

VII. Il settore finanziario

Aspetti salienti

Lo scorso anno, in un contesto economico generale favorevole, le società finanziarie nei paesi industriali hanno ancora una volta migliorato la propria *performance* complessiva. I bilanci dei settori bancario e assicurativo si sono rafforzati grazie ai perduranti profitti, al basso costo della provvista e alle minori perdite su crediti. Taluni miglioramenti strutturali hanno inoltre contribuito a rasserenare il panorama anche laddove vi erano state difficoltà.

Sebbene in generale il settore finanziario avesse dato prova di buona tenuta di fronte al rallentamento seguito allo scoppio della bolla tecnologica, il retaggio lasciato dagli ultimi anni novanta ha continuato a influire sulle condizioni e sul comportamento degli intermediari. Da un lato, in presenza di aspettative in parte condizionate dal ricordo di straordinari saggi di redditività, la ricerca di rendimento da parte degli investitori ha stimolato politiche di prezzo aggressive. Dall'altro, un controllo più stringente delle autorità sulle prassi operative ha fatto sì che varie società fossero chiamate a rispondere delle conseguenze di loro azioni passate, spesso risalenti agli anni del boom.

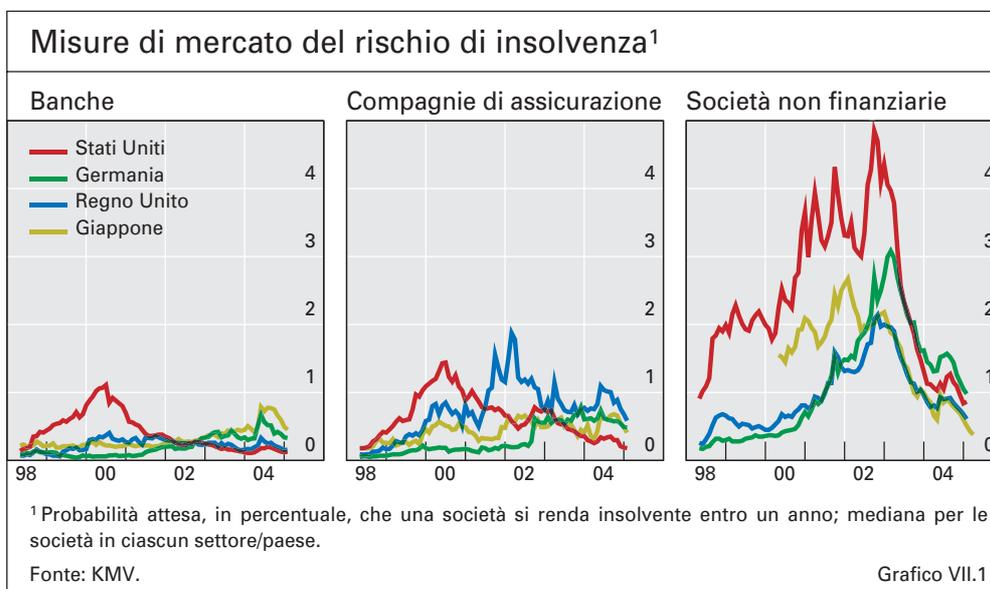
In prospettiva, le principali sfide che si profilano per il settore sono di natura macroeconomica. Le solide posizioni patrimoniali fanno ritenere che i sistemi finanziari siano ben equipaggiati contro i pericoli immediati. Si possono tuttavia intravedere fattori di rischio di più lungo periodo sotto forma di aumenti dei tassi di interesse, che metterebbero a repentaglio strategie lucrative fondate su bassi costi di finanziamento e una vigorosa crescita dei consumi. Anche la maggiore esposizione al mercato immobiliare potrebbe diventare in futuro una potenziale fonte di problemi, specie se a una correzione dei prezzi dovesse accompagnarsi un generale rallentamento della spesa per consumi delle famiglie.

Queste tendenze economiche generali evidenziano l'importanza di un approccio macroprudenziale alla stabilità finanziaria. Si può dire che, stante la migliorata capacità delle istituzioni di gestire il rischio a livello micro e il consolidarsi delle aspettative di un'inflazione bassa e stabile, i pericoli maggiori per il settore potrebbero provenire da eccessi finanziari dovuti a una generalizzata condiscendenza nei confronti del rischio, corroborata da favorevoli prospettive a breve termine. L'individuazione di tali pericoli e la calibrazione delle relative risposte prudenziali sono al centro delle iniziative attuate dalle autorità preposte alla stabilità finanziaria.

Performance del settore finanziario

La *performance* del settore finanziario ha rappresentato un'oasi di sereno nel paesaggio economico degli ultimi anni. In molti paesi i risultati positivi

Perdurante forza
del settore



conseguiti dalle imprese finanziarie, e in particolare dalle banche, hanno fornito un inatteso elemento di contrasto con la generale flessione economica, l'aumento delle insolvenze societarie e il declino dei corsi azionari agli inizi di questo decennio (grafico VII.1). Meno sorprendenti appaiono i livelli di redditività attuali, alla luce della migliorata situazione macroeconomica e dell'abbondante liquidità. Un settore finanziario resiliente resta un punto di forza essenziale nella presente congiuntura.

Commercial banking

Nel periodo sotto rassegna è proseguita la recente tendenza positiva della *performance* delle banche commerciali nell'America del Nord e in Europa. È migliorata la redditività, seppure a un ritmo più moderato (tabella VII.1). I prezzi delle azioni bancarie, che negli ultimi anni avevano sopravanzato gli indici di borsa generali, hanno mantenuto i propri guadagni anche quando il mercato si è ripreso (grafico VII.2).

Il livello dei proventi è variato a seconda delle linee di prodotto. I finanziamenti alle famiglie hanno continuato a rappresentare una fonte stabile di interessi e commissioni. Per contro, il credito alle imprese è rimasto stagnante, a causa degli ulteriori sforzi compiuti dalle aziende per riequilibrare i bilanci e assorbire l'eccesso di investimenti risalente all'epoca della bolla tecnologica.

Un importante fattore di redditività è stata ancora una volta la riduzione dei costi. Il clima creditizio più favorevole si è tradotto in un calo degli accantonamenti, e in molti paesi le svalutazioni di crediti sono scese ai livelli più bassi osservati in epoca recente. La razionalizzazione delle strutture di costo, la maggiore flessibilità strategica e l'innovazione tecnologica hanno continuato a generare guadagni di efficienza. Molte banche hanno annunciato piani per ridurre ulteriormente l'organico mediante l'esternalizzazione e la fusione di linee operative.

Lo scorso anno si è intensificata l'attività di consolidamento, sotto l'impulso degli obiettivi strategici di migliorare le efficienze di costo e rafforzare il posizionamento nell'area al dettaglio. La maggior parte delle

Migliorano i profitti delle banche USA ed europee ...

... grazie ai crediti alle famiglie ...

... ai più bassi costi ...

... e al consolidamento

Redditività delle maggiori banche¹

in percentuale dell'attivo di bilancio medio

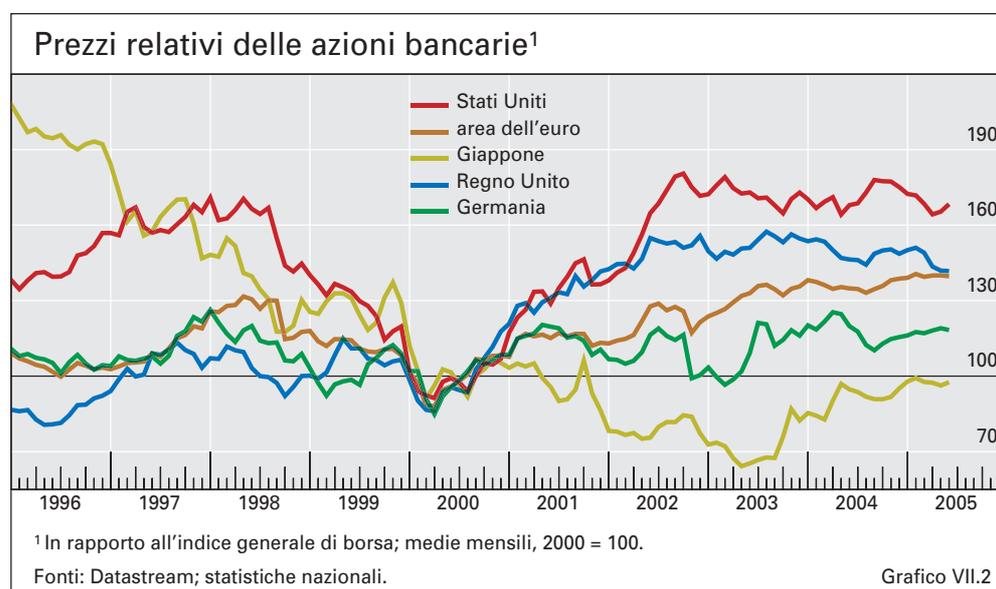
	Utili al lordo di imposta			Rettifiche di valore e accantonamenti			Margine netto di interesse			Costi operativi		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Stati Uniti ² (12)	1,89	2,10	1,99	0,84	0,47	0,36	3,45	3,21	3,12	3,28	3,16	3,48
Canada (5)	0,61	1,00	1,19	0,58	0,23	0,06	2,07	1,99	1,92	2,75	2,78	2,77
Giappone (11)	-0,55	-0,47	0,29	1,14	0,75	0,56	1,13	1,21	1,11	1,20	1,35	1,12
Australia (4)	1,49	1,49	1,46	0,26	0,21	0,17	2,16	2,13	2,05	2,04	2,30	2,55
Regno Unito ³ (9)	1,06	1,22	1,15	0,37	0,33	0,23	2,15	1,96	1,56	2,26	2,04	2,07
Svizzera ⁴ (5)	0,12	0,59	0,68	0,15	0,03	-0,01	1,02	0,97	0,82	2,55	1,96	1,65
Svezia (4)	0,69	0,77	0,98	0,09	0,10	0,03	1,48	1,44	1,35	1,44	1,37	1,24
Austria (2)	0,46	0,53	0,69	0,39	0,36	0,31	1,80	1,71	1,80	1,92	1,85	1,84
Germania ⁵ (9)	-0,01	-0,12	0,09	0,48	0,30	0,15	0,80	0,81	0,71	1,37	1,26	1,35
Francia ⁶ (7)	0,45	0,59	0,67	0,15	0,17	0,08	0,62	0,80	0,72	1,49	1,50	1,41
Italia (6)	0,67	1,03	1,03	0,91	0,68	0,49	3,07	2,82	2,24	3,33	3,22	2,73
Paesi Bassi (3)	0,46	0,65	0,72	0,26	0,20	0,10	1,62	1,62	1,53	1,98	1,85	1,82
Spagna (5)	1,01	1,29	1,17	0,50	0,44	0,35	2,73	2,45	2,17	2,36	2,13	1,79

¹ Le cifre fra parentesi indicano il numero di banche considerate. ² Per il 2004, solo 11 banche. ³ Per il 2004, solo sette banche. ⁴ Per il 2004, solo tre banche. ⁵ Per il 2004, solo sei banche. ⁶ Per il 2004, solo tre banche.

Fonte: Fitch Ratings.

Tabella VII.1

operazioni ha riguardato istituzioni medio-piccole alla ricerca di una crescita dimensionale che consentisse loro un più efficiente impiego della tecnologia e un taglio dei costi grazie all'eliminazione di ridondanze. Fra gli osservatori finanziari si è fatto strada un certo scetticismo sulla funzionalità del modello conglomerato, che aveva cercato di creare sinergie intersettoriali e nuove opportunità di vendita incrociata dei prodotti. Per i dirigenti dei conglomerati costituiti verso la fine degli anni novanta il compito di amalgamare le diverse culture aziendali e di controllare un'istituzione multiforme si è spesso rivelato più difficile del previsto. Fra le banche europee è cresciuto l'interesse per le



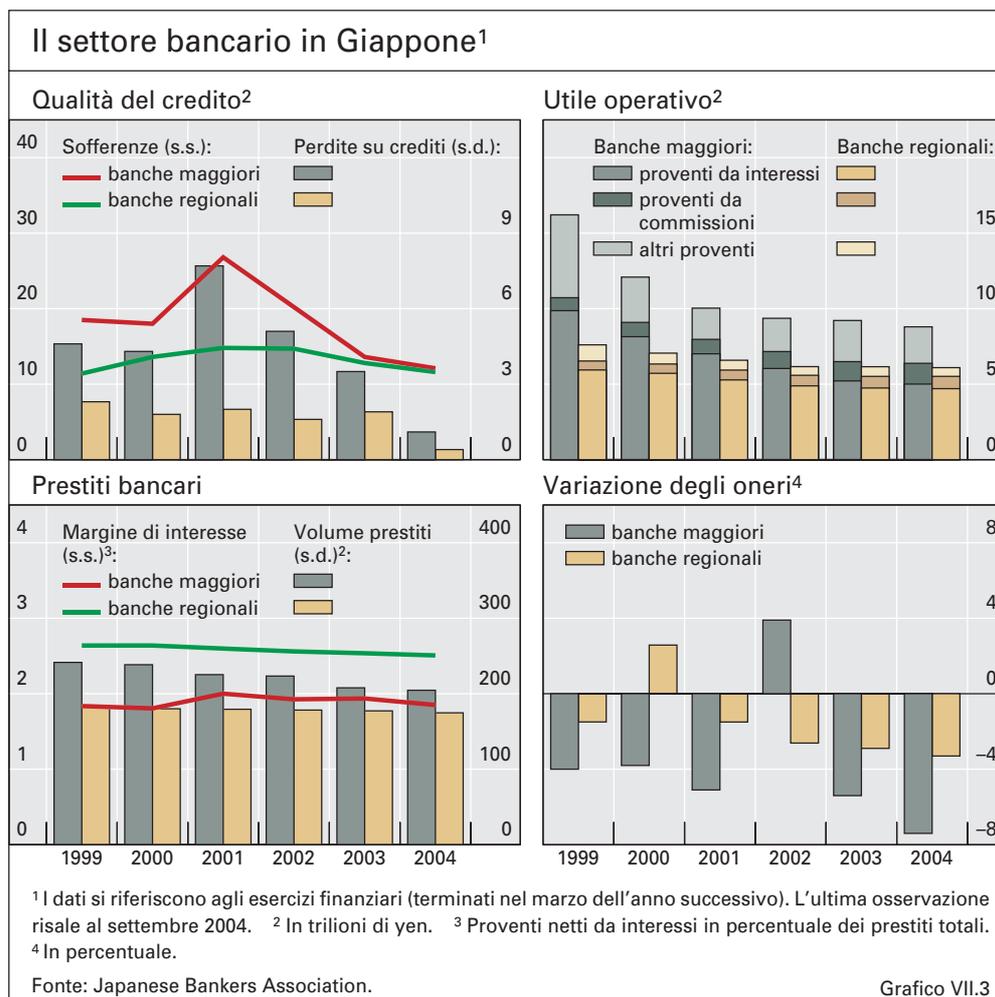
operazioni di fusione transfrontaliere. Queste sono state realizzate soprattutto alla periferia dell'area dell'euro e hanno avuto come protagoniste istituzioni dei paesi nordici, del Regno Unito e dell'Irlanda. Più di recente, sono state annunciate varie operazioni da parte di banche situate nell'area che fanno presagire una nuova ondata di consolidamenti all'interno dell'area stessa.

Lo scorso anno il settore bancario giapponese ha compiuto incoraggianti progressi. Per la prima volta dal 1993 le banche nipponiche hanno potuto dichiarare risultati economici positivi. Gli sforzi volti a eliminare dai bilanci le sofferenze mediante cancellazioni e cessioni sono stati favoriti dalle migliorate condizioni delle società e dalla conseguente riclassificazione di crediti dubbi. Nel marzo 2005 la quota delle sofferenze sulle attività complessive delle maggiori banche risultava scesa al 2,9%, cioè al disotto dell'obiettivo ufficiale del 4,2%. Unitamente ai più favorevoli risultati operativi, ciò ha consentito a queste banche di rafforzare la propria base patrimoniale con il rimborso di fondi pubblici e lo storno di crediti di imposta differiti, i quali sono scesi a meno del 30% del patrimonio di base (*Tier 1*), rispetto al 55% del 2003.

Nonostante questi sviluppi incoraggianti, il settore bancario giapponese si trova ancora confrontato a varie sfide importanti. I progressi nella ristrutturazione sono stati finora eterogenei poiché, rispetto alle maggiori istituzioni, le banche regionali sono in ritardo nel ridurre l'onere delle sofferenze e nel

In Giappone diminuiscono i rischi sistemici ...

... ma i profitti restano bassi ...



rafforzare i coefficienti patrimoniali (grafico VII.3). Sebbene questo fatto possa in parte essere spiegato dai minori incentivi, dati i proventi relativamente stabili e i margini più ampi di cui godono tali banche, esso ha nondimeno richiamato l'attenzione delle autorità. Più in generale, la sfida maggiore per l'intero sistema bancario rimane connessa con la redditività di lungo periodo, che appare bassa al confronto internazionale. Persino gli istituti maggiori, finora i più risoluti nella compressione dei costi, hanno realizzato scarsi progressi nel migliorare gli utili. A partire dalla principale ondata di consolidamenti nel 2000, le banche giapponesi sono riuscite a ridurre il numero delle filiali di circa il 10% e il personale di oltre il 20%. I crediti bancari hanno però continuato a calare per la scarsa domanda delle società. Per giunta, l'accresciuta concorrenza fra le istituzioni finanziarie ha ristretto ulteriormente i margini di interesse.

... inducendo una
modifica delle
strategie

Per controbilanciare la perdurante debolezza nelle aree operative tradizionali, le principali banche giapponesi hanno iniziato a ricercare nuove opportunità di guadagno ampliando le operazioni su commissioni, l'attività al dettaglio e i finanziamenti alle piccole imprese. Le recenti acquisizioni di aziende leader nei comparti del credito al consumo e dell'intermediazione mobiliare sono probabilmente sintomatiche di una tendenza alla creazione di superconglomerati finanziari. Analogamente, i piani indipendentemente predisposti da due fra le più grandi banche per la fusione con una terza erano motivati principalmente dalla vasta base di clientela al dettaglio di quest'ultima. Resta tuttavia da vedere se da questa tendenza scaturiranno le sperate sinergie e un miglioramento dei risultati operativi.

Riduzione del sostegno pubblico

Diversi sviluppi recenti confermano la tendenza generale verso una minore influenza del settore pubblico sul governo societario delle istituzioni finanziarie. Vari provvedimenti normativi adottati in Giappone, Germania e Stati Uniti miravano a ridurre l'entità del sostegno statale, che aveva fino ad allora contribuito a far lievitare i bilanci delle aziende patrocinate e a inibire la concorrenza.

Privatizzazione di
Japan Post

Nel settembre 2004 il governo giapponese ha approvato un programma per la progressiva privatizzazione di Japan Post, l'istituto bancario e assicurativo del sistema postale, sull'arco di dieci anni a partire dal 2007. Japan Post è la più grande istituzione finanziaria del mondo, con un attivo di bilancio pari a ¥400 trilioni, e vanta una quota dominante nella raccolta dei depositi al dettaglio, grazie anche al suo *status* di azienda pubblica. Generose agevolazioni, sotto forma di esenzioni dall'imposta societaria e dai premi per l'assicurazione dei depositi, le hanno conferito un vantaggio competitivo sui mercati creditizi, contribuendo a comprimere i margini di intermediazione nel paese. Japan Post svolge un ruolo importante nel finanziamento del Tesoro, detenendo oltre ¥160 trilioni di depositi presso il fondo per gli investimenti del Ministero delle Finanze e circa un quarto del volume totale dei titoli di Stato giapponesi in essere (oltre il doppio delle corrispondenti disponibilità dell'intero settore bancario privato). La privatizzazione rappresenta un passo importante verso il potenziamento della concorrenza nel sistema finanziario

nipponico, ma permangono alcune incertezze sul modo in cui la transizione verso il nuovo assetto proprietario si ripercuoterà sulla struttura di bilancio.

Le passività emesse dalle banche regionali tedesche (*Landesbanken*) dopo il luglio 2005 non beneficeranno più della garanzia di credito del governo. Di conseguenza, tali banche svolgeranno le funzioni di prestatrici all'ingrosso e di sedi centrali di *clearing* per le casse di risparmio sulla base di costi di finanziamento che meglio rispecchiano la loro solidità finanziaria intrinseca. In vista dell'entrata in vigore di questo provvedimento, alcune istituzioni minori si sono fuse, mentre altre si sono adoperate per rafforzare i propri bilanci. La revoca della garanzia non modifica di per sé la struttura proprietaria di queste istituzioni. Infatti, in molti casi il rafforzamento del bilancio avverrà sotto forma di iniezioni di capitale da parte degli azionisti pubblici, e i mercati continueranno verosimilmente a scontare nel prezzo un sostegno implicito dello Stato. Tuttavia, essa mette in questione la percorribilità del loro modello operativo basato su bassi costi di finanziamento, visto che i rating delle obbligazioni non garantite sono inferiori a quelli dei titoli ancora coperti dalla garanzia pubblica.

Revoca delle garanzie statali per le *Landesbanken* tedesche

Negli Stati Uniti lo scorso anno le agenzie di credito federali sono state oggetto di più severo scrutinio da parte degli organi di regolamentazione. In seguito a un'inchiesta sulle sue pratiche contabili Fannie Mae ha dovuto rettificare gli utili pubblicati e ridimensionare la crescita del bilancio. Inoltre, è ripreso il dibattito sulle modifiche da apportare al quadro operativo generale delle agenzie al fine di accrescere il livello della sorveglianza pubblica. Le proposte contemplano la creazione di un nuovo organo regolamentare investito del potere di liquidare un'agenzia, innalzare i requisiti patrimoniali e approvare nuovi prodotti. Il nuovo schema prevede inoltre che le agenzie si concentrino maggiormente sul loro ruolo statutario di fornire liquidità al mercato dei titoli garantiti da ipoteca, evitando di creare con la loro attività distorsioni sul mercato primario. L'eventuale imposizione di un massimale sul portafoglio ipotecario delle agenzie potrebbe incoraggiare l'ingresso nel mercato di altri operatori.

Maggiori controlli sulle agenzie federali USA

Compagnie di assicurazione

Nel periodo sotto rassegna gli andamenti nel settore assicurativo sono stati più eterogenei. In generale, sebbene il ramo vita abbia avuto un anno più facile, anche gli altri comparti hanno dato prova di maggiore capacità nel gestire i rischi.

La solidità finanziaria delle assicurazioni vita è migliorata. Dal lato della gestione tecnica, è cresciuto sensibilmente il flusso delle sottoscrizioni. La redditività ha tratto vantaggio anche dai migliori risultati degli investimenti grazie al recupero dei corsi azionari, dalle riduzioni dei costi conseguite e dai minori rendimenti garantiti sulle nuove polizze. Nondimeno, dato il contesto di bassi tassi di interesse non sono del tutto scomparse le pressioni sulla solvibilità. Un problema a più lungo termine che si pone agli assicuratori del ramo è l'allungamento della speranza di vita. Le compagnie hanno cercato di coprirsi in modo efficace contro tale rischio acquistando titoli come le obbligazioni a lungo termine e i cosiddetti *longevity bond* (che pagano

Migliora la situazione del ramo vita

annualmente una somma commisurata al numero di superstiti di una certa classe di età).

L'accresciuta concorrenza nel settore ha stimolato le operazioni di consolidamento. In particolare, durante il 2004 negli Stati Uniti si sono avute numerose acquisizioni nei comparti vita e malattia. In Canada, per effetto del consolidamento nelle assicurazioni del ramo vita nell'ultimo decennio la quota di mercato delle tre maggiori compagnie è salita a oltre il 70%.

Nel 2004 i comparti diversi da quello vita hanno dovuto far fronte a un volume record di sinistri collegati a varie catastrofi naturali. In particolare, quattro uragani abbattutisi nell'area caraibica hanno originato la maggior parte delle richieste di indennizzo presentate alle assicurazioni USA per danni e infortuni. Tuttavia, il settore è riuscito a conseguire un risultato di gestione leggermente migliore rispetto al 2003, in quanto la partecipazione di due fondi pubblici ai costi sostenuti in Florida ha permesso di ridurre gli esborsi. Una parziale compensazione dal lato dei ricavi è inoltre provenuta dall'innalzamento dei premi nei passati esercizi. Analogamente, nel 2004 il settore delle riassicurazioni ha in generale fatto segnare un leggero deterioramento del risultato della gestione tecnica nell'area delle polizze casa e infortuni. Tuttavia, grazie ai maggiori redditi da investimenti e ai migliori risultati nel ramo vita i profitti hanno mostrato nel complesso un leggero miglioramento.

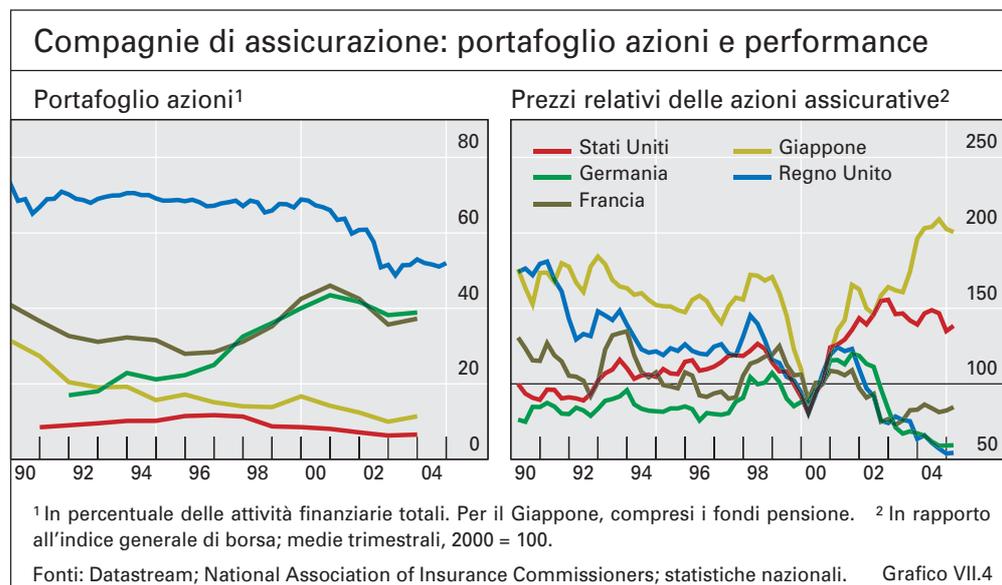
Recenti indagini sull'attività di brokeraggio assicurativo hanno messo in discussione numerose pratiche consolidate. In seguito a ciò, un certo numero di intermediari ha subito perdite, mentre altri hanno avviato una revisione delle modalità operative. Anche i controlli sulle pratiche contabili delle compagnie di assicurazione hanno fatto emergere la possibilità di un indebito utilizzo di contratti di riassicurazione con limitato trasferimento di rischio per manovrare gli utili di bilancio. Il danno potenziale recato da tali indagini alla posizione di mercato delle imprese assicurative dovrebbe comunque essere limitato, come evidenziano i prezzi delle loro azioni (grafico VII.4).

Gli effetti delle previste modifiche al quadro contabile e regolamentare potrebbero porre alcuni problemi al settore assicurativo. Nella prima fase

Resilienza degli altri comparti

Sfide poste dal controllo di vigilanza ...

... dalle nuove regole contabili ...



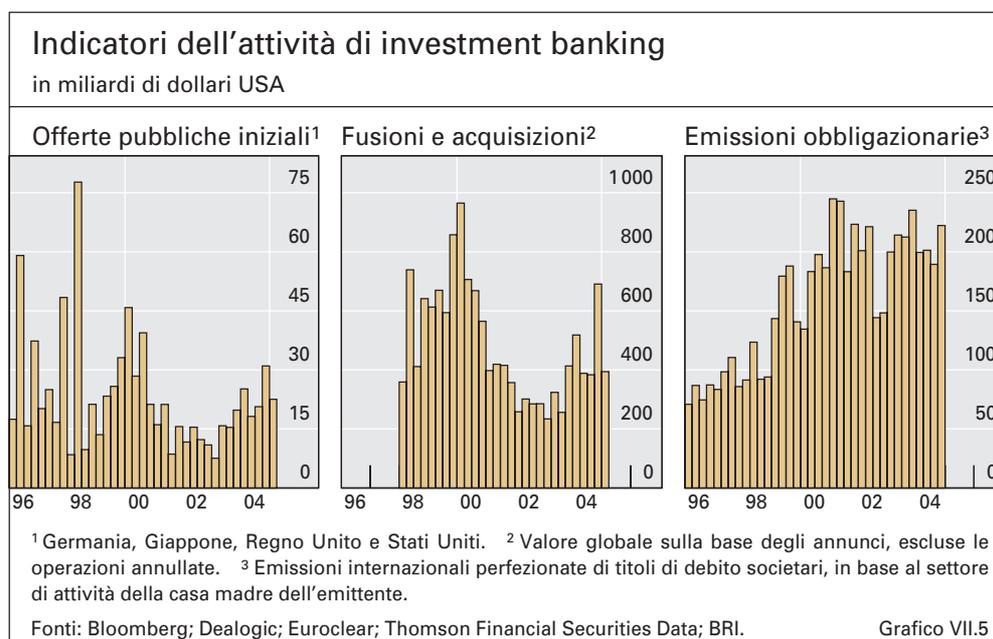
dell'applicazione dei principi emanati dall'International Accounting Standards Board (IASB) le attività delle compagnie saranno contabilizzate al valore equo (*fair value*), mentre le passività continueranno a essere iscritte ai valori storici. Questa dissimmetria potrebbe in taluni casi accrescere la volatilità dei risultati di bilancio. Nella seconda fase la contabilità al valore equo sarà estesa al lato delle passività. Per le assicurazioni del ramo vita, ciò implica che il riconoscimento delle opzioni e delle garanzie incorporate in polizze di lunga durata possa parimenti influenzare in misura significativa il valore delle passività. Il progetto Solvibilità II per le imprese assicurative operanti nella UE si basa su requisiti di capitale commisurati al rischio. Il nuovo schema dovrebbe indurre le assicurazioni europee a dotarsi di maggiori mezzi patrimoniali, concentrarsi sulle operazioni più efficienti in termini di capitale e ricorrere maggiormente alla riassicurazione. In sede attuativa sarà necessario stabilire un chiaro raccordo fra la contabilità finanziaria, basata sui principi IASB, e il trattamento contabile previsto dallo schema Solvibilità II, così come per la regolamentazione bancaria.

... e dai nuovi requisiti patrimoniali

Investment banking

Durante il periodo sotto rassegna le maggiori banche di investimento hanno nuovamente realizzato profitti record. I proventi da negoziazione hanno contribuito in modo determinante alla crescita degli utili nella prima parte del periodo. Nei mesi seguenti, tuttavia, la ridotta attività di mercato e la più bassa volatilità si sono tradotte in un minor afflusso di ricavi di questo tipo, in particolare dal mercato del reddito fisso. Nei trimestri più recenti la ripresa segnata in altre aree di attività, quali la sottoscrizione di emissioni e la consulenza in operazioni di fusione, ha controbilanciato positivamente gli effetti sul conto economico. L'incremento dell'attività collegata a fusioni e acquisizioni, particolarmente pronunciato negli Stati Uniti, dovrebbe continuare in quanto le società cercano sbocchi per le loro accresciute disponibilità liquide (grafico VII.5).

Profitti record



Concorrenza

Un mercato sempre più globale favorisce gli operatori con una forte presenza internazionale in grado di offrire alle grandi società una vasta gamma di servizi all'ingrosso, che vanno dal finanziamento diretto alla consulenza sulla struttura finanziaria. Le banche di investimento minori hanno reagito intensificando gli sforzi per consolidare la propria presenza in aree specifiche, come i servizi di intermediazione sui mercati finanziari. Ne sono un esempio i servizi di *primary broking* nel settore in forte espansione dei fondi speculativi (si veda oltre). Osservatori di mercato stimano che tali fondi, in conseguenza del loro stile di investimento attivo, abbiano contribuito per oltre un ottavo ai proventi realizzati nei mercati dei capitali dalle maggiori istituzioni che forniscono tali servizi.

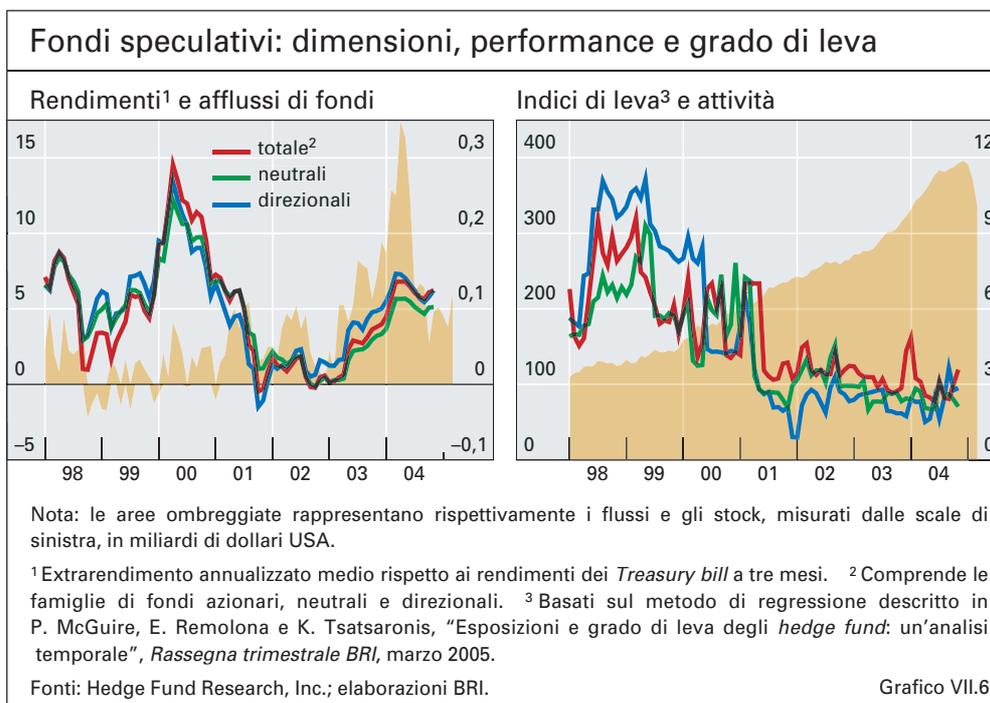
Hedge fund

Forti afflussi ai
fondi speculativi ...

I fondi speculativi si trovavano in buona posizione per trarre vantaggio dal contesto di abbondante liquidità e bassi rendimenti emerso in vari mercati delle attività finanziarie tradizionali in seguito al calo dei listini azionari nel 2000. Proponendo agili strategie di investimento potenzialmente in grado di generare rendimenti positivi anche in condizioni di ribasso del mercato, il settore ha saputo attrarre un volume record di fondi. Titolari di grandi patrimoni, fondi pensione e fondazioni hanno accresciuto i collocamenti nei cosiddetti "veicoli di investimento alternativi", nel tentativo di contrastare la perdita di valore dei propri portafogli e di aumentarne la diversificazione. La proliferazione degli *hedge fund* che ne è risultata è proseguita durante gran parte del periodo sotto rassegna. Tale espansione ha sottratto alle società finanziarie più consolidate e ai tradizionali gestori di patrimoni risorse altamente qualificate, allettate dalla promessa di maggiore indipendenza e di lautissimi compensi per la loro destrezza sui mercati. Alcune banche di investimento tradizionali hanno visto nei fondi speculativi un'opportunità per mantenere una relazione stretta con *trader* di talento, beneficiando al tempo stesso di più elevati rendimenti e ampliando la gamma di prodotti per la gestione di patrimoni.

... ma rendimenti
più bassi

Pur avendo ottenuto risultati superiori agli indici di mercato negli anni appena successivi alla caduta dei corsi azionari, i fondi speculativi non sono sistematicamente riusciti a fare altrettanto in tempi più recenti (grafico VII.6). Inoltre, la notevole somiglianza delle *performance* realizzate da fondi che affermano di seguire differenti strategie di investimento significa che, in pratica, i benefici della diversificazione per gli investitori potrebbero essere assai meno importanti di quanto vantato dai gestori. La più debole *performance* è in parte la causa del deciso calo dei nuovi fondi affluiti al settore nei mesi più recenti. Un effetto collaterale della crescita dei portafogli amministrati è stato il venir meno di opportunità sfruttabili di investimento nelle più tradizionali aree di attività degli *hedge fund*, come i mercati azionario e dei titoli di Stato. Ciò ha indotto i gestori ad avventurarsi in nuovi comparti, meno affollati, come quelli delle obbligazioni societarie, dei derivati su crediti e della finanza strutturata, contribuendo in generale ad accrescerne la liquidità. Il miglioramento delle tecniche di gestione del rischio di controparte si è tradotto in un più stretto controllo delle esposizioni dei *prime broker* e in una riduzione della



leva finanziaria rispetto ai livelli presenti all'epoca del collasso di LTCM nel 1998. Tuttavia, data la rapida espansione delle attività in gestione e la crescente concorrenza nell'area del *prime broking*, è presumibilmente aumentata l'esposizione complessiva delle banche verso i fondi speculativi, mentre si è fatto meno trasparente il flusso di informazioni.

Potenziali fattori di vulnerabilità

L'attuale solidità delle istituzioni finanziarie fa ben sperare nella loro capacità di continuare a sorreggere la macroeconomia. I pericoli immediati cui è esposto il settore finanziario globale appaiono contenuti, poiché gli intermediari dispongono di sufficienti risorse di capitale per far fronte a gran parte dei rischi che potrebbero materializzarsi nel breve periodo. Per giunta, gli sforzi di ristrutturazione in atto in diversi paesi dovrebbero rafforzare ulteriormente i sistemi nazionali a medio termine.

Più difficili da valutare sono le vulnerabilità a lungo termine. Sul piano ciclico vi è il rischio che il riequilibrio dell'economia mondiale possa comportare aggiustamenti protratti dei tassi di interesse e dei prezzi delle attività. I maggiori rischi di mercato e di credito, associati a una più debole crescita economica, potrebbero alterare l'attuale situazione favorevole delle istituzioni finanziarie. Altri problemi potrebbero derivare da pressioni strutturali sui profitti bancari. È inoltre possibile che le conseguenze a più lungo termine del trasferimento di rischio alle famiglie diventino maggiormente palesi nell'evenienza di un rallentamento dell'espansione economica.

Pressioni sui profitti bancari

Il settore bancario ha tratto beneficio dalle ristrutturazioni e dall'espansione in nuove aree operative, ma permane la pressione sui profitti esercitata dal

Il settore finanziario è ben premunito contro i rischi a breve termine ...

... ma lo è anche contro quelli di più lungo periodo?

Maggiore affidamento sulle commissioni ...

contesto più competitivo. La crescita relativa dei proventi da commissioni a scapito dei più tradizionali margini di interesse è una tendenza internazionale (Capitolo III). La diversificazione delle fonti di reddito si è concretizzata in un aumento delle commissioni nette e dei profitti da negoziazione – come nel Regno Unito –, in un’espansione dei crediti al consumo che offrono più ampi margini – come in Francia e in Giappone –, ovvero in un boom dei prestiti ipotecari in numerosi paesi. Comunque, i proventi da interessi stanno calando in varie economie ed è probabile che diminuiscano ulteriormente in presenza di tassi a breve più elevati e di curve dei rendimenti più piatte. I margini sono particolarmente ristretti in Germania e in Giappone, in parte a causa della debole domanda di prestiti, ma anche per effetto della concorrenza da parte degli intermediari a capitale pubblico (si veda sopra).

... al prezzo di un’accresciuta volatilità?

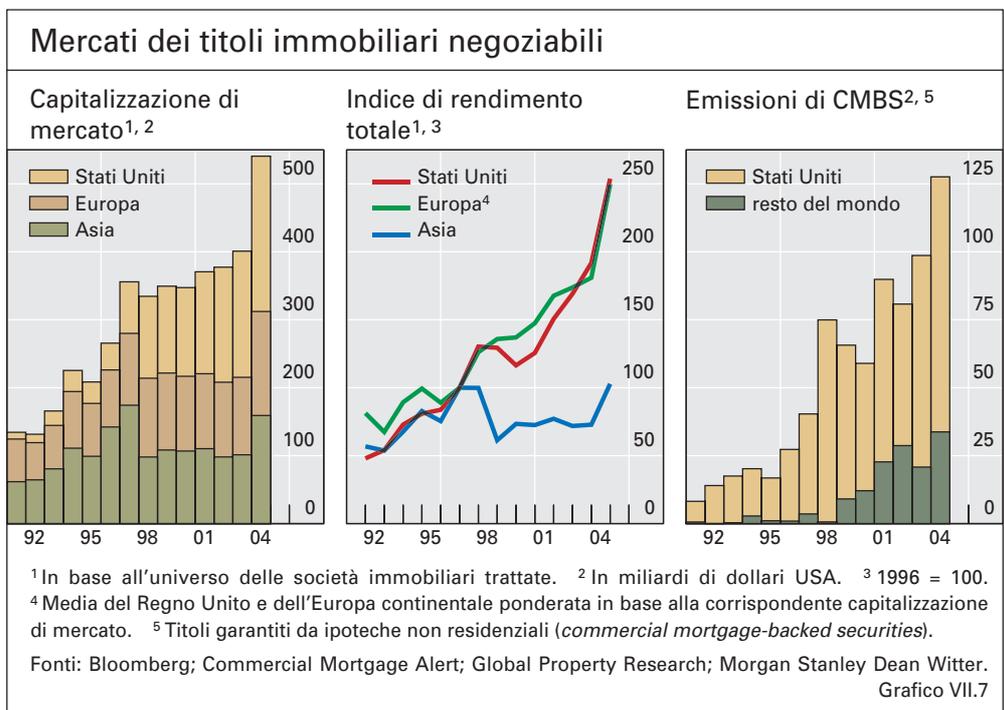
La sostenibilità e le caratteristiche di questa nuova combinazione di fonti di reddito costituiscono fattori importanti per la stabilità a lungo termine del sistema bancario. Un aspetto primario di tale combinazione è la maggiore esposizione delle banche all’insieme dei rischi di mercato, oltre al rischio di tasso di interesse, con cui hanno maggiore familiarità. Le commissioni di intermediazione e i proventi da negoziazione sono notoriamente una fonte di reddito volatile per le banche di investimento, ma queste istituzioni hanno strutture di costo più flessibili rispetto alle banche commerciali. Analogamente, sebbene in molti paesi la crescita del credito al consumo presenti una notevole componente strutturale riconducibile al contesto meno regolamentato e alla minore inflazione, essa è in parte dovuta anche al livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse a breve. Inoltre, il boom del mercato degli immobili residenziali mostra già segni di inversione in alcuni paesi (si veda oltre). Si può quindi dire che il successo delle banche nel preservare l’attuale livello di redditività dipenderà tanto dai progressi nella gestione e nell’attenuazione dei rischi quanto dall’esito degli sforzi tesi a diversificare ulteriormente le fonti di reddito.

Mercati immobiliari

La resilienza del settore bancario deve molto alla robusta dinamica dei mercati immobiliari. Tuttavia, l’accresciuta esposizione diretta e indiretta delle banche in quest’area suscita alcuni timori nel più lungo periodo, specie alla luce dell’esperienza storica.

La crescita dei mutui all’edilizia non residenziale ...

Negli ultimi anni si è accresciuto l’interesse degli investitori per la proprietà immobiliare commerciale. Vi hanno contribuito il basso livello dei tassi di interesse, i rendimenti deludenti del mercato azionario e la maggiore accessibilità ai mercati degli immobili non residenziali favorita dall’ulteriore sviluppo degli strumenti negoziabili (grafico VII.7). L’interesse è stato altresì stimolato dalla modesta escursione dei recenti cicli (tabella VII.2) e dal bassissimo tasso di insolvenza. Pertanto, l’esposizione delle banche verso il mercato in questione è cresciuta in misura notevole. Ad esempio, negli Stati Uniti i prestiti a fronte di immobili commerciali sono aumentati di circa il 70% nell’arco dei passati cinque anni e rappresentano oggi pressoché un ottavo degli impieghi totali delle banche. Per le banche di dimensioni medie la quota è del 30%. Analogamente, nel Regno Unito un terzo dei prestiti delle banche



alle imprese non finanziarie va attribuito a società immobiliari, rispetto al 20% circa di quattro anni or sono.

La maggiore esposizione verso il settore degli immobili commerciali non sembra comportare un rischio immediato per il sistema bancario, ma potrebbe costituire una vulnerabilità nel più lungo periodo. Storicamente i mutui all'edilizia non residenziale sono una delle componenti più volatili dei portafogli bancari. Sebbene nel prossimo futuro sia improbabile un brusco deterioramento della qualità dei crediti, come avvenne in molti paesi industriali nei primi anni novanta, un ritorno dei tassi di insolvenza su livelli più vicini alle medie storiche potrebbe comunque essere fonte di tensioni. Inoltre, poiché la recente attività è stata in larga parte stimolata dall'interesse degli investitori, piuttosto che da una domanda delle imprese, è lecito dubitare della sostenibilità degli elevati rendimenti. Il persistere di una quota consistente di immobili inoccupati fa ritenere che i fondamentali del mercato possano essere fragili (tabella VII.2), e in effetti i prezzi dei locali da ufficio stanno già mostrando segni di debolezza.

Sul versante degli immobili residenziali, la rapida crescita dell'esposizione delle banche verso questo settore è stata una delle principali determinanti dei profitti bancari negli anni recenti. Nell'ultimo quinquennio i prestiti ipotecari hanno avuto una fortissima espansione nella maggior parte delle economie, fra cui in particolare il Regno Unito (con un incremento cumulativo del 160%), l'Australia (100%), gli Stati Uniti (75%), l'area dell'euro (50%) e il Giappone (30%).

Tuttavia, talune incertezze concernenti il mercato delle abitazioni potrebbero parimenti comportare alcuni rischi diretti e indiretti per il sistema finanziario. In molti paesi, fra cui Regno Unito, Stati Uniti, Australia, Norvegia e Spagna, i prezzi delle case sono saliti molto più rapidamente degli affitti, e i rendimenti locativi sono storicamente bassi (grafico VII.8). Ciò potrebbe preconizzare una correzione verso il basso dei prezzi oppure un rialzo dei

... può comportare rischi a livello micro

L'esposizione verso gli immobili residenziali ...

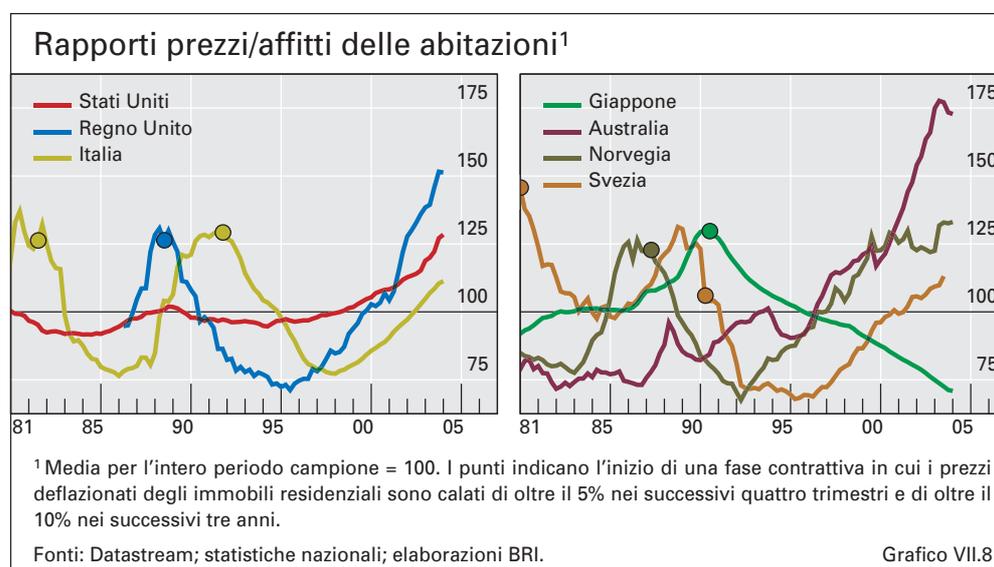
... comporta una vulnerabilità a livello macro

Prezzi degli immobili non residenziali e quota dei locali inoccupati							
	Prezzi degli immobili non residenziali ¹				Quota dei locali inoccupati ⁴		
	Variazione nominale ²			Livello ³	2002	2003	2004
	1995-2003	2003	2004	2004			
Stati Uniti	2,5	-2,5	4,0	35,7	15,6	16,7	16,0
Giappone	-8,9	-10,2	-9,6	31,2	8,0	8,5	7,2
Germania	1,0	-18,4	-13,2	43,2	7,1	9,8	11,4
Regno Unito	1,9	-4,0	7,6	34,0	8,0	11,3	9,8
Francia	1,0	0,0	1,5	60,3	5,9	6,0	6,6
Italia	9,4	-5,1	-3,2	73,8	4,7	5,4	7,5
Canada	3,0	-2,7	2,2	46,8	13,7	15,6	14,4
Spagna	9,2	-10,9	13,5	46,5	4,8	7,7	8,4
Paesi Bassi	6,1	-3,0	6,2	85,9	7,4	9,7	12,0
Australia	4,2	4,0	1,0	50,5	8,3	10,3	11,5
Svizzera	-0,1	-2,2	-2,3	56,9	8,0	10,8	9,0
Belgio	4,8	10,9	15,0	94,9	8,8	9,5	10,7
Svezia	3,2	-8,0	5,6	49,7	12,5	18,3	17,6
Norvegia	5,6	-2,1	1,5	56,3	8,3	11,0	11,0
Danimarca	6,1	-1,2	4,9	85,4	2,5 ⁵	9,0	10,3
Finlandia	2,9	0,0	-2,3	57,2	1,7 ⁵	7,0	9,5
Irlanda	13,4	0,2	1,3	82,5	18,4	17,5	16,7

¹ Per Australia, Belgio, Italia e Spagna, immobili di prim'ordine nelle principali città; per il Giappone, prezzi dei terreni. ² Variazioni percentuali annue. ³ Periodo di massimo dei prezzi reali = 100. ⁴ Superfici a uso ufficio immediatamente disponibili (comprese le sublocazioni) in fabbricati finiti, in percentuale dello stock totale. Per Svizzera e Stati Uniti, a livello nazionale; per Australia, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna, media delle principali città; per gli altri paesi, città capitale. ⁵ 2001.

Fonti: Catella Property Consultants; CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; statistiche nazionali. Tabella VII.2

canoni, che tendono però a essere alquanto vischiosi. Qualora l'ascesa dei prezzi dovesse arrestarsi o tramutarsi in un calo, l'attività ipotecaria potrebbe contrarsi fortemente (come osservato di recente in Australia e nel Regno



Unito) riducendo nel contempo i proventi per commissioni delle banche. Inoltre, vi è la possibilità che aumentino le perdite su crediti, specie nei mercati con elevati livelli di debito delle famiglie e bassi margini di garanzia sui mutui. Più in generale, un calo della ricchezza delle famiglie potrebbe indurre un più diffuso rallentamento economico attraverso la contrazione dei consumi. Qualora tali pericoli dovessero concretizzarsi, i problemi per il settore bancario rivenienti da questo effetto macroeconomico di tipo indiretto, ma più generale e persistente, potrebbero essere rilevanti.

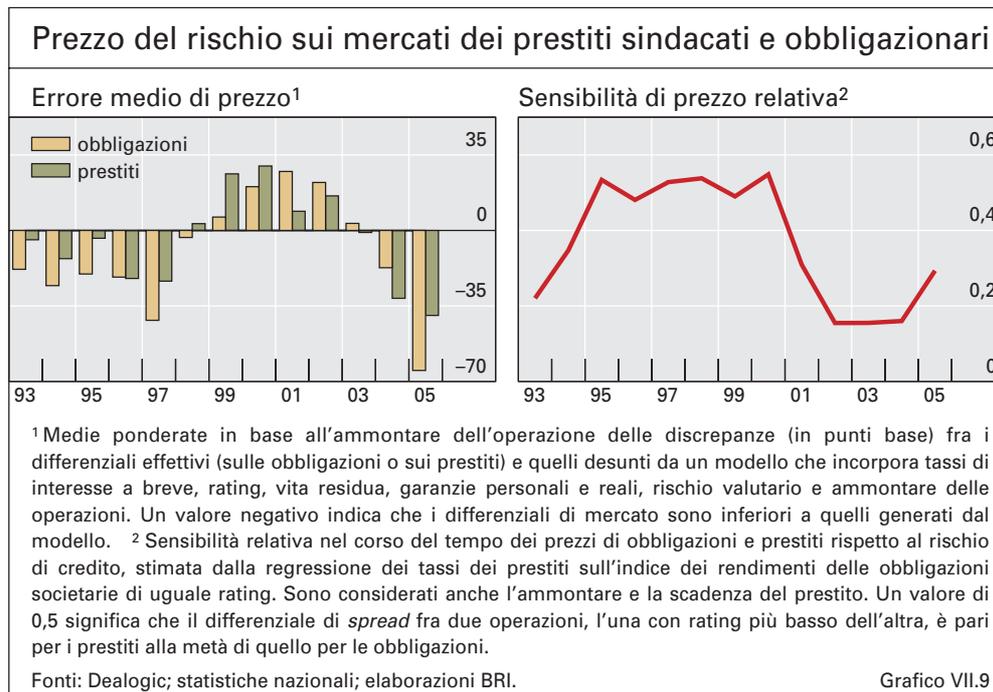
Intensificazione della "caccia al rendimento"

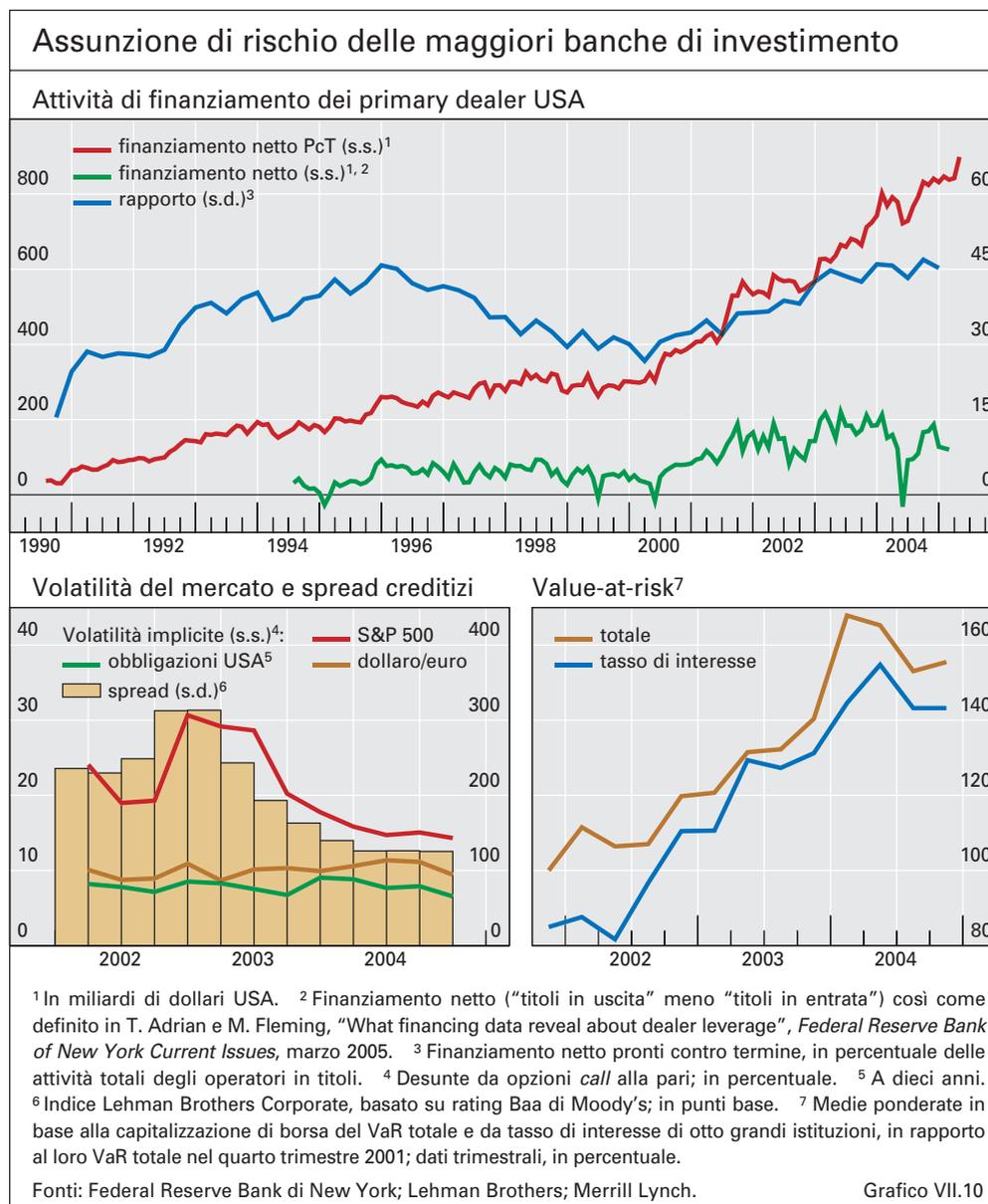
Il perdurare dei bassi tassi di interesse e dell'abbondante liquidità ha incitato gli investitori a ricercare più alte remunerazioni in collocamenti più rischiosi. Questa "caccia al rendimento" si è intensificata durante gran parte del periodo sotto rassegna (Capitolo VI).

Vi sono indicazioni che è proseguita una politica di prezzo aggressiva in relazione al rischio creditizio sui mercati dei prestiti consorziali e delle obbligazioni. Nel 2004 le nuove operazioni allestite sul mercato USA dei prestiti sindacati hanno raggiunto il massimo storico di \$1,3 trilioni, il 46% dei quali è andato a società con rating basso. Sempre nel 2004 gli *spread* sui due mercati suddetti parevano comportare un premio per il rischio creditizio inferiore a quello implicito nelle correlazioni storiche (grafico VII.9, diagramma di sinistra). Più di recente, questo apparente *underpricing* del rischio creditizio si è accentuato sul mercato obbligazionario, essendo leggermente cresciuta la sensibilità al rischio di insolvenza degli *spread* sui prestiti sindacati (grafico VII.9, diagramma di destra).

Rischio di credito potenzialmente sottovalutato

La tendenza a una maggiore propensione al rischio è osservabile anche nel settore delle banche di investimento. Il *value-at-risk* (VaR) complessivo è





Forte esposizione al rischio di mercato

aumentato di oltre il 50% nei tre anni terminati a fine dicembre 2004. Poiché nell'arco dello stesso periodo è calata la volatilità dei mercati azionari e creditizi, ciò fa presumere un sensibile incremento nell'assunzione di posizioni (grafico VII.10, diagrammi inferiori). La leggera diminuzione delle esposizioni complessive nel 2004 potrebbe rispecchiare un aggiustamento differito dell'assunzione di rischio da parte degli intermediari in questione, oppure una minore liquidità di mercato (grafico VII.10, diagramma superiore).

Spostamento del rischio verso il settore famiglie

I maggiori rischi collegati alle ipoteche ...

Alcune tendenze strutturali recenti sembrano indicare un certo spostamento nell'esposizione al rischio dagli intermediari e dai mercati finanziari verso il settore delle famiglie. In parte tale fenomeno ha natura volontaria. Il più facile accesso a svariati canali di prestiti ha fatto aumentare il debito delle famiglie in rapporto al reddito (Capitolo II). In particolare, nel 2004 i tassi di crescita dei

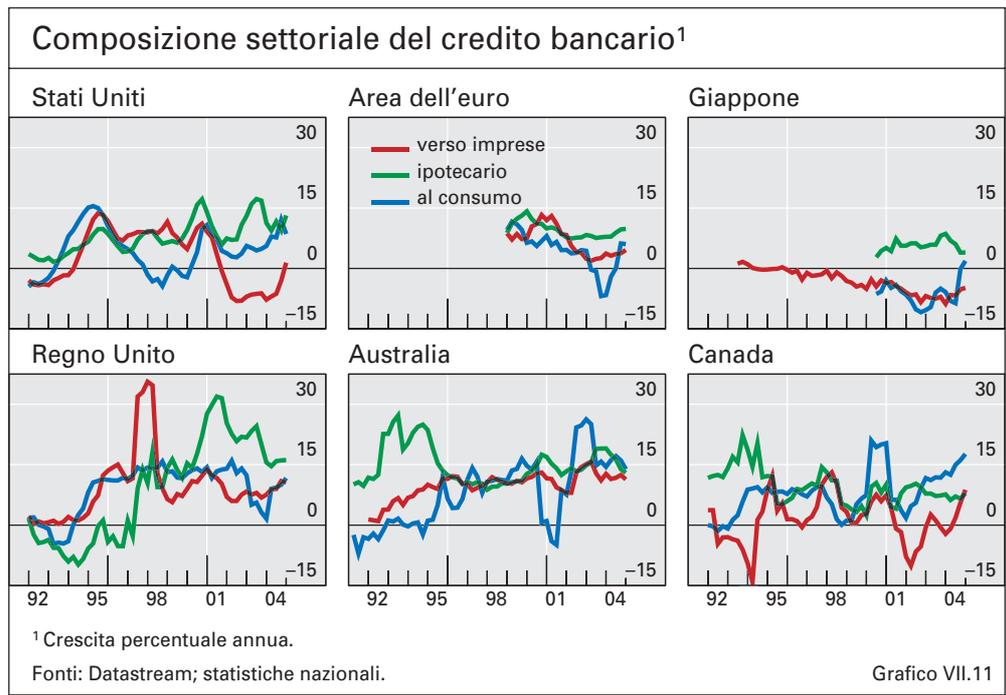
prestiti ipotecari e al consumo erogati dalle banche hanno superato quello dei finanziamenti alle imprese negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone (grafico VII.11). Le famiglie hanno altresì orientato i loro investimenti finanziari verso strumenti più sensibili al mercato. I mutui ipotecari a tasso variabile, tradizionalmente predominanti in Australia, Irlanda, Regno Unito, Spagna e molti paesi nordici, negli ultimi tempi sono divenuti popolari anche negli Stati Uniti. La diffusione dei prodotti *unit-linked* (collegati a quote parti di un fondo) nel settore delle assicurazioni vita riflette parimenti l'accresciuta propensione delle famiglie ad assumere rischi.

Anche i cambiamenti istituzionali stanno esponendo le famiglie a maggiori rischi finanziari. In primo luogo, le proposte di riforma dei sistemi pensionistici negli Stati Uniti e nel Regno Unito vanno nel senso di un passaggio da schemi a prestazione definita a sistemi a contribuzione definita, che accrescono l'esposizione dei beneficiari al rischio di mercato. La tendenza verso i piani previdenziali a contribuzione definita si è rafforzata per effetto delle pressioni sulla capacità di finanziamento delle imprese esercitate dalla maggiore longevità, dalla debolezza dei mercati azionari e dai bassi tassi di interesse. In secondo luogo, l'introduzione della contabilità al valore equo renderà più visibili le garanzie di rendimento minimo nei contratti assicurativi, sicché gli assicuratori saranno sollecitati a ridurre parzialmente tali garanzie. Infine, la minore sicurezza del posto di lavoro in molti paesi sviluppati ha acuito l'incertezza circa i flussi di reddito delle singole famiglie, accrescendo i rischi complessivi cui è esposto il settore.

Alla luce di tali tendenze ci si domanda se i cambiamenti incidano sulla capacità di sopportazione del rischio dell'economia. In definitiva è sulle famiglie che ricadono tutti i rischi, in quanto a esse fanno capo in ultima istanza tutte le imprese economiche. Tuttavia, il livello complessivo di rischio

... e l'evoluzione degli schemi pensionistici ...

... possono incidere sulla capacità dell'economia di sopportare il rischio



finanziario non è indipendente dalla struttura finanziaria, dal quadro istituzionale e dalla distribuzione della sopportazione del rischio stesso. Le famiglie sono di regola liquide in virtù del regolare flusso di reddito da lavoro e della quota relativamente ampia di attività monetarie detenute. Inoltre, le perdite idiosincratice sui bilanci delle famiglie hanno limitate diseconomie esterne. Tuttavia, il settore si caratterizza, rispetto alle istituzioni finanziarie, per una più limitata capacità di comprendere, gestire e diversificare i rischi, per una maggiore dipendenza dal credito garantito, e per costi di transazione superiori. Queste limitazioni fanno ritenere che la maggiore esposizione diretta al rischio delle famiglie potrebbe non essere necessariamente efficiente.

L'agevole accesso a vari prodotti finanziari ha reso più facile per le famiglie l'acquisto della casa di abitazione e ha offerto maggiore flessibilità nella gestione intertemporale del consumo. Tuttavia, come già si è detto, una caduta dei prezzi degli immobili residenziali potrebbe comportare rischi per il settore finanziario e l'economia nel suo insieme. Si aggiunga che un aumento dei tassi di interesse si tradurrebbe automaticamente in maggiori oneri finanziari per le famiglie con passività a tasso variabile. Qualora ciò si ripercuotesse sul livello dei consumi e sui tassi di insolvenza dei mutui ipotecari, la resilienza della macroeconomia e del sistema finanziario potrebbe risultarne ridotta.

Verso un quadro macroprudenziale più operativo

I rischi
macroeconomici
richiedono ...

Le precedenti considerazioni sulle prospettive per la stabilità finanziaria hanno messo in risalto l'importanza delle vulnerabilità che sorgono dall'interazione fra il settore finanziario e l'economia reale. Le principali sfide originano dal processo di correzione degli squilibri venutisi gradualmente a creare durante il periodo di boom dei corsi azionari degli ultimi anni novanta e dal contesto macroeconomico emerso durante la prima metà di questo decennio. Per dare una risposta efficace a queste sfide occorre un quadro prudenziale che sia incentrato sulle predette interazioni e che adotti un approccio sistemico alla stabilità finanziaria. La tendenza generale a rafforzare l'orientamento macro degli schemi prudenziali non è che un riconoscimento di tale necessità.

... approcci
macroprudenziali

L'approccio macroprudenziale colloca in primo piano le interazioni fra le singole istituzioni finanziarie, nonché fra il sistema finanziario nel suo insieme e la macroeconomia. Integrando il più tradizionale approccio micro, che pone invece al centro della propria analisi l'istituzione singola, esso dà particolare rilievo alle concentrazioni di esposizioni e ai fattori comuni di rischio presenti nelle diverse componenti del sistema finanziario. L'analisi degli effetti destabilizzanti che potrebbero scaturire dai comportamenti di queste ultime è cruciale in tale tipo di approccio.

Sul piano operativo, vari aspetti del quadro prudenziale ne rispecchiano l'orientamento più sistemico. Quello più visibile è senz'altro l'aspetto collegato all'architettura istituzionale e al mandato degli organi ufficiali preposti alla stabilità finanziaria. Una prospettiva più macro è concretamente discernibile anche nel modo in cui questi organi assolvono il loro compito. Ne sono un esempio l'affinamento delle tecniche di misurazione del rischio per meglio

individuare le vulnerabilità sistemiche, nonché la calibrazione degli strumenti preventivi e correttivi più sensibile ai problemi sistemici.

Architettura istituzionale

L'architettura istituzionale degli organi ufficiali cui compete la stabilità finanziaria è crescentemente improntata a una prospettiva macroprudenziale. A livello sia nazionale sia internazionale essa rispecchia sempre più l'importanza attribuita al monitoraggio delle interazioni fra i singoli intermediari finanziari e all'elaborazione di linee di azione coerenti che tengano conto delle similitudini nella gestione del rischio nei diversi comparti del sistema finanziario.

A livello nazionale, la tendenza a istituire un'autorità unica responsabile della vigilanza prudenziale sulle banche, sulle compagnie di assicurazione e sugli altri intermediari si è accentuata da quando la Norvegia decise di adottare un approccio di questo tipo verso la fine degli anni ottanta. A ciò hanno contribuito sia le sinergie sorte con la comparsa dei conglomerati finanziari, sia la convergenza delle pratiche operative indotta dallo sviluppo di nuovi mercati e tecnologie.

Questa evoluzione istituzionale è spesso proceduta di pari passo con la fissazione per le banche centrali di obiettivi più espliciti in materia di stabilità finanziaria. Sul piano pratico ciò si è sovente tradotto nella creazione di funzioni *ad hoc* in seno alla banca centrale e nella pubblicazione di rapporti regolari in cui questa esprime le proprie valutazioni sull'andamento e sulle potenziali vulnerabilità del sistema finanziario. Non di rado le banche centrali hanno assunto compiti analoghi anche in assenza di un mandato esplicito, facendo tesoro della loro consolidata esperienza nell'analisi macroeconomica più tradizionale.

A livello internazionale, vari consessi sono stati istituiti per promuovere la comunicazione e la cooperazione fra le autorità di vigilanza delle diverse giurisdizioni. Il monitoraggio degli andamenti nei mercati finanziari internazionali e la valutazione delle potenziali fragilità rientrano fra gli obiettivi dei comitati che operano sotto l'egida delle banche centrali del G10 e di vari gruppi regionali. Il Forum per la stabilità finanziaria riunisce tutte le autorità in materia, nonché istituzioni finanziarie e altri organismi internazionali, promuovendo il dialogo e il coordinamento delle iniziative volte a fronteggiare le vulnerabilità sistemiche. Un esempio indicativo dell'azione del Forum è la serie di raccomandazioni da esso emanate sulla risposta delle autorità ai pericoli che possono derivare per la stabilità sistemica dall'attività delle istituzioni a elevato grado di leva. Più di recente, il Forum ha diretto gli sforzi delle autorità di vigilanza a livello mondiale tesi a rafforzare la sorveglianza sulle società di riassicurazione (si vedano le pagine 190-191 di questa Relazione).

Individuazione delle vulnerabilità

Una terapia efficace presuppone una diagnosi accurata. L'applicazione della tecnologia per la misurazione del rischio a livello di intero sistema costituisce quindi la base per l'apprestamento di un quadro operativo macroprudenziale.

Le tecniche di misurazione del rischio finanziario sono, in generale, a uno stadio ancora relativamente precoce di sviluppo. Anche a livello di

Autorità di vigilanza unificate

Il mandato di stabilità finanziaria delle banche centrali

Consessi internazionali

Modellizzazione del rischio sistemico

single istituzioni, inizialmente si è puntato a stimare aspetti specifici del rischio finanziario e soltanto di recente ci si è sforzati di elaborare schemi coerenti per una misurazione integrata su base aziendale. L'applicazione di indicatori basati sul VaR anche alla stima di altri tipi di esposizione oltre il rischio di mercato ne è un esempio. A livello macro, la modellizzazione delle interazioni fra il settore finanziario e l'economia reale non vanta la più lunga tradizione dei modelli macroeconomici che descrivono le relazioni a livello aggregato fra prodotto, spesa e prezzi.

Indicatori
macroprudenziali

Recentemente sono stati compiuti considerevoli progressi nell'elaborare strumenti di misurazione del rischio sistemico e nell'applicarli a una varietà di contesti. L'iniziativa dell'FMI e della Banca mondiale consistente nel mettere a punto una serie di indicatori della stabilità finanziaria e nell'incoraggiare le autorità nazionali a rilevare e pubblicare sistematicamente tali grandezze, è intesa a fornire la materia prima per un approfondimento dell'analisi. Nel quadro del Financial Sector Assessment Program avviato congiuntamente dalle due istituzioni vengono compiute regolari analisi delle potenziali vulnerabilità sistemiche, di natura sia strutturale che congiunturale.

Prove di stress a
livello macro

Di riflesso allo sviluppo di una metodologia per le prove di stress a livello delle singole istituzioni, numerose banche centrali stanno apprestando l'infrastruttura per l'applicazione di test di resilienza al sistema finanziario nel suo insieme, basati su indicatori sia micro che macro. Tali esercizi combinano spesso tre elementi: modelli macroeconomici concepiti per guidare le decisioni di politica monetaria, modelli della situazione finanziaria delle famiglie e delle imprese, indagini mirate a stimare l'impatto potenziale di diversi scenari sulla *performance* degli intermediari e dei mercati finanziari. In alcuni paesi questa infrastruttura è utilizzata non soltanto per compiere valutazioni di routine delle vulnerabilità del settore finanziario ai fini della vigilanza, ma anche per ottenere input da integrare nel processo decisionale della politica monetaria. Una volta in funzione, la tecnologia si presta anche a esercizi *ad hoc* più focalizzati sull'analisi di rischi specifici, come quelli derivanti da un repentino calo dei prezzi delle attività.

Calibrazione degli strumenti prudenziali

Anche la reazione delle autorità ai rischi per la stabilità finanziaria è in misura crescente ispirata a considerazioni sistemiche. Ciò vale sia per la concezione degli standard prudenziali sia per la logica che informa l'azione volta a contrastare i problemi allorché questi si manifestano.

L'adozione di
un approccio
sistemico ...

L'incorporazione esplicita di obiettivi sistemici nella definizione di requisiti prudenziali è un fenomeno relativamente recente, anche se da sempre viene riconosciuto che la fissazione di requisiti che limitano le possibilità di un'eccessiva assunzione di rischio a livello delle singole istituzioni contribuisce anche a mitigare i rischi sistemici. L'elemento di novità nell'approccio macroprudenziale consiste essenzialmente nell'idea che regole e comportamenti razionali a livello individuale possano originare esiti indesiderabili a livello aggregato. Ad esempio, il ridimensionamento delle esposizioni in risposta a elevate misure del rischio di mercato può costituire un approccio prudente dal punto di vista di un'istituzione desiderosa di preservare il proprio patrimonio.

Tuttavia, uno smobilizzo generalizzato potrebbe innescare reazioni a catena risultanti in un forte aumento della volatilità del mercato e in un deprezzamento eccessivo delle attività.

Il nuovo schema di adeguatezza patrimoniale pubblicato lo scorso anno dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria costituisce un importante passo in avanti. Esso stabilisce uno standard particolarmente rispettoso del desiderio del settore privato di sviluppare e impiegare strumenti per la gestione del rischio. Consentendo l'impiego dei risultati dei modelli interni ai fini della determinazione del patrimonio regolamentare minimo, lo schema riconosce l'importanza di incentivare l'adozione delle tecnologie ottimali da parte di tutti gli operatori. Un'eccessiva sensibilità al rischio dei requisiti patrimoniali, nondimeno, potrebbe accrescere la possibilità di rafforzare inavvertitamente la prociclicità insita nella disponibilità del credito. Anche al fine di mitigare questo rischio, e sulla base di nuovi studi empirici, la versione finale dello schema prevede un più basso tasso di incremento del patrimonio regolamentare in risposta a un deterioramento delle condizioni creditizie. Essa riconosce inoltre che le prove di stress delle esposizioni bancarie dovrebbero parimenti concorrere a determinare il livello prescritto di patrimonio, così da evitare che questo sia indebitamente influenzato dalle condizioni economiche correnti. Un aspetto ancora più importante del nuovo schema è che esso contribuisce a integrare nella cultura aziendale delle istituzioni i miglioramenti storici nella gestione del rischio, favorendo così un'individuazione e una correzione più precoci dei problemi e riducendo le tendenze procicliche.

... influenza la definizione degli standard ...

A una logica analoga si ispira il sistema di accantonamento su base statistica introdotto in Spagna. Esso prevede che gli accantonamenti a fronte dei crediti bancari siano ancorati a una media stimata lungo l'arco del ciclo, in modo da costituire, durante la fase ascendente della congiuntura, una riserva cuscinetto utilizzabile poi nei periodi di recessione, quando peggiorano le condizioni creditizie. La distribuzione temporale più uniforme dei costi del credito mitiga la tendenza delle banche a ridurre eccessivamente l'erogazione di prestiti allorché si deteriorano le prospettive economiche, diminuendo così il rischio di comportamenti indotti dalla regolamentazione che accentuano la volatilità macroeconomica.

Le considerazioni di ordine sistemico influenzano in misura crescente non soltanto la definizione degli standard, ma anche i provvedimenti discrezionali adottati dalle autorità di vigilanza. Questi sono stati talvolta indotti dal manifestarsi di tensioni o di vulnerabilità. Ne è un esempio recente la reazione delle autorità britanniche di fronte alle difficoltà incontrate dalle compagnie di assicurazione allorché la caduta del mercato azionario aveva causato gravi perdite nei loro portafogli di investimento. Al fine di arginare le vendite di titoli è stato deciso un temporaneo allentamento delle riserve minime obbligatorie, prevenendo così una spirale al ribasso dei corsi azionari che avrebbe ulteriormente pregiudicato i bilanci delle istituzioni regolamentate. Ragioni di ordine sistemico sono anche alla base delle modifiche apportate in alcune giurisdizioni ai parametri che regolano i prestiti ipotecari (come il rapporto minimo prestito/garanzia), stante il timore che una rapida espansione del credito potesse costituire un rischio per la macroeconomia. Sebbene tali

... i provvedimenti discrezionali ...

interventi *ex post* siano soltanto dei sostituti imperfetti della sistematica costituzione *ex ante* di riserve per fronteggiare le future tensioni, essi possono, se calibrati giudiziosamente e impiegati con parsimonia, facilitare la reazione del sistema a circostanze specifiche, senza originare effetti avversi sugli incentivi.

... e il trattamento delle grandi istituzioni

Infine, la preoccupazione per la stabilità sistemica traspare chiaramente dall'atteggiamento delle autorità di vigilanza verso le istituzioni finanziarie complesse e di grandi dimensioni. In molti paesi esistono regole esplicite per il trattamento di queste istituzioni, che stabiliscono le modalità di azione da seguire nel caso di problemi, unitamente a un più stretto monitoraggio e controllo prudenziali. In particolare, le considerazioni di ordine sistemico occupano un posto importante fra i fattori esaminati per l'approvazione di fusioni. Oltre che alla salvaguardia di un adeguato livello di contendibilità del mercato, le autorità sono sempre più interessate ai rischi potenziali derivanti da una maggiore concentrazione delle esposizioni del sistema finanziario verso un ristretto numero di intermediari fra loro collegati. Sono inoltre previsti piani di emergenza da attivare in caso di fallimento di tali istituzioni. Essi mirano soprattutto ad assicurare un ordinato trasferimento del controllo dagli azionisti e dalla direzione, preservando al tempo stesso la funzionalità e il valore economico dell'azienda dissestata e minimizzando le turbative sistemiche.

Sfide da affrontare

Fra le sfide figurano:

L'analisi che precede mostra come siano stati compiuti notevoli progressi nel potenziare l'orientamento sistemico del quadro prudenziale, sul piano sia concettuale che pratico. Nondimeno, restano diverse sfide importanti da affrontare.

una misurazione più accurata ...

La prima riguarda il miglioramento delle tecniche di misurazione del rischio. Nonostante i recenti progressi, le attuali metodologie restano tuttora più efficaci nel fornire una misura puntuale dei rischi relativi, ad esempio per categorie di mutuatari o di attività, che nello stimare l'evoluzione del rischio in un certo arco di tempo, soprattutto a livello sistemico. In particolare, molte delle misure tendono a funzionare come indicatori coincidenti del rischio anziché come indicatori veramente predittivi. Inoltre, allorché tali misure si basano sui prezzi di mercato esse potrebbero non riuscire a discernere un cambiamento nella propensione al rischio da una diversa valutazione del medesimo (Capitolo VI). Attraverso questi due canali le misure possono introdurre inavvedutamente un'eccessiva prociclicità nelle valutazioni del rischio e nelle reazioni.

... l'incentivazione degli organi di vigilanza ...

La seconda sfida consiste nel fare in modo che le autorità di vigilanza abbiano i mezzi e gli incentivi per impiegare in un'ottica macroprudenziale gli strumenti a loro disposizione. È comprensibile che, nonostante le eccezioni summenzionate, vi sia ancora notevole riluttanza ad agire in tal senso quando i problemi appaiono di origine macroeconomica. Ciò può derivare in parte da una relativa mancanza di esperienza in questo ambito, soprattutto allorché la vigilanza non è affidata alla banca centrale. Oppure può rispecchiare una visione della vigilanza ispirata principalmente a obiettivi di protezione dei consumatori, piuttosto che alla prevenzione di crisi sistemiche.

La terza sfida è quella di rafforzare il coordinamento dell'azione di parte ufficiale mirata alla stabilità macrofinanziaria. Un approccio più coordinato riconoscerebbe le forti interdipendenze esistenti tra le funzioni assolate da un più ampio ventaglio di autorità, fra cui i responsabili della politica monetaria, i dicasteri finanziari, nonché gli organi di normazione contabile. Esistono evidenti complementarità fra le risorse cognitive e gli strumenti a disposizione di queste diverse istanze. Ad esempio, gli standard contabili possono avere un effetto di prim'ordine sulla capacità di valutare la solidità finanziaria, sull'incentivo ad assumere rischi e sulle proprietà stabilizzanti o destabilizzanti dei comportamenti individuali. Analogamente, talune tensioni finanziarie con ingenti costi macroeconomici possono trarre origine non da imprese finanziarie dissestate, bensì da dinamiche di mercato o da gravi turbative nei bilanci delle famiglie e delle società, anche quando le istituzioni finanziarie risultano sufficientemente schermate. L'attuale rischio associato al finanziamento ipotecario ne è un esempio. Tutto ciò rende tanto più opportuna una stretta cooperazione fra le varie autorità, sulla base di una diagnosi concorde del problema.

... e il
coordinamento
delle politiche