

VII. Il settore finanziario

Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna i sistemi finanziari della maggior parte dei paesi industriali sono stati sottoposti a rinnovate pressioni, poiché l'aspettativa di una pronta ripresa si è rivelata prematura e le quotazioni azionarie hanno ancora perso valore. Ciò nonostante, le istituzioni finanziarie paiono in generale aver sopportato bene il rallentamento economico, e le avversità incontrate dal settore non hanno provocato riduzioni nell'erogazione di credito nella maggioranza delle economie. D'altro canto, il sistema finanziario giapponese ha continuato ad essere alle prese con gravi problemi, e sulla redditività delle istituzioni tedesche hanno agito crescenti vincoli, sia a causa di croniche debolezze strutturali sia per l'azione di fattori ciclici. Altrove i profitti bancari hanno mostrato in genere una maggiore tenuta, grazie anche ai precedenti sforzi volti a migliorare la struttura dei costi. A confronto con episodi passati di debolezza congiunturale, le perdite derivanti dal deterioramento dei crediti hanno avuto un impatto limitato sul conto economico, e la posizione patrimoniale è rimasta solida. Meno bene sono andate nel complesso le imprese di assicurazione, in conseguenza delle forti perdite sul portafoglio azionario e obbligazionario.

La notevole tenuta del sistema bancario, che contrasta con il marcato peggioramento nel settore non finanziario, è attribuibile a fattori sia ciclici che strutturali. Vari aspetti atipici del rallentamento economico – fra cui un indirizzo di politica monetaria assai accomodante, la continua crescita della spesa delle famiglie e l'assenza di una caduta dei prezzi degli immobili – hanno limitato, rispetto ai cicli precedenti, le perdite sui crediti, incrementando i proventi dell'attività di finanziamento delle famiglie. Fra gli sviluppi strutturali che hanno attenuato l'impatto della flessione produttiva figura in primo piano il maggiore ricorso ai tradizionali strumenti di debito negoziabili e ai prestiti sindacati, che ha migliorato il finanziamento del rischio nell'intero sistema finanziario. Anche lo sviluppo di nuove tecniche per il trasferimento del rischio creditizio ha accresciuto la capacità di gestire le esposizioni debitorie. A ciò si aggiunge il fatto che quando è iniziato il rallentamento economico la base di capitale del settore bancario era più solida che in passato, grazie all'eccezionale durata della precedente espansione e ai più severi requisiti prudenziali.

In prospettiva, le ragioni stesse della buona tenuta mostrata finora indicano quali siano le principali cause di potenziale vulnerabilità. Un protratto periodo di debolezza economica, sebbene improbabile, metterebbe a dura prova la capacità delle istituzioni finanziarie e dei mercati di assorbire nuove perdite. Ulteriori cali delle quotazioni azionarie potrebbero pregiudicare la solvibilità

delle società di assicurazione e dei fondi pensione, mentre un deprezzamento degli immobili colpirebbe sia le famiglie sia il comparto dell'edilizia non residenziale, sottoponendo i prestatori a pressioni aggiuntive.

La recente resilienza è una riprova che i sistemi in cui operano consolidati canali alternativi di finanziamento, attraverso il mercato degli strumenti di debito negoziabili e l'intermediazione creditizia, consentono una risposta più flessibile agli sviluppi economici avversi. Ma questi stessi sistemi pongono anche nuove sfide alla vigilanza prudenziale, date la maggiore complessità assunta dalle singole istituzioni e l'interazione fra queste ultime e i mercati.

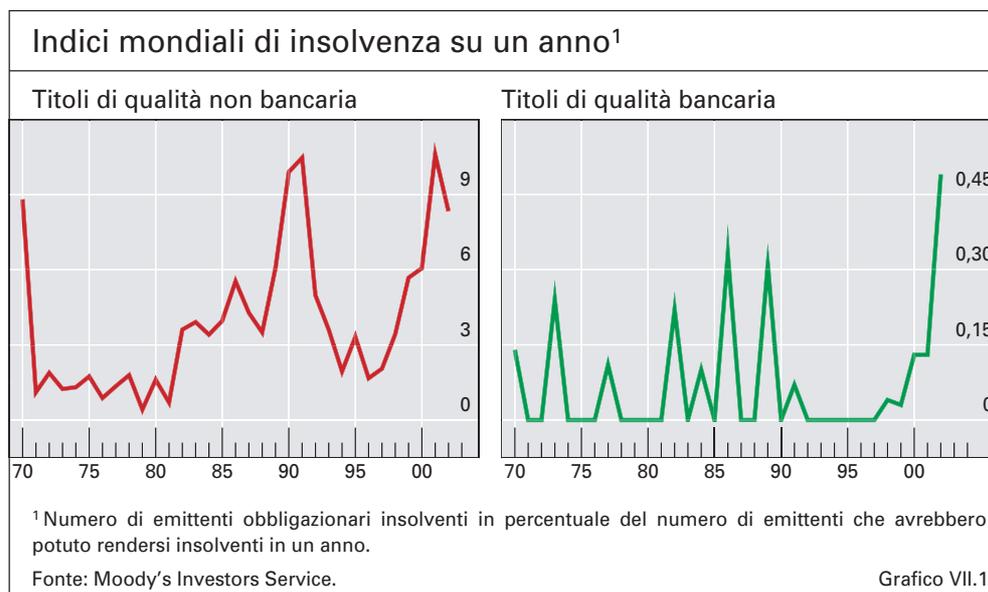
L'economia e la performance delle istituzioni finanziarie

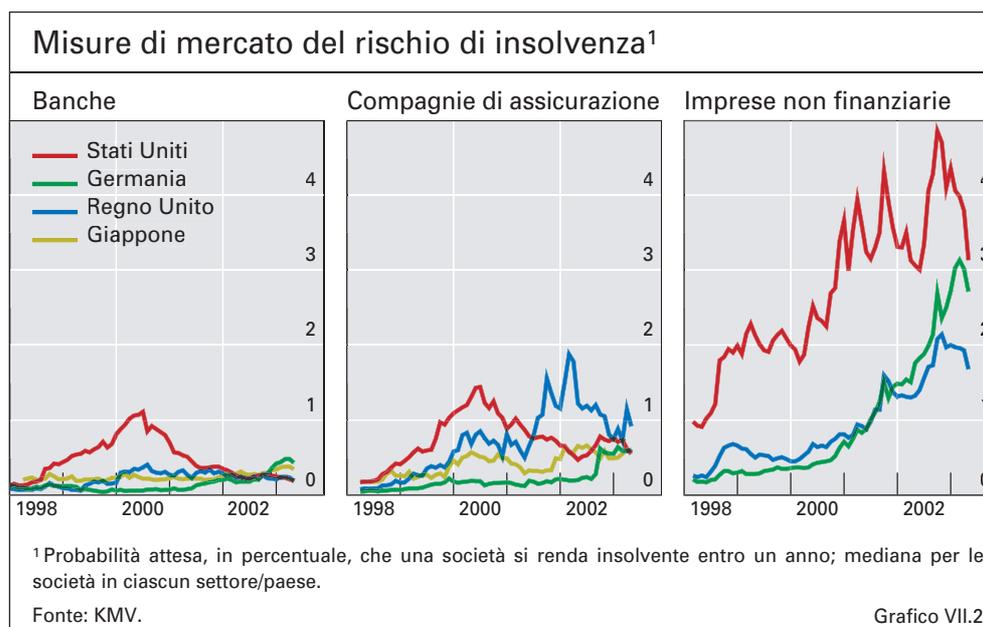
Il forte rallentamento dell'economia mondiale e la sua esitante ripresa hanno gravato sensibilmente sui bilanci delle imprese non finanziarie (Capitoli II e VI). Negli ultimi anni sono nettamente cresciute le insolvenze su obbligazioni societarie e le connesse perdite, con tassi che hanno raggiunto o superato le punte dei primi anni novanta (grafico VII.1). In prospettiva, gli indicatori del grado di rischio nel settore non finanziario di vari paesi, fortemente aumentati negli anni più recenti, restano su livelli elevati, mostrando così che gli operatori si attendono nel prossimo futuro una continuazione del mediocre clima creditizio (grafico VII.2).

In contrasto con le notevoli difficoltà incontrate dalle imprese non finanziarie, nella maggioranza dei paesi il settore finanziario è rimasto relativamente solido. La redditività delle banche, pur essendo calata in certa misura, si è mantenuta su livelli accettabili tenuto conto dello sfavorevole contesto economico. Per contro, le compagnie di assicurazione hanno mostrato maggiori segni di disagio, subendo perdite di portafoglio che in alcuni casi hanno dato origine a serie tensioni. Nondimeno, i gradi di rischio espressi dal mercato per banche e assicurazioni restano su valori modesti rispetto a quelli concernenti

La debolezza dell'economia ha gravato su molte imprese non finanziarie ...

... mentre le imprese finanziarie hanno retto meglio ...





le imprese non finanziarie, benché lo scorso anno sia aumentato il rischio di insolvenza nel comparto assicurativo. Il basso livello dei parametri di rischio relativi alle istituzioni finanziarie giapponesi potrebbe rispecchiare le attese di interventi pubblici, viste le ben note difficoltà in cui si dibattono tali istituzioni.

... anche rispetto a cicli precedenti

I risultati conseguiti di recente dalle banche contrastano favorevolmente con la loro performance durante precedenti fasi di debolezza congiunturale, allorché il deteriorarsi della qualità degli impieghi aveva talvolta causato seri problemi. In qualche caso erano fallite istituzioni di primo piano, ma anche laddove non vi erano stati importanti dissesti, il conseguente aggiustamento delle politiche creditizie e di investimento aveva a volte gravato sulle prospettive dell'economia. Ad esempio, all'inizio degli anni novanta le avversità nel settore finanziario avevano frenato l'attività economica negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Australia.

Banche commerciali

La performance delle banche è variata ...

Se in complesso le banche hanno mostrato una buona tenuta nel periodo sotto rassegna, sono rilevabili notevoli differenze sia fra i paesi sia fra i settori operativi (tabella VII.1). Il sistema bancario giapponese ha continuato a incontrare serie difficoltà, nonostante i considerevoli sforzi per stralciare crediti in sofferenza e raccogliere nuovo capitale. In Germania la relativa debolezza dell'economia ha esercitato maggiori pressioni sulle banche commerciali. Inoltre, i vincoli strutturali gravanti sulla redditività delle operazioni al dettaglio hanno impedito a questo tipo di attività di fornire una contropartita positiva, come accaduto in altri paesi. Le più grandi istituzioni operanti all'ingrosso hanno ovunque dovuto fare i conti con una diminuzione dei proventi dell'attività sui mercati dei capitali, poiché le basse quotazioni azionarie, la debole spesa per investimenti e gli sforzi compiuti da diverse imprese non finanziarie per rafforzare i propri bilanci hanno rallentato il ritmo delle fusioni

... a seconda dei paesi ...

Redditività delle maggiori banche ¹												
in percentuale sul totale medio dell'attivo												
	Utili pre-imposta			Oneri per accantonamenti			Margine netto di interesse			Costi operativi		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Stati Uniti (10)	1,86	1,49	1,66	0,56	0,71	0,72	3,07	3,10	3,11	4,45	4,06	3,46
Giappone ² (12)	0,13	-0,93	0,04	0,81	1,36	0,28	1,08	1,14	0,81	1,14	1,20	0,82
Germania (4)	0,53	0,14	0,05	0,17	0,24	0,39	0,83	0,90	0,80	1,62	1,62	1,50
Regno Unito (4)	1,65	1,27	1,11	0,29	0,31	0,36	2,36	2,07	2,02	2,68	2,48	2,40
Francia (4)	0,85	0,74	0,58	0,17	0,22	0,20	0,93	0,94	1,03	1,94	1,87	1,81
Italia (6)	1,15	0,81	0,48	0,44	0,55	0,67	2,06	2,04	2,16	2,37	2,39	2,61
Canada (6)	1,26	0,92	0,61	0,29	0,41	0,59	1,89	1,95	2,06	2,76	2,84	2,76
Spagna (4)	1,33	1,20	0,93	0,35	0,44	0,49	2,65	2,86	2,66	2,63	2,60	2,37
Australia (4)	1,85	1,47	1,49	0,20	0,27	0,26	2,42	2,22	2,16	2,39	2,15	2,29
Svizzera (2)	0,96	0,42	0,08	0,04	0,14	0,21	0,73	0,68	0,84	2,87	2,91	2,47
Svezia (4)	1,16	0,82	0,70	0,06	0,10	0,09	1,60	1,49	1,48	1,72	1,51	1,44

¹ Le cifre in parentesi indicano il numero di istituzioni considerate. Per il Giappone, il numero delle banche è passato da 13 a 12 nel 2002 in seguito a una fusione. ² Esercizio finanziario; per il 2002, dati provvisori di settembre.

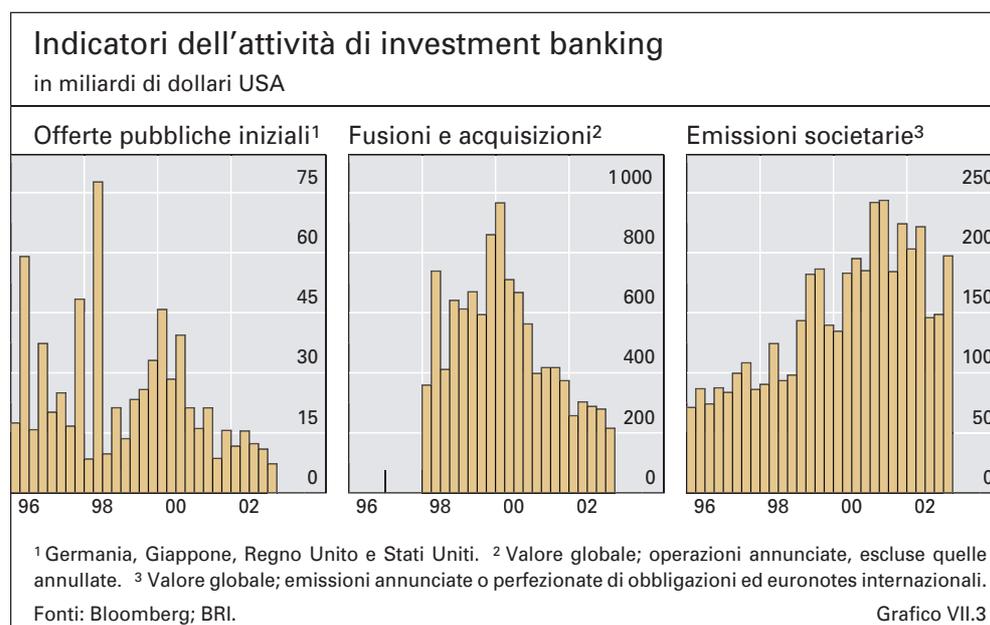
Fonte: Fitch Ratings. Tabella VII.1

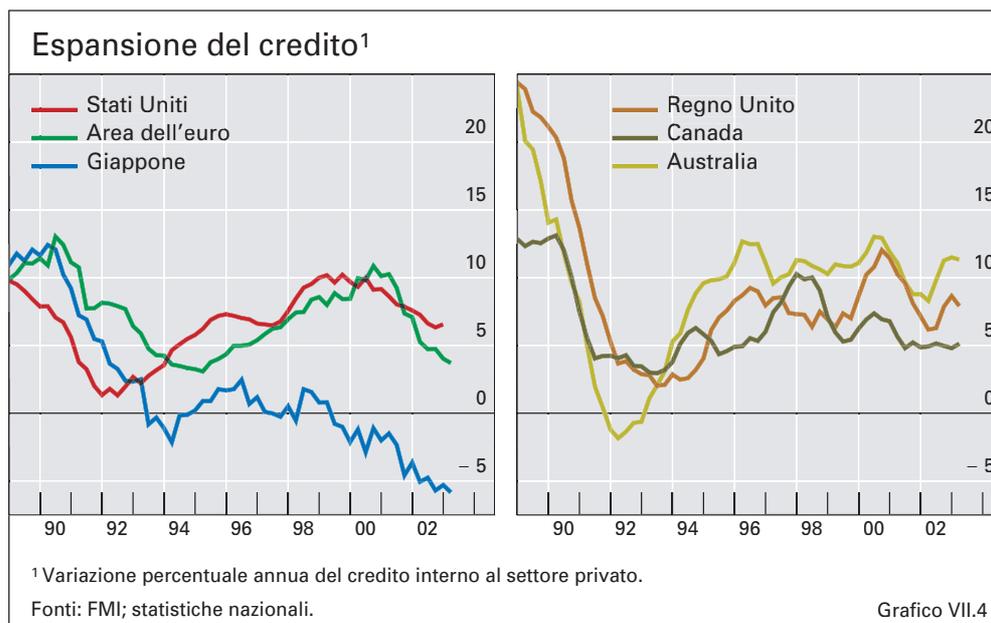
e acquisizioni societarie e degli ingressi in borsa di nuove società (grafico VII.3). D'altra parte, il finanziamento alle famiglie è rimasto relativamente sostenuto in molti paesi, favorendo l'espansione totale del credito e i profitti delle istituzioni orientate a questa clientela (grafico VII.4). Inoltre, la gestione delle banche ha tratto beneficio dai continui sforzi tesi a migliorare l'efficienza e a ridurre i costi.

Negli Stati Uniti le banche commerciali, malgrado il contesto economico difficile, hanno realizzato risultati molto buoni e la performance delle loro azioni ha sopravanzato quella degli indici generali di borsa (grafico VII.5). Grazie a un'economia interna in più rapida crescita rispetto all'Europa e al

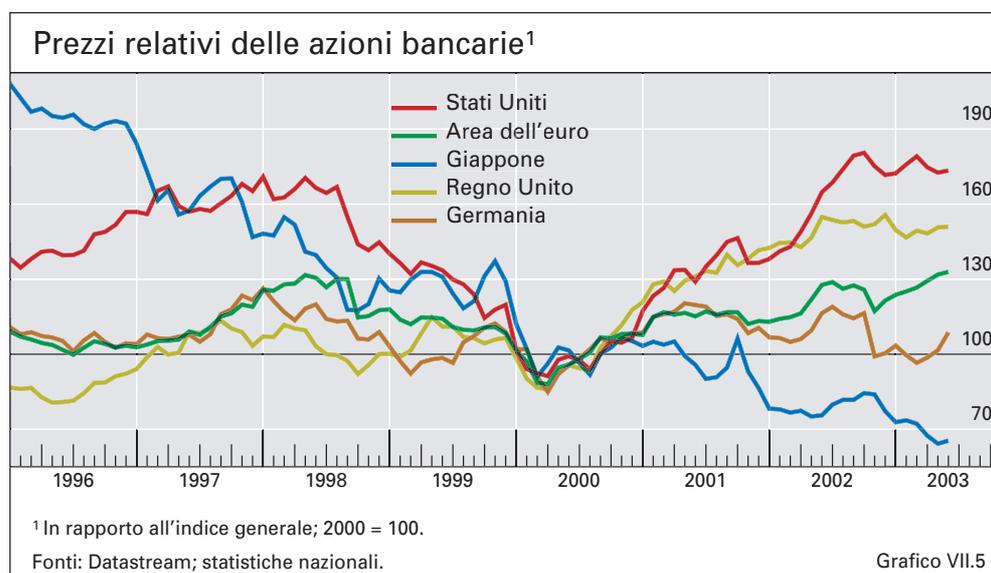
... e delle aree operative

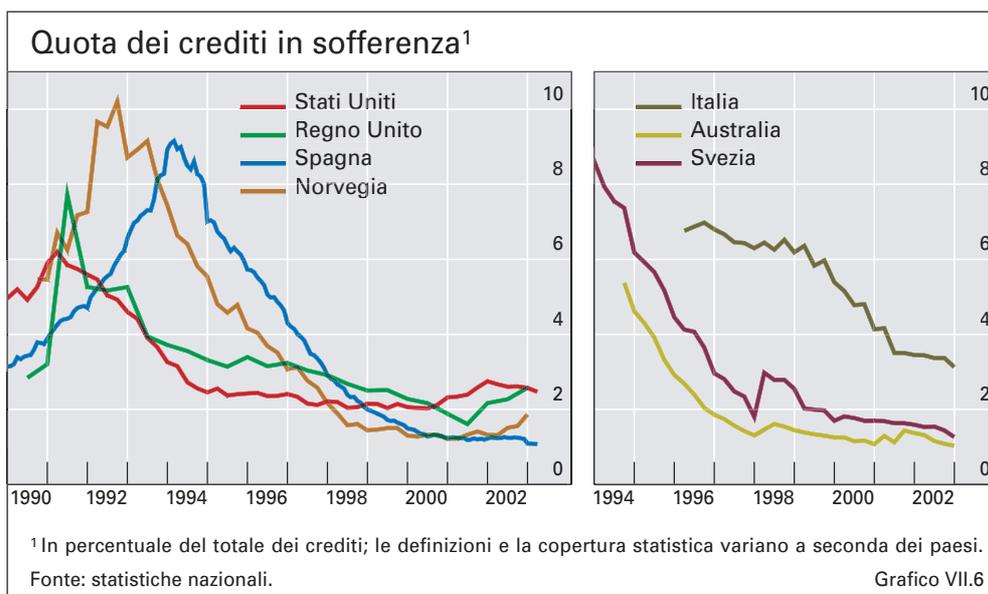
Buoni risultati delle banche negli USA ...





Giappone, le perdite su crediti non hanno subito variazioni di rilievo rispetto al 2001 e gli indici aggregati della qualità degli impieghi sono anzi leggermente migliorati (grafico VII.6). La robusta spesa delle famiglie per beni di consumo, specie automobili, la domanda sostenuta di credito al dettaglio e il perdurante vigore del mercato delle abitazioni hanno stimolato l'espansione dei prestiti ipotecari. La redditività di questa categoria di impieghi è stata inoltre favorita dalle commissioni incassate su ingenti operazioni di rifinanziamento dei mutui. I bassi rendimenti, insieme a una più acuta percezione del rischio, hanno potenziato gli afflussi di depositi bancari, mantenendo bassi i costi della provvista e sostenendo i margini di interesse. Infine, lo scorso anno sono diminuiti sensibilmente gli oneri non finanziari, probabilmente in virtù delle misure adottate per abbassare i costi, ma anche per effetto di una diversa contabilizzazione dell'avviamento.



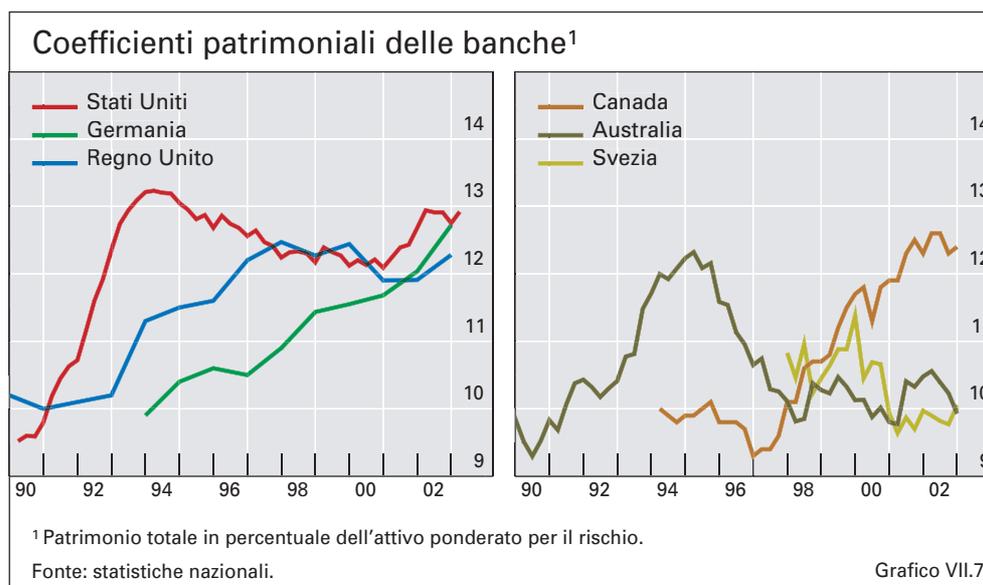


Le banche europee hanno in genere conseguito risultati meno brillanti di quelle americane, ma i proventi da interessi e di altra fonte sono rimasti abbastanza sostenuti e le svalutazioni di crediti hanno subito solo un aumento modesto. Una ben consolidata clientela locale di privati e imprese ha fornito risorse a basso costo e alimentato i ricavi per commissioni. In alcuni casi i profitti bancari hanno tratto beneficio dai progressi compiuti nella riduzione dei costi conseguita attraverso investimenti in nuove tecnologie e con le ristrutturazioni e razionalizzazioni dei servizi che hanno accompagnato il processo di consolidamento del settore nell'ultima parte degli anni novanta. Il ricalcolo dei prezzi e la ricomposizione dei prodotti in portafoglio hanno permesso a molte aziende bancarie di sorreggere la crescita dei ricavi in rapporto ai costi, alla quale hanno concorso anche i proventi derivanti dall'offerta di vari strumenti innovativi alle famiglie.

... così come in gran parte dell'Europa

La principale eccezione in questo quadro d'insieme è costituita dal settore bancario tedesco, dove la combinazione di fattori ciclici e istituzionali ha reso più evidenti problemi strutturali noti da tempo. Le banche tedesche hanno risentito di fattori congiunturali a causa della maggiore gravità del rallentamento dell'economia nazionale. Inoltre, i margini operativi cronicamente bassi, conseguenza di un sistema bancario frammentato e della forte concorrenza proveniente da varie istituzioni regionali poste sotto l'egida pubblica, non sono bastati a compensare le perdite su crediti, mettendo così a repentaglio il capitale accumulato negli anni novanta. Nelle circostanze attuali alcune banche potrebbero avere difficoltà a generare gli utili necessari ad assorbire un ulteriore sensibile scadimento della qualità degli impieghi. Ciò nonostante, il sistema bancario tedesco resta in generale adeguatamente capitalizzato (grafico VII.7). Risulta che le banche tedesche abbiano aumentato i margini sui crediti concessi alle imprese medio-piccole – con possibili effetti negativi su queste ultime – in parte per far fronte alla compressione dei profitti, ma anche nell'intento di adeguare il prezzo di tali crediti al loro grado di rischio. In

Le banche tedesche alle prese con problemi più seri



prospettiva, la cessazione delle garanzie governative esplicite in favore delle banche regionali e delle casse di risparmio, prevista per il 2005, dovrebbe contribuire ad allentare le pressioni sui margini delle banche commerciali nel più lungo periodo.

In Giappone la situazione del settore bancario rimane difficile, in quanto continuano a gravarvi la debolezza dell'attività economica e l'ulteriore declino dei prezzi. Sotto la pressione delle nuove regole prudenziali sulla valutazione dei crediti alle imprese dissestare, le banche giapponesi hanno iniziato ad affrontare con maggiore determinazione il grave problema delle sofferenze. Durante l'esercizio 2002 le maggiori aziende bancarie hanno subito perdite sui portafogli azionari per più di ¥3 000 miliardi, e gli accantonamenti a fronte di crediti inesigibili sono ammontati a oltre ¥5 000 miliardi. Di conseguenza, le perdite iscritte a bilancio hanno superato nell'anno la somma di ¥4 000 miliardi. Al fine di ripristinare i coefficienti patrimoniali, le stesse banche hanno emesso circa ¥2 000 miliardi di nuovi strumenti di capitale, fra cui azioni ordinarie, privilegiate e con obbligo di conversione (Capitolo VI). In alcuni casi, tuttavia, tali strumenti sono stati venduti a soggetti collegati o a clienti dell'istituzione emittente, cosicché non si può affermare che l'apporto di nuovo capitale abbia veramente rispecchiato la fiducia degli investitori. Nonostante queste nuove emissioni e le passate iniezioni di fondi pubblici, il coefficiente patrimoniale di alcune delle maggiori banche si è sensibilmente ridotto, e alla fine dell'esercizio esso risultava in certi casi ben inferiore al 10%. Inoltre, la posizione patrimoniale potrebbe essere sensibilmente più debole di quanto sembri, poiché una quota rilevante del capitale è costituita da crediti d'imposta differiti che potranno essere realizzati soltanto se le istituzioni riusciranno a generare consistenti profitti nel prossimo futuro. In effetti, in seguito ai dubbi espressi dai revisori circa le stime degli utili futuri, una grande banca ha ridotto il valore di tali crediti d'imposta in misura tale da attivare un intervento ufficiale.

Le banche giapponesi continuano a dibattersi nelle difficoltà

Compagnie di assicurazione

Lo scorso anno i risultati nel settore assicurativo sono stati decisamente peggiori di quelli delle banche. Ciò è in ampia misura dipeso dal rendimento scadente del portafoglio investimenti, che ha comportato minori profitti o addirittura perdite. Nel ramo vita gli utili sono stati ulteriormente compressi dalle elevate prestazioni garantite dalle polizze. Negli altri settori, comprese le riassicurazioni, gli scarsi introiti dal lato degli investimenti sono stati in parte compensati da un migliore risultato operativo. Gli incassi per premi sono cresciuti, mentre le richieste di risarcimento – che avevano subito un forte aumento nel 2001 in seguito agli attentati terroristici negli Stati Uniti e a una serie di calamità naturali – sono ritornate a livelli più normali.

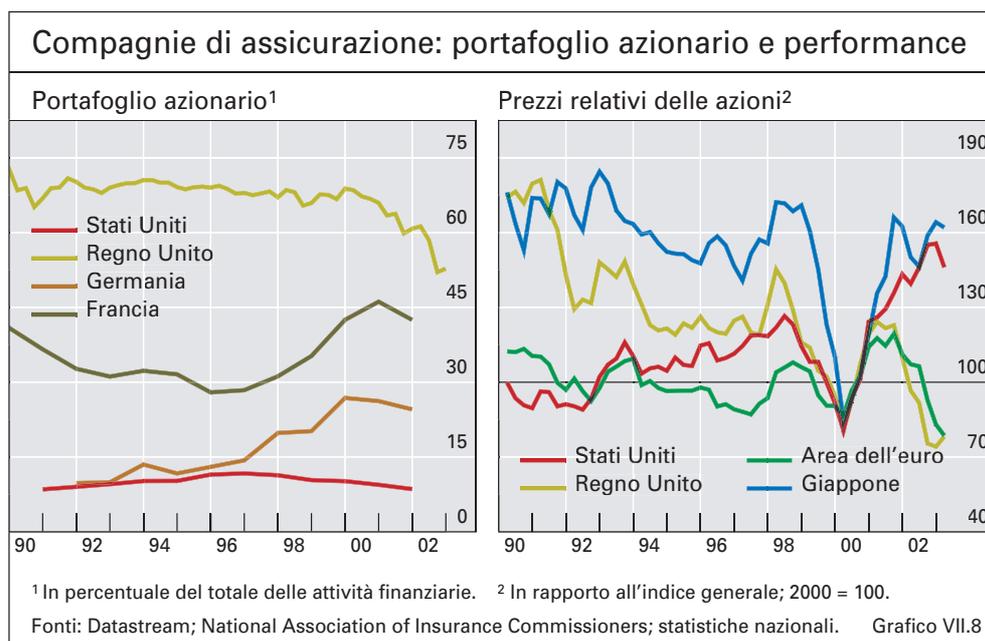
I modesti risultati della gestione investimenti vanno ascritti a due fattori. Anzitutto, sono fortemente calati i rendimenti sui nuovi strumenti a tasso fisso, a causa del drastico allentamento della politica monetaria. Fatto ancor più importante, la caduta dei prezzi delle azioni e delle obbligazioni ha ridotto il valore dei portafogli. Si aggiunga che, per effetto delle regole contabili vigenti in molti paesi, non tutte queste perdite potrebbero essere già rispecchiate nei documenti contabili delle società. Da un confronto internazionale emerge una correlazione inversa fra l'andamento delle azioni del settore assicurativo e l'esposizione di quest'ultimo verso il mercato azionario (grafico VII.8). La performance relativa dei titoli assicurativi nel Regno Unito e negli Stati Uniti ne è un buon esempio. Le compagnie britanniche detengono tradizionalmente un ingente portafoglio azionario e hanno maggiormente sofferto dell'attuale clima di mercato, mentre quelle statunitensi hanno dovuto per lo più limitare la propria esposizione verso il mercato azionario a causa di vincoli regolamentari.

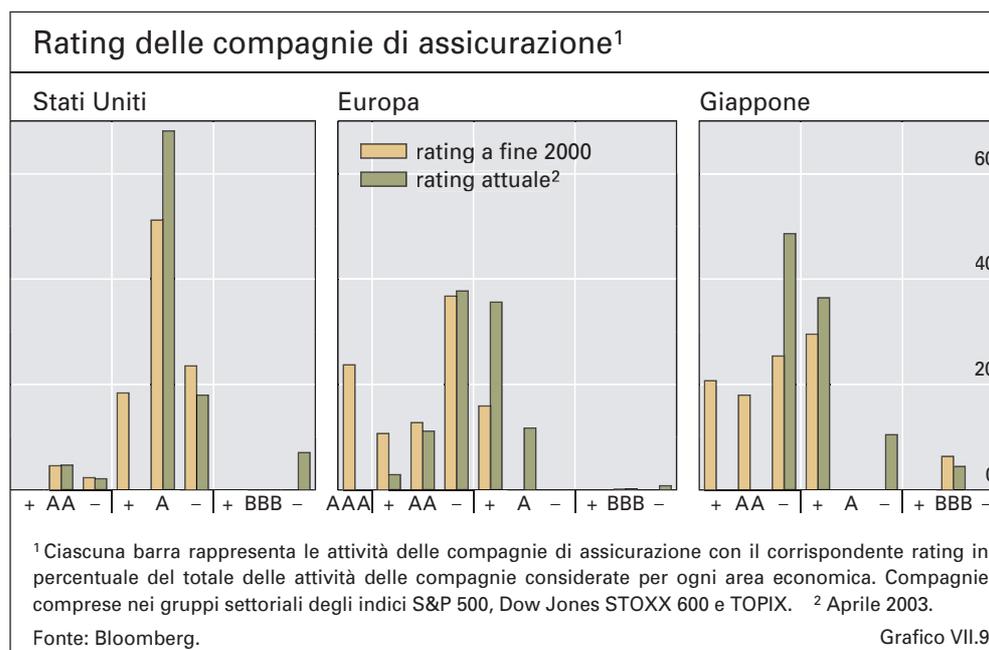
Nel 2002 le perdite sugli investimenti, insieme al modesto risultato della gestione tecnica, hanno intaccato il merito di credito di varie imprese di assicurazione. Talune hanno reagito riducendo i dividendi o emettendo nuovo capitale per rafforzare i propri bilanci; altre hanno subito un declassamento

Risultati meno buoni nel settore assicurativo ...

... a causa delle perdite di portafoglio

I rating delle assicurazioni ne hanno risentito





del rating (grafico VII.9); altre ancora, di dimensioni minori, sono fallite. I declassamenti sono stati più diffusi in Europa e in Giappone che negli Stati Uniti. Malgrado ciò, il merito di credito delle società di assicurazione europee rimane in media più elevato di quello delle loro omologhe americane.

Fattori alla base della buona tenuta

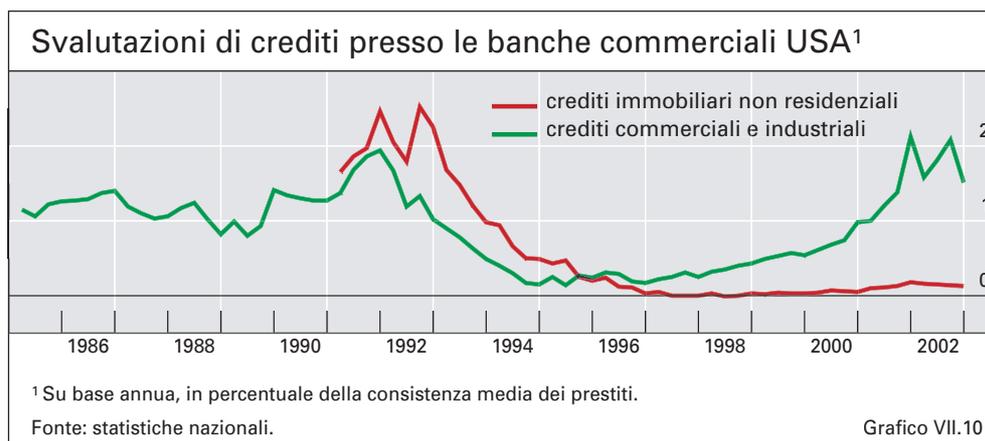
La resilienza del settore finanziario rispecchia fattori sia ciclici che strutturali

La tenuta mostrata negli ultimi tempi dalle banche nella maggior parte dei paesi industriali è attribuibile a fattori di natura sia ciclica che strutturale. Per quanto riguarda i primi, la recente fase di debolezza dell'economia si è distinta per taluni aspetti atipici che hanno limitato l'aumento delle perdite su crediti rispetto ai valori storicamente osservati, nonostante i considerevoli problemi incontrati da molte imprese non finanziarie. A livello strutturale, negli ultimi anni è senza dubbio migliorata sensibilmente la gestione del rischio da parte delle banche, mentre l'evoluzione del mercato finanziario ha facilitato la ripartizione del rischio creditizio fra i vari operatori.

Fattori ciclici

Atipicità del ciclo recente

Due aspetti atipici del recente rallentamento dell'attività economica hanno concorso ad attenuarne gli effetti sugli intermediari, e in particolare sulle banche. In primo luogo, come si è detto nel Capitolo II, la flessione è stata causata principalmente da una correzione spontanea del boom trainato dagli investimenti, che si era accompagnato a valutazioni eccessive delle azioni, anziché da un inasprimento delle condizioni monetarie in risposta ad accresciute pressioni inflazionistiche. Di conseguenza, la politica monetaria ha potuto essere decisamente allentata di fronte alla decelerazione dell'economia. Il ribasso dei tassi d'interesse ha contribuito al secondo aspetto atipico, ossia il relativo vigore dei mercati immobiliari. I prezzi delle abitazioni hanno continuato a salire, segnando in alcuni paesi addirittura un'impennata



(Capitolo VI). Pur essendo diminuiti, i prezzi dei fabbricati commerciali hanno subito in generale cali inferiori a quelli che si erano spesso osservati in passato durante fasi analoghe del ciclo.

Grazie alla riduzione dei costi per il servizio del debito indotta dal calo dei tassi d'interesse, e all'effetto positivo sui bilanci risultante dall'elevato valore degli immobili, lo scorso anno la qualità dei crediti si è deteriorata assai meno che in occasione di precedenti periodi di flessione congiunturale. Se la debolezza dell'economia e la correzione degli eccessi in vari settori, come quelli delle tecnologie informatiche e delle telecomunicazioni, hanno fatto aumentare sensibilmente le perdite sui crediti industriali e commerciali (grafico VII.10), le svalutazioni di prestiti collegati a beni immobiliari, specie nel segmento delle ipoteche commerciali, sono rimaste contenute. Per contro, gli investitori con una maggiore esposizione verso il mercato azionario e con una più rigida struttura dei costi, come le compagnie di assicurazione, hanno subito perdite più consistenti in seguito al forte calo dei corsi azionari e dei tassi d'interesse a lungo termine.

Il fatto che in molti paesi il deterioramento nel mercato degli immobili commerciali sia stato abbastanza modesto è in gran parte dovuto all'assenza di un boom del settore durante la precedente fase di espansione. A differenza dei prezzi delle abitazioni, quelli dei fabbricati commerciali si erano mantenuti ben al di sotto dei precedenti massimi (tabella VII.2). Inoltre, nella maggioranza dei paesi l'attività nel settore delle costruzioni era rimasta su livelli contenuti. Di conseguenza, allorché l'economia ha rallentato, l'aumento del numero di vani inoccupati e il calo dei canoni di locazione e dei prezzi sono stati generalmente moderati, gravando meno sui bilanci dei mutuatari. Vero è che l'incremento della quota dei fabbricati liberi può sottostimare l'eccesso di capacità nella misura in cui gli attuali locatari stiano cercando di subaffittare spazi di cui non hanno più bisogno. Tuttavia, in questi casi i proprietari continuano comunque a percepire un reddito che consente loro di assicurare il servizio del debito.

Data la minore eccedenza dell'offerta rispetto al passato, la performance degli immobili commerciali è dipesa dal vigore della domanda di superfici. La perdurante crescita della spesa in consumi in molti paesi ha stimolato la richiesta di locali per esercizi al dettaglio. Per contro, i prezzi degli stabili per

La qualità dei crediti è peggiorata meno che in cicli passati ...

... specie nel settore immobiliare

La performance degli immobili commerciali è dipesa dalla domanda

Prezzi degli immobili								
	Immobili commerciali ¹			Immobili residenziali			Per memoria: debito delle famiglie ²	
	1995-2002	2002	2002	1995-2002	2002	2002	1995-2002	2002
	variazione nominale ³		livello ⁴	variazione nominale ³		livello ⁴	variazione nominale ³	
Stati Uniti	3,2	-5,6	37	5,8	6,9	100	8,1	8,9
Giappone ⁵	-8,7	-10,0	38	-3,0	-4,6	69	0,3	-2,4
Germania	4,1	-14,2	63	0,0	1,0	84	4,4	2,5
Regno Unito	2,8	-3,7	35	11,8	23,9	100	8,6	13,0
Francia	5,9	-4,3	64	4,8	6,7	100	6,2	6,2
Italia	11,6	5,5	84	3,7	10,0	94	8,1	6,3
Canada	4,6	-0,5	52	3,6	10,3	94	6,0	7,8
Spagna	12,5	-20,5	49	9,8	17,4	100	13,2	6,2
Paesi Bassi	7,5	-11,8	86	11,2	4,5	99	12,7	7,0
Australia	2,5	-7,8	44	9,0	18,5	100	11,9	12,4
Svizzera	0,2	-1,6	61	0,1	4,9	66	3,3	3,3
Belgio	4,0	0,4	78	5,2	6,5	100	5,1	1,5
Svezia	4,9	-7,4	52	8,0	9,2	100	7,1	8,2
Norvegia	5,6	-2,9	43	8,9	5,6	97	7,6	6,1
Danimarca	7,2	8,0	85	7,0	3,4	100	7,9	5,9
Finlandia	3,3	-2,3	59	8,2	8,7	79	4,3	4,7
Irlanda	14,3	-3,0	91	14,5	14,2	100

¹ Per Australia, Belgio, Italia e Spagna, immobili di qualità primaria nelle maggiori città. ² Categoria dei conti finanziari nazionali, ove disponibile, altrimenti credito bancario; dati parzialmente stimati. ³ In percentuale annua. ⁴ Rispetto al precedente massimo dei prezzi reali degli immobili commerciali/residenziali. ⁵ Prezzi dei terreni.

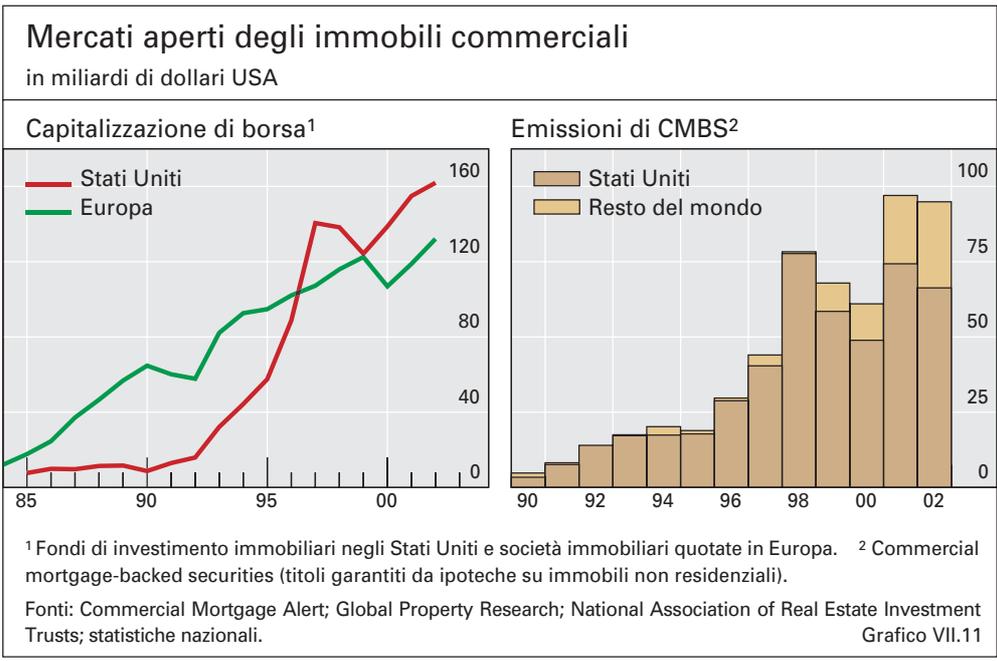
Fonti: Catella Property Consultants; Frank Russell Canada Ltd.; Investment Property Databank Ltd.; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Nomisma; Office of Federal Housing Enterprises Oversight; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella VII.2

uffici o attività industriali hanno sofferto particolarmente nei mercati che si trovavano in condizioni di debolezza, a causa degli andamenti economici generali, come in Germania, oppure di problemi settoriali, come per la Silicon Valley negli Stati Uniti. In alcune piazze finanziarie essi hanno risentito della flessione delle operazioni di investment banking. Gli immobili situati in centri con attività più articolate hanno mostrato una migliore tenuta.

L'andamento relativamente moderato del mercato degli immobili commerciali durante il più recente ciclo si spiega con vari fattori. Il ricordo delle perdite subite in seguito al collasso del settore nei primi anni novanta ha presumibilmente indotto gli investitori e i prestatori ad agire con maggiore cautela e a vagliare più severamente i progetti. È inoltre probabile che l'assorbimento solo graduale dell'eccesso di capacità generato dalla precedente ondata di costruzioni abbia limitato i nuovi investimenti. Alla relativa stabilità del settore può aver concorso anche il ruolo più importante assunto dai canali di finanziamento del mercato, fra cui fondi di investimento immobiliari, società immobiliari quotate in borsa e titoli garantiti da ipoteche commerciali (grafico VII.11). Si può infatti ritenere che l'espansione di questi strumenti collettivi di finanziamento abbia migliorato la trasparenza e la disciplina del mercato. Essa ha inoltre permesso una più ampia dispersione dei rischi, riducendo così l'esposizione dei prestatori verso singoli progetti. Infine, questi

Assenza di boom dovuta al ricordo delle passate perdite ...

... e al più stretto controllo del mercato

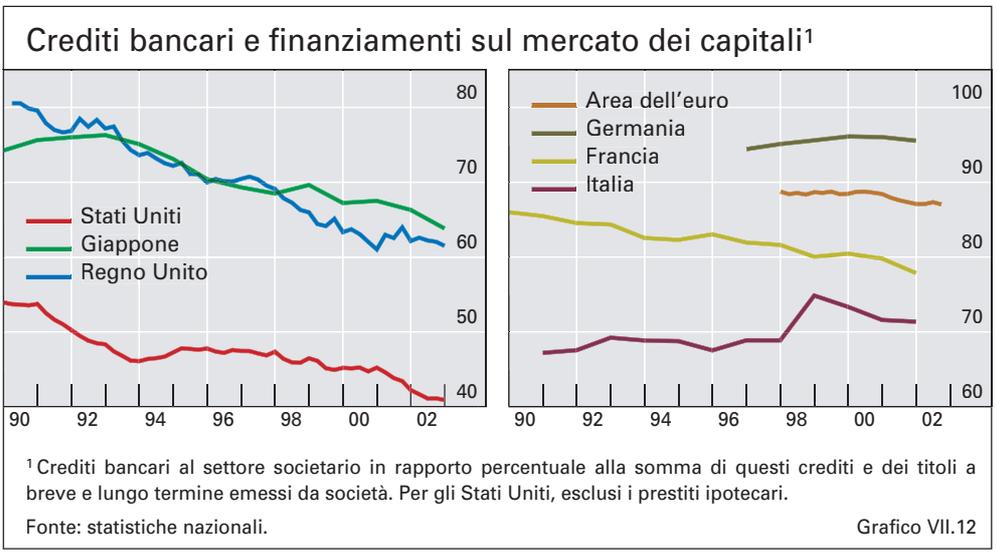


strumenti hanno facilitato l'accesso al mercato di nuovi investitori, con il risultato di ampliare il potenziale di risorse in caso di difficoltà a livello delle fonti di finanziamento tradizionali.

Fattori strutturali

Sebbene le peculiarità del ciclo più recente abbiano senz'altro agito nel senso di limitare le conseguenze per le istituzioni finanziarie, specie le banche, questo esito è in parte dovuto a due altri fattori. In primo luogo, negli ultimi anni si è assistito in molte economie a un riorientamento dei flussi creditizi a scapito dei prestiti bancari e in favore dei finanziamenti sul mercato dei capitali (grafico VII.12). Di conseguenza, le perdite che in precedenti fasi di debolezza del ciclo sarebbero ricadute sulle sole banche, sono state condivise con gli investitori mobiliari. In secondo luogo, è migliorata la distribuzione dei rischi

Maggiore dispersione del rischio, favorita ...



all'interno dello stesso settore bancario, giacché in generale esso ha saputo limitare meglio che in passato la concentrazione dei rischi.

... da una migliorata gestione delle esposizioni ...

A tale evoluzione ha concorso una più efficace misurazione e gestione del rischio di credito da parte delle banche. Queste hanno tratto vantaggio in particolare dall'impiego di perfezionate tecnologie informatiche, che facilitano la quantificazione e il "pricing" del rischio di controparte, nonché il monitoraggio di potenziali concentrazioni. L'accresciuta attenzione prestata al rischio è anche il risultato delle pressioni esercitate dal mercato e dalle autorità di vigilanza per indurre le banche ad affinare il prezzaggio del rischio, a potenziare il capitale proprio e a impiegare quest'ultimo in modo più efficiente.

... e dallo sviluppo degli strumenti per trasferire il rischio:

La migliore distribuzione del rischio è stata favorita anche dalla comparsa di nuovi segmenti di mercato e dallo sviluppo di quelli già esistenti, come i mercati delle obbligazioni societarie, dei prestiti sindacati, dei titoli garantiti da attività e dei derivati su crediti.

A determinare lo spostamento nei flussi di fondi dal credito bancario al mercato mobiliare hanno contribuito negli ultimi anni fattori che hanno agito dal lato sia dell'offerta sia della domanda. Il costo e la disponibilità del finanziamento obbligazionario hanno tratto beneficio dall'espansione del mercato dei titoli ad alto rendimento, specie negli Stati Uniti, e dallo sviluppo del mercato obbligazionario europeo dopo l'avvento dell'euro nel 1999. Inoltre, in presenza di rendimenti vicini ai minimi storici, molte imprese hanno scelto di bloccare il costo della raccolta e di evitare il rischio di rifinanziamento, sostituendo passività a breve termine, fra cui i crediti bancari, con titoli obbligazionari (Capitolo VI). Tale tendenza è stata anche incoraggiata dalla maggiore riluttanza delle banche a concedere linee di backup per l'emissione di carta commerciale, un fatto ricollegabile alla più corretta valutazione dei rischi insiti in tali linee creditizie.

prestiti sindacati ...

Nel mercato dei prestiti sindacati le banche hanno trasferito una parte consistente del rischio creditizio a investitori non bancari, come compagnie di assicurazione, fondi comuni di investimento, fondi pensione, hedge fund e società di cartolarizzazione. Negli ultimi anni questi operatori hanno contribuito per circa un decimo al totale dei prestiti sindacati statunitensi, e le esposizioni da essi assunte sono state notevolmente più rischiose di quelle detenute dalle banche (tabella VII.3). Ciò si spiega presumibilmente con la

Prestiti sindacati USA ¹								
	Quota sul totale dei crediti (in %) ²			Per memoria: <i>totale crediti (mili di \$)</i>	Quota dei prestiti anomali ³			
	Banche USA	Gruppi bancari esteri	Non-banche		Banche USA	Gruppi bancari esteri	Non-banche	Totale crediti
2000	48	45	7	1 951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2 050	5,2	4,7	14,5	5,7
2002	45	45	10	1 871	6,5	7,3	22,6	8,4

¹ Comprende sia i prestiti in essere che le linee non utilizzate. ² Volume in dollari dei crediti detenuti da ciascun gruppo di istituzioni in percentuale sul volume totale in dollari dei crediti. ³ Volume in dollari dei prestiti classificati dai valutatori come "substandard", "doubtful" oppure "loss", in percentuale sul volume totale in dollari dei crediti.

Fonte: Board of Governors del Federal Reserve System. Tabella VII.3

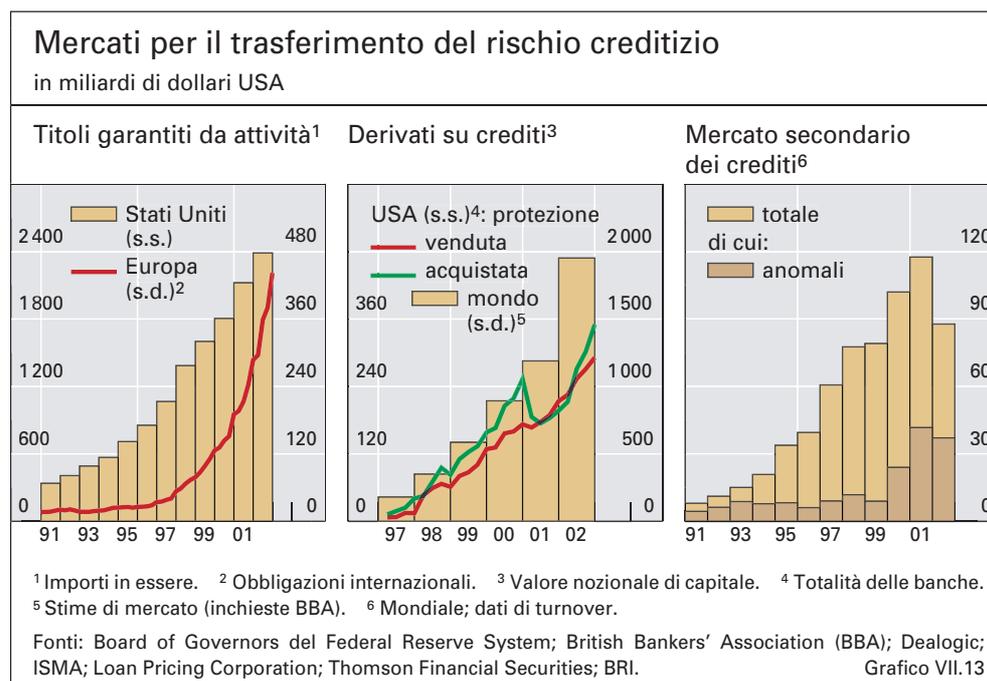
maggior propensione al rischio degli investitori non bancari e con le vendite di crediti in sofferenza da parte di banche intenzionate a limitare il deterioramento del portafoglio. In effetti, la quota delle transazioni in crediti anomali sul mercato secondario dei prestiti sindacati è decisamente aumentata negli anni più recenti.

Gli intermediari hanno inoltre fatto crescente ricorso al mercato dei titoli garantiti da attività ("asset-backed securities", ABS) per ridurre la loro esposizione verso diverse tipologie di crediti. Negli ultimi anni l'ammontare in essere di tali titoli è cresciuto fortemente negli Stati Uniti, e ancor più in Europa, dove l'incremento ha superato il 50% annuo (grafico VII.13). Negli Stati Uniti, che vantano il più ampio mercato di questo tipo, le attività più comunemente impiegate per garantire le emissioni sono le ipoteche su abitazioni. Una quota rilevante di titoli è stata emessa a fronte di crediti al consumo, finanziamenti a imprese e prestiti commerciali. Il quadro è sostanzialmente simile in Europa.

Il mercato dei derivati creditizi – come i "credit default swap", le "credit-linked notes", i "total return swap" e altri strumenti analoghi – ha avuto un'espansione estremamente rapida negli anni recenti. Il valore nozionale di tali contratti si è pressoché decuplicato dalla fine degli anni novanta, raggiungendo lo scorso anno l'importo di circa \$2 000 miliardi. Questo elevato ammontare è però dovuto in parte ad attività di negoziazione e di market-making, anziché a posizioni nette impiegate per coprire o assumere esposizioni creditorie. Ad esempio, fra il 1997 e la fine del 2002 le acquisizioni di strumenti di protezione sul mercato dei derivati creditizi da parte delle banche USA hanno praticamente eguagliato le vendite, essendo entrambe passate da un importo trascurabile a circa \$300–350 miliardi. Nel corso del tempo la posizione netta ha mostrato ampie fluttuazioni in rapporto a quella lorda, e occasionalmente le banche USA sono state venditrici nette. Alla fine dello scorso anno esse risultavano comunque acquirenti nette di protezione

... titoli garantiti da attività ...

... e derivati creditizi



creditizia nella misura di \$60 miliardi, equivalenti all'8% circa dei loro crediti commerciali e industriali.

Le banche sono acquirenti nette di protezione creditizia ...

Un'indagine condotta da Fitch Ratings presso molte importanti istituzioni finanziarie statunitensi ed europee fornisce ulteriori indicazioni sulla dimensione e sulla struttura del mercato dei derivati creditizi nell'autunno 2002 (tabella VII.4). Le posizioni lorde assunte dalle imprese censite ammontavano a \$1 200 miliardi in termini di valore nozionale, cui si aggiungevano \$117 miliardi di "collateralised debt obligation". La quota maggiore sul totale delle posizioni lorde era detenuta dalle banche, ma anche le compagnie di assicurazione e i prestatori di garanzie finanziarie presentavano esposizioni considerevoli. Le posizioni nette apparivano decisamente inferiori a quelle lorde per la totalità del campione. Sempre all'epoca dell'indagine, le banche USA ed europee risultavano acquirenti nette di protezione creditizia, mentre le compagnie di assicurazione e, come prevedibile, i prestatori di garanzie finanziarie detenevano

... mentre le assicurazioni sono venditrici nette

Posizioni in derivati creditizi ¹							
a fine settembre 2002, in miliardi di dollari USA							
	Credit default swap	Prodotti di portafoglio	Credit-linked notes	Total return swap	Altri	Totale ²	Per memoria: CDO ³
Posizioni lorde ⁴							
Totale	614,0	390,6	17,4	48,6	113,7	1 184,4	117,4
Stati Uniti	259,4	327,6	8,3	23,0	110,1	728,5	85,5
Banche	246,7	40,2	7,5	22,2	110,1	426,7	10,2
Assicurazioni	4,9	103,1	0,8	0,9	0	109,7	18,9
Prestatori di garanzie finanziarie	7,8	184,3	0	0	0	192,1	56,4
Europa	354,7	62,9	9,1	25,6	3,6	455,9	31,9
Banche	351,3	54,0	9,0	25,6	3,6	443,4	31,5
Assicurazioni	3,4	8,9	0,1	0	0	12,5	0,4
Posizioni nette ⁴							
Totale	-25,3	206,5	-27,7	2,3	31,6	187,4	...
Stati Uniti	-6,9	215,3	-1,0	1,9	30,7	240,1	...
Banche	-18,3	-42,9	-1,8	1,0	30,7	-31,2	...
Assicurazioni	4,2	99,2	0,8	0,9	0	105,0	...
Prestatori di garanzie finanziarie	7,2	159,1	0	0	0	166,3	...
Europa	-18,5	-8,8	-26,7	0,4	0,9	-52,7	...
Banche	-21,7	-17,7	-26,9	0,4	0,9	-65,0	...
Assicurazioni	3,2	8,9	0,1	0	0	12,3	...

¹ I dati sintetizzano i risultati di un'indagine compiuta su circa 150 operatori attivi nel mercato dei derivati creditizi, con particolare riguardo a quelli che vendono protezione creditizia. ² I valori per le altre aree sono di \$13,9 miliardi (lordi) e di \$8,7 miliardi (netti). ³ "Collateralised debt obligation"; il totale per le altre aree è di \$0,6 miliardi. ⁴ Le "Posizioni lorde" rappresentano le vendite aggregate lorde di protezione creditizia alle controparti. Esse forniscono la misura della perdita massima su tali contratti in caso di fallimento di tutte le entità di riferimento. Le "Posizioni nette" rappresentano invece le vendite aggregate di protezione creditizia al netto delle posizioni opposte verso la stessa entità di riferimento. Le definizioni specifiche delle esposizioni lorde e nette differiscono a seconda dei partecipanti in funzione anche dei rispettivi sistemi di rilevazione.

Fonte: Fitch Ratings. Tabella VII.4

una cospicua posizione netta in vendita. Dall'inchiesta emergeva inoltre che, all'interno dell'Europa, le banche maggiori avevano acquistato protezione da banche regionali secondarie desiderose di ottenere rendimenti più elevati e di diversificare il proprio rischio di credito.

Le istituzioni finanziarie hanno fatto variamente ricorso a questi mercati per trasferire il rischio creditizio fra i diversi paesi e settori. Il trasferimento internazionale del rischio appare particolarmente importante per i prestiti sindacati e le obbligazioni societarie. Negli ultimi anni i gruppi bancari europei e giapponesi hanno contribuito per il 30% ai prestiti sindacati in favore di mutuatari USA (tabella VII.5). Di converso, le banche americane e giapponesi hanno partecipato nella misura del 20% circa ai prestiti concessi a imprese con sede in Europa. Mentre non sono disponibili dati analoghi per il mercato dei titoli garantiti da attività, gli investimenti esteri in obbligazioni private USA sono decisamente aumentati negli anni recenti, raggiungendo alla fine del 2002 l'ammontare di circa \$1 300 miliardi, equivalente a oltre il 20% del volume complessivo in essere.

Per contro, in base alle limitate informazioni disponibili sui derivati creditizi, non sembra che il loro impiego si sia tradotto in un importante trasferimento internazionale del rischio. A livello aggregato, l'indagine ricordata non evidenzia vendite nette di protezione in talune regioni e acquisti netti in altre. A livello istituzionale, una recente inchiesta presso le maggiori banche USA indicava che nella grande maggioranza dei casi i "credit default swap" – la

Questi mercati consentono di trasferire il rischio fra i vari paesi

Prestiti sindacati mondiali a prestatori non finanziari						
in percentuale						
Nazionalità dei prestatori ¹	Nazionalità dei prestatori					Per memoria: in % dei crediti bancari ³
	Stati Uniti	Area dell'euro	Regno Unito	Giappone	Altri ²	
Stati Uniti						
1993-95	49,4	17,2	3,7	12,6	17,2	33,2
1996-99	51,0	17,6	2,5	7,5	21,4	52,0
2000-02	56,4	20,6	4,5	5,6	13,4	48,0
Area dell'euro						
1993-95	8,2	61,1	5,6	14,5	10,6	...
1996-99	8,5	68,5	5,6	4,0	13,4	5,0 ⁴
2000-02	13,7	63,6	10,2	4,6	7,9	7,0
Regno Unito						
1993-95	11,6	27,2	29,2	13,9	18,2	13,7
1996-99	11,7	35,2	22,4	9,9	20,8	23,4
2000-02	15,0	35,2	32,0	7,2	10,7	28,6
Giappone						
1997-99	4,9	17,4	4,0	63,2	10,6	0,5
2000-02	4,1	8,0	1,7	84,4	1,8	2,8

¹ In base alla residenza. ² Comprende i prestiti di origine non identificata. ³ Volume medio dei nuovi prestiti sindacati concordati durante il periodo (utilizzati e non), in rapporto alla consistenza media dei crediti erogati da banche a società non finanziarie. ⁴ 1997-99.

Fonti: Dealogic Loanware; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella VII.5

forma più comune di derivato creditizio – stipulati dalle istituzioni interpellate avevano come controparte residenti statunitensi.

Vulnerabilità

Quantunque in generale le istituzioni finanziarie abbiano superato relativamente bene il recente ciclo, la loro solidità futura è esposta a vari rischi. I più importanti sono quelli legati alle incertezze che caratterizzano il quadro macroeconomico. In effetti, il perdurare dell'inattesa debolezza dell'economia potrebbe ridurre ulteriormente il valore delle attività ed esercitare pressioni aggiuntive sui bilanci. Oltre che a queste contingenze di natura congiunturale, alcune istituzioni sono esposte a rischi legali e di reputazione connessi con l'attività svolta durante il periodo di forte espansione degli ultimi anni novanta, e ulteriori rischi potrebbero derivare agli operatori dalla potenziale fragilità dei nuovi mercati per il trasferimento del rischio creditizio.

Rischi di natura ciclica

Il rischio primario è una protratta debolezza economica

Il fattore fondamentale all'origine dei diversi pericoli cui sono esposte le imprese finanziarie è l'andamento dell'economia mondiale. Una graduale ripresa verso il livello potenziale di crescita, com'è nella maggioranza delle previsioni, dovrebbe con il tempo migliorare la qualità degli impieghi e quindi la redditività delle istituzioni. Per contro, un più lungo periodo di debolezza dell'economia, o addirittura un nuovo rallentamento, rischierebbe di sottoporle a forti pressioni e di erodere ulteriormente le risorse che ne hanno finora sostenuto la capacità di resistenza.

Ruolo chiave dei prezzi delle attività

La debolezza dei prezzi delle attività avrebbe presumibilmente un ruolo chiave in uno scenario del genere. Nonostante la loro protratta discesa, al momento di andare in stampa le valutazioni del mercato azionario restavano relativamente elevate, segnalando attese di un forte recupero degli utili nel breve periodo (Capitolo VI). Inoltre, come mostra l'esperienza storica, i prezzi delle azioni tendono a reagire in misura eccessiva nella fase finale delle grandi correzioni. Di conseguenza, essi potrebbero ancora calare qualora la ripresa tardasse troppo a riprendere slancio. Anche i prezzi degli immobili hanno dato segni di cedimento nei mesi recenti (Capitolo VI). Una prolungata debolezza economica potrebbe senz'altro causare marcate flessioni, almeno nei mercati che hanno registrato gli aumenti maggiori durante gli ultimi anni. Per giunta, l'accresciuto ricorso del settore degli immobili commerciali al finanziamento di mercato potrebbe rivelarsi un'arma a doppio taglio. In caso di deterioramento delle condizioni finanziarie è senz'altro possibile che aumenti la domanda di sicurezza e di liquidità da parte degli investitori, deprimendo i prezzi dei titoli garantiti da ipoteche su immobili commerciali, come avvenne nell'autunno del 1998.

Le assicurazioni sono le più esposte

Data la struttura del loro portafoglio, le imprese di assicurazione sono quelle più direttamente esposte a un nuovo sensibile calo dei prezzi delle attività, specie in un contesto di tassi d'interesse bassi. La base di capitale gravemente indebolita consente loro un limitato margine di manovra, e un eventuale peggioramento delle condizioni di mercato potrebbe rendere più

difficile il reperimento di nuove risorse, senza contare che ulteriori vendite forzate di azioni da parte di assicuratori accentuerebbe il ribasso degli indici di borsa.

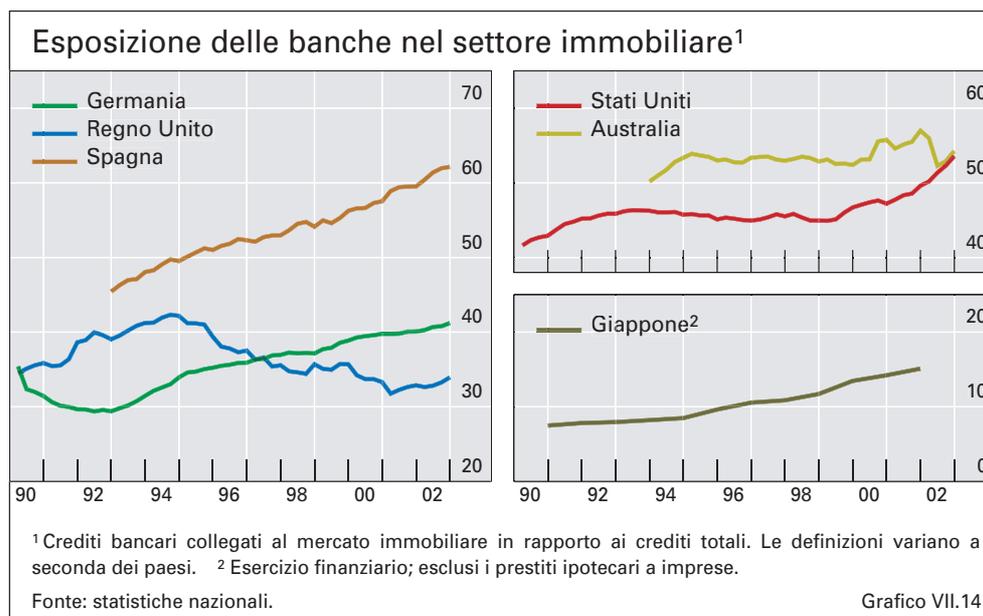
Negli ultimi anni il valore del portafoglio dei fondi pensione aziendali è fortemente calato in seguito al deprezzamento delle azioni, alle insolvenze societarie e all'ampliarsi degli spread creditizi. Sui fondi ha inoltre pesato negativamente il calo dei tassi d'interesse, aumentando il valore attuariale delle passività. Di fronte alla diminuita copertura di queste ultime, molti datori di lavoro, e in particolare le grandi società industriali con personale in età matura, hanno dovuto aumentare i propri contributi ai fondi previdenziali in un momento in cui i profitti erano già calanti. Inoltre, date le pratiche contabili vigenti in molti paesi, è probabile che questi maggiori oneri continuino a gravare sugli utili di bilancio delle società con sistemi pensionistici a prestazioni definite, ritardando l'impatto favorevole di una ripresa economica sulle loro quotazioni di borsa. In vari casi i timori per le conseguenze della sottocapitalizzazione dei fondi sulla struttura finanziaria delle aziende hanno causato abbassamenti dei rating e reso più costoso il finanziamento (Capitolo VI).

Un ulteriore declino dei prezzi delle attività aggraverebbe ancor più la situazione finanziaria di fondi previdenziali a prestazioni definite e delle aziende che vi contribuiscono. Poiché gli operatori sono maggiormente consapevoli dei potenziali effetti delle passività previdenziali sui bilanci societari, potrebbe ulteriormente aumentare la reattività dei corsi azionari e obbligazionari al livello di capitalizzazione dei fondi pensione. Inoltre, in molte giurisdizioni sono stati di recente introdotti, o sono in progetto, cambiamenti nelle regole e procedure che disciplinano il trattamento contabile di tali poste di bilancio e il loro collegamento con il conto economico. Si può presumere che in seguito a tali modifiche sarà più difficile gestire le minusvalenze del portafoglio, in quanto verrà ridotto il margine di flessibilità di cui dispongono oggi le aziende per ammortizzare nel più lungo periodo l'impatto sugli utili di un'insufficiente copertura dei fondi pensionistici.

Un prolungato periodo di debolezza economica accompagnato da una nuova svalutazione delle attività inciderebbe anche sulle condizioni finanziarie delle banche, sebbene la manifestazione di tali effetti possa richiedere tempi più lunghi. Nonostante gli sforzi compiuti di recente da talune società per ristrutturare i propri bilanci, in molti paesi il debito delle imprese rimane elevato, cosicché una protratta crescita al disotto del potenziale, attraverso il suo impatto negativo sulle entrate e sui profitti aziendali, rischierebbe di far aumentare le perdite delle banche sui crediti concessi alle imprese. In particolare, le istituzioni bancarie continuano ad essere molto esposte verso società operanti in settori deboli, come le tecnologie informatiche, i mass media, le telecomunicazioni e i servizi di trasporto. Anche un ribasso dei prezzi degli immobili potrebbe danneggiare le banche, perché in numerosi paesi la quota dei crediti garantiti da beni immobili è assai elevata, e in alcuni casi è ancora salita di recente (grafico VII.14). Qualora la crescita del reddito e dell'occupazione dovesse mantenersi bassa, e il calo di prezzo delle abitazioni limitasse le opportunità di finanziamento a fronte di questi cespiti patrimoniali, la qualità dei crediti alle famiglie potrebbe facilmente scendere al disotto della categoria

Anche gli schemi pensionistici sono soggetti a potenziali pressioni

Gli effetti avversi sulle banche potrebbero tardare a manifestarsi



“sub-prime”, che già manifesta notevoli segni di tensione. Una perdurante congiuntura debole e un deprezzamento degli immobili causerebbero difficoltà anche al segmento delle ipoteche su fabbricati non residenziali, minando quello che è stato un fattore di forza, sia per le banche che per le assicurazioni, durante la recente fase di rallentamento dell’economia.

Talune istituzioni sono esposte a un rialzo dei tassi

Una protratta debolezza dell’economia potrebbe causare anche un rialzo dei tassi d’interesse a lungo termine, sia peggiorando lo stato delle finanze pubbliche, sia innescando una fuga verso la liquidità in risposta alle accresciute incertezze. Una siffatta evoluzione minaccerebbe le istituzioni che detengono una consistente esposizione al rischio di tasso d’interesse. Se per alcuni intermediari tale esposizione può essere voluta, in previsione di rendimenti stabili o calanti, per altri – come le banche giapponesi – essa è semplicemente dovuta a mancanza di alternative. Per giunta, alcune istituzioni potrebbero avere difficoltà a coprire la loro complessa posizione di tasso d’interesse. Ciò vale, ad esempio, per le agenzie federali di credito ipotecario negli Stati Uniti, che sono esposte a rischi di un incerto volume di rimborsi anticipati. Una volta iniziata, l’ascesa dei tassi potrebbe essere amplificata da una contrazione della liquidità se alcuni operatori fossero di conseguenza indotti a ritirarsi dall’attività di negoziazione e di market-making, come accadde agli inizi del 1994. Ovviamente, anche una ripresa dell’economia più rapida del previsto farebbe salire i tassi d’interesse. In questo caso, però, l’aumento dei redditi e dei prezzi delle attività contribuirebbe senz’altro ad attenuare i rischi per le istituzioni finanziarie.

Altri rischi

Quand’anche si consolidi il valore delle attività con l’ulteriore graduale ripresa dell’economia mondiale, alcune istituzioni finanziarie potrebbero comunque incontrare difficoltà di altro genere, dovute in parte al retaggio dell’espansione dei mercati finanziari alla fine degli anni novanta. In tale contesto sono

individuabili due fattori di vulnerabilità: i rischi legali e di reputazione conseguenti all'attività svolta dalle istituzioni durante quel periodo e le possibili difficoltà nel funzionamento dei nuovi mercati per il trasferimento del rischio creditizio. Questi rischi sono più difficili da valutare e presumibilmente meno diffusi di quelli collegati alla debolezza dell'economia e al calo dei prezzi delle attività. Nondimeno, essi potrebbero causare problemi a grandi istituzioni e, a seconda delle circostanze, avere in definitiva conseguenze di portata più vasta.

Non è facile, al momento attuale, valutare l'entità dei rischi legali e di reputazione cui sono esposte le maggiori banche di investimento per le pratiche seguite negli ultimi anni novanta. Un certo numero di grandi intermediari operanti negli Stati Uniti ha recentemente raggiunto un accordo con le autorità federali e locali per comporre talune vertenze connesse con le analisi di mercato e la gestione delle OPI. Tale regolamento comporta costi notevoli, ma sopportabili, per il settore. Tuttavia, esso non preclude la possibilità di ulteriori azioni di parte ufficiale in ordine alle discutibili interazioni con la Enron o con altre società dissestate, né di procedimenti legali promossi da investitori privati.

Alla fine del 2002 due grandi banche americane hanno effettuato accantonamenti per coprire i presunti costi connessi con eventuali indagini e controversie di questo tipo. Data l'incertezza che caratterizza tali dispute giuridiche, nonché l'elevato numero dei possibili partecipanti alle azioni legali e l'entità dei risarcimenti potenzialmente richiesti, non è facile giudicare l'adeguatezza delle predette riserve. È quindi lecito ipotizzare che i costi finali possano eccedere gli accantonamenti finora costituiti. Di conseguenza, in uno scenario estremo, singole istituzioni potrebbero subire declassamenti del merito di credito e gravi pressioni sulla situazione di liquidità.

La dipendenza di alcune imprese finanziarie dai mercati per il trasferimento del rischio ai fini della gestione delle esposizioni creditorie suscita alcuni interrogativi. In primo luogo, sebbene questi mercati abbiano fatto fronte con successo a vari fallimenti di importanti società, non si possono escludere difficoltà future, poiché essi sono relativamente nuovi e non hanno ancora superato il vaglio di un periodo di forti tensioni. Un problema particolare è che essi sono scarsamente trasparenti per quanto concerne la ripartizione ultima dei rischi, con il risultato che alcuni intermediari potrebbero assumere più rischio di quanto non appaia agli altri operatori o alle autorità di vigilanza. Inoltre, il ruolo centrale svolto da un numero ristretto di grandi istituti e i conseguenti legami reciproci implicano che i problemi di una istituzione potrebbero facilmente propagarsi alle altre, nonostante gli sforzi per contenere le esposizioni. Qualora tale contagio dovesse pregiudicare la liquidità e la funzionalità del mercato, altri operatori potrebbero avere difficoltà a gestire il proprio rischio creditizio. Il probabile esito sarebbe una diminuzione del credito disponibile e un aumento del suo costo.

Un secondo rischio insito in questi mercati deriva da un problema di natura strutturale. Molti intermediari finanziari che ricorrono ai derivati creditizi per gestire le proprie esposizioni intrattengono rapporti di credito o di collocamento mobiliare con le stesse imprese cui fa capo il rischio che essi negoziano. Di conseguenza, tali istituzioni potrebbero a volte aver accesso a

Rischi legali e di reputazione per le maggiori istituzioni

I nuovi mercati per il trasferimento del rischio destano timori riguardanti la scarsa trasparenza ...

... il rischio di concentrazione ...

... e i conflitti di interesse

informazioni riservate che consentono loro di acquisire un indebito vantaggio sugli operatori che non dispongono delle stesse informazioni. Un'attività di negoziazione basata su informazioni esclusive può violare la legge e scoraggiare potenziali controparti. Le istituzioni finanziarie dispongono di meccanismi interni volti ad assicurare che, in linea di principio, i propri operatori di mercato non abbiano accesso alle informazioni riservate o non possano comunque effettuare negoziazioni basandosi su di esse. Tuttavia, tali meccanismi potrebbero limitare, forse in misura rilevante, la capacità delle istituzioni di impiegare i derivati creditizi per gestire le proprie esposizioni al rischio di credito.

Canali multipli di finanziamento e tenuta del settore finanziario

L'intermediazione di bilancio e di mercato hanno ruoli complementari

L'attuale ciclo si discosta dall'esperienza tipica del passato per quanto concerne sia le cause del rallentamento sia la performance del settore finanziario. Esso suscita inoltre interrogativi circa i ruoli complementari dell'intermediazione di bilancio e di mercato in un contesto di forti tensioni finanziarie. Pertanto, alla luce degli sviluppi recenti, è importante comprendere i punti di forza e di debolezza di questi due canali.

Il valore economico del sistema finanziario si misura in base alla sua efficacia nell'incanalare le risorse dai risparmiatori alle unità produttive e nell'allocare il rischio presso coloro che hanno la volontà e la capacità di assumerlo. In questo senso, un sistema è migliore se svolge tali funzioni in modo efficiente ed è meno soggetto a turbative e strozzature.

L'intermediazione di bilancio può contribuire a risolvere i problemi informativi e di incentivazione ...

Il principale vantaggio dell'intermediazione di bilancio è che essa si dimostra più idonea a superare gli ostacoli sul piano dell'informazione e degli incentivi, grazie alla possibilità di monitorare le controparti e di intrattenere con esse relazioni multiformi su orizzonti di più lungo periodo. Tuttavia, dato che gli intermediari assumono normalmente sui propri conti il rischio creditizio che ne deriva, le opportunità di diversificazione sono vincolate dalla dimensione del bilancio e dai costi fissi che comporta una relazione ad elevata intensità di informazioni.

... ma quella di mercato può migliorare la diversificazione

L'intermediazione di mercato consente una migliore dispersione dei rischi fra i componenti del sistema, sempreché gli investitori finali mantengano un portafoglio ben diversificato. Tale diversificazione si fonda sulla disponibilità di informazioni pubbliche, in virtù delle quali ogni operatore può valutare il rapporto rischio/rendimento dei diversi investimenti, e su bassi costi di transazione, che permettono di aggiustare facilmente i portafogli in base alle nuove informazioni sulle controparti. Di conseguenza, la negoziabilità degli strumenti e la presenza di regole sulla diffusione e sul trattamento delle informazioni sono i presupposti fondamentali di un sistema di mercato efficace.

Utile complementarità in situazioni di stress

La possibilità di passare agevolmente dall'intermediazione di bilancio a quella negoziata sul mercato è una caratteristica auspicabile di un sistema finanziario. I sistemi che presentano tale flessibilità sono verosimilmente più robusti rispetto a quelli che dipendono da un solo circuito. In altri termini, i due canali sono in grado di offrire una forma di diversificazione a livello di

intero sistema, poiché le eventuali disfunzioni in un canale possono essere attenuate aumentando il ricorso all'altro. Inoltre, nella misura in cui i conglomerati finanziari partecipano sia all'erogazione diretta di credito, sia all'attività di sottoscrizione e di market-making, si può presumere che il loro flusso di reddito presenti una maggiore resilienza rispetto a quello di intermediari più specializzati.

D'altra parte, gli evidenti benefici economici offerti dalla presenza di canali alternativi di finanziamento potrebbero essere ridotti dal processo di aggregazione fra le grandi imprese finanziarie. Dal punto di vista della singola istituzione, l'accesso a una più vasta gamma di funzioni e di prodotti dovrebbe offrire opportunità di commercializzazione incrociata e di diversificazione atte a migliorare la redditività e a ridurre il rischio. Per contro, dal punto di vista della stabilità sistemica, la presenza di maggiori conglomerati può dare origine a nuovi rischi. Nella misura in cui le stesse istituzioni sono sempre più impegnate in entrambi i tipi di attività finanziaria, un'unica base patrimoniale si trova a dover sostenere l'intermediazione di bilancio, i servizi di investimento mobiliare e le funzioni di market-making (tabella VII.6). Di conseguenza, le perdite subite in un'area operativa possono causare problemi all'intera impresa, e pregiudicare così l'attività in altre aree.

Tali interazioni fanno sì che uno shock abbastanza forte possa, attraverso i suoi effetti su una o più istituzioni finanziarie grandi e complesse, compromettere il funzionamento di entrambi i circuiti di intermediazione. Il rischio di contagio potrebbe aumentare in quanto il consolidamento si è accompagnato a una notevole concentrazione delle operazioni tra i più grandi intermediari. Un pericolo collegato è che, con la crescente diversificazione operativa dei singoli conglomerati, il settore finanziario nel suo insieme diventi meno diversificato, in quanto le maggiori istituzioni vengono ad assumere esposizioni sempre più simili. Pertanto, se da un lato la maggiore diversificazione degli intermediari può potenziare la capacità di resistenza del sistema finanziario di fronte a shock di piccola o media intensità, dall'altro la mancanza di diversità a livello sistemico implica che un solo shock di grande intensità possa ripercuotersi negativamente su tutte le principali imprese finanziarie attive in un'economia, causando potenziali problemi a livello macroeconomico. D'altra parte, la globalizzazione potrebbe attenuare questo rischio nella misura in cui gli operatori esteri siano capaci di sostituirsi a quelli nazionali in difficoltà.

Un ulteriore costo economico collegato alla presenza di grandi conglomerati con una sfera operativa estesa ad ambedue i canali di intermediazione deriva dai potenziali conflitti di interesse. Lo sfruttamento di sinergie nella produzione congiunta di servizi finanziari può dare origine a situazioni in cui le iniziative di un'istituzione possono avvantaggiare alcuni clienti, o l'istituzione stessa, a scapito di altri. Due esempi degli interessi confliggenti che possono manifestarsi in un conglomerato sono l'attività di sottoscrizione e collocamento di titoli svolta per imprese con le quali l'unità bancaria del gruppo intrattiene regolari rapporti creditizi, e l'approntamento di analisi di mercato per titoli sottoscritti dalla stessa istituzione. L'esperienza recente prova che in siffatte circostanze le istituzioni finanziarie possono agire in modo tale da ridurre la capacità del sistema di gestire e analizzare le informazioni. Ciò

Il consolidamento può ridurre tale complementarità ...

... poiché la stessa base di capitale può coprire entrambi i canali ...

... e le imprese possono assumere profili di rischio analoghi

I conflitti di interesse ...

... possono pregiudicare l'efficienza del sistema finanziario

Misure del grado di concentrazione per linee di prodotto				
in percentuale				
Prime cinque istituzioni per:	Quota delle prime cinque istituzioni per: ¹			
	collocamento di obbligazioni internazionali	collocamento di azioni internazionali	allestimento di prestiti sindacati	mercato dei derivati
collocamento di obbligazioni				
1991-93	36,5	42,2	7,4 ²	...
1994-96	36,1	43,1	25,1	14,9
1997-99	40,9	43,7	23,6	19,2
2000-02	42,5	38,9	19,8	24,2
collocamento di azioni				
1991-93	29,8	60,4	7,7 ²	...
1994-96	33,0	54,2	6,5	8,8
1997-99	38,5	53,0	7,1	12,7
2000-02	38,3	56,2	12,7	13,5
allestimento di prestiti sindacati				
1993	20,3	20,5	50,0	...
1994-96	17,1	17,3	54,4	20,7
1997-99	13,9	8,6	49,9	26,6
2000-02	26,6	14,7	41,9	38,7
mercato dei derivati				
1994-96	11,8	8,3	40,0	33,0
1997-99	20,4	14,3	35,5	38,7
2000-01	23,8	16,5	39,0	49,7

¹ Quota percentuale sul volume totale dell'attività in un dato settore (colonne) detenuta dalle prime cinque istituzioni in ciascun settore (righe). Ad esempio, nel 1991-93 le prime cinque istituzioni nel settore dei collocamenti obbligazionari hanno partecipato per il 36,5% al collocamento complessivo di obbligazioni internazionali. Alle stesse istituzioni è attribuibile il 42,2% del volume totale di azioni internazionali collocate durante tale periodo. ² Solo 1993.

Fonti: Dealogic; Dealogic Loanware; Swaps Monitor; elaborazioni BRI. Tabella VII.6

può comportare distorsioni nel meccanismo di prezzo, che compromettono l'efficienza allocativa del sistema finanziario.

Le istituzioni complesse pongono varie sfide agli organi di vigilanza

Le istituzioni finanziarie complesse in cui l'intermediazione di bilancio si combina con servizi che facilitano l'intermediazione di mercato pongono varie sfide alle autorità di vigilanza. In primo luogo, a livello microprudenziale il loro profilo operativo mette in questione i sistemi di gestione del rischio – e, per estensione, i regimi regolamentari – tradizionalmente strutturati in funzione del concetto di impresa con operatività specializzata. Un più ampio ventaglio di attività in capo alla stessa istituzione richiede l'adozione di sistemi di gestione del rischio più flessibili e integrati, basati su una visione olistica dell'azienda. Ne è un esempio significativo il coinvolgimento delle imprese di assicurazione nell'offerta di protezione dal rischio di insolvenza mediante i derivati creditizi, considerato che questi strumenti interessano sia l'attività di investimento sia quella di sottoscrizione di contratti, convenzionalmente gestite in modo separato.

In secondo luogo, sul piano macroprudenziale la presenza di grandi e complesse istituzioni acuisce il rischio che una concentrazione eccessiva può implicare per la stabilità finanziaria sistemica. Come si è detto, le tensioni a livello di singola impresa possono più facilmente propagarsi alle sue controparti, e dato che queste potrebbero senz'altro essere esposte a rischi analoghi, aumenta la probabilità che diverse istituzioni vengano simultaneamente a trovarsi in difficoltà. Pertanto, i sistemi di regolamentazione e vigilanza devono essere adeguati alla natura specifica dei rischi assunti da questi grandi e complessi intermediari e ai costi macroeconomici che possono derivare dall'insorgenza di problemi a livello di tali istituzioni.

Infine, la maggiore probabilità che forti shock producano allo stesso tempo effetti avversi su molte istituzioni condiziona la scelta dei mezzi d'azione da parte delle autorità. Se le difficoltà si concentrano in un ristretto novero di intermediari, gli interventi di natura circoscritta mirati a questi ultimi possono essere efficaci. Se invece i problemi sono diffusi, un tale approccio rischia di non essere praticabile, sicché le autorità possono trovarsi nell'esigenza di adottare misure più generali, e necessariamente meno incisive, come una riduzione dei tassi d'interesse.