2	216,4	218,1
Valore contabile netto a fine esercizio	46,4	123,2	26,6	196,2	190,6

Gli ammortamenti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2014 comprendono un onere aggiuntivo di DSP 0,1 milioni derivante da una verifica sullo stato di deterioramento delle immobilizzazioni informatiche e di altra natura (2013: DSP 1,3 milioni).

11. Depositi in valuta

I depositi in valuta sono crediti scritturali nei confronti della Banca. Gli strumenti di deposito in valuta sono analizzati nella tabella seguente.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di uno-due giorni		
Medium-Term Instrument (MTI)	57 196,1	50 047,8
MTI riscattabili	2 832,7	1 755,5
Fixed Rate Investment of the BIS (FIXBIS)	43 327,0	41 760,5
	103 355,8	93 563,8
Altri depositi in valuta		
Floating Rate Investment of the BIS (FRIBIS)	58,3	307,3
Depositi a scadenza fissa	57 832,9	59 144,7
Dual Currency Deposit (DCD)	257,3	190,9
Depositi su conti a vista e con termine di preavviso	18 967,9	12 953,6
	77 116,4	72 596,5
Totale depositi in valuta	180 472,2	166 160,3
Di cui:		
classificati al valore equo rilevato a conto economico	161 504,3	153 206,7
classificati fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato	18 967,9	12 953,6

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 2014 e dicembre 2014 (2013: giugno 2013 e marzo 2014). Il totale di bilancio per gli MTI riscattabili comprende il valore equo dell'opzione di tasso di interesse incorporata.

I *Fixed Rate Investment of the BIS (FIXBIS)* sono investimenti a tasso fisso con scadenza minima di una settimana e massima di un anno.

I *Floating Rate Investment of the BIS (FRIBIS)* sono investimenti a tasso variabile con scadenza minima di un anno che prevedono l'adeguamento del tasso in funzione delle 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 una valuta diversa con importo prefissato. Il totale di bilancio per i DCD comprende il valore equo dell'opzione valutaria incorporata. Questi depositi giungono tutti a scadenza nell'aprile o nel maggio 2014 (2013: aprile o maggio 2013).

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 finanziari 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. Per il totale dei depositi in valuta l'importo che la Banca è contrattualmente tenuta a pagare alla scadenza (comprensivo degli interessi maturati al 31 marzo 2014) è pari a DSP 180 373,0 milioni (2013: DSP 165 182,2 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 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 impiegano ipotesi sulla volatilità ricavate dalle quotazioni di mercato.

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 in rassegna questa valutazione non ha evidenziato variazioni tali da produrre un impatto sul valore equo delle passività della Banca.

12. Depositi in oro

I depositi di oro presso la Banca provengono interamente da banche centrali. Essi sono tutti classificati fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

13. Titoli ceduti pronti contro termine

I titoli ceduti pronti contro termine ("PcT passivi") sono contabilizzati come operazioni di deposito garantito mediante le quali la Banca riceve contanti a fronte dell'impegno irrevocabile a restituire la somma ricevuta, comprensiva di interessi, a una determinata data futura. I corrispondenti interessi passivi sono fissati all'inizio dell'operazione. Nell'ambito di queste operazioni, la Banca trasferisce alla controparte il diritto reale sui titoli stanziati in garanzia che la controparte si impegna a restituire al termine dell'operazione. Poiché la Banca conserva la titolarità dei rischi e dei compensi associati alla proprietà dei titoli stanziati in garanzia, questi ultimi continuano a essere contabilizzati come attività nello stato patrimoniale della Banca.

I pronti contro termine passivi (e le relative garanzie stanziata dalla Banca) sono analizzati nella tabella seguente.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Al costo ammortizzato	845,8	-
Al valore equo rilevato a conto economico	323,5	-
Totale titoli ceduti pronti contro termine	1 169,3	-
Transazioni in attesa di regolamento	(249,9)	-
Operazioni pronti contro termine in base alla data di regolamento	919,4	-
Le garanzie reali stanziata nell'ambito di operazioni pronti contro termine comprendono:		
buoni del Tesoro	323,5	-
titoli di Stato	596,3	-
Totale garanzie reali stanziata	919,8	-

Al 31 marzo 2013 la Banca non era parte in alcuna operazione pronti contro termine.

Maggiori informazioni sulle garanzie reali sono contenute alla voce "Attenuazione del rischio di credito" all'interno della sezione "Gestione dei rischi".

14. Partite in corso di pagamento

Le partite in corso di pagamento consistono in transazioni finanziarie in attesa di regolamento a breve termine (in genere, entro un massimo di tre giorni) già poste in essere, ma per le quali non vi è ancora stato trasferimento di contante. Fra di esse figurano gli acquisti di attività e i riacquisti di passività effettuati.

15. Altre passività

Le altre passività della Banca sono le seguenti.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013 rettificato
Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro (nota 20)		
Pensioni dei dipendenti	336,5	392,5
Pensioni dei Consiglieri	8,8	8,9
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	431,4	478,9
Posizioni corte in attività in valuta	–	96,7
Passività verso ex azionisti	0,6	0,6
Altre passività	21,7	21,9
Totale altre passività	799,0	999,5

16. Capitale

Il capitale azionario della Banca si compone di:

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
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: 559 125 azioni	2 795,6	2 795,6
Capitale versato (25%)	698,9	698,9

Il numero di azioni aventi diritto al dividendo è:

Situazione al 31 marzo	2014	2013
Azioni emesse	559 125	559 125
Meno: azioni proprie	(1 000)	(1 000)
Azioni in circolazione aventi diritto al dividendo	558 125	558 125

17. Riserve statutarie

Lo Statuto della BRI dispone che, su proposta del Consiglio di amministrazione e con deliberazione dell'Assemblea generale ordinaria, l'utile netto annuo della Banca sia destinato a tre specifici fondi di riserva: il Fondo di riserva legale, il Fondo di riserva generale e il Fondo speciale di riserva per i dividendi. La parte dell'utile netto rimanente dopo il pagamento dei dividendi è solitamente destinata al Fondo di riserva libero.

Fondo di riserva legale – Questo fondo ha raggiunto il livello massimo di capitalizzazione, pari al 10% del capitale versato della Banca.

Fondo di riserva generale – Una volta eseguito il pagamento del dividendo, l'utile netto residuo deve essere destinato per il 5% al Fondo di riserva generale.

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 Banca vengono attribuiti al Fondo di riserva legale nella misura necessaria a 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.

La tabella seguente riporta le variazioni nelle riserve statutarie della Banca nell'arco degli ultimi due esercizi finanziari.

<i>In milioni di DSP</i>	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero	Totale riserve statutarie
Situazione al 31 marzo 2012	69,8	3 540,4	172,0	9 275,0	13 057,2
Modifica dei criteri contabili applicati alle obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro – esercizi finanziari precedenti il 2011/12	–	–	–	(67,8)	(67,8)
Ripartizione dell'utile 2011/12 – rettificata	–	29,5	6,0	535,9	571,4
Situazione al 31 marzo 2013 – rettificata	69,8	3 569,9	178,0	9 743,1	13 560,8
Ripartizione dell'utile 2012/13 – rettificata	–	36,1	6,0	677,5	719,6
Situazione al 31 marzo 2014	69,8	3 606,0	184,0	10 420,6	14 280,4

Al 31 marzo 2014 le riserve statutarie comprendevano il sovrapprezzo emissione azioni di DSP 1 059,6 milioni (2013: DSP 1 059,6 milioni).

Conformemente all'articolo 51 dello Statuto della Banca, viene proposta all'Assemblea generale ordinaria della Banca la seguente ripartizione dell'utile:

<i>In milioni di DSP</i>	2014
Utile netto dell'esercizio finanziario	419,3
Trasferimento al Fondo di riserva legale	–
Dividendo proposto:	
DSP 215 per azione su 558 125 azioni	(120,0)
Utile disponibile per la ripartizione	299,3
Trasferimenti proposti agli altri fondi di riserva:	
Fondo di riserva generale	(15,0)
Fondo di riserva libero	(284,3)
Utile residuo dopo i trasferimenti ai fondi di riserva	–

18. Azioni proprie

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	2014	2013
Numero di azioni a inizio esercizio	1 000	1 000
Numero di azioni a fine esercizio	1 000	1 000

Le azioni proprie constano di 1 000 titoli dell'emissione albanese sospesi nel 1977.

19. Altri conti di capitale

Gli altri conti di capitale comprendono le disponibilità in oro dei portafogli di investimento e i conti di rivalutazione delle attività in valuta disponibili per la vendita (note 6 e 5), nonché gli utili o le perdite da valutazioni successive delle obbligazioni a prestazione definita (nota 20).

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013 rettificato
Conto rivalutazione titoli	132,4	362,3
Conto rivalutazione oro	2 437,5	3 380,4
Rivalutazione delle obbligazioni a prestazione definita	(238,9)	(422,0)
Totale altri conti di capitale	2 331,0	3 320,7

A. Conto rivalutazione titoli

A questo conto è imputata la differenza tra il valore equo e il costo ammortizzato delle attività in valuta dei portafogli di investimento della Banca disponibili per la vendita. La tabella seguente riporta i movimenti del conto rivalutazione titoli.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Saldo a inizio esercizio	362,3	417,8
Plusvalenze nette su cessioni	(40,5)	(82,7)
Valore equo e altre variazioni	(189,4)	27,2
Variazioni nette di valutazione sui titoli disponibili per la vendita	(229,9)	(55,5)
Saldo a fine esercizio	132,4	362,3

La tabella seguente analizza il saldo del conto rivalutazione titoli riferito ai titoli di Stato e agli altri titoli.

<i>In milioni di DSP</i>	Valore equo delle attività	Costo storico	Conto rivalutazione titoli	Plusvalenze lorde	Minusvalenze lorde
Situazione al 31 marzo 2014	15 649,9	15 517,5	132,4	173,1	(40,7)
Situazione al 31 marzo 2013	13 913,1	13 550,8	362,3	362,3	-

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 era di circa DSP 151 per oncia di fino; tale ammontare derivava 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>	2014	2013
Saldo a inizio esercizio	3 380,4	3 448,2
Plusvalenze nette su cessioni	(91,1)	(29,3)
Movimenti nel prezzo dell'oro	(851,8)	(38,5)
Variazioni nette di valutazione sulle disponibilità in oro dei portafogli di investimento	(942,9)	(67,8)
Saldo a fine esercizio	2 437,5	3 380,4

C. Rivalutazione delle obbligazioni a prestazione definita

Questo conto riporta le plus e minusvalenze dovute alla rivalutazione delle obbligazioni della Banca per prestazioni successive al rapporto di lavoro.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013 rettificato
Saldo a inizio esercizio	(422,0)	(368,1)
Pensioni dei dipendenti	98,5	(25,7)
Pensioni dei Consiglieri	0,5	(0,3)
Assicurazione malattia e infortunio	84,1	(27,9)
Rivalutazione delle obbligazioni a prestazione definita	183,1	(53,9)
Saldo a fine esercizio	(238,9)	(422,0)

La nota 20D fornisce maggiori dettagli sulla rivalutazione delle obbligazioni della Banca per prestazioni successive al rapporto di lavoro.

20. Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro

Con decorrenza dal 1° aprile 2013 la Banca ha modificato i criteri contabili applicati alle obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro, in linea con l'evoluzione degli standard internazionali di rendicontazione finanziaria. I nuovi criteri applicati sono descritti nella sezione 26 dei criteri contabili, mentre la nota 3 fornisce maggiori informazioni sugli effetti della modifica.

La Banca gestisce tre sistemi previdenziali e assistenziali per prestazioni successive al rapporto di lavoro.

1. Un fondo pensionistico a prestazioni definite a favore del personale per le erogazioni a titolo di pensionamento, invalidità o decesso. Nel quadro di questo sistema le prestazioni dipendono dagli anni di partecipazione al sistema stesso e dallo stipendio pensionabile. Esse sono corrisposte a valere su un fondo privo di personalità giuridica distinta da quella della BRI, le cui attività sono amministrare dalla Banca nel solo interesse dei beneficiari presenti e futuri del sistema. Il fondo è alimentato dai contributi della Banca e del suo personale, nonché dai rendimenti delle attività che detiene. 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 a titolo di malattia e infortunio successive al rapporto di lavoro in favore del personale della Banca. I dipendenti che lasciano la Banca dopo aver maturato il diritto alle prestazioni per pensionamento anticipato hanno diritto alle erogazioni a titolo di malattia e infortunio successive al rapporto di lavoro.

Tutti e tre i sistemi operano in franchi svizzeri e sono valutati annualmente da attuari indipendenti. Per l'esercizio finanziario 2014/15 la Banca prevede di versare ai sistemi sopra descritti contributi per DSP 32,3 milioni.

Nel gennaio 2014 il Consiglio di amministrazione ha approvato una serie di modifiche al sistema pensionistico del personale, fra cui la cessazione del diritto a riscattare anni di anzianità contributiva addizionali, un aumento dell'età obbligatoria per il collocamento a riposo, una riduzione delle prestazioni per pensionamento anticipato e la modifica della base di calcolo dello stipendio pensionabile dall'ultimo stipendio allo stipendio medio negli ultimi tre anni di servizio. Alcune di queste modifiche sono entrate in vigore con effetto immediato, altre avranno effetto dal 1° ottobre 2014, data di entrata in vigore del nuovo regolamento del fondo pensione. I calcoli attuariali al 31 marzo 2014 tengono conto del nuovo regolamento nella misura in cui esso incide sui flussi di cassa attesi del sistema pensionistico del personale.

A. Importi iscritti in bilancio

Situazione al 31 marzo	Pensioni dei dipendenti			Pensioni dei Consiglieri			Erogazioni a titolo di malattia e infortunio		
	2014	2013 rettificato	2012 rettificato	2014	2013 rettificato	2012 rettificato	2014	2013 rettificato	2012 rettificato
<i>In milioni di DSP</i>									
Valore attuale dell'obbligazione	(1 398,6)	(1 370,7)	(1 264,5)	(8,8)	(8,9)	(8,6)	(431,4)	(478,9)	(434,3)
Valore equo delle attività del fondo	1 062,1	978,2	929,2	–	–	–	–	–	–
Passivo a fine esercizio	(336,5)	(392,5)	(335,3)	(8,8)	(8,9)	(8,6)	(431,4)	(478,9)	(434,3)

B. Valore attuale delle obbligazioni a prestazione definita

La riconciliazione fra il valore attuale delle obbligazioni 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		
	2014	2013 rettificato	2012 rettificato	2014	2013 rettificato	2012 rettificato	2014	2013 rettificato	2012 rettificato
<i>In milioni di DSP</i>									
Valore attuale delle obbligazioni a inizio esercizio	1 370,7	1 264,5	1 039,1	8,9	8,6	7,2	478,9	434,3	316,7
Contributi dei partecipanti	6,5	6,2	6,0	–	–	–	–	–	–
Prestazioni erogate	(35,8)	(28,5)	(40,0)	(0,5)	(0,5)	(0,4)	(2,9)	(2,7)	(2,6)
Costi di servizio correnti netti	63,6	53,5	45,6	0,5	0,4	0,4	18,2	15,6	11,3
Oneri da interessi sulle obbligazioni al tasso di sconto di apertura	24,1	24,3	29,5	0,1	0,2	0,2	8,5	8,4	9,0
Utili e perdite attuariali derivanti da adeguamenti apportati alla luce dell'esperienza	(21,3)	5,0	5,3	(0,4)	–	–	(41,0)	–	(0,1)
Utili e perdite attuariali derivanti da variazioni delle ipotesi demografiche	5,6	5,1	(15,0)	–	–	–	(26,1)	3,1	22,8
Utili e perdite attuariali derivanti da variazioni delle ipotesi finanziarie	(65,1)	60,8	156,5	(0,3)	0,3	1,0	(24,3)	27,0	66,2
Riduzione dei passati costi di servizio	(7,0)	–	–	–	–	–	–	–	–
Differenze di cambio	57,3	(20,2)	37,5	0,5	(0,1)	0,2	20,1	(6,8)	11,0
Valore attuale delle obbligazioni a fine esercizio	1 398,6	1 370,7	1 264,5	8,8	8,9	8,6	431,4	478,9	434,3

La riduzione di DSP 7,0 milioni dei passati costi di servizio durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2014 è dovuta alle modifiche del sistema pensionistico del personale approvate dal Consiglio di amministrazione nel gennaio 2014.

La tabella seguente presenta la durata media finanziaria ponderata delle obbligazioni per prestazioni definite relative ai tre sistemi di prestazioni successive al rapporto di lavoro gestiti dalla Banca.

Situazione al 31 marzo	Pensioni dei dipendenti			Pensioni dei Consiglieri			Erogazioni a titolo di malattia e infortunio		
	2014	2013	2012	2014	2013	2012	2014	2013	2012
<i>Anni</i>									
Durata media finanziaria ponderata	18,4	18,9	18,5	12,3	12,4	12,2	22,1	24,1	23,7

C. Importi imputati al conto economico

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	Pensioni dei dipendenti			Pensioni dei Consiglieri			Erogazioni a titolo di malattia e infortunio		
	2014	2013 rettificato	2012 rettificato	2014	2013 rettificato	2012 rettificato	2014	2013 rettificato	2012 rettificato
<i>In milioni di DSP</i>									
Costi di servizio correnti netti	63,6	53,5	45,6	0,5	0,4	0,4	18,2	15,6	11,3
Riduzione dei passati costi di servizio	(7,0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Oneri da interessi sulle passività nette	6,7	6,2	4,1	0,1	0,2	0,2	8,5	8,4	9,1
Totale imputato ai costi operativi	63,3	59,7	49,7	0,6	0,6	0,6	26,7	24,0	20,4

D. Rivalutazione delle obbligazioni per prestazioni definite contabilizzata all'interno dell'utile complessivo di altra fonte

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	Pensioni dei dipendenti			Pensioni dei Consiglieri			Erogazioni a titolo di malattia e infortunio		
	2014	2013 rettificato	2012 rettificato	2014	2013 rettificato	2012 rettificato	2014	2013 rettificato	2012 rettificato
<i>In milioni di DSP</i>									
Sovrarendimento delle attività del fondo rispetto al tasso di sconto di apertura	26,9	42,1	(3,1)	-	-	-	-	-	-
Utili e perdite attuariali derivanti da adeguamenti apportati alla luce dell'esperienza	21,3	(5,0)	(5,3)	0,4	-	-	41,0	-	0,1
Utili e perdite attuariali derivanti da variazioni delle ipotesi demografiche	(5,6)	(5,1)	15,0	-	-	-	26,1	(3,1)	(22,8)
Utili e perdite attuariali derivanti da variazioni delle ipotesi finanziarie	65,1	(60,8)	(156,5)	0,3	(0,3)	(1,0)	24,3	(27,0)	(66,2)
Plus/minusvalenze valutarie sulle voci dell'utile complessivo di altra fonte	(9,2)	3,1	(0,5)	(0,2)	-	(0,1)	(7,3)	2,2	(1,4)
Importi imputati all'utile complessivo di altra fonte	98,5	(25,7)	(150,4)	0,5	(0,3)	(1,1)	84,1	(27,9)	(90,3)

E. Analisi della variazione del 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>	2014	2013	2012
Valore equo delle attività del fondo a inizio esercizio	978,2	929,2	881,9
Contributi della Banca	27,8	26,5	25,7
Contributi dei partecipanti	6,5	6,2	6,0
Prestazioni erogate	(35,8)	(28,5)	(40,0)
Reddito da interessi sulle attività del fondo calcolato al tasso di sconto di apertura	17,4	18,0	25,4
Sovrarendimento delle attività del fondo rispetto al tasso di sconto di apertura	26,9	42,1	(3,1)
Differenze di cambio	41,1	(15,3)	33,3
Valore equo delle attività del fondo a fine esercizio	1 062,1	978,2	929,2

F. Composizione e valore equo delle attività del fondo pensione del personale

La tabella seguente analizza la composizione delle attività del fondo pensione del personale e la misura in cui il loro valore equo è stato calcolato utilizzando quotazioni espresse su mercati attivi. Per quotazione si intende un prezzo che sia a un tempo prontamente ricavabile da una borsa valori, un intermediario o una fonte simile e indicativo del prezzo al quale la transazione può essere eseguita. Per mercato attivo si intende un mercato dove è di norma possibile trovare acquirenti e venditori disposti a effettuare una transazione. Il fondo pensione del personale non investe in strumenti finanziari emessi dalla Banca.

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP

	2014			2013		
	Attività quotate in un mercato attivo	Altre attività	Totale	Attività quotate in un mercato attivo	Altre attività	Totale
Contante (compresi conti a margine)	19,5	–	19,5	35,8	–	35,8
Titoli di debito	361,2	–	361,2	304,7	–	304,7
Fondi reddito fisso	124,6	–	124,6	142,3	–	142,3
Fondi azionari	436,4	29,3	465,7	394,8	27,7	422,5
Fondi immobiliari	25,8	8,0	33,8	25,5	–	25,5
Commodity-linked note	–	52,9	52,9	–	47,7	47,7
Strumenti derivati	0,1	4,3	4,4	0,1	(0,4)	(0,3)
Totale	967,6	94,5	1 062,1	903,2	75,0	978,2

G. Principali ipotesi attuariali impiegate nelle presenti situazioni contabili

Situazione al 31 marzo

	2014	2013
Applicabile ai tre sistemi previdenziali e assistenziali		
Tasso di sconto – tasso di mercato di obbligazioni societarie svizzere di prima qualità	2,00%	1,75%
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		
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 a titolo di malattia e infortunio successive al rapporto di lavoro		
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 2014 un tasso ipotizzato di inflazione dell'1,5% (2013: 1,5%).

H. Speranze di vita

Le speranze di vita all'età di 65 anni utilizzate nei calcoli attuariali relativi alle pensioni dei dipendenti sono le seguenti.

Situazione al 31 marzo

<i>Anni</i>	2014	2013
Speranza di vita corrente dei beneficiari di 65 anni di età		
Uomini	19,9	19,7
Donne	22,2	22,1
Proiezione a 10 anni della speranza di vita dei beneficiari di 65 anni di età		
Uomini	20,3	20,2
Donne	22,6	22,5

I. Analisi di sensitività delle ipotesi attuariali rilevanti

In relazione a questi sistemi previdenziali e assistenziali la Banca è esposta a rischi, come il rischio di investimento, il rischio di tasso di interesse, il rischio di cambio, il rischio di longevità e il rischio collegato all'evoluzione degli stipendi.

Il *rischio di investimento* è il rischio che le attività dei fondi non generino i rendimenti attesi.

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 obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro. Un calo dei tassi di interesse accrescerebbe il valore attuale di tali obbligazioni. Nel caso del sistema pensionistico del personale, tale effetto potrebbe tuttavia essere compensato integralmente o parzialmente da un aumento del valore dei titoli fruttiferi di interesse detenuti dal fondo.

Il *rischio di cambio* corrisponde al rischio di movimenti avversi del tasso di cambio tra il franco svizzero, valuta operativa dei sistemi di prestazioni successive al rapporto di lavoro, e il DSP, valuta funzionale della Banca.

Il *rischio di longevità* è il rischio che la longevità effettiva dei beneficiari non corrisponda alle stime attuariali della speranza di vita.

Il *rischio collegato all'evoluzione degli stipendi* è il rischio che aumenti salariali superiori alle attese accrescano il costo dell'erogazione di pensioni rapportate agli stipendi.

La tabella seguente illustra l'aumento stimato delle obbligazioni per prestazioni definite derivante dalla variazione delle ipotesi attuariali fondamentali (cfr. tabelle 20G e 20H).

Situazione al 31 marzo

	Pensioni dei dipendenti	
<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Tasso di sconto – aumento dello 0,5%	(117,5)	(119,3)
Tasso di progressione salariale – aumento dello 0,5%	42,0	41,1
Tasso di progressione della pensione maturata – aumento dello 0,5%	86,7	87,7
Speranza di vita – aumento di 1 anno	51,7	53,5

Situazione al 31 marzo

	Pensioni dei Consiglieri	
<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Tasso di sconto – aumento dello 0,5%	(0,5)	(0,5)
Tasso di progressione della pensione maturata – aumento dello 0,5%	0,5	0,5
Speranza di vita – aumento di 1 anno	0,4	0,4

Situazione al 31 marzo

	Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	
<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Tasso di sconto – aumento dello 0,5%	(43,1)	(52,7)
Tasso di crescita dei costi dell'assistenza sanitaria – aumento dello 0,5%	100,7	124,1
Speranza di vita – aumento di 1 anno	27,2	33,0

Le stime sopra riportate sono ottenute modificando ciascuna ipotesi singolarmente e mantenendo costanti le altre variabili. Esse non tengono conto di eventuali effetti di correlazione fra le variabili.

21. Reddito da interessi

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP

	2014	2013
Attività in valuta disponibili per la vendita		
Titoli acquistati pronti contro termine	0,2	-
Titoli di Stato e altri titoli	181,7	218,6
	181,9	218,6
Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico		
Buoni del Tesoro	97,4	91,4
Titoli acquistati pronti contro termine	64,0	50,7
Prestiti e anticipazioni	125,8	106,0
Titoli di Stato e altri titoli	627,6	738,0
	914,8	986,1
Attività classificate tra finanziamenti e crediti		
Conti a vista e con termine di preavviso	0,5	0,7
Disponibilità in oro dei portafogli bancari	1,0	1,1
	1,5	1,8
Strumenti finanziari derivati riportati al valore equo rilevato a conto economico	501,6	947,5
Totale reddito da interessi	1 599,8	2 154,0

22. Oneri da interessi

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP

	2014	2013
Passività al valore equo rilevato a conto economico		
Depositi in valuta	798,5	1 079,3
Passività classificate fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato		
Depositi su conti a vista e con termine di preavviso	31,0	42,4
Depositi in oro	0,8	0,8
	31,8	43,2
Totale oneri da interessi	830,3	1 122,5

23. Variazioni nette di valutazione

Le variazioni nette di valutazione si riferiscono unicamente agli strumenti finanziari riportati al valore equo rilevato a conto economico. Negli esercizi finanziari chiusi il 31 marzo 2014 e 2013 non si sono verificate perdite su crediti dovute a ristrutturazioni o insolvenze.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico		
Variazioni di valutazione non realizzate su attività in valuta	(384,6)	192,5
Plusvalenze realizzate su attività in valuta	67,3	7,9
	(317,3)	200,4
Passività in valuta al valore equo rilevato a conto economico		
Variazioni di valutazione non realizzate su passività finanziarie	820,8	335,6
Minusvalenze realizzate su passività finanziarie	(369,7)	(126,2)
	451,1	209,4
Variazioni di valutazione su strumenti finanziari derivati	(313,4)	(426,9)
Variazioni nette di valutazione	(179,6)	(17,1)

24. Reddito netto da commissioni e provvigioni

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Proventi per commissioni e provvigioni	14,4	12,8
Oneri per commissioni e provvigioni	(9,4)	(9,7)
Reddito netto da commissioni e provvigioni	5,0	3,1

25. Plus/(minus)valenze valutarie nette

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013 rettificato
Plusvalenze nette su transazioni	1,6	14,3
Plus/(minus)valenze nette da conversione	(34,9)	12,4
Plus/(minus)valenze valutarie nette	(33,3)	26,7

26. Costi operativi

La tabella seguente analizza i costi operativi della Banca in franchi svizzeri (CHF), moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di CHF</i>	2014	2013 rettificato
Consiglio di amministrazione		
Compensi ai Consiglieri	2,1	2,0
Pensioni a ex Consiglieri	0,9	0,9
Trasferte, riunioni esterne del Consiglio e altre spese	1,6	1,5
	4,6	4,4
Direzione e personale		
Stipendi	129,9	132,5
Pensioni	89,0	87,9
Altre spese relative al personale	54,9	52,9
	273,8	273,3
Funzionamento degli uffici e altre spese	82,5	72,5
Spese di amministrazione in milioni di CHF	360,9	350,2
Spese di amministrazione in milioni di DSP	258,6	243,9
Ammortamenti in milioni di DSP	15,3	16,9
Costi operativi in milioni di DSP	273,9	260,8

Durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2014 il numero medio di posizioni equivalenti a tempo pieno era di 566 unità (2013: 576). In aggiunta, al 31 marzo 2014 la Banca impiegava 60 dipendenti (2013: 57) per conto del Financial Stability Board (FSB), dell'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi (IADI) e dell'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS).

La Banca contribuisce direttamente ai costi operativi di questi organismi, ad esempio sotto forma di erogazione di stipendi, prestazioni successive al rapporto di lavoro e altre spese; i relativi importi sono iscritti in bilancio alla voce "Funzionamento degli uffici e altre spese". Inoltre, essa offre loro assistenza in relazione agli aspetti logistici, amministrativi e di personale; i relativi costi sono contabilizzati all'interno delle normali categorie di costo operativo della Banca.

27. Plusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Introiti da cessioni	5 679,4	5 351,0
Costo ammortizzato	(5 638,9)	(5 268,3)
Plusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita	40,5	82,7
Di cui:		
plusvalenze lorde realizzate	55,2	89,3
minusvalenze lorde realizzate	(14,7)	(6,6)

28. Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Introiti da cessioni	110,5	34,1
Costo stimato (nota 19B)	(19,4)	(4,8)
Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento	91,1	29,3

29. Utile unitario e dividendo unitario

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	2014	2013 rettificato
Utile netto per l'esercizio finanziario (in milioni di DSP)	419,3	895,4
Numero medio ponderato di azioni aventi diritto al dividendo	558 125,0	558 125,0
Utile base e utile diluito per azione (DSP per azione)	751,3	1 604,3
Dividendo unitario (DSP per azione)	215,0	315,0

La politica dei dividendi della Banca dispone che il dividendo sia fissato a un livello sostenibile, variabile di anno in anno in maniera prevedibile. Essa stabilisce inoltre che il dividendo rifletta le esigenze patrimoniali della Banca e la sua situazione finanziaria corrente, offrendo nella maggior parte degli anni un rapporto di distribuzione fra il 20 e il 30%.

Il dividendo proposto per il 2014 corrisponde a un rapporto di distribuzione del 29% dell'utile netto (2013: 20%).

30. Cassa ed equivalenti di cassa

La cassa e gli equivalenti di cassa comprendono:

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Cassa e conti a vista presso banche	11 211,5	6 884,1
Conti con termine di preavviso	333,0	341,5
Totale cassa ed equivalenti di cassa	11 544,5	7 225,6

31. Imposte e tasse

Lo speciale status giuridico della Banca in Svizzera è stabilito anzitutto dall'Accordo di sede con il Consiglio federale svizzero. Ai sensi di tale Accordo, la Banca è esentata 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.

32. Tassi di cambio

La tabella seguente riporta i tassi e i prezzi principali usati per la conversione in DSP dei conti in valute e in oro.

	Tasso a pronti al 31 marzo		Tasso medio per l'esercizio finanziario chiuso nel	
	2014	2013	2014	2013
USD	0,647	0,667	0,656	0,655
EUR	0,892	0,855	0,879	0,844
JPY	0,00629	0,00709	0,00655	0,00792
GBP	1,079	1,012	1,043	1,035
CHF	0,732	0,703	0,715	0,697
Oro (in once)	833,3	1 064,3	871,0	1 083,2

33. Partite fuori bilancio

Le seguenti partite non sono incluse nel bilancio della Banca.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Oro in barre tenuto in custodia (earmarked)	10 417,4	11 081,2
Valore nominale dei titoli detenuti nell'ambito di:		
contratti di custodia	5 295,9	6 590,8
contratti di pegno	34,8	35,8
Valore netto di inventario dei mandati di gestione di portafoglio		
BISIP	9 162,4	8 569,8
Mandati specifici	2 969,3	3 765,9
Totale	27 879,8	30 043,5

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 2014 esso ammontava a 389 tonnellate di fino (2013: 324 tonnellate).

I mandati di gestione di portafoglio comprendono i BIS Investment Pool (BISIP), ossia strumenti di investimento collettivo destinati alle banche centrali, e i mandati specifici di gestione concordati con singole banche centrali clienti.

I BISIP sono una serie di fondi di investimento aperti, creati dalla Banca e gestiti per il tramite di entità prive di personalità giuridica distinta da quella della Banca. Le attività dei BISIP sono detenute nel nome della BRI, ma i loro benefici economici spettano alla clientela di banche centrali. Si considera che la Banca intrattenga una relazione di agenzia con i BISIP; le attività collegate non sono iscritte nel bilancio della Banca. La Banca non investe per proprio conto nei BISIP.

I mandati specifici di gestione sono portafogli di attività gestiti dalla Banca conformemente alle istruzioni di investimento definite dalla clientela. La Banca non è esposta ai rischi o ai rendimenti che comportano queste attività, le quali sono detenute a beneficio esclusivo della clientela di banche centrali. Le attività non sono incluse nel bilancio della Banca.

Relativamente sia ai BISIP sia ai mandati specifici, la Banca è remunerata mediante una commissione di gestione contabilizzata all'interno del reddito netto da commissioni nel conto economico.

Oltre alle partite fuori bilancio sopraelencate, la Banca gestisce per conto della clientela portafogli di depositi in valuta. Al 31 marzo 2014 essi ammontavano a DSP 8 560,9 milioni (2013: DSP 6 532,6 milioni). Gli investimenti di questi portafogli sono passività della Banca, iscritte in bilancio alla voce "Depositi in valuta".

34. Impegni

La Banca fornisce alla clientela aperture di credito standby irrevocabili garantite e non garantite. Al 31 marzo 2014 gli impegni di questo tipo in essere erano pari a DSP 2 922,9 milioni (2013: DSP 3 053,8 milioni), di cui DSP 194,1 milioni non assistiti da garanzia (2013: DSP 200,1 milioni).

La Banca si impegna a sostenere il funzionamento del Financial Stability Board (FSB), dell'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi (IADI) e dell'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS) e con ognuno di questi organismi ha stipulato un accordo distinto che specifica i termini di tale sostegno e impegno. La Banca è giuridicamente il datore di lavoro del personale della IADI e della IAIS; i costi ordinari periodici per il personale di questi organismi sono sostenuti dagli organismi stessi. L'impegno della BRI a favore della IADI e della IAIS è l'oggetto di una delibera finanziaria annuale del Consiglio di amministrazione.

Il 28 gennaio 2013 la BRI e l'FSB hanno stipulato un accordo della durata iniziale di cinque anni che disciplina l'assistenza fornita dalla Banca all'FSB. Ai sensi di tale accordo, la BRI è giuridicamente il datore di lavoro del personale dell'FSB. La Banca versa un contributo a copertura dei costi del personale dell'FSB e fornisce a quest'ultimo uffici, infrastruttura amministrativa e attrezzature.

35. Gerarchia del valore equo

La Banca classifica le stime del valore equo degli strumenti finanziari secondo una gerarchia che riflette la rilevanza dei dati di input utilizzati nell'effettuare la valutazione. La classificazione di ciascuna stima è determinata in base ai dati di livello più basso rilevanti per il calcolo del valore equo nella sua interezza. La gerarchia del valore equo adottata dalla Banca fa riferimento ai seguenti livelli:

1° livello – Strumenti valutati utilizzando quotazioni non rettificata espresse su mercati attivi per strumenti finanziari identici;

2° livello – Strumenti valutati utilizzando tecniche di valutazione basate su dati di input osservabili per lo strumento finanziario sia direttamente (come nel caso dei prezzi), sia indirettamente (ad esempio ricavati dai prezzi di strumenti finanziari simili). Questi comprendono i valori osservabili di tassi di interesse, spread e volatilità;

3° livello – Strumenti valutati utilizzando tecniche di valutazione basate su dati di input non osservabili nei mercati finanziari.

A. Attività e passività classificate in base alla gerarchia del valore equo

Al 31 marzo 2014 e 2013 la Banca non deteneva alcuno strumento finanziario classificato al 3° livello.

Situazione al 31 marzo 2014

<i>In milioni di DSP</i>	1° livello	2° livello	Totale
Attività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico			
Buoni del Tesoro	40 162,5	4 368,3	44 530,8
Titoli acquistati pronti contro termine	–	49 708,6	49 708,6
Prestiti a scadenza fissa	–	19 267,3	19 267,3
Titoli di Stato e altri titoli	38 207,1	17 029,9	55 237,0
Strumenti finanziari derivati	1,0	3 001,2	3 002,2
Attività finanziarie classificate come disponibili per la vendita			
Titoli di Stato e altri titoli	14 730,2	73,9	14 804,1
Titoli acquistati pronti contro termine	–	845,8	845,8
Totale attività finanziarie contabilizzate al valore equo	93 100,8	94 295,0	187 395,8
Passività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico			
Depositi in valuta	–	(161 504,3)	(161 504,3)
Titoli ceduti pronti contro termine	–	(323,5)	(323,5)
Strumenti finanziari derivati	(0,7)	(2 632,2)	(2 632,9)
Totale passività finanziarie contabilizzate al valore equo	(0,7)	(164 460,0)	(164 460,7)

Situazione al 31 marzo 2013

<i>In milioni di DSP</i>	1° livello	2° livello	Totale
Attività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico			
Buoni del Tesoro	44 256,4	2 437,7	46 694,1
Titoli acquistati pronti contro termine	–	28 469,5	28 469,5
Prestiti a scadenza fissa	–	19 335,3	19 335,3
Titoli di Stato e altri titoli	32 387,5	16 342,6	48 730,1
Strumenti finanziari derivati	0,7	5 855,0	5 855,7
Attività finanziarie classificate come disponibili per la vendita			
Titoli di Stato e altri titoli	13 907,2	6,0	13 913,2
Totale attività finanziarie contabilizzate al valore equo			
	90 551,8	72 446,1	162 997,9
Passività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico			
Depositi in valuta	–	(153 206,7)	(153 206,7)
Strumenti finanziari derivati	(0,2)	(3 402,1)	(3 402,3)
Altre passività (posizioni corte in attività in valuta)	–	(96,7)	(96,7)
Totale passività finanziarie contabilizzate al valore equo			
	(0,2)	(156 705,5)	(156 705,7)

La Banca ritiene che la migliore rappresentazione del valore equo sia data dalle quotazioni pubbliche dei prezzi in mercati attivi. Gli strumenti finanziari valutati utilizzando le quotazioni espresse in mercati attivi sono classificati al 1° livello.

Qualora non esistano quotazioni affidabili di questo tipo, la Banca determina il valore equo dei singoli strumenti finanziari in base a tecniche di valutazione standard di mercato che comportano l'impiego di modelli di discounted cash flow o di altri metodi comunemente utilizzati nel mercato. In caso di ricorso a modelli finanziari, la Banca cerca di impiegare quanto più possibile input di mercato osservabili. Gli strumenti finanziari valutati in questo modo sono classificati al 2° livello.

B. Trasferimenti di livello all'interno della gerarchia del valore equo

Delle attività classificate al 1° livello al 31 marzo 2014, DSP 2 359,3 milioni si riferivano ad attività già detenute al 31 marzo 2013 e valutate in quella data al 2° livello. Delle attività classificate al 2° livello al 31 marzo 2014, DSP 3 068,3 milioni si riferivano ad attività già detenute al 31 marzo 2013 e valutate a quella data al 1° livello. Durante il trascorso esercizio finanziario non sono avvenuti trasferimenti di attività da o verso il 3° livello. I trasferimenti di attività fra il 1° e il 2° livello riflettevano specifiche condizioni di mercato presenti alle date di segnalazione, che influivano sull'osservabilità dei prezzi di mercato definiti in precedenza. Non è avvenuto alcun trasferimento di passività fra i livelli gerarchici del valore equo.

C. Attività e passività valutate al valore equo di 3° livello

Nel corso dell'esercizio finanziario 2013/14 la Banca non deteneva attività classificate al 3° livello della gerarchia del valore equo. All'inizio dell'esercizio finanziario precedente, il 31 marzo 2012, la Banca presentava un saldo di DSP 8,3 milioni di obbligazioni illiquide, valutate in base alla stima degli spread creditizi. Un aumento di tale stima avrebbe comportato al 31 marzo 2012 un calo del valore equo.

D. Strumenti finanziari non valutati al valore equo

La Banca contabilizza alcuni strumenti finanziari al costo ammortizzato. Si tratta delle attività finanziarie delle voci "Cassa e conti a vista", "Oro e prestiti in oro" e "Conti con termine di preavviso", nonché delle passività finanziarie delle voci "Depositi in oro", "Depositi su conti a vista e con termine di preavviso" e "Titoli ceduti pronti contro termine" associati alle attività in valuta disponibili per la vendita. Qualora tali strumenti fossero inclusi nella gerarchia del valore equo, la valutazione dei "Prestiti in oro" e dei "Titoli ceduti pronti contro termine" avverrebbe al 2° livello, mentre quella di tutti gli altri strumenti finanziari al costo ammortizzato avverrebbe al 1° livello.

Applicando agli strumenti finanziari al costo ammortizzato le stesse tecniche di valutazione utilizzate per gli strumenti finanziari valutati al valore equo, la Banca stima che il loro valore equo sarebbe sostanzialmente pari al valore contabile corrente riportato nelle presenti situazioni contabili con riferimento sia al 31 marzo 2014 sia al 31 marzo 2013.

36. 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 2014

<i>Quote percentuali</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
Attività					
Prestiti in oro	–	–	–	–	0,89
Buoni del Tesoro	0,11	0,23	–	0,04	1,90
Titoli acquistati pronti contro termine	0,04	0,14	0,37	0,01	–
Conti a vista, prestiti e anticipazioni	0,19	0,39	0,47	0,02	0,92
Titoli di Stato e altri titoli	0,94	1,47	1,50	0,13	3,33
Passività					
Depositi in valuta	0,30	0,53	0,69	0,01	1,58
Titoli ceduti pronti contro termine	(0,04)	0,01	–	–	–
Depositi in oro	–	–	–	–	0,75

Situazione al 31 marzo 2013

<i>Quote percentuali</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
Attività					
Prestiti in oro	–	–	–	–	0,86
Buoni del Tesoro	0,15	0,03	–	0,07	1,48
Titoli acquistati pronti contro termine	0,14	0,01	0,36	0,01	–
Conti a vista, prestiti e anticipazioni	0,23	0,07	0,45	0,10	0,78
Titoli di Stato e altri titoli	1,08	1,79	1,66	0,22	3,58
Passività					
Depositi in valuta	0,51	0,72	0,60	0,02	1,31
Depositi in oro	–	–	–	–	0,72
Posizioni corte in attività in valuta	3,44	–	–	–	–

37. Analisi geografica

A. Passività totali

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013 rettificato
Africa ed Europa	63 200,4	59 108,9
Asia-Pacifico	95 746,5	86 965,2
Americhe	31 602,1	33 208,0
Organizzazioni internazionali	14 233,4	14 196,2
Totale	204 782,4	193 478,3

B. Partite fuori bilancio

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Africa ed Europa	7 727,1	8 076,3
Asia-Pacifico	15 221,9	16 158,0
Americhe	4 930,8	5 809,2
Totale	27 879,8	30 043,5

La nota 33 illustra in maggior dettaglio le partite fuori bilancio della Banca. Un'analisi geografica delle attività della Banca è fornita nella sezione "Gestione dei rischi" (nota 3B).

C. Impegni di credito

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Africa ed Europa	267,5	256,6
Asia-Pacifico	2 655,4	2 797,2
Totale	2 922,9	3 053,8

La nota 34 illustra in maggior dettaglio gli impegni di credito della BRI.

38. Soggetti collegati

La Banca considera come soggetti collegati:

- i membri del Consiglio di amministrazione;
- i membri dell'alta Direzione della BRI;
- i familiari stretti delle persone suddette;
- 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.

I membri del Consiglio di amministrazione e dell'alta Direzione della Banca sono elencati rispettivamente nelle sezioni "Consiglio di amministrazione" e "Direzione" della presente Relazione annuale. La nota 20 fornisce dettagli in merito ai sistemi di prestazioni successive al rapporto di lavoro della BRI.

A. Persone fisiche collegate

Gli emolumenti complessivamente corrisposti ai membri del Consiglio di amministrazione e 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>	2014	2013
Stipendi, indennità e copertura sanitaria	7,7	7,8
Erogazioni successive al rapporto di lavoro	2,0	2,1
Emolumenti totali	9,7	9,9
Equivalente in DSP	6,9	6,9

Nella nota 26 sono contenuti ragguagli in merito agli emolumenti complessivamente erogati ai membri del Consiglio di amministrazione.

La Banca offre a tutti i membri del personale e della Direzione conti personali di deposito. Essi sono fruttiferi di interesse al tasso determinato dalla BRI in base a quello corrisposto dalla Banca nazionale svizzera sui conti intestati ai suoi dipendenti. Le movimentazioni e il saldo complessivo dei conti personali di deposito accesi 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>	2014	2013
Saldo a inizio esercizio	27,2	24,1
Depositi passivi inclusi gli interessi maturati (al netto della ritenuta alla fonte)	5,5	4,2
Prelevi	(14,4)	(1,1)
Saldo a fine esercizio	18,3	27,2
Equivalente in DSP	13,4	19,1
Interessi corrisposti sui depositi in milioni di CHF	0,3	0,4
Equivalente in DSP	0,2	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 o prelievi, 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 2014 il saldo complessivo di tali conti vincolati era pari a DSP 17,0 milioni (2013: DSP 18,6 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, nell'ambito della sua normale 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 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>	2014	2013
Saldo a inizio esercizio	36 727,9	49 428,8
Depositi passivi	146 205,7	118 064,6
Depositi in scadenza, rimborsi e variazioni del valore equo	(123 938,5)	(126 159,1)
Movimenti netti sui conti con termine di preavviso	6 421,9	(4 606,4)
Saldo a fine esercizio	65 417,0	36 727,9
Quota percentuale sui depositi complessivi in valuta a fine esercizio	36,2%	22,1%

Depositi passivi in oro da parte di banche centrali collegate e istituzioni connesse

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Saldo a inizio esercizio	10 849,7	13 767,1
Movimenti netti sui conti a vista in oro	(3 662,7)	(2 917,4)
Saldo a fine esercizio	7 187,0	10 849,7
Quota percentuale sui depositi complessivi in oro a fine esercizio	63,6%	61,7%

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>	2014	2013
Saldo a inizio esercizio	3 994,3	5 760,6
Depositi attivi garantiti	1 038 178,0	1 378 767,4
Partite in scadenza e variazioni del valore equo	(1 040 814,6)	(1 380 533,7)
Saldo a fine esercizio	1 357,7	3 994,3
Quota percentuale sul totale dei titoli acquistati pronti contro termine a fine esercizio	2,7%	14,0%

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 2014 era pari a DSP 18 430,1 milioni (2013: DSP 18 843,4 milioni).

Altri conti e transazioni 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 2014 ammontavano a DSP 11 202,1 milioni (2013: DSP 6 858,1 milioni). Alla stessa data l'oro detenuto su conti a vista presso banche centrali collegate e istituzioni connesse era pari a DSP 20 292,9 milioni (2013: DSP 35 074,5 milioni).

Durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2014 la Banca ha acquistato DSP 361,2 milioni di titoli emessi da banche centrali collegate e istituzioni connesse (2013: DSP 22,4 milioni). Di questi titoli, un totale di DSP 171,2 milioni è giunto a scadenza o è stato venduto durante l'esercizio finanziario (2013: DSP 1 109,0 milioni). Al 31 marzo 2014 la Banca deteneva titoli di parti collegate per DSP 271,2 milioni (2013: DSP 81,2 milioni).

Nel corso dell'esercizio finanziario la Banca ha inoltre acquistato da banche centrali collegate e istituzioni connesse DSP 1 688,6 milioni di titoli emessi da terzi, che sono stati in seguito integralmente ceduti prima della chiusura dell'esercizio (2013: DSP 7 061,0 milioni).

La Banca fornisce alla clientela aperture di credito standby irrevocabili. Al 31 marzo 2014 gli impegni di questo tipo in essere erano pari a DSP 271,1 milioni (2013: DSP 285,7 milioni).

39. Passività eventuali

A giudizio della Direzione, al 31 marzo 2014 la Banca non presentava passività eventuali significative.

Adeguatezza patrimoniale

1. Quadro di riferimento per l'adeguatezza patrimoniale

Essendo un'istituzione finanziaria internazionale sorvegliata da un Consiglio di amministrazione composto dai Governatori di importanti banche centrali e, per questa sua natura, non essendo soggetta alla vigilanza di alcuna autorità nazionale, la Banca si impegna a mantenere un elevatissimo merito di credito e una solidità finanziaria di prim'ordine, specie in situazioni di tensione finanziaria. A tale scopo la Banca valuta continuamente la propria adeguatezza patrimoniale sulla scorta di un processo annuale di pianificazione patrimoniale incentrato su due elementi: il capitale economico e la leva finanziaria.

La Banca pubblica informazioni sulla sua esposizione ai rischi di credito, di mercato, operativo e di liquidità sulla base della valutazione da essa effettuata della propria adeguatezza patrimoniale.

Per agevolare il confronto, lo schema di gestione dei rischi adottato dalla BRI è conforme alla versione rivista del documento *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali* (Basilea 2), pubblicata dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nel giugno 2006. Tale schema prevede la divulgazione di un coefficiente patrimoniale relativo al patrimonio di base o Tier 1 (primo pilastro), delle attività ponderate per il rischio e di altre informazioni più dettagliate. La Banca mantiene una dotazione patrimoniale sostanzialmente più elevata di quella minima regolamentare al fine di garantire il proprio elevatissimo merito di credito.

2. Capitale economico

La metodologia della Banca per il capitale economico mette in relazione la sua capacità di assumere rischi con l'ammontare di capitale economico necessario ad assorbire eventuali perdite sulle esposizioni al rischio. Per capacità di assumere rischi si intende il capitale economico disponibile stimato sulla base di una valutazione prudente delle componenti del patrimonio netto della Banca, presentate nella tabella seguente.

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2014	2013 rettificato
Capitale azionario	698,9	698,9
Riserve statutarie come da bilancio	14 280,4	13 560,8
Meno: azioni proprie	(1,7)	(1,7)
Capitale azionario e riserve	14 977,6	14 258,0
Conto rivalutazione titoli	132,4	362,3
Conto rivalutazione oro	2 437,5	3 380,4
Rivalutazione delle obbligazioni a prestazione definita	(238,9)	(422,0)
Altri conti di capitale	2 331,0	3 320,7
Conto economico	419,3	895,4
Totale patrimonio netto	17 727,9	18 474,1

Il capitale economico disponibile è determinato sulla base di una valutazione prudente delle componenti del patrimonio netto della Banca volta a stabilirne la capacità di assorbimento delle perdite e la sostenibilità. Le componenti del patrimonio netto aventi una capacità a lungo termine di assorbimento delle perdite sono il patrimonio di base (Tier 1) della Banca e la porzione sostenibile delle riserve di rivalutazione oro e titoli ("patrimonio supplementare sostenibile"). Solo questo "capitale disponibile" è allocabile alle varie categorie di rischio. La porzione di riserve di rivalutazione che si considera avere natura più transitoria è assegnata al "filtro patrimoniale", unitamente all'utile conseguito durante l'esercizio finanziario.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013 rettificato
Capitale azionario e riserve	14 977,6	14 258,0
Rivalutazione delle obbligazioni a prestazione definita	(238,9)	(422,0)
Patrimonio di base (Tier 1)	14 738,7	13 836,0
Patrimonio supplementare sostenibile	1 661,3	2 164,0
Capitale disponibile	16 400,0	16 000,0
Filtro patrimoniale	1 327,9	2 474,1
Totale patrimonio netto	17 727,9	18 474,1

Nel quadro del processo annuale di pianificazione patrimoniale la Direzione alloca il capitale economico alle varie categorie di rischio nei limiti del capitale disponibile. In primo luogo viene allocata una parte del capitale alla "riserva precauzionale di capitale economico", che fornisce un margine di sicurezza aggiuntiva ed è sufficiente ad assorbire una perdita ingente senza dover ridurre il capitale allocato alle singole categorie di rischio o liquidare attività. Il livello della riserva precauzionale di capitale economico si basa su prove di stress che considerano eventi di default estremi ma comunque plausibili. In secondo luogo viene allocato capitale a ciascuna categoria di rischio finanziario (ossia rischi di credito, di mercato e "altri rischi"), nonché al rischio operativo. Gli "altri rischi" corrispondono ai rischi individuati, ma non considerati nei calcoli relativi all'utilizzo del capitale economico, e comprendono il rischio di modello e il rischio di base residuale. I modelli del capitale economico della Banca misurano il capitale economico con un livello di confidenza del 99,995% e ipotizzando un orizzonte temporale di un anno, fatta eccezione per il rischio di regolamento (compreso nel calcolo del capitale economico a fronte del rischio di credito) e le altre tipologie di rischio. La porzione di capitale economico destinata al rischio di regolamento e agli altri rischi è determinata sulla base di una valutazione condotta dalla Direzione.

La tabella seguente presenta una sintesi del capitale economico allocato e assorbito dai rischi di credito, di mercato, operativo e dalle altre tipologie di rischio.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014		2013	
	Allocato	Assorbito	Allocato	Assorbito
Rischio di insolvenza e rischio di trasferimento valutario	8 200,0	7 474,1	7 800,0	5 983,6
Rischio di regolamento in cambi	300,0	300,0	300,0	300,0
Rischio di credito	8 500,0	7 774,1	8 100,0	6 283,6
Rischi di mercato	4 100,0	2 178,4	4 600,0	2 308,6
Rischio operativo	1 200,0	1 200,0	700,0	700,0
Altri rischi	300,0	300,0	300,0	300,0
Riserva precauzionale di capitale economico	2 300,0	2 300,0	2 300,0	2 300,0
Totale capitale economico	16 400,0	13 752,5	16 000,0	11 892,2

Il quadro di riferimento adottato dalla Banca per il capitale economico viene rivisto e calibrato periodicamente. L'aumento del capitale economico assorbito dal rischio di credito e dal rischio operativo dal 31 marzo 2013 è dovuto in parte a una revisione delle corrispondenti metodologie e parametrizzazioni durante il periodo di segnalazione. Il livello relativamente basso di capitale economico assorbito dai rischi di mercato è riconducibile in ampia misura alla volatilità eccezionalmente contenuta dei principali fattori di rischio di mercato durante il periodo in rassegna.

3. Leva finanziaria

La Banca affianca alla valutazione dell'adeguatezza patrimoniale una gestione prudente della leva finanziaria. Essa monitora il proprio grado di leva finanziaria utilizzando un indice che rapporta il patrimonio di base (Tier 1) della Banca al totale delle sue attività di bilancio. Pertanto, le operazioni in derivati e i contratti pronti contro termine attivi e passivi rientrano nel calcolo della leva finanziaria su base lorda, conformemente con i criteri contabili utilizzati dalla Banca.

La tabella seguente illustra il calcolo dell'indice di leva finanziaria della Banca.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013 rettificato
Patrimonio di base (A)	14 738,7	13 836,0
Totale attività di bilancio (B)	222 510,3	211 952,4
Indice di leva finanziaria (A)/(B)	6,6%	6,5%

La tabella seguente presenta una sintesi dell'andamento dell'indice di leva finanziaria durante gli ultimi due esercizi finanziari.

Per l'esercizio finanziario	2014				2013 rettificato			
	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo
Indice di leva finanziaria	6,8%	7,5%	6,0%	6,6%	6,3%	6,9%	5,3%	6,5%

4. Attività ponderate per il rischio e coefficienti patrimoniali minimi ai sensi dello schema Basilea 2

Lo schema Basilea 2 contempla 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 tipi di esposizioni e di metodologie pertinenti, 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		2014			2013		
	Metodologia impiegata	Ammontare dell'esposizione	Attività ponderate per il rischio (A)	Coefficiente minimo (B)	Ammontare dell'esposizione	Attività ponderate per il rischio (A)	Coefficiente minimo (B)
<i>In milioni di DSP</i>							
Rischio di credito							
Esposizioni verso soggetti sovrani, banche e imprese	Metodo avanzato del sistema basato sui rating interni, dove (B) è pari ad (A) x 8%	144 885,9	10 152,5	812,2	131 684,4	8 934,3	714,7
Esposizioni collegate a cartolarizzazioni, portafogli gestiti esternamente e altre attività	Metodo standardizzato, dove (B) è pari ad (A) x 8%	1 078,6	386,2	30,9	1 823,5	1 142,6	91,4
Rischi di mercato							
Esposizioni al rischio di cambio e al rischio di prezzo dell'oro	Metodo dei modelli interni, dove (A) è pari a (B)/8%	–	11 244,9	899,6	–	11 748,1	939,8
Rischio operativo							
	Metodo avanzato di misurazione, dove (A) è pari a (B)/8%	–	10 154,1	812,3	–	4 612,5	369,0
Totale			31 937,7	2 555,0		26 437,5	2 114,9

Relativamente al rischio di credito la Banca ha adottato il metodo avanzato del sistema basato sui rating interni per la maggior 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 da Basilea 2, utilizzando le stime interne della Banca per quanto riguarda i parametri principali. Per le esposizioni collegate a cartolarizzazioni, portafogli gestiti esternamente e altre attività pertinenti la Banca ha optato per il metodo standardizzato. In questo caso, i coefficienti sono stabiliti in base al tipo di 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).

Maggiori dettagli sulle ipotesi sottostanti questi calcoli sono forniti nelle sezioni sui rischi di credito, di mercato e operativo.

5. 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 di Basilea 2.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013 rettificato
Capitale azionario e riserve	14 977,6	14 258,0
Perdite rivenienti dalla rivalutazione delle obbligazioni a prestazione definita	(238,9)	(422,0)
Patrimonio di base (Tier 1)	14 738,7	13 836,0
Perdite attese	(19,9)	(20,8)
Patrimonio di base al netto delle perdite attese (A)	14 718,8	13 815,2
Totale attività ponderate per il rischio (B)	31 937,7	26 437,5
Quoziente del patrimonio di base (A)/(B)	46,1%	52,3%

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 degli eventuali accantonamenti per riduzioni durevoli di valore riportati nelle situazioni contabili della Banca. Al 31 marzo 2014 non risultava alcuna riduzione durevole di valore su attività finanziarie (2013: zero). Conformemente con le disposizioni di Basilea 2, le perdite attese vengono raffrontate con gli accantonamenti per riduzioni durevoli di valore, e le eventuali carenze accertate sono portate in deduzione dal patrimonio di base della Banca.

La Banca si impegna a mantenere un elevatissimo merito di credito e una solidità finanziaria di prim'ordine, specie in situazioni di tensione finanziaria. Ciò trova riflesso nella valutazione da essa effettuata della propria adeguatezza patrimoniale. La Banca conserva pertanto una dotazione patrimoniale sostanzialmente più elevata di quella minima richiesta nell'ambito di 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 controllati, e siano oggetto di monitoraggio e segnalazioni.

2. Approccio e organizzazione della gestione dei rischi

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 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 valuta 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.

L'unità Finanze e il Servizio giuridico completano l'organizzazione della gestione dei rischi della Banca. L'unità Finanze ha una funzione indipendente di controllo in materia di valutazioni, predispone le situazioni contabili della Banca e controlla le spese formulando il bilancio preventivo annuale 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. L'unità Finanze riferisce al Condirettore generale e 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 al Direttore generale e al Condirettore generale, nonché al Comitato di revisione.

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 mensile e trimestrale 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. Il Comitato per le operazioni bancarie e la gestione dei rischi, altro comitato consultivo del Consiglio di amministrazione, riceve rapporti periodici dall'unità Controllo rischi. La predisposizione di questi rapporti è disciplinata da direttive e procedure dettagliate che garantiscono controlli rigorosi.

C. Metodologie applicate al rischio

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 fine di valutare gli strumenti finanziari e misurare il rischio per l'utile netto e il capitale, impiega una vasta gamma di metodologie quantitative. 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, le responsabilità e i processi 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. 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. Essi possono sottostimare le perdite potenziali nel caso in cui le variazioni nei fattori di rischio si discostino dalle ipotesi di distribuzione. I dati sul VaR non forniscono informazioni sulle perdite che potrebbero verificarsi al di là del livello di confidenza ipotizzato.

Il capitale economico della Banca copre i rischi di credito, di mercato, operativo e le altre tipologie di rischio. Nel quadro del processo annuale di pianificazione patrimoniale la Banca alloca il capitale economico alle predette categorie di rischio in linea con i principi fissati dal Consiglio di amministrazione e tenendo conto della strategia aziendale. I modelli della Banca misurano il capitale economico con un intervallo di confidenza del 99,995% ipotizzando un periodo di detenzione di un anno. È inoltre accantonato un importo addizionale di capitale economico a fronte di "altri rischi", determinato in base alla valutazione formulata dalla Direzione in merito ai rischi che non sono considerati in sede di computo del capitale. In aggiunta, una parte di capitale viene destinata a una "riserva precauzionale di capitale economico" basata su prove di stress che considerano eventi di default estremi ma plausibili. La riserva precauzionale di capitale economico fornisce un margine di sicurezza ulteriore per poter sostenere eventuali perdite ingenti senza dover ridurre il capitale assorbito dalle singole categorie di rischio o liquidare attività.

La gestione dell'adeguatezza patrimoniale della Banca è integrata da un sistema esauriente di prove di stress e dalla determinazione prudente del grado di leva finanziaria. Il sistema di prove di stress completa la valutazione dei rischi della Banca, compreso 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 sensibilità di variazioni estreme ma comunque plausibili dei principali fattori di rischio individuati. La Banca effettua altresì prove di stress relativamente al rischio di liquidità. Per quanto riguarda la leva finanziaria, il sistema della Banca fa riferimento al rapporto fra patrimonio di base (Tier 1) e attività totali in bilancio.

3. Rischio di credito

Il rischio di credito deriva dalla possibilità che una controparte non adempia i propri obblighi secondo quanto pattuito contrattualmente. Un'attività finanziaria è da considerarsi scaduta allorché la controparte non adempie le proprie obbligazioni di pagamento alla scadenza pattuita.

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 monitorato in via continuativa a livello sia di controparte sia aggregato. Nell'ambito della funzione indipendente di controllo dei rischi, le valutazioni delle esposizioni creditizie 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, nonché 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 insolvenza e di trasferimento, è misurato, monitorato e controllato 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'allocatione a tale categoria di rischio di un determinato ammontare di capitale economico.

B. Rischio di insolvenza

Le tabelle seguenti presentano l'esposizione della Banca al rischio di insolvenza senza tenere conto di eventuali garanzie reali o di altre forme di supporto al credito (credit enhancement) a disposizione della Banca. Il rischio di credito è ulteriormente 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.

Le esposizioni presentate in queste tabelle si basano sul valore contabile corrente delle attività in bilancio ripartite per settore, area geografica e qualità creditizia. 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. L'oro e i prestiti in oro non comprendono l'oro in barre tenuto 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.

La stragrande maggioranza delle attività della Banca è investita in titoli emessi da amministrazioni pubbliche 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.

Alla data di chiusura di ciascun esercizio finanziario la Banca effettua una verifica delle attività finanziarie in bilancio volta a individuare eventuali perdite di valore. Al 31 marzo 2014 tale verifica non aveva fatto emergere alcuna riduzione durevole di valore (31 marzo 2013: zero). Alla stessa data non vi erano inoltre attività finanziarie considerate scadute (31 marzo 2013: zero). Per l'esercizio finanziario in rassegna non è stata riconosciuta alcuna perdita su crediti.

Rischio di insolvenza per categoria di attività e di emittenti

Le tabelle seguenti presentano l'esposizione della Banca al rischio di insolvenza per categoria di attività e di emittenti, senza tenere conto di eventuali garanzie reali o di altre forme di supporto al credito (credit enhancement) a disposizione della Banca. Il "Settore pubblico" comprende le organizzazioni internazionali e altre istituzioni del settore pubblico.

Situazione al 31 marzo 2014

<i>In milioni di DSP</i>	Soggetti sovrani e banche centrali	Settore pubblico	Banche	Imprese	Cartolarizzazioni	Totale
In bilancio						
Cassa e conti a vista presso banche	11 206,0	–	5,5	–	–	11 211,5
Oro e prestiti in oro	–	–	236,8	–	–	236,8
Buoni del Tesoro	43 982,9	547,9	–	–	–	44 530,8
Titoli acquistati pronti contro termine	1 357,7	–	47 347,0	1 849,7	–	50 554,4
Prestiti e anticipazioni	647,1	493,9	18 459,3	–	–	19 600,3
Titoli di Stato e altri titoli	43 835,2	12 606,5	5 608,8	7 053,1	937,5	70 041,1
Strumenti derivati	13,7	43,3	2 944,5	0,7	–	3 002,2
Partite in corso di ricezione	2,8	–	0,2	7,8	–	10,8
Totale esposizioni in bilancio	101 045,4	13 691,6	74 602,1	8 911,3	937,5	199 187,9
Impegni						
Aperture di credito non garantite non utilizzate	194,1	–	–	–	–	194,1
Aperture di credito garantite non utilizzate	2 728,8	–	–	–	–	2 728,8
Totale impegni	2 922,9	–	–	–	–	2 922,9
Totale esposizioni	103 968,3	13 691,6	74 602,1	8 911,3	937,5	202 110,8

Situazione al 31 marzo 2013

<i>In milioni di DSP</i>	Soggetti sovrani e banche centrali	Settore pubblico	Banche	Imprese	Cartolarizzazioni	Totale
In bilancio						
Cassa e conti a vista presso banche	6 861,0	–	22,2	0,9	–	6 884,1
Oro e prestiti in oro	–	–	292,6	–	–	292,6
Buoni del Tesoro	46 694,1	–	–	–	–	46 694,1
Titoli acquistati pronti contro termine	3 994,3	–	24 475,2	–	–	28 469,5
Prestiti e anticipazioni	3 134,8	507,3	16 034,7	–	–	19 676,8
Titoli di Stato e altri titoli	39 559,3	11 847,7	4 897,7	5 395,0	943,6	62 643,3
Strumenti derivati	166,6	148,9	5 539,7	0,5	–	5 855,7
Partite in corso di ricezione	145,9	147,7	103,7	8,7	–	406,0
Totale esposizioni in bilancio	100 556,0	12 651,6	51 365,8	5 405,1	943,6	170 922,1
Impegni						
Aperture di credito non garantite non utilizzate	200,1	–	–	–	–	200,1
Aperture di credito garantite non utilizzate	2 853,7	–	–	–	–	2 853,7
Totale impegni	3 053,8	–	–	–	–	3 053,8
Totale esposizioni	103 609,8	12 651,6	51 365,8	5 405,1	943,6	173 975,9

Rischio di insolvenza per area geografica

Le tabelle seguenti presentano l'esposizione della Banca al rischio di insolvenza per categoria di attività e area geografica, senza tenere conto di eventuali garanzie reali o di altre forme di supporto al credito (credit enhancement) a disposizione della Banca. L'allocatione alle varie aree geografiche si basa sul paese in cui hanno sede i singoli soggetti giuridici verso cui la Banca è esposta.

Situazione al 31 marzo 2014

<i>In milioni di DSP</i>	Africa ed Europa	Asia-Pacifico	Americhe	Organizzazioni internazionali	Totale
In bilancio					
Cassa e conti a vista presso banche	6 199,6	5 001,6	10,3	–	11 211,5
Oro e prestiti in oro	98,2	–	138,6	–	236,8
Buoni del Tesoro	7 806,6	32 030,6	4 145,7	547,9	44 530,8
Titoli acquistati pronti contro termine	42 240,1	–	8 314,3	–	50 554,4
Prestiti e anticipazioni	11 792,1	6 411,2	1 097,3	299,7	19 600,3
Titoli di Stato e altri titoli	31 805,7	5 081,3	25 339,4	7 814,7	70 041,1
Strumenti derivati	2 318,2	86,6	597,4	–	3 002,2
Partite in corso di ricezione	9,7	0,9	0,2	–	10,8
Totale esposizioni in bilancio	102 270,2	48 612,2	39 643,2	8 662,3	199 187,9
Impegni					
Aperture di credito non garantite non utilizzate	–	194,1	–	–	194,1
Aperture di credito garantite non utilizzate	267,5	2 461,3	–	–	2 728,8
Totale impegni	267,5	2 655,4	–	–	2 922,9
Totale esposizioni	102 537,7	51 267,6	39 643,2	8 662,3	202 110,8

Situazione al 31 marzo 2013

<i>In milioni di DSP</i>	Africa ed Europa	Asia-Pacifico	Americhe	Organizzazioni internazionali	Totale
In bilancio					
Cassa e conti a vista presso banche	6 874,4	2,2	7,5	–	6 884,1
Oro e prestiti in oro	117,5	–	175,1	–	292,6
Buoni del Tesoro	7 213,3	32 940,0	6 540,8	–	46 694,1
Titoli acquistati pronti contro termine	21 807,8	3 560,7	3 101,0	–	28 469,5
Prestiti e anticipazioni	11 604,8	6 764,2	1 000,5	307,3	19 676,8
Titoli di Stato e altri titoli	29 977,4	3 790,8	22 709,4	6 165,7	62 643,3
Strumenti derivati	4 620,6	199,2	1 035,9	–	5 855,7
Partite in corso di ricezione	46,4	0,9	358,7	–	406,0
Totale esposizioni in bilancio	82 262,2	47 258,0	34 928,9	6 473,0	170 922,1
Impegni					
Aperture di credito non garantite non utilizzate	–	200,1	–	–	200,1
Aperture di credito garantite non utilizzate	256,6	2 597,1	–	–	2 853,7
Totale impegni	256,6	2 797,2	–	–	3 053,8
Totale esposizioni	82 518,8	50 055,2	34 928,9	6 473,0	173 975,9

Rischio di insolvenza per classe di rating della controparte/dell'emittente

Le tabelle seguenti presentano l'esposizione della Banca al rischio di insolvenza per categoria di attività finanziaria e classe di rating della controparte/dell'emittente, senza tenere conto di eventuali garanzie reali o di altre forme di supporto al credito (credit enhancement) a disposizione della Banca. I rating indicati corrispondono ai rating interni della Banca, espressi in termini di rating esterni equivalenti.

Situazione al 31 marzo 2014

<i>In milioni di DSP</i>	AAA	AA	A	BBB	BB e inferiore	Prive di rating	Totale
In bilancio							
Cassa e conti a vista presso banche	6 120,1	88,2	5 001,9	1,0	0,3	–	11 211,5
Oro e prestiti in oro	–	–	236,8	–	–	–	236,8
Buoni del Tesoro	2 144,9	7 725,7	31 042,6	3 617,6	–	–	44 530,8
Titoli acquistati pronti contro termine	–	3 207,4	35 215,4	12 131,6	–	–	50 554,4
Prestiti e anticipazioni	1 141,1	1 188,9	16 213,4	1 056,9	–	–	19 600,3
Titoli di Stato e altri titoli	13 159,1	44 218,0	11 118,9	1 532,5	12,6	–	70 041,1
Strumenti derivati	16,2	71,5	2 845,8	67,7	0,4	0,6	3 002,2
Partite in corso di ricezione	0,1	0,2	0,2	0,7	0,7	8,9	10,8
Totale esposizioni in bilancio	22 581,5	56 499,9	101 675,0	18 408,0	14,0	9,5	199 187,9
Impegni							
Aperture di credito non garantite non utilizzate	–	–	–	194,1	–	–	194,1
Aperture di credito garantite non utilizzate	–	797,2	813,2	1 118,4	–	–	2 728,8
Totale impegni	–	797,2	813,2	1 312,5	–	–	2 922,9
Totale esposizioni	22 581,5	57 297,1	102 488,2	19 720,5	14,0	9,5	202 110,8

Situazione al 31 marzo 2013

In milioni di DSP	AAA	AA	A	BBB	BB e inferiore	Prive di rating	Totale
In bilancio							
Cassa e conti a vista presso banche	6 804,5	73,9	3,8	0,9	0,3	0,7	6 884,1
Oro e prestiti in oro	–	–	292,6	–	–	–	292,6
Buoni del Tesoro	7 818,8	6 067,3	32 183,1	624,9	–	–	46 694,1
Titoli acquistati pronti contro termine	–	433,6	22 625,6	5 410,3	–	–	28 469,5
Prestiti e anticipazioni	1 508,0	1 281,8	16 151,8	535,1	200,1	–	19 676,8
Titoli di Stato e altri titoli	11 688,0	40 153,8	8 756,5	1 530,7	514,3	–	62 643,3
Strumenti derivati	132,2	527,3	5 107,2	88,2	0,3	0,5	5 855,7
Partite in corso di ricezione	–	290,7	71,8	0,9	1,0	41,6	406,0
Totale esposizioni in bilancio	27 951,5	48 828,4	85 192,4	8 191,0	716,0	42,8	170 922,1
Impegni							
Aperture di credito non garantite non utilizzate	–	–	–	200,1	–	–	200,1
Aperture di credito non garantite non utilizzate	–	842,7	857,1	825,5	328,4	–	2 853,7
Totale impegni	–	842,7	857,1	1 025,6	328,4	–	3 053,8
Totale esposizioni	27 951,5	49 671,1	86 049,5	9 216,6	1 044,4	42,8	173 975,9

C. Attenuazione del rischio di credito

Compensazione

Gli accordi di compensazione conferiscono alla Banca il diritto legalmente opponibile di compensare le operazioni con le controparti nell'eventualità che si verificano determinate condizioni, ad esempio un'insolvenza. Gli accordi quadro di compensazione di questo tipo o altri accordi simili si applicano alle controparti con cui la Banca effettua gran parte delle operazioni in derivati, nonché alle controparti utilizzate nelle operazioni pronti contro termine attive e passive. All'occorrenza, la compensazione viene applicata per determinare l'importo delle garanzie reali da richiedere o da versare, ma nel normale svolgimento della propria attività la Banca non regola attività e passività su base netta. Gli importi riportati nel bilancio della Banca sono pertanto importi lordi.

Garanzie reali

La Banca attenua i rischi di credito cui è esposta richiedendo altresì alle controparti di fornire garanzie reali a fronte di gran parte dei contratti derivati, dei titoli acquistati pronti contro termine ("PcT attivi") e delle anticipazioni effettuate nel quadro di aperture di credito garantite. Nel corso della durata di queste operazioni le garanzie reali richieste possono aumentare o diminuire a seconda delle oscillazioni di valore dello strumento sottostante o delle stesse garanzie reali stanziati. La Banca è tenuta a fornire garanzie reali a fronte dei titoli ceduti pronti contro termine ("PcT passivi").

Per i contratti derivati e i PcT attivi, la Banca accetta in garanzia titoli di elevata qualità emessi da soggetti sovrani, agenzie governative e organizzazioni sovranazionali e, in un numero limitato di casi, contante. Per le anticipazioni effettuate nell'ambito di aperture di credito garantite, le garanzie reali stanziabili comprendono i depositi in valuta presso la Banca e quote dei BIS Investment Pool.

Ai sensi degli accordi di garanzia sottoscritti, la Banca ha il diritto di cedere ("re-hypothecation") le garanzie reali ricevute a fronte dei contratti derivati e dei PcT attivi, ma è contestualmente obbligata a restituire alla controparte strumenti finanziari equivalenti alla scadenza dell'operazione. Al 31 marzo 2014 la Banca non aveva ceduto alcuna garanzia reale detenuta (2013: zero).

La tabella seguente mostra il valore equo delle garanzie reali detenute che la Banca aveva il diritto di cedere.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2014	2013
Garanzie reali ricevute per:		
strumenti finanziari derivati	515,9	2 566,3
titoli acquistati pronti contro termine	42 378,7	26 253,0
Totale	42 894,6	28 819,3

Attività e passività finanziarie soggette a compensazione o costituzione di garanzie reali

Le tabelle successive mostrano le categorie di attività e passività per le quali è prevista la costituzione di garanzie reali ovvero l'applicazione di accordi di compensazione nell'eventualità che si verifichino determinate condizioni, come l'insolvenza di una controparte.

L'importo di garanzie reali richiesto si basa di norma sulle valutazioni effettuate il giorno lavorativo precedente, mentre le situazioni contabili della Banca riflettono le valutazioni alla data di segnalazione. A causa di questa differenza, la valutazione delle garanzie reali può risultare più elevata di quella del contratto sottostante iscritto nel bilancio della Banca. L'importo delle garanzie reali ricevute risente altresì delle soglie, degli importi minimi di trasferimento e degli adeguamenti ("scarti di garanzia") specificati nei contratti. Nelle tabelle successive, l'effetto di attenuazione del rischio delle garanzie reali è limitato al valore di bilancio dell'attività netta sottostante.

Situazione al 31 marzo 2014

<i>In milioni di DSP</i>	Valore contabile lordo, come da bilancio	Effetto dell'attenuazione del rischio			Suddivisa in:		
		Saldi alla data contabile soggetti a consegna contro pagamento alla data di regolamento	Accordi di compensazione opponibili	Garanzie reali (ricevute)/ fornite nei limiti del valore di bilancio	Esposizione al netto dell'attenuazione del rischio	Importi non soggetti ad accordi di compensazione o costituzione di garanzie reali	Esposizione residua relativa agli importi soggetti a tecniche di attenuazione del rischio
Attività finanziarie							
Titoli acquistati pronti contro termine	50 554,4	(7 107,9)	–	(43 422,2)	24,3	–	24,3
Strumenti finanziari derivati attivi	3 002,2	–	(2 325,7)	(509,9)	166,6	7,0	159,6
Passività finanziarie							
Titoli ceduti pronti contro termine	(1 169,3)	249,9	–	919,4	–	–	–
Strumenti finanziari derivati passivi	(2 632,9)	–	2 325,7	–	(307,2)	(43,3)	(263,9)
Totale	49 754,4	(6 858,0)	–	(43 012,7)	(116,3)	(36,3)	(80,0)

Situazione al 31 marzo 2013

	Effetto dell'attenuazione del rischio				Suddivisa in:		
	Valore contabile lordo, come da bilancio	Saldo alla data contabile soggetti a consegna contro pagamento alla data di regolamento	Accordi di compensazione opponibili	Garanzie reali (ricevute)/ fornite nei limiti del valore di bilancio	Esposizione al netto dell'attenuazione del rischio	Importi non soggetti ad accordi di compensazione o costituzione di garanzie reali	Esposizione residua relativa agli importi soggetti a tecniche di attenuazione del rischio
<i>In milioni di DSP</i>							
Attività finanziarie							
Titoli acquistati pronti contro termine	28 469,5	(2 012,1)	–	(26 455,9)	1,5	–	1,5
Prestiti e anticipazioni	19 335,3	–	–	(2 134,1)	17 201,2	17 201,2	–
Strumenti finanziari derivati attivi	5 855,7	–	(3 354,8)	(2 286,4)	214,5	36,8	177,7
Passività finanziarie							
Strumenti finanziari derivati passivi	(3 402,3)	–	3 354,8	–	(47,5)	(34,6)	(12,9)
Totale	50 258,2	(2 012,1)	–	(30 876,4)	17 369,7	17 203,4	166,3

D. 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%, fatta eccezione per il rischio di regolamento (compreso nel calcolo del capitale economico a fronte del rischio di credito). La porzione di capitale economico destinata al rischio di regolamento considerato nel computo del capitale economico della Banca è determinata sulla base di una valutazione condotta dalla Direzione.

Per l'esercizio finanziario

<i>In milioni di DSP</i>	2014				2013			
	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo
Capitale economico assorbito dal rischio di credito	7 421,5	7 990,1	6 175,7	7 774,1	6 527,8	7 499,0	5 903,7	6 283,6

E. 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 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 da 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'insolvenza (exposure at default, EAD). La Banca calcola l'EAD come valore nozionale di tutte le esposizioni in bilancio e fuori bilancio, a eccezione dei contratti derivati e di alcune esposizioni collegate a cartolarizzazioni. L'EAD per i derivati è determinata utilizzando un approccio conforme al metodo dei modelli interni descritto in 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 in Basilea 2.

I principali parametri delle funzioni di ponderazione del rischio sono la stima della probabilità di insolvenza (probability of default, PD) a un anno della controparte e quella della perdita in caso di insolvenza (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 insolvenza 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 insolvenza 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. Nel calcolo dell'EAD viene riconosciuto l'effetto di attenuazione del rischio derivante dalle garanzie reali ricevute in relazione a contratti derivati, operazioni PcT attive e anticipazioni garantite.

La tabella seguente riporta i dettagli del calcolo delle attività ponderate per il rischio. Le esposizioni sono misurate tenendo conto degli eventuali accordi di compensazione e delle garanzie reali. Al 31 marzo 2014 l'ammontare totale delle esposizioni riportate in tabella comprendeva DSP 208,5 milioni (31 marzo 2013: DSP 303,6 milioni) di contratti su tassi di interesse e DSP 229,4 milioni (31 marzo 2013: DSP 761,3 milioni) di contratti su cambi e oro. Conformemente con lo schema Basilea 2, il coefficiente patrimoniale minimo è pari all'8% delle attività ponderate per il rischio.

Situazione al 31 marzo 2014

Rating interni espressi in termini di rating esterni equivalenti	Ammontare dell'esposizione	PD 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 milioni di DSP/percentuale</i>	<i>In milioni di DSP</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>In milioni di DSP</i>
AAA	20 887,6	0,010	35,6	3,5	727,3
AA	52 972,0	0,02	37,6	6,5	3 447,8
A	64 401,2	0,04	42,3	7,1	4 541,3
BBB	6 612,5	0,17	40,6	21,6	1 429,9
BB e inferiore	12,6	0,70	35,6	48,8	6,2
Totale	144 885,9				10 152,5

Al 31 marzo 2014 la dotazione patrimoniale minima a fronte del rischio di credito relativo alle esposizioni nei confronti di soggetti sovrani, banche e imprese era pari a DSP 812,2 milioni.

Situazione al 31 marzo 2013

Rating interni espressi in termini di rating esterni equivalenti	Ammontare dell'esposizione	PD 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 milioni di DSP/percentuale</i>	<i>In milioni di DSP</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>In milioni di DSP</i>
AAA	26 163,8	0,002	35,6	1,0	270,9
AA	45 560,3	0,01	37,4	5,3	2 437,3
A	56 429,9	0,05	42,3	8,6	4 850,0
BBB	3 031,1	0,19	42,4	30,3	919,7
BB e inferiore	499,3	1,24	48,4	91,4	456,4
Totale	131 684,4				8 934,3

Al 31 marzo 2013 la dotazione patrimoniale minima a fronte del rischio di credito relativo alle esposizioni nei confronti di soggetti sovrani, banche e imprese era pari a DSP 714,7 milioni.

La tabella seguente illustra l'impatto delle garanzie reali sull'importo dell'esposizione al rischio di credito, tenuto conto degli accordi di compensazione.

<i>In milioni di DSP</i>	Ammontare dell'esposizione tenuto conto degli accordi di compensazione	Effetto positivo delle garanzie reali	Ammontare dell'esposizione tenuto conto degli accordi di compensazione e delle garanzie reali
Situazione al 31 marzo 2014	197 550,2	52 664,3	144 885,9
Situazione al 31 marzo 2013	163 153,7	31 469,3	131 684,4

Esposizioni collegate a cartolarizzazioni

Gli investimenti della Banca in cartolarizzazioni consistono in strumenti con rating elevato basati su strutture tradizionali, ossia non sintetiche. Data la portata delle attività della Banca, le attività ponderate per il rischio ai termini di Basilea 2 sono determinate secondo il metodo standardizzato per le cartolarizzazioni, il quale prevede l'utilizzo di ponderazioni di rischio corrispondenti a valutazioni esterne del merito di credito. Le agenzie di rating utilizzate a questo scopo sono Moody's Investors Service, Standard & Poor's e Fitch Ratings. Le attività ponderate per il rischio sono quindi calcolate come prodotto del valore nozionale delle esposizioni per le ponderazioni di rischio corrispondenti. Conformemente con lo schema Basilea 2, il coefficiente patrimoniale minimo è pari all'8% delle attività ponderate per il rischio.

La tabella seguente riporta gli investimenti della Banca in operazioni di cartolarizzazione, ripartiti per tipo di attività.

Situazione al 31 marzo 2014

<i>In milioni di DSP</i>	Rating esterno	Importo dell'esposizione	Ponderazione di rischio	Attività ponderate per il rischio
Attività garantite da ipoteche residenziali	AAA	19,4	20%	3,9
Attività garantite da ipoteche residenziali	A	24,5	50%	12,2
Titoli garantiti da altri crediti (sotto egida governativa)	AAA	830,8	20%	166,2
Totale		874,7		182,3

Al 31 marzo 2014 la dotazione patrimoniale minima a fronte delle esposizioni collegate a cartolarizzazioni ammontava a DSP 14,6 milioni.

Situazione al 31 marzo 2013

<i>In milioni di DSP</i>	Rating esterno	Importo dell'esposizione	Ponderazione di rischio	Attività ponderate per il rischio
Attività garantite da ipoteche residenziali	AAA	33,9	20%	6,8
Attività garantite da ipoteche residenziali	A	32,4	50%	16,2
Titoli garantiti da altri crediti (sotto egida governativa)	AAA	797,0	20%	159,4
Totale		863,3		182,4

Al 31 marzo 2013 la dotazione patrimoniale minima a fronte delle esposizioni collegate a cartolarizzazioni ammontava a DSP 14,6 milioni.

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, sulla base del metodo di ponderazione esponenziale, sull'arco di un periodo di osservazione di 4 anni. 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.

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 111 tonnellate di fino (2013: 115 tonnellate). Queste sono tenute in custodia o depositate presso banche commerciali. Al 31 marzo 2014 le attività nette di investimento in oro della Banca erano pari a DSP 2 981,8 milioni (2013: DSP 3 944,9 milioni), ossia al 17% circa del suo patrimonio (2013: 21%). La BRI è altresì limitatamente 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 duration.

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 2014

<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	0,5	(7,9)	(28,6)	(41,1)	(42,7)	(35,0)	(9,9)
Yen giapponese	(1,4)	(2,1)	0,1	(0,1)	–	–	–
Sterlina	(0,2)	(1,8)	(7,7)	(15,0)	(23,8)	(4,8)	3,8
Franco svizzero	10,3	(0,2)	(1,8)	(2,1)	(1,5)	(0,4)	5,6
Dollaro USA	8,7	(10,2)	(34,8)	(40,6)	(58,5)	(40,1)	12,2
Altre valute	0,4	(0,3)	(1,4)	1,1	(2,3)	0,3	(0,3)
Totale	18,3	(22,5)	(74,2)	(97,8)	(128,8)	(80,0)	11,4

Situazione al 31 marzo 2013

<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	(4,5)	(5,0)	(23,8)	(41,2)	(45,5)	(20,7)	(26,0)
Yen giapponese	0,7	(0,8)	(5,5)	(19,3)	(9,9)	(1,4)	–
Sterlina	(0,6)	(1,1)	(8,0)	(14,5)	(19,8)	(5,4)	13,4
Franco svizzero	9,8	(0,2)	(0,4)	(2,5)	(2,7)	(2,1)	7,5
Dollaro USA	12,0	(28,7)	(30,9)	(39,4)	(45,6)	(25,8)	(18,1)
Altre valute	–	(0,3)	(0,6)	(0,4)	1,0	(0,5)	–
Totale	17,4	(36,1)	(69,2)	(117,3)	(122,5)	(55,9)	(23,2)

C. Rischio di cambio

La valuta funzionale della Banca, il DSP, è una moneta paniere 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. 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.

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 2014

<i>In milioni di DSP</i>	DSP	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Altre valute	Totale
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	-	5,3	430,1	(8,8)	4 996,7	5 774,5	-	13,7	11 211,5
Oro e prestiti in oro	-	8,6	-	-	-	-	20 587,8	-	20 596,4
Buoni del Tesoro	-	2 910,6	8 085,7	-	29 445,4	-	-	4 089,1	44 530,8
Titoli acquistati pronti contro termine	-	13 588,4	15 725,9	20 171,7	1 068,5	-	-	(0,1)	50 554,4
Prestiti e anticipazioni	299,7	10 994,0	456,0	2 408,1	5,5	3,2	-	5 433,8	19 600,3
Titoli di Stato e altri titoli	-	37 816,3	18 613,1	7 562,9	1 858,8	-	-	4 190,0	70 041,1
Strumenti finanziari derivati	1 178,2	37 183,3	(185,4)	(1 653,8)	(24 096,4)	(1 190,9)	(5 176,2)	(3 056,6)	3 002,2
Partite in corso di ricezione	-	1 793,7	429,0	511,8	-	7,8	-	35,1	2 777,4
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	188,1	-	-	-	-	8,1	-	-	196,2
Totale attività	1 666,0	104 300,2	43 554,4	28 991,9	13 278,5	4 602,7	15 411,6	10 705,0	222 510,3
Passività									
Depositi in valuta	(4 856,2)	(131 291,6)	(23 073,6)	(9 848,8)	(2 404,8)	(475,5)	-	(8 521,7)	(180 472,2)
Depositi in oro	-	(7,2)	-	-	-	-	(11 290,3)	-	(11 297,5)
Titoli ceduti pronti contro termine	-	(323,5)	(845,8)	-	-	-	-	-	(1 169,3)
Strumenti finanziari derivati	3 207,0	35 397,7	(11 149,1)	(13 462,1)	(9 514,9)	(4 072,6)	(1 135,8)	(1 903,1)	(2 632,9)
Partite in corso di pagamento	-	(1 637,9)	(2 661,6)	(3 812,9)	(188,6)	-	-	(110,5)	(8 411,5)
Altre passività	-	(0,6)	-	-	-	(798,1)	-	(0,3)	(799,0)
Totale passività	(1 649,2)	(97 863,1)	(37 730,1)	(27 123,8)	(12 108,3)	(5 346,2)	(12 426,1)	(10 535,6)	(204 782,4)
Posizione netta in valuta e oro	16,8	6 437,1	5 824,3	1 868,1	1 170,2	(743,5)	2 985,5	169,4	17 727,9
Aggiustamento per le attività in oro dei portafogli di investimento	-	-	-	-	-	-	(2 985,5)	-	(2 985,5)
Posizione netta in valuta	16,8	6 437,1	5 824,3	1 868,1	1 170,2	(743,5)	-	169,4	14 742,4
Posizione neutrale rispetto al DSP	(16,8)	(6 289,2)	(5 553,6)	(1 762,9)	(1 119,9)	-	-	-	(14 742,4)
Esposizione netta in valuta su base neutrale rispetto al DSP	-	147,9	270,7	105,2	50,3	(743,5)	-	169,4	-

Situazione al 31 marzo 2013 (rettificata)

	DSP	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Altre valute	Totale
<i>In milioni di DSP</i>									
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	-	11,4	1 550,5	14,7	-	5 300,6	-	6,9	6 884,1
Oro e prestiti in oro	-	7,9	-	-	-	-	35 359,2	-	35 367,1
Buoni del Tesoro	-	5 139,3	7 213,3	-	31 903,8	-	-	2 437,7	46 694,1
Titoli acquistati pronti contro termine	-	4 701,4	11 906,2	8 301,2	3 560,7	-	-	-	28 469,5
Prestiti e anticipazioni	307,3	11 861,2	366,8	3 816,4	835,8	3,1	-	2 486,2	19 676,8
Titoli di Stato e altri titoli	-	33 379,1	18 879,8	5 890,2	2 115,6	9,9	-	2 368,7	62 643,3
Strumenti finanziari derivati	4 017,8	65 592,1	(21 826,0)	(1 358,1)	(24 267,1)	(4 840,5)	(11 478,1)	15,6	5 855,7
Partite in corso di ricezione	-	3 653,1	9,4	2 323,8	35,8	8,6	-	140,5	6 171,2
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	184,6	-	-	-	-	6,0	-	-	190,6
Totale attività	4 509,7	124 345,5	18 100,0	18 988,2	14 184,6	487,7	23 881,1	7 455,6	211 952,4
Passività									
Depositi in valuta	(7 311,0)	(125 764,6)	(12 743,4)	(11 912,0)	(2 540,1)	(453,3)	-	(5 435,9)	(166 160,3)
Depositi in oro	-	(6,6)	-	-	-	-	(17 574,3)	-	(17 580,9)
Strumenti finanziari derivati	951,9	11 033,1	865,4	(2 212,0)	(10 125,9)	(27,7)	(2 359,9)	(1 527,2)	(3 402,3)
Partite in corso di pagamento	-	(1 920,7)	(5,5)	(2 901,4)	(42,5)	-	-	(465,2)	(5 335,3)
Altre passività	-	(97,8)	-	-	-	(901,4)	-	(0,3)	(999,5)
Totale passività	(6 359,1)	(116 756,6)	(11 883,5)	(17 025,4)	(12 708,5)	(1 382,4)	(19 934,2)	(7 428,6)	(193 478,3)
Posizione netta in valuta e oro									
	(1 849,4)	7 588,9	6 216,5	1 962,8	1 476,1	(894,7)	3 946,9	27,0	18 474,1
Aggiustamento per le attività in oro dei portafogli di investimento	-	-	-	-	-	-	(3 946,9)	-	(3 946,9)
Posizione netta in valuta	(1 849,4)	7 588,9	6 216,5	1 962,8	1 476,1	(894,7)	-	27,0	14 527,2
Posizione neutrale rispetto al DSP	1 849,4	(7 207,6)	(5 924,6)	(1 839,3)	(1 405,2)	-	-	-	(14 527,2)
Esposizione netta in valuta su base neutrale rispetto al DSP	-	381,3	291,9	123,5	70,9	(894,7)	-	27,0	-

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 del metallo 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		2014				2013			
In milioni di DSP	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	
Capitale economico assorbito dai rischi di mercato	2 363,2	2 589,5	2 140,1	2 178,4	2 787,8	3 341,9	2 274,8	2 308,6	

La tabella seguente fornisce un'ulteriore analisi delle esposizioni della Banca ai rischi di mercato, suddivise per categoria di rischio.

Per l'esercizio finanziario		2014				2013			
In milioni di DSP	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	
Rischio di prezzo dell'oro	1 964,0	2 190,9	1 755,2	1 768,1	2 263,8	2 540,9	1 913,6	1 913,6	
Rischio di tasso di interesse	929,8	1 005,3	843,7	863,0	1 193,0	1 607,0	893,4	893,4	
Rischio di cambio	603,8	707,1	493,1	500,0	763,2	911,3	628,1	632,3	
Effetti della diversificazione	(1 134,4)	(1 275,1)	(952,7)	(952,7)	(1 432,1)	(1 687,5)	(1 130,7)	(1 130,7)	
Totale				2 178,4				2 308,6	

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, a un intervallo di confidenza del 99% e ipotizzando un periodo di detenzione di dieci giorni.

Il requisito patrimoniale minimo effettivo risulta dal valore più elevato fra il VaR nel giorno del calcolo e la sua media giornaliera in ciascuno dei 60 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 in 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 e delle corrispondenti attività ponderate per il rischio nell'arco del periodo di segnalazione.

Situazione al 31 marzo		2014			2013		
In milioni di DSP	VaR	Attività ponderate per il rischio (A)	Coefficiente minimo (B)	VaR	Attività ponderate per il rischio (A)	Coefficiente minimo (B)	
Rischi di mercato, dove (A) è pari a (B)/8%	299,9	11 244,9	899,6	313,3	11 748,1	939,8	

5. 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 sfugge al suo controllo.

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, inclusi la determinazione dei principali parametri e input pertinenti, 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 regolarmente la loro applicazione.

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 da 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	2014				2013			
	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo
<i>In milioni di DSP</i>								
Capitale economico assorbito dal rischio operativo	1 075,0	1 200,0	700,0	1 200,0	700,0	700,0	700,0	700,0

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 a un intervallo di confidenza del 99,9% e ipotizzando un orizzonte temporale di un anno. La tabella seguente riporta i requisiti patrimoniali minimi per il rischio operativo e le corrispondenti attività ponderate per il rischio.

Situazione al 31 marzo	2014			2013		
	VaR	Attività ponderate per il rischio (A)	Coefficiente minimo (B)	VaR	Attività ponderate per il rischio (A)	Coefficiente minimo (B)
<i>In milioni di DSP</i>						
Rischio operativo, dove (A) è pari a (B)/8%	812,3	10 154,1	812,3	369,0	4 612,5	369,0

6. 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 ripercussioni sulla sua operatività giornaliera o sulle sue condizioni finanziarie.

I depositi in valuta e oro, principalmente da banche centrali e organizzazioni internazionali, costituiscono il 94% (2013: 95%) delle passività totali della Banca. Al 31 marzo 2014 tali depositi provenivano da 175 clienti (2013: 168) e si caratterizzavano per un grado di concentrazione significativo in termini di depositanti: a ciascuno dei cinque clienti principali era infatti riconducibile oltre il 5% dei depositi totali in base alla data di regolamento (2013: cinque clienti).

I saldi in essere dei depositi in valuta e oro provenienti da banche centrali, organizzazioni internazionali e altre istituzioni pubbliche costituiscono le determinanti fondamentali delle dimensioni del bilancio della Banca. La Banca è esposta al rischio di provvista della liquidità (rischio di funding) principalmente per effetto della natura a breve termine dei suoi depositi attivi e perché si impegna a riacquistare al valore equo con un preavviso di uno o due giorni lavorativi determinati suoi strumenti di deposito passivo in valuta. Coerentemente con l'obiettivo di mantenere un elevato livello di liquidità, la Banca ha elaborato un quadro di riferimento per la gestione della liquidità, comprendente un indice basato su ipotesi prudenti per la stima della liquidità disponibile e della liquidità richiesta.

A. Profilo per scadenze dei flussi di cassa

Le tabelle seguenti mostrano il profilo 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 2014

<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	11 211,5	-	-	-	-	-	-	-	11 211,5
Oro e prestiti in oro	20 374,5	-	-	222,6	-	-	-	-	20 597,1
Buoni del Tesoro	10 075,7	22 334,5	7 135,5	4 400,3	323,6	-	-	-	44 269,6
Titoli acquistati pronti contro termine	33 792,9	8 497,3	-	-	-	-	-	-	42 290,2
Prestiti e anticipazioni	9 645,7	9 955,7	-	-	-	-	-	-	19 601,4
Titoli di Stato e altri titoli	3 990,7	7 821,5	8 208,5	11 422,5	12 341,6	26 177,5	1 458,7	-	71 421,0
Totale attività	89 091,0	48 609,0	15 344,0	16 045,4	12 665,2	26 177,5	1 458,7	-	209 390,8
Passività									
Depositi in valuta									
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni									
	(9 115,8)	(19 975,2)	(16 886,1)	(17 351,8)	(16 795,8)	(23 879,9)	(16,1)	-	(104 020,7)
Altri depositi in valuta	(47 374,8)	(17 579,2)	(7 913,1)	(3 210,3)	-	-	-	-	(76 077,4)
Depositi in oro	(11 077,0)	-	-	(221,1)	-	-	-	-	(11 298,1)
Totale passività	(67 567,6)	(37 554,4)	(24 799,2)	(20 783,2)	(16 795,8)	(23 879,9)	(16,1)	-	(191 396,2)
Strumenti derivati									
<i>Regolati su base netta</i>									
Contratti su tassi di interesse									
	11,2	71,0	102,8	117,3	105,6	(37,7)	(3,9)	-	366,3
<i>Regolati su base lorda</i>									
Contratti su tassi di cambio e prezzo dell'oro									
Afflussi	44 188,7	40 218,5	8 699,9	7 240,7	-	-	-	-	100 347,8
Deflussi	(44 213,3)	(39 986,0)	(8 752,1)	(7 211,6)	-	-	-	-	(100 163,0)
Totale parziale	(24,6)	232,5	(52,2)	29,1	-	-	-	-	184,8
Contratti su tassi di interesse									
Afflussi	32,6	0,2	186,1	282,9	400,1	25,5	-	-	927,4
Deflussi	(36,8)	(1,8)	(214,0)	(331,5)	(458,9)	(28,6)	-	-	(1 071,6)
Totale parziale	(4,2)	(1,6)	(27,9)	(48,6)	(58,8)	(3,1)	-	-	(144,2)
Totale strumenti derivati	(17,6)	301,9	22,7	97,8	46,8	(40,8)	(3,9)	-	406,9
Totale flussi di cassa futuri non attualizzati	21 505,8	11 356,5	(9 432,5)	(4 640,0)	(4 083,8)	2 256,8	1 438,7	-	18 401,5

Situazione al 31 marzo 2013

<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	6 884,1	–	–	–	–	–	–	–	6 884,1
Oro e prestiti in oro	35 086,8	–	–	–	282,1	–	–	–	35 368,9
Buoni del Tesoro	11 036,4	23 042,0	9 643,5	2 994,5	–	–	–	–	46 716,4
Titoli acquistati pronti contro termine	21 795,6	4 664,6	–	–	–	–	–	–	26 460,2
Prestiti e anticipazioni	10 034,4	8 640,8	318,9	–	–	–	–	–	18 994,1
Titoli di Stato e altri titoli	1 576,3	5 590,8	8 649,6	10 677,1	11 246,0	23 018,8	1 951,0	1 062,8	63 772,4
Totale attività	86 413,6	41 938,2	18 612,0	13 671,6	11 528,1	23 018,8	1 951,0	1 062,8	198 196,1
Passività									
Depositi in valuta									
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni									
	(7 383,7)	(10 649,5)	(17 483,0)	(19 696,1)	(14 744,0)	(23 859,4)	(67,9)	–	(93 883,6)
Altri depositi in valuta									
	(40 783,3)	(19 228,9)	(7 980,9)	(2 603,5)	–	–	–	–	(70 596,6)
Depositi in oro									
	(17 301,9)	–	–	–	(280,5)	–	–	–	(17 582,4)
Titoli venduti allo scoperto									
	82,8	13,2	(0,9)	(1,7)	(3,4)	(10,3)	(17,2)	(149,6)	(87,1)
Totale passività	(65 386,1)	(29 865,2)	(25 464,8)	(22 301,3)	(15 027,9)	(23 869,7)	(85,1)	(149,6)	(182 149,7)
Strumenti derivati									
<i>Regolati su base netta</i>									
Contratti su tassi di interesse									
	(1,2)	107,8	133,1	199,8	238,0	94,6	(17,0)	–	755,1
<i>Regolati su base lorda</i>									
Contratti su tassi di cambio e prezzo dell'oro									
Afflussi	32 788,8	46 454,6	17 827,6	5 835,2	–	–	–	–	102 906,2
Deflussi	(31 785,2)	(46 067,1)	(17 536,6)	(5 623,4)	–	–	–	–	(101 012,3)
Totale parziale	1 003,6	387,5	291,0	211,8	–	–	–	–	1 893,9
Contratti su tassi di interesse									
Afflussi	114,2	133,6	115,4	84,3	475,8	365,3	–	–	1 288,6
Deflussi	(114,5)	(156,1)	(128,0)	(107,9)	(518,1)	(402,6)	–	–	(1 427,2)
Totale parziale	(0,3)	(22,5)	(12,6)	(23,6)	(42,3)	(37,3)	–	–	(138,6)
Totale strumenti derivati	1 002,1	472,8	411,5	388,0	195,7	57,3	(17,0)	–	2 510,4
Totale flussi di cassa futuri non attualizzati	22 029,6	12 545,8	(6 441,3)	(8 241,7)	(3 304,1)	(793,6)	1 848,9	913,2	18 556,8

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 2014	(0,3)	(0,1)	(3,3)	(3,8)	–	(9,3)	–	–	(16,8)
Situazione al 31 marzo 2013	(0,1)	(0,2)	–	–	–	(1,1)	–	–	(1,4)

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	Scadenza non definita	Totale
Situazione al 31 marzo 2014	–	–	267,5	194,1	–	–	–	2 461,3	2 922,9
Situazione al 31 marzo 2013	–	–	256,6	200,1	–	–	–	2 597,1	3 053,8

B. Indice di liquidità

La Banca ha adottato un quadro di riferimento per la gestione del rischio di liquidità che tiene conto delle linee guida prudenziali emesse dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria relativamente al Liquidity Coverage Ratio (LCR). Esso si basa su un indice di liquidità che rapporta la liquidità a disposizione della Banca alle esigenze di liquidità nell'arco di un orizzonte temporale di un mese nell'ipotesi di uno scenario di stress. In linea con le disposizioni di Basilea 3 in materia di liquidità, lo scenario di stress utilizzato contempla sia una crisi specifica sia una crisi di mercato. Tuttavia, a differenza dell'LCR, la definizione dell'indice di liquidità impiegato riflette la natura e la portata delle attività bancarie della BRI, in particolare la natura a breve termine del suo bilancio. All'interno di questo quadro di riferimento il Consiglio di amministrazione ha fissato una soglia del 100% per l'indice di liquidità della Banca, per cui la liquidità disponibile deve essere almeno pari alle potenziali esigenze di liquidità.

Liquidità disponibile

La liquidità disponibile è calcolata come la somma degli afflussi di cassa provenienti dagli strumenti finanziari nell'arco di un orizzonte di un mese e della liquidità addizionale potenzialmente generabile mediante la cessione di titoli altamente liquidi o la conduzione di operazioni pronti contro termine aventi a oggetto una parte dei titoli liquidi di elevata qualità non vincolati della Banca. La valutazione della liquidità addizionale potenziale comporta due fasi: la valutazione del merito di credito e della liquidità di mercato dei titoli e la modellizzazione della conversione in contante dei titoli interessati mediante la proiezione dell'importo ragionevolmente realizzabile.

Esigenze di liquidità

Coerentemente con lo scenario di stress, la Banca determina le esigenze di liquidità come la somma di: deflussi di cassa dagli strumenti finanziari nell'arco di un orizzonte di un mese, stima dei prelievi anticipati a valere sui depositi in valuta e stima dell'utilizzo delle aperture di credito non utilizzate. Per quanto concerne il calcolo delle esigenze di liquidità collegate ai depositi in valuta, si ipotizza che tutti i depositi in scadenza all'interno dell'orizzonte temporale considerato non siano rinnovati e che una quota di depositi in valuta non in scadenza sia prelevata dalla Banca prima della scadenza contrattuale. Al 31 marzo 2014 il deflusso stimato di depositi in valuta nello scenario di stress ammontava al 42,9% dello stock totale di depositi in valuta. Si ipotizza inoltre che la clientela utilizzi integralmente le aperture di credito irrevocabili non ancora utilizzate concesse dalla Banca, nonché parte delle aperture di credito revocabili non ancora utilizzate.

La tabella seguente presenta le stime della liquidità disponibile e delle esigenze di liquidità della Banca, e il risultante indice di liquidità.

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP

	2014
Liquidità disponibile	
Afflussi di cassa stimati	70,5
Liquidità stimata riveniente dalla vendita di titoli altamente liquidi	56,9
Operazioni pronti contro termine stimate	6,1
Totale liquidità disponibile (A)	133,5
Esigenze di liquidità	
Prelievo stimato di depositi in valuta	76,1
Utilizzo stimato di aperture di credito	4,3
Altri deflussi stimati	1,1
Totale esigenze di liquidità (B)	81,5
Indice di liquidità (A)/(B)	163,8%

Relazione del revisore indipendente

al Consiglio di amministrazione e all'Assemblea generale
della Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea

Abbiamo effettuato la revisione delle allegate situazioni dei conti della Banca dei Regolamenti Internazionali, costituite dallo stato patrimoniale al 31 marzo 2014, dal conto economico, dal prospetto dell'utile complessivo, dal rendiconto finanziario e dall'evoluzione del patrimonio netto della Banca per l'esercizio finanziario chiuso a tale data, nonché da una sintesi dei criteri contabili rilevanti e di altre informazioni esplicative.

Responsabilità della Direzione

La Direzione è responsabile della predisposizione e della corretta presentazione delle situazioni dei conti, in conformità dei criteri contabili ivi descritti e dello Statuto della Banca. Tale responsabilità contempla la definizione, l'attuazione e il mantenimento di un sistema di controlli interni funzionali alla predisposizione di situazioni contabili esenti da inesattezze sostanziali, dovute a frode o a errore. La Direzione ha inoltre la responsabilità di adottare e applicare criteri contabili appropriati e di effettuare stime contabili ragionevoli considerate le circostanze.

Responsabilità del revisore

È responsabilità del revisore formulare in merito alle situazioni dei conti un'opinione basata sull'audit condotto. Abbiamo effettuato le verifiche conformemente ai principi internazionali in materia di revisione, i quali prevedono che la revisione sia condotta nel rispetto delle responsabilità 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 dei conti. Le procedure concretamente adottate dipendono dal giudizio del revisore, il quale valuta fra l'altro i rischi di inesattezze sostanziali dovute a frode o errore. A tale scopo, il revisore considera il sistema di controlli interni applicato ai fini della predisposizione e della corretta rappresentazione delle situazioni dei conti, non per esprimere un'opinione sull'efficacia di questo sistema, 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, nonché quella della presentazione complessiva delle situazioni dei conti.

Riteniamo di aver ottenuto elementi probativi sufficienti e adeguati su cui basare la nostra opinione.

Opinione

Riteniamo che le situazioni dei conti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2014 forniscano un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca dei Regolamenti Internazionali, nonché dei suoi risultati e flussi finanziari per l'esercizio chiuso a tale data, conformemente ai criteri contabili descritti nelle note integrative e allo Statuto della Banca.

Ernst & Young Ltd.

Victor Veger

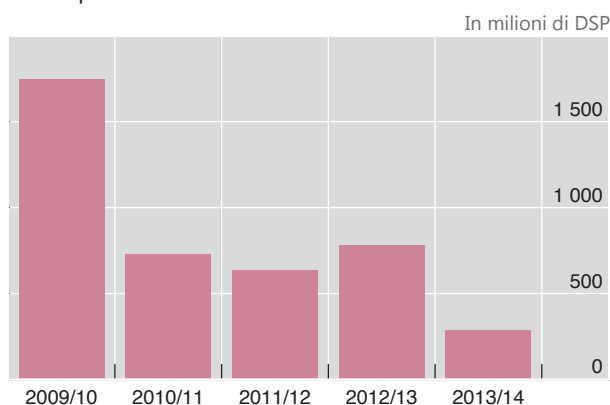
John Alton

Zurigo, 12 maggio 2014

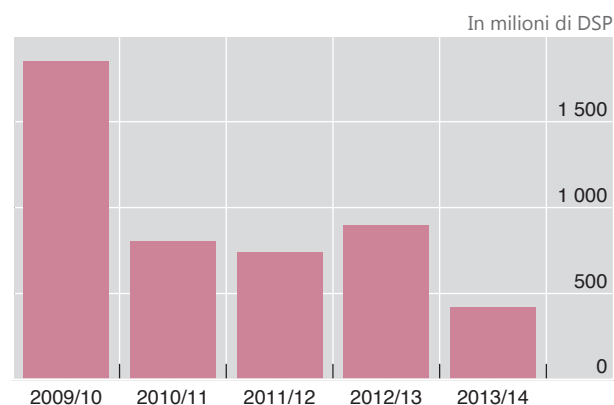
Traduzione libera del testo originale inglese.

Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni

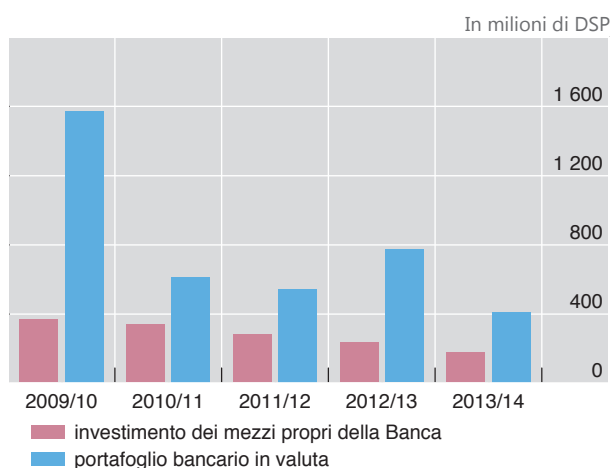
Utile operativo



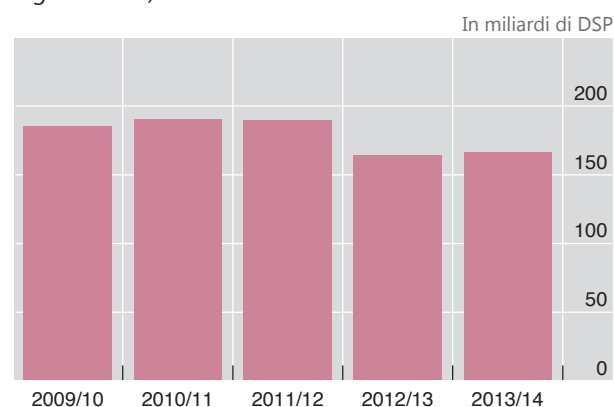
Utile netto



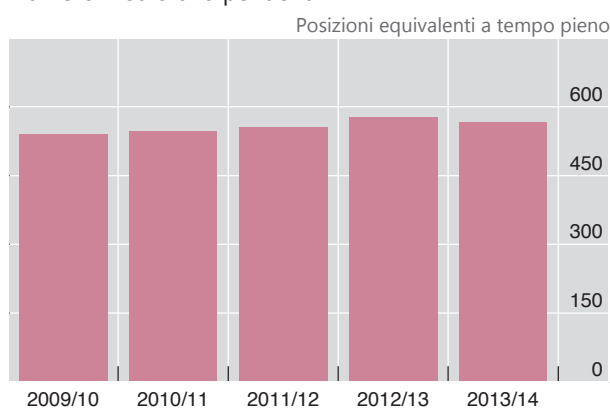
Reddito netto da interessi e variazioni di valutazione



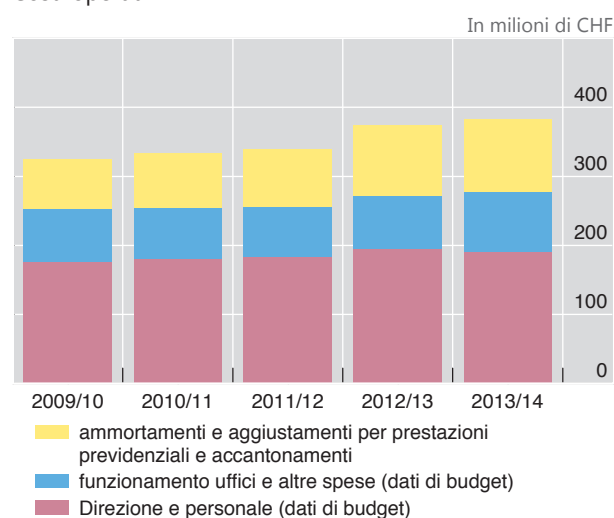
Depositi in valuta (media, in base alla data di regolamento)



Numero medio di dipendenti



Costi operativi



I dati finanziari nei diagrammi Utile operativo, Utile netto e Costi operativi sono stati rettificati a seguito della modifica dei criteri contabili per le prestazioni successive al rapporto di lavoro apportata nell'esercizio finanziario in rassegna.

