

VII. Il settore finanziario

Aspetti salienti

Durante il periodo in rassegna non vi sono stati grandi cambiamenti nel quadro di insieme del settore finanziario delle economie industriali. Sono proseguiti i buoni risultati nella maggior parte delle aree operative. La redditività ha tratto beneficio dall'accresciuta domanda di credito e di altri servizi connessi con l'attività nel mercato dei capitali, dall'abbondante offerta di liquidità e dal clima creditizio molto favorevole. Nei casi in cui si sono manifestati problemi, le istituzioni hanno potuto farvi fronte. La dotazione di capitale appare sufficiente ad assorbire l'impatto di eventuali sviluppi avversi nel futuro immediato.

Le potenziali fonti di vulnerabilità continuano a essere inscindibilmente collegate agli andamenti macroeconomici futuri e al ritmo di aggiustamento degli squilibri finanziari. Sono in effetti emersi segni di una flessione in certi settori operativi e di una crescente rischiosità in altri. Le istituzioni restano esposte a fattori di rischio comuni, associati a un probabile ritorno dei tassi di interesse su livelli più normali e a una possibile svolta nel ciclo del credito. L'esposizione delle banche verso il mercato immobiliare si è accentuata e un eventuale rallentamento dell'espansione creditizia potrebbe avere un impatto negativo sui profitti bancari.

Nel complesso, per il settore finanziario gli anni a venire saranno probabilmente più irti di difficoltà rispetto al recente passato. Ciò rende ancora più importante un'adeguata gestione del rischio e l'apprestamento di difese contro fattori di tensione previsti e imprevisi. Dal punto di vista del sistema finanziario nel suo insieme, la gestione del rischio dipende in modo cruciale dalla qualità delle informazioni a disposizione degli operatori economici riguardo alla situazione finanziaria di istituzioni omologhe e controparti. Una interazione armoniosa fra i principi di rendicontazione finanziaria, le modalità di gestione del rischio nelle singole aziende e il quadro prudenziale può costituire un fattore di forza per il sistema finanziario. La sezione finale di questo capitolo analizza con un certo grado di dettaglio questi aspetti.

La performance del settore finanziario

In generale, nel periodo in esame le imprese finanziarie hanno continuato a realizzare buoni risultati di gestione. Salvo poche eccezioni, la redditività è rimasta elevata e i settori dove si sono manifestate circostanze avverse hanno potuto farvi fronte senza eccessivi problemi. Il continuo acuirsi delle pressioni concorrenziali ha tuttavia causato un ulteriore restringimento dei margini, compensato da una rapida crescita del volume di attività. Questa crescita potrebbe però rivelarsi vulnerabile in caso di cambiamenti nel clima macroeconomico.

Banche commerciali

Nella maggior parte delle aree geografiche le istituzioni bancarie hanno fatto registrare ottimi risultati economici, proseguendo la tendenza in atto già da vari anni. Il margine netto di interesse si è ancora assottigliato, di riflesso alle pressioni concorrenziali e all'appiattimento delle curve dei rendimenti, specie negli Stati Uniti. I maggiori proventi da interessi vanno pertanto ricondotti alla forte espansione dei crediti, che ha compensato i più ristretti margini. Il saggio di redditività sugli impieghi totali non è variato di molto, a causa soprattutto dei costi operativi in calo e del livello minimo degli oneri per accantonamenti, mentre il contributo dei redditi non da interessi è rimasto stabile (tabella VII.1).

Forti utili malgrado i minori margini di interesse

Nel 2005 le banche statunitensi hanno realizzato utili record, facendo registrare indici di redditività sugli impieghi e sul capitale proprio appena inferiori ai massimi storici del 2003. Anche per le maggiori banche europee si sono potuti osservare ottimi rendimenti, sebbene i raffronti intertemporali risultino complicati dal fatto che in molti casi i bilanci sono stati redatti per la prima volta in base ai principi internazionali di rendicontazione finanziaria (International Financial Reporting Standards, IFRS). Nonostante l'impatto esercitato su talune poste, fra cui margine di interesse, crediti in sofferenza e capitale proprio, la transizione non sembra avere provocato un'eccessiva volatilità dei conti economici.

L'attività al dettaglio ha continuato a essere il motore primo della buona performance finanziaria delle banche. In molti paesi sono stati i mutui ipotecari a trainare l'espansione del credito. In Francia e Spagna, ad esempio, il rapido aumento di questi impieghi, sullo sfondo di un mercato delle abitazioni sostenuto, ha dato impulso ai ricavi. In aggiunta, le gestioni patrimoniali e la

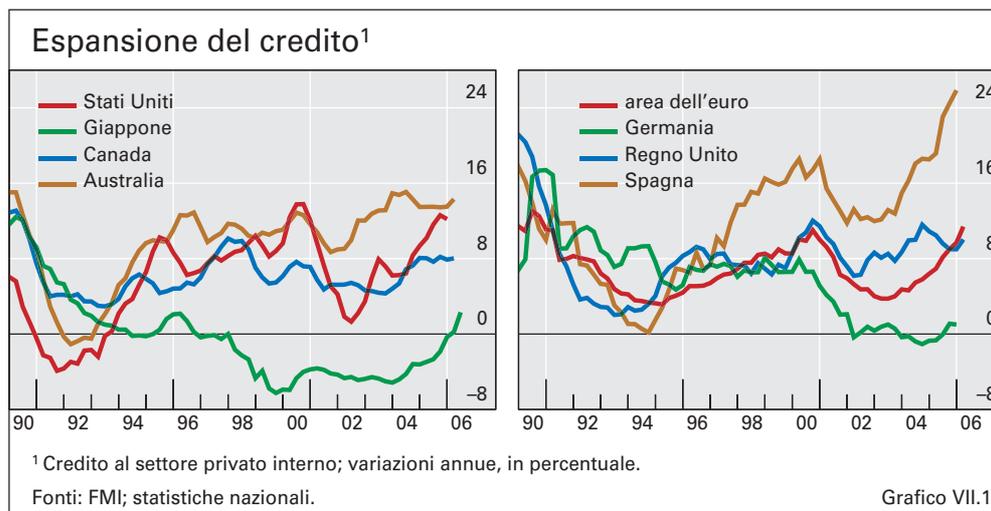
Crescita dell'attività al dettaglio ...

Redditività delle maggiori banche ¹												
In percentuale sul totale medio dell'attivo												
	Utili lordi di imposta			Oneri per accantonamenti			Margine di interesse netto			Costi operativi		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Stati Uniti (12)	2,20	1,81	2,06	0,37	0,24	0,23	2,99	2,86	2,65	3,77	3,75	3,32
Canada (5)	1,08	1,23	1,01	0,25	0,06	0,10	2,16	1,99	1,79	3,26	2,93	3,00
Giappone ² (15)	0,11	0,26	0,84	0,81	0,47	0,22	1,08	0,98	1,07	2,14	1,59	1,42
Australia (4)	1,63	1,48	1,76	0,23	0,18	0,16	2,33	2,09	2,06	2,39	2,18	2,08
Regno Unito ³ (9)	1,24	1,16	0,99	0,43	0,30	0,29	2,12	1,78	1,44	2,62	2,25	1,80
Svizzera ^{3,4} (5)	0,42	0,67	0,67	0,03	-0,01	-0,01	0,99	0,87	0,65	2,78	2,46	2,39
Svezia ³ (4)	0,87	1,04	0,91	0,11	0,03	0,00	1,61	1,43	1,02	1,63	1,40	1,05
Austria ³ (3)	0,61	0,78	0,85	0,37	0,34	0,31	1,86	1,83	1,64	2,58	2,41	2,09
Germania ^{3,4} (9)	0,04	0,17	0,41	0,28	0,23	0,08	0,81	0,73	0,66	1,58	1,48	1,25
Francia ^{3,4} (7)	0,68	0,80	0,70	0,19	0,11	0,07	1,17	1,03	0,85	2,07	1,80	1,36
Italia ³ (6)	0,80	0,87	1,07	0,51	0,42	0,21	2,12	1,92	1,63	2,99	2,65	1,99
Paesi Bassi ^{3,4} (4)	0,69	0,51	0,60	0,21	0,08	0,06	1,69	1,30	1,11	2,12	1,56	1,35
Spagna ^{3,4} (5)	1,61	1,37	1,46	0,49	0,35	0,30	3,02	2,29	2,07	3,17	2,49	2,17

¹ Le cifre tra parentesi indicano il numero di banche considerate. ² Per il 2005, dati annualizzati basati sui bilanci di metà esercizio. ³ Per il 2005, cifre basate sui principi IFRS. ⁴ Per il 2005, dati provvisori.

Fonte: Fitch Ratings.

Tabella VII.1



vendita di prodotti previdenziali e assicurativi hanno alimentato i proventi non da interessi. La crescita dell'attività di *retail banking* ha mostrato ben pochi segni di cedimento e potrebbe senz'altro rafforzarsi ulteriormente nei paesi in cui l'indebitamento delle famiglie rimane relativamente modesto, come l'Italia.

... e della domanda di credito

L'espansione del credito è proceduta a ritmi differenti a seconda dei paesi, fornendo un quadro di insieme piuttosto contrastato (grafico VII.1). Nei paesi in cui era stata debole ha segnato una certa accelerazione, mentre in altri, come Australia, Canada e Regno Unito, vi è stato un lieve rallentamento. Nell'area dell'euro il robusto tasso medio di crescita del credito (11%) cela sensibili differenze fra i singoli paesi. Mentre in Germania i prestiti sono rimasti pressoché stazionari, in Spagna, dove le banche hanno beneficiato di una forte espansione dell'attività sia in patria che in America latina, l'incremento è stato tale da mettere sotto pressione la raccolta tramite depositi. I finanziamenti alle imprese hanno acquisito slancio su entrambe le sponde dell'Atlantico. I criteri per la concessione del credito a questa categoria di mutuatari sono divenuti meno stringenti, mentre paiono essere rimasti sostanzialmente invariati quelli applicati alle famiglie. Negli Stati Uniti il ritmo di crescita dei prestiti erogati alle società ha raggiunto quello dei mutui ipotecari; sono invece rallentati i crediti al consumo.

Costi più bassi

Sul versante dei costi le banche hanno continuato a raccogliere i frutti dei passati interventi di ristrutturazione e razionalizzazione, mentre il favorevole clima creditizio ha contribuito a ridurre ulteriormente la quota delle sofferenze, specie sui prestiti commerciali e ipotecari. Di conseguenza, in vari paesi gli accantonamenti per perdite su crediti sono scesi a livelli storicamente bassi, giacché le banche non sono state colpite da eventi creditizi di rilievo. In effetti, gli Stati Uniti non registrano alcun fallimento bancario dal 2004, il più lungo periodo senza dissesti da oltre settant'anni. Grazie anche alla diversificazione geografica e operativa, le banche hanno potuto far fronte a vari fattori avversi, fra cui calamità naturali, vertenze legali e l'appiattimento della curva dei rendimenti. Le perdite sono state perlopiù circoscritte ai crediti al consumo, specie nel segmento delle carte di credito. L'aumento delle azioni promosse verso la fine del 2005 può essere imputato soltanto in parte a modifiche nella

legislazione sui fallimenti, dato che la situazione finanziaria dei consumatori appare generalmente tesa. Il ciclo del credito sembra aver già toccato il punto di svolta nel Regno Unito, dove l'aumento dei tassi di interesse e il rincaro delle utenze, congiuntamente al raffreddamento del mercato delle abitazioni, hanno messo sotto pressione i bilanci delle famiglie altamente indebitate. Il numero di fallimenti di persone fisiche è cresciuto, e con esso l'ammontare degli arretrati e degli accantonamenti a fronte dei prestiti personali, fra cui le carte di credito. Tuttavia, grazie alla loro redditività, efficienza di costo e diversificazione, le banche britanniche dovrebbero essere in grado di fronteggiare un eventuale deterioramento della situazione.

L'alleggerimento dei costi connessi con l'intermediazione creditizia ha costituito un fattore di forza per le banche giapponesi, che, realizzando la migliore performance del recente passato, si sono lasciate alle spalle oltre un decennio di debolezza. I minori oneri per svalutazioni di crediti hanno contribuito a portare il risultato operativo netto in territorio decisamente positivo. Le migliorate condizioni delle imprese hanno parimenti alleviato il problema delle sofferenze, la cui incidenza sul totale degli impieghi delle maggiori banche è ulteriormente diminuita. Gli utili non distribuiti hanno inoltre migliorato la qualità del capitale proprio, facendo scendere a meno del 20% la quota dei fondi pubblici sul patrimonio di base. Il ritorno alla redditività è stato propiziato dalle plusvalenze contabili sullo stock di azioni, che dovrebbero sopravanzare le perdite potenziali sui portafogli obbligazionari in caso di rialzo dei tassi di interesse (Capitolo IV). Quel che più importa, la diffusa ripresa economica fa prospettare il rilancio di un'attività creditizia profittevole, poiché per la prima volta dal 1994 la crescita dei prestiti è tornata a essere positiva.

Il perseguimento dell'espansione attraverso l'operatività al dettaglio e la prospettiva delle efficienze di costo conseguibili grazie alla crescita dimensionale hanno continuato a stimolare l'integrazione nel settore bancario. La precedente ondata di fusioni fra le banche maggiori negli Stati Uniti ha lasciato spazio per operazioni di piccole e medie dimensioni volte a realizzare una migliore diversificazione geografica. I cambiamenti nel panorama concorrenziale europeo sono stati più differenziati. In Francia e Germania è proseguita l'integrazione in reti cooperative da parte di banche minori operanti al dettaglio. La novità nel periodo in esame è stato piuttosto il numero delle acquisizioni transfrontaliere di maggiore entità, che in molti casi hanno avuto come protagoniste le istituzioni italiane, in veste sia di aziende bersaglio sia di acquirenti, anche se non sono mancate operazioni riguardanti banche di paesi alla periferia dell'area dell'euro.

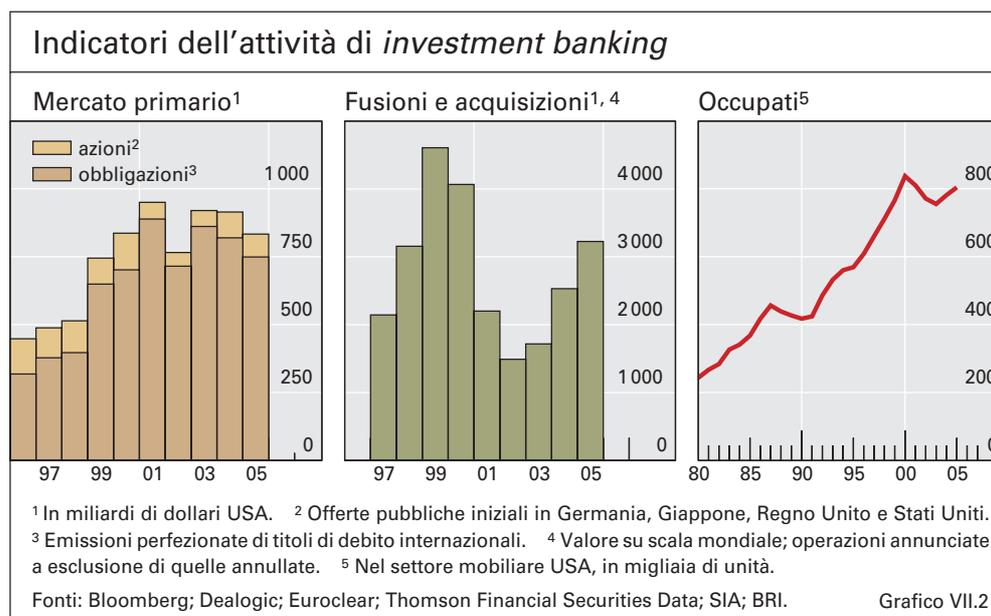
Investment banking

Le banche d'affari hanno messo a segno un anno di risultati straordinari. La redditività del capitale proprio si è situata fra il 15 e il 30%, grazie ai profitti eccezionali conseguiti in varie aree di operatività. Oltre ai proventi tradizionali dell'attività caratteristica, molte istituzioni sono riuscite a realizzare cospicui utili da negoziazione. Un fattore trainante nel primo caso è stato il boom delle fusioni e acquisizioni (grafico VII.2 e Capitolo VI), da cui hanno tratto impulso sia i servizi di consulenza sia la sottoscrizione dei prestiti sottostanti. Gli analisti

Rafforzamento dei bilanci in Giappone

Consolidamento in Europa

Le operazioni di fusione e acquisizione alimentano i profitti



prevedono che questa attività rimanga sostenuta alla luce del livello dei profitti societari e delle operazioni progettate, nelle quali appaiono in crescita le dimensioni e il grado di tolleranza verso la leva finanziaria.

Espansione

Le commissioni per l'attività di consulenza e di sottoscrizione nelle fusioni e acquisizioni sono state appannaggio soprattutto delle banche d'affari di primaria importanza. Rispetto agli anni passati, queste banche si sono finanziate in misura maggiore con operazioni pronti contro termine. Nuove importanti fonti di reddito sono provenute dall'intensa negoziazione in materie prime e titoli collegati all'energia, nonché dalle attività collegate alla gestione di fondi di *private equity*. Altre aree proficue sono state la sottoscrizione di prodotti creditizi e la fornitura di servizi di mediazione agli *hedge fund*. Il settore è in fase di espansione e sta assumendo nuovo personale, recuperando così buona parte della contrazione subita agli inizi degli anni duemila.

Hedge fund

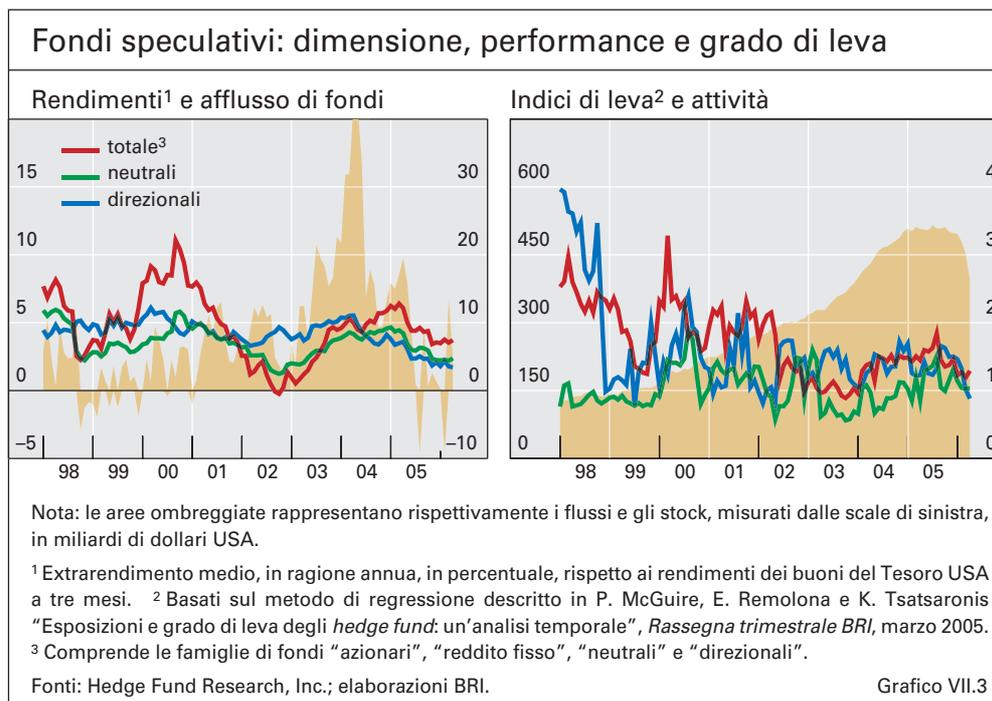
Dopo un periodo di rapida crescita nella prima metà del decennio, lo scorso anno il settore degli *hedge fund*, o fondi speculativi, ha fatto registrare un regresso per quanto concerne sia la performance sia l'afflusso di nuove risorse, mentre l'accresciuta presenza degli investitori istituzionali ha indotto ulteriori cambiamenti negli assetti operativi.

Il calo della performance nel 2005 ha interessato un po' tutte le categorie di fondi. Ciò è verosimilmente il risultato del crescente affollamento in questo settore di attività, dove una moltitudine di gestori cerca di sfruttare un ventaglio ristretto di opportunità (grafico VII.3). Un altro indizio di tale fenomeno è la minore varianza dei risultati fra le diverse strategie di investimento.

Di riflesso ai mediocri risultati, è altresì calato l'interesse degli investitori, misurato dalla quota dei fondi affluiti al settore. Per la prima volta dall'episodio di LTCM, nel 2005 si sono registrati vari mesi di deflussi netti. Inoltre, il numero di fondi speculativi di nuova creazione non è stato sufficiente a compensare il normale tasso di uscita dal mercato.

In regresso la performance dei fondi speculativi ...

... mentre rallentano gli afflussi ...



Malgrado il declino della performance, appare sempre più evidente che i fondi speculativi sono diventati un'opzione di investimento accettabile anche per i convenzionali investitori istituzionali. Si sono ulteriormente intensificati i legami fra il settore e le società più affermate nella gestione patrimoniale o nei servizi di *private banking*, molte delle quali hanno inserito l'investimento negli *hedge fund* fra i prodotti offerti alla clientela. In numerosi casi ciò ha comportato il vero e proprio acquisto dell'intero portafoglio di fondi di fondi. La tendenza calante, osservata negli ultimi anni, della variabilità dei rendimenti conseguiti dai singoli *hedge fund* è un'altra conseguenza dell'influsso esercitato dagli investitori istituzionali, tradottosi in requisiti più rigorosi in ordine alla gestione del rischio, alla rendicontazione e alla coerenza nelle strategie di investimento.

Private equity

Negli ultimi anni si è assistito a una fortissima crescita nell'attività dei fondi di *private equity*, manifestatasi sia nella raccolta di mezzi, sia nella partecipazione a operazioni di controllo societario. Vari sono i fattori che possono spiegare l'accresciuto interesse per questo settore di intermediazione, come la delusione degli investitori nei confronti dei mercati azionari ufficiali dopo lo scoppio della bolla tecnologica, o ancora il basso livello dei rendimenti e le condizioni di liquidità estremamente favorevoli. Al tempo stesso, questi sviluppi hanno suscitato timori per le potenziali conseguenze sul piano della stabilità finanziaria, dato il ruolo importante del finanziamento con capitale di prestito nelle strategie di *private equity*.

I fondi in questione consistono in *pool* di investitori specializzati nel fornire risorse di capitale a società caratterizzate da elevata rischiosità e intensità informativa. Ne esistono due tipi principali. Un primo tipo (*venture capital*) comprende i fondi che finanziano società non aventi accesso ai mercati ufficiali,

... e diventa più convenzionale il profilo dei fondi

Le strutture dei fondi di *private equity* ...

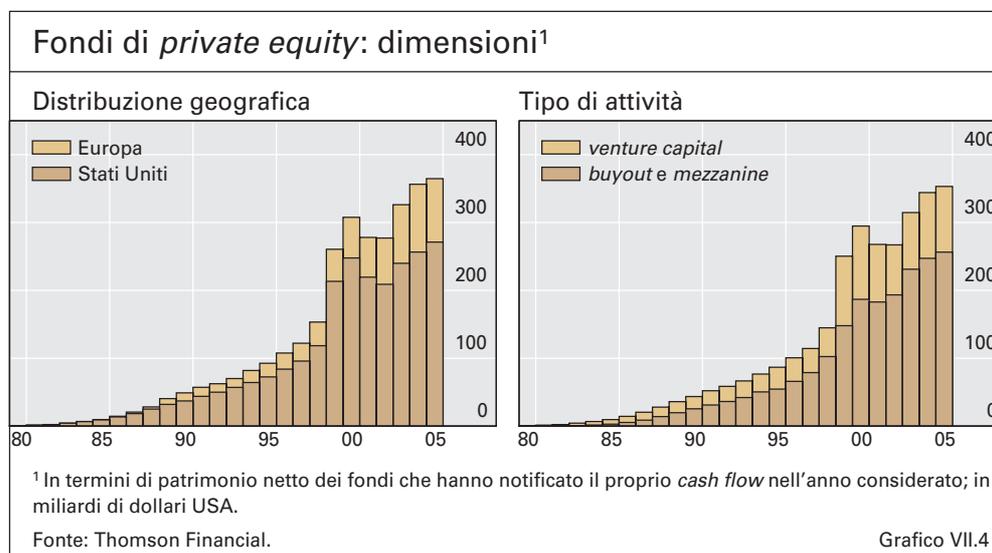
come nuove iniziative imprenditoriali con un alto potenziale di crescita ma prive di un passato reddituale consolidato, oppure aziende di medie dimensioni bisognose di fondi per superare crisi di liquidità, modificare la struttura patrimoniale o acquisire altre società. Al secondo tipo (*buyout*) appartengono invece i fondi specializzati nell'acquisto di società quotate che vengono successivamente tolte dal listino. Di regola tali acquisizioni sono finanziate in parte con l'emissione di debito, incrementando considerevolmente l'indice di leva dell'azienda rilevata. I benefici finanziari attesi provengono dai dividendi nel medio periodo e/o dalla plusvalenza finale realizzata con la rivendita della società sia sul mercato non ufficiale sia attraverso un'offerta pubblica.

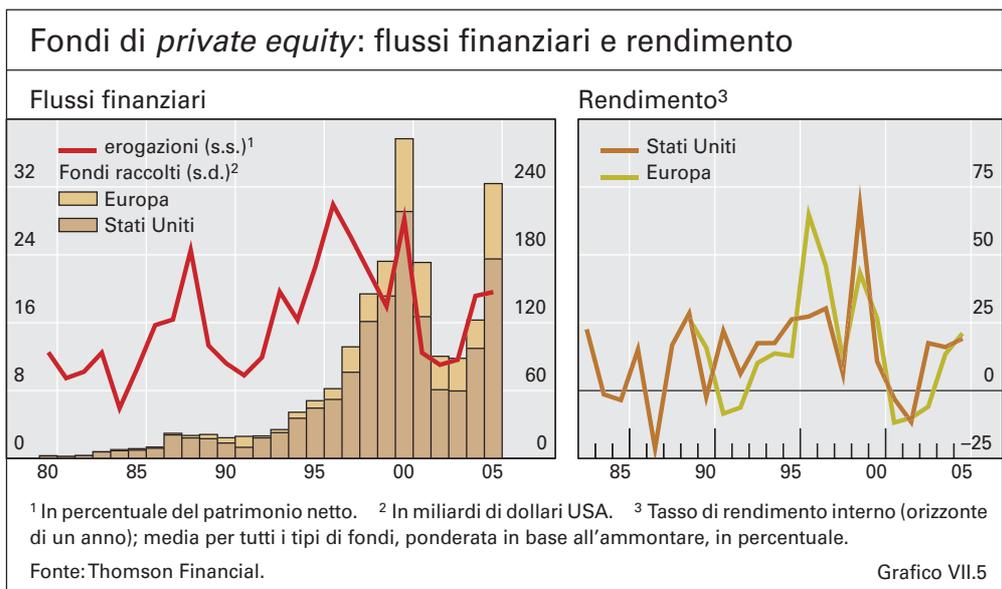
I fondi di *private equity* sono organizzati in forma di società di persone e la loro struttura di incentivi ricalca quella di altri veicoli di investimento aggressivi, come i fondi speculativi. Le operazioni da essi condotte richiedono acume finanziario, abilità manageriali e imprenditorialità, poiché i soci partecipano attivamente alla gestione delle aziende in cui investono. Questi ultimi sono ricompensati da commissioni generose e remunerazioni rapportate alla performance, oltre che dall'aspettativa di spartire con gli altri investitori un elevato tasso di rendimento interno sul capitale impiegato. I fondi raccolgono i mezzi finanziari presso individui titolari di grandi patrimoni e vari investitori istituzionali, come fondi pensione e fondazioni, nonché da altre imprese, finanziarie e non.

Il settore dei fondi di *private equity* ha fatto registrare uno sviluppo considerevole a partire dalla fine degli anni novanta. Dopo il leggero e temporaneo rallentamento seguito al periodo di rapida crescita delle attività in gestione fatto registrare da tutte le categorie di fondi durante il boom degli investimenti tecnologici, negli ultimi due anni l'espansione è ripresa (grafico VII.4). Sebbene la maggior parte dei fondi operi negli Stati Uniti, è in Europa che si sono realizzati gli incrementi più ingenti negli ultimi tempi. Tradizionalmente la parte preponderante delle attività del settore fa capo ai fondi del tipo *buyout*. Il leggero calo della loro quota aggregata intorno al culmine della bolla internet è stato recuperato sulla scia della recente ripresa delle operazioni di fusione e acquisizione (Capitolo VI).

... premiano l'assunzione di rischio

Forte crescita dell'attività ...



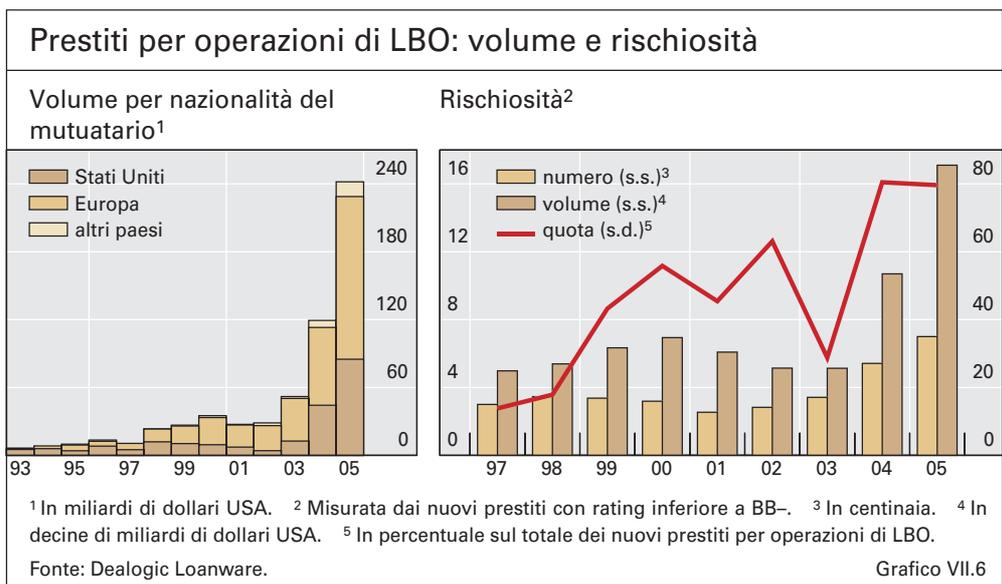


Nei due anni passati sono fortemente aumentati i mezzi raccolti a livello globale, fino a raggiungere nel 2005 la cifra di \$240 miliardi, inferiore soltanto a quella toccata nel 2000, al culmine del boom del settore tecnologico (grafico VII.5). Anche i proventi incassati dagli investitori hanno seguito un profilo analogo, pur mostrando maggiore volatilità. Vi sono tuttavia indicazioni aneddotiche secondo cui taluni fondi tendono ora a privilegiare formule più accelerate di remunerazione degli investitori e dei soci, rispetto alla distribuzione posticipata degli introiti ricavati dalla liquidazione finale degli investimenti. Gli elevati tassi di rendimento medio dei fondi di *private equity* spiegano l'interesse mostrato dagli investitori esterni, nonostante la volatilità e la relativa illiquidità che li caratterizzano (grafico VII.5, diagramma di destra).

... della raccolta di fondi ...

I cicli nell'attività dei fondi di *private equity* sono correlati alla disponibilità e al costo del finanziamento, nonché all'andamento generale dei bilanci societari. Le operazioni di *leveraged buyout* (LBO) sono stimulate dai bassi

... e dei finanziamenti di operazioni di LBO



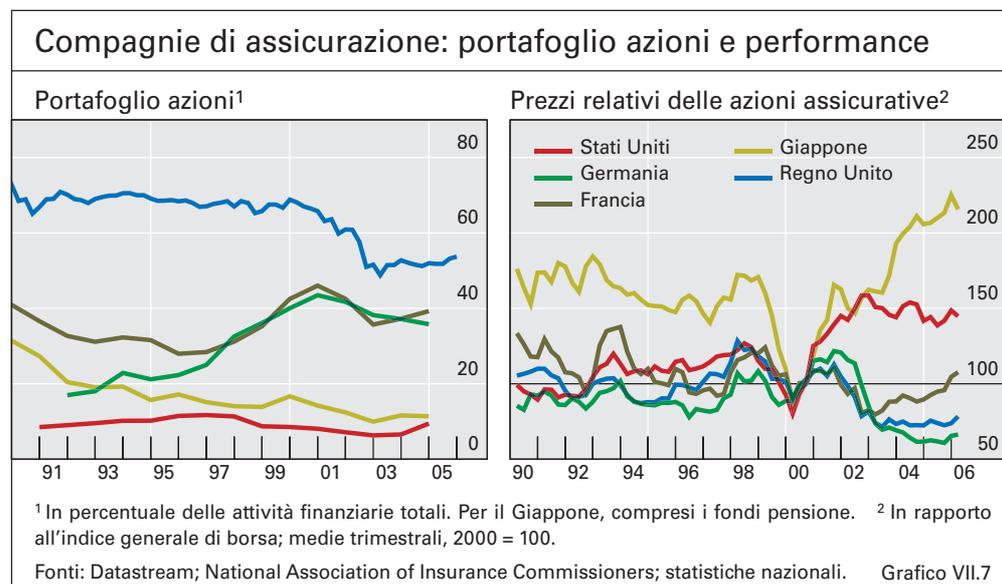
tassi di interesse e dalla presenza di società bersaglio con azioni la cui performance scadente è legata a una struttura patrimoniale troppo prudente. I precedenti periodi di crescita delle operazioni di LBO avevano coinciso con eventi innovativi, come la forte espansione del mercato delle obbligazioni "spazzatura" negli ultimi anni ottanta o il boom delle nuove società internet dieci anni dopo. Nel ciclo attuale paiono avere un ruolo importante anche i bassi costi di finanziamento e una maggiore tolleranza verso il rischio e la leva finanziaria. È stato impressionante l'aumento recente dei prestiti sindacati internazionali collegati a LBO, che nel 2005 hanno totalizzato oltre \$240 miliardi, per la maggior parte allestiti in favore di prenditori europei (grafico VII.6). Altrettanto significativo appare il calo della qualità creditizia: circa l'80% dei prestiti collegati a LBO – oltre sei volte la quota rilevabile per l'insieme del mercato dei prestiti sindacati – era costituito da passività ad alto rendimento.

Compagnie di assicurazione

Nel 2005 la performance delle imprese di assicurazione del ramo vita ha beneficiato delle favorevoli condizioni finanziarie. Per converso, questo stesso anno è stato in assoluto il più gravoso per le assicurazioni del ramo danni e per le riassicurazioni, soprattutto a causa delle ingenti richieste di risarcimenti collegate a calamità naturali.

La solidità finanziaria delle assicurazioni vita è ulteriormente cresciuta. L'andamento positivo dei mercati azionari ha reso possibili risultati migliori nella gestione patrimoniale e un rafforzamento della base di capitale (grafico VII.7). Le compagnie giapponesi hanno ampliato i loro margini di solvibilità grazie all'aumento della raccolta premi, al minor numero di polizze rescisse e alle plusvalenze contabili sul portafoglio azionario. Le polizze *with-profit unit-linked* (rivalutabili in base al valore delle quote parti di fondi di investimento) hanno riscosso successo nel Regno Unito e in Francia sulla scia delle buone prospettive dei mercati azionari. Per contro, i bilanci di talune compagnie europee del ramo vita hanno continuato a essere oberati dal retaggio degli elevati

Si rafforzano ulteriormente le assicurazioni del ramo vita



rendimenti garantiti in un contesto di bassi tassi di interesse a lungo termine, sicché le pressioni sulla solvibilità non sono del tutto scomparse.

L'aspra concorrenza, la migliorata capitalizzazione e il perseguimento di efficienze operative hanno incoraggiato il consolidamento nel comparto vita. In Europa negli ultimi due anni questa tendenza si è manifestata prevalentemente sotto forma di fusioni e acquisizioni di modesta portata. Negli Stati Uniti, invece, grandi gruppi finanziari e non finanziari hanno scorporato le proprie unità di assicurazione vita o le hanno cedute ad altri assicuratori.

Un problema potenziale per le compagnie del ramo vita deriva dalla lentezza con cui il previsto aumento del rischio longevità viene incorporato nelle valutazioni di bilancio. A ciò si aggiunga che gli strumenti per il trasferimento di questo tipo di rischio sono ancora poco sviluppati. La domanda di *longevity bond* rimane infatti limitata, così come la capacità del settore riassicurativo di coprire tali esposizioni.

Nel 2005 le assicurazioni del ramo danni sono state chiamate a erogare risarcimenti per un ammontare record, che si stima doppio rispetto a quello del 2004. Gran parte degli oneri relativi ai sinistri è imputabile ai tre uragani caraibici. Pertanto, le imprese USA di assicurazione contro i danni materiali e personali hanno subito in termini relativi le più gravi perdite mai registrate a causa di catastrofi dal terremoto di San Francisco del 1906. Malgrado il conseguente calo degli utili della gestione tecnica, il settore ha dato prova di resilienza, aiutato in ciò dai maggiori ricavi da investimenti e dal trasferimento di rischi a imprese di riassicurazione.

Grazie ai cospicui redditi finanziari e a una sufficiente diversificazione, nella maggior parte dei casi le società di riassicurazione hanno potuto far fronte alle eccezionali richieste di rimborso collegate alle calamità dello scorso anno. Nondimeno, talune compagnie riassicurative specializzate con sede nelle Bermuda hanno subito un deterioramento patrimoniale e declassamenti del rating. La tendenza all'aumento degli esborsi per sinistri risultante dalla crescente forza devastatrice dei cicloni, dalla maggiore densità della popolazione e dal boom delle residenze costiere costituisce una perdurante sfida per le istituzioni in questione.

Il settore assicurativo europeo è alle prese con vari problemi legati ai cambiamenti del quadro istituzionale. Nel periodo in rassegna, grazie all'intenso dibattito fra le istanze ufficiali e gli esponenti del settore, si sono compiuti ulteriori progressi nell'ambito del progetto Solvibilità II, che dovrebbe accrescere l'impegno delle istituzioni nella gestione del rischio. A livello attuativo, la nuova regolamentazione sui requisiti di solvibilità delle compagnie di assicurazione europee interagirà con le previste modifiche dei principi per la redazione degli schemi di bilancio. In Europa l'introduzione dei principi contabili IASB è iniziata nel 2005 e i suoi effetti sono ancora incerti. Nella fase attuale è possibile che essi aumentino la variabilità dei risultati economici, poiché l'estensione del principio del valore equo (*fair value*) ad altre classi di attivi patrimoniali delle imprese assicurative potrebbe accrescere l'asimmetria rispetto agli attuali criteri di valutazione del passivo. In vista della possibile applicazione integrale del valore equo, le assicurazioni hanno perseguito un maggiore allineamento fra attività e passività, ampliando gli investimenti

Richieste record di rimborso nel ramo danni ...

... fronteggiate senza grossi problemi

Sfide sul piano regolamentare in Europa

in titoli a lungo termine e riducendo le esposizioni nel mercato azionario (Capitolo VI).

Fondi pensione

Insufficiente
copertura dei fondi
pensione

Negli ultimi anni diversi sviluppi concernenti i fondi pensione aziendali hanno richiamato l'attenzione degli analisti e degli organi di vigilanza. Gli indici di copertura si sono deteriorati per effetto dei bassi rendimenti che hanno contrassegnato i primi anni di questo decennio. L'esiguità dei proventi sul patrimonio investito è stata acuita dall'effetto di dilatazione del valore delle passività risultante dai bassi tassi di sconto. All'impatto di questo insieme di fattori si è aggiunta la circostanza che molti gestori avevano approfittato del contesto di mercato molto favorevole nella seconda metà degli anni novanta per ridurre i livelli contributivi, basandosi su estrapolazioni ottimistiche degli eccellenti risultati reddituali.

I cambiamenti del
quadro
normativo ...

Diversi importanti cambiamenti nel quadro istituzionale che disciplina i fondi pensione aziendali sono probabilmente destinati a esercitare un influsso duraturo sui loro profili gestionali e di investimento. Alcune giurisdizioni stanno adottando nuove norme che prevedono un inasprimento della soglia minima di copertura al disotto della quale il gestore del fondo è tenuto ad aumentare i contributi. Inoltre, i nuovi principi contabili vanno nella direzione di un maggiore utilizzo delle valutazioni ai prezzi correnti di mercato per le attività e le passività connesse con le prestazioni di quiescenza. Ciò limita la discrezionalità dei gestori nel valutare le attività in base ai rendimenti attesi e nel livellare nel tempo i tassi di sconto applicati alle passività.

... potrebbero
influire
sull'allocazione
delle attività ...

Tali cambiamenti hanno avuto come effetto immediato quello di aumentare la consapevolezza delle imprese e dei soggetti esterni portatori di interessi riguardo all'entità dei problemi connessi con un'insufficiente copertura delle passività pensionistiche. I nuovi standard pongono l'accento sull'importanza di una sana gestione del rischio in relazione a queste passività e dovrebbero migliorare la trasparenza dei legami fra la performance degli schemi previdenziali e i risultati economici dell'azienda. Essi paiono inoltre aver influito sulle scelte di investimento. Le riallocazioni in favore di titoli a reddito fisso a più lungo termine sono viste come un tentativo di immunizzare i portafogli contro la variabilità delle passività pensionistiche risultante dai movimenti dei tassi di interesse (Capitolo VI).

... e sulla struttura
dei fondi

I predetti mutamenti strutturali dovrebbero accentuare la tendenza, già in atto da tempo in vari paesi, a sostituire gli schemi a prestazione definita con quelli a contribuzione definita. Le questioni che sollevano riguardano i connessi effetti sulla domanda delle varie categorie di attività e sulle dinamiche di mercato. Più in generale, ci si chiede se vi saranno conseguenze di ampia portata sulle modalità di finanziamento dell'economia e sui tipi di investimento privilegiati dai mercati.

Vulnerabilità

In prospettiva, i principali fattori di vulnerabilità sono collegati alla rapidità con cui potrebbe mutare l'attuale contesto di liquidità abbondante. Una tale

evenienza potrebbe pregiudicare la sostenibilità dei bilanci delle famiglie e delle imprese qualora ne dovessero conseguire brusche correzioni dei prezzi delle attività, con effetti concomitanti sulla solidità delle istituzioni finanziarie.

Fonti potenziali di pressione sulla redditività bancaria

Il perdurare di elevati livelli di redditività bancaria negli anni recenti, sullo sfondo del clima economico favorevole, porta a interrogarsi sulla loro sostenibilità a lungo termine. La questione assume particolare rilievo alla luce di possibili aumenti dei tassi di interesse o di un deterioramento delle condizioni sul mercato dei capitali. Taluni sviluppi influenti sul margine di interesse o sul rischio creditizio sono probabilmente destinati a generare maggiore incertezza circa la performance del settore bancario negli anni a venire. In diverse economie i margini netti da interessi sono tendenzialmente in calo dagli anni novanta, anche per effetto delle più intense pressioni concorrenziali. Al tempo stesso, le commissioni rivenienti dall'accresciuta attività al dettaglio hanno in molti casi contribuito ad ampliare i ricavi di altra fonte. Sullo sfondo di queste tendenze di lungo periodo, le determinanti dei profitti bancari hanno fluttuato in funzione delle variazioni cicliche del reddito, del credito e dei tassi di interesse.

Le relazioni storiche fra le componenti degli utili bancari e gli indicatori macroeconomici generali possono fornire alcune indicazioni circa i rischi per la redditività del settore connessi con l'evoluzione economica futura (tabella VII.2). Di norma, i proventi da interessi reagiscono positivamente a un aumento dei tassi di interesse e dell'inclinazione della curva dei rendimenti, dal momento che gli interessi attivi sono adeguati più rapidamente di quelli passivi (tabella VII.2, sezione sinistra). I margini delle banche nordamericane e britanniche paiono essere meno sensibili alle variazioni della struttura per scadenze dei rendimenti rispetto a quelli delle loro controparti dell'Europa continentale. Una spiegazione plausibile potrebbe derivare dalla più accesa concorrenza nell'ambito dei prodotti bancari tradizionali nel caso del Nord

Tendenza calante dei margini di interesse

Un rialzo dei tassi può ampliare i margini ...

Sensibilità dei risultati economici alle condizioni cicliche ^{1, 2}							
	Margine di interesse netto			Proventi non da interessi ³	Accantonamenti per perdite su crediti ³		
	Diff. di rendimento ⁴	Tasso a un mese	Crescita del PIL	Turnover del mercato azionario/PIL	Tasso a un mese ⁵	Crescita del PIL ⁵	Rendimenti azionari
Stati Uniti (12)	19,4**	11,7*	-5,4	0,3**	3,9**	-2,6	-0,9**
Canada (5)	15,8**	7,0**	-5,7**	1,1**	5,3**	-3,5**	-0,6**
Regno Unito (9)	8,6**	10,0**	4,3	-0,1**	6,0**	-7,1**	-0,3**
Germania (9)	22,2**	23,3**	-4,0*	0,1	0,8	-1,7*	-0,2**
Francia (8)	26,7**	27,6**	-4,5	0,8**	4,3**	-0,5	0,2**

Nota: i coefficienti rappresentano la variazione in punti base per una variazione di un punto percentuale della corrispondente variabile; i simboli * e ** denotano significatività statistica rispettivamente al livello del 10 e 5%.

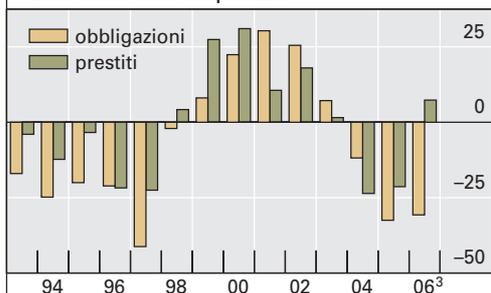
¹ Le cifre fra parentesi indicano il numero di banche considerate. ² Regressione *panel* a effetti fissi su un rapporto costante prestiti/attivo specifico della banca considerata e sulle variabili macroeconomiche indicate. Periodo campione: dal 1990/91 al 2004/05, annuale. Le variabili macroeconomiche sono medie annue. ³ Normalizzati in base all'attivo totale. ⁴ Rendimento *benchmark* a 10 anni meno rendimento a un mese. ⁵ Ritardata di un anno.

Fonti: Fitch Ratings; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

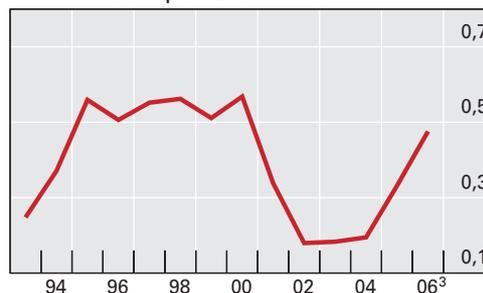
Tabella VII.2

Prezzo del rischio sui mercati dei prestiti sindacati e obbligazionari

Errore medio di prezzo¹



Sensibilità di prezzo relativa²



¹ Medie ponderate, in base all'ammontare, delle discrepanze (in punti base) fra i differenziali effettivi (sulle obbligazioni o sui prestiti) e quelli desunti da un modello che incorpora tassi di interesse a breve, rating, vita residua, garanzie personali e reali, rischio valutario e ammontare dell'operazione. Una cifra negativa indica che i differenziali di mercato sono inferiori a quelli desunti dal modello. ² Sensibilità relativa nel corso del tempo dei prezzi di obbligazioni e prestiti rispetto al rischio di credito, stimata dalla regressione dei tassi dei prestiti sull'indice dei rendimenti delle obbligazioni societarie di uguale rating. Sono considerati anche l'ammontare e la scadenza del prestito. Un valore di 0,5 significa che il differenziale di spread fra due operazioni, l'una con rating più basso dell'altra, è pari per i prestiti alla metà di quello per le obbligazioni. ³ Primo trimestre.

Fonti: Dealogic; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico VII.8

America e dalla predominanza dei prestiti a tasso variabile nel Regno Unito. Un aumento dei tassi di interesse e una flessione dell'attività economica si accompagnano a costi creditizi più elevati, generalmente con un certo sfasamento temporale (tabella VII.2, sezione destra).

... ma accresce anche gli accantonamenti

Questi profili storici possono servire da base per delineare l'impatto potenziale sui profitti bancari dei probabili sviluppi macroeconomici nei prossimi anni. Un rialzo dei tassi di interesse farà verosimilmente crescere i margini netti di interesse, specie nell'Europa continentale, mentre un influsso opposto proverrà dall'appiattimento della curva dei rendimenti. D'altro canto, l'aumento dei tassi potrebbe anche far crescere gli oneri per le rettifiche di valore dei crediti, annullando parte dei maggiori proventi dell'intermediazione. Gli accantonamenti tendono ad aumentare in una fase di rallentamento economico, una prospettiva che causerebbe difficoltà in varie aree operative.

Inoltre, dopo un periodo di generose condizioni di prezzo, è possibile che gli spread incorporati nel portafoglio prestiti delle banche non siano sufficienti a compensare le maggiori svalutazioni connesse con un deterioramento della qualità creditizia. I recenti sviluppi sul mercato dei prestiti sindacati fanno ritenere che le condizioni di prezzo stiano ora divenendo più sensibili al rischio, con un ritorno verso valori più prossimi alle medie misurate lungo l'intero ciclo (grafico VII.8). Tuttavia, man mano che i crediti concessi nel periodo 2002-04 entreranno nella fase del ciclo di vita solitamente caratterizzata da più alti tassi di insolvenza, l'esiguità dei corrispondenti spread potrebbe gravare sugli utili delle banche. Tutte queste considerazioni impongono cautela nel proiettare l'attuale performance nel prossimo futuro.

Esposizione verso i mercati immobiliari

L'attività legata al mercato immobiliare rappresenta una componente in rapida crescita dell'operatività e dei profitti delle banche nell'attuale congiuntura. In

molti paesi l'espansione dei prestiti in tale comparto ha superato quella dei crediti alle imprese o al consumo. Ciò accresce il rischio di problemi risultanti sia da un'eccessiva esposizione verso il mercato dei fabbricati commerciali, sia da un raffreddamento del segmento delle abitazioni. Quest'ultimo ha in effetti cominciato a dare segni di flessione dopo molti anni di eccezionale crescita.

Nella maggior parte dei paesi il settore degli immobili commerciali si è riavuto da una situazione di debolezza. In particolare, è diminuita l'incidenza dei fabbricati vuoti e i prezzi hanno ripreso quota rispetto al 2004 (tabella VII.3). Al tempo stesso, le esposizioni degli istituti bancari verso il settore sono rapidamente aumentate in relazione al patrimonio e al totale dell'attivo in molti paesi. Negli Stati Uniti, ad esempio, i crediti di questo tipo sono cresciuti dell'80% nei cinque anni passati e rappresentano oggi il 13,5% degli impieghi complessivi delle banche, un livello equivalente a quello toccato nel 1988, al culmine del precedente ciclo. Analogamente, nel Regno Unito quasi il 40% dei prestiti erogati dalle banche a imprese non finanziarie fa capo a società immobiliari, rispetto alla quota del 20% circa di cinque anni or sono. Persino in Giappone nel terzo trimestre 2005 i nuovi mutui bancari erogati a società immobiliari, pari a ¥2,7 trilioni, hanno fatto segnare un incremento di ben il 44%, che richiama alla mente il boom dell'ultima metà degli anni ottanta.

L'esposizione verso il mercato degli immobili commerciali aumenta ...

Prezzi degli immobili non residenziali ¹							
	Variazione nominale ²			Livello ⁶	Per memoria: quota dei locali inoccupati ⁷		
	1996-2004	2004	2005	2005	2003	2004	2005
Stati Uniti	2,5	4,0	12,0	38,6	16,7	16,0	14,5
Giappone	-9,0	-9,6	-7,0	29,0	8,5	7,2	3,9
Germania	-1,2	-4,1	-5,0	38,6	9,8	11,4	11,6
Regno Unito	3,0	7,6	13,4	37,8	11,3	9,8	7,3
Francia	2,6	1,5	5,8	63,0	6,0	6,6	6,5
Canada	3,8	2,3	9,3	78,5	15,6	14,4	12,1
Spagna	1,8 ³	5,1	8,0	98,6	7,7	8,4	6,1
Paesi Bassi	2,9	-1,7	0,1	78,4	9,7	12,0	13,6
Australia	3,7	1,0	10,9	54,4	10,3	11,5	7,2
Svizzera	0,7	0,4	2,1	61,5	10,8	9,0	11,5
Svezia	2,6	-1,7	5,6	45,0	18,3	17,6	16,8
Norvegia	0,8 ⁴	1,7	6,3	96,8	11,0	11,0	9,0
Danimarca	1,3 ⁴	-1,5	5,8	97,5	9,0	10,3	7,9
Finlandia	1,1 ⁵	-2,2	0,1	90,4	7,0	9,5	9,0
Irlanda	12,1	1,3	16,7	93,9	17,5	16,7	15,2

¹ Per l'Australia, immobili di prim'ordine nelle principali città; per il Giappone, prezzi dei terreni.
² Variazioni percentuali annue. ³ 2000-04. ⁴ 1999-2004. ⁵ 1997-2004. ⁶ Periodo di massimo dei prezzi reali = 100. ⁷ Superfici a uso ufficio immediatamente disponibili (comprese le sublocazioni) in fabbricati finiti, in percentuale dello stock totale di un dato mercato. Per Stati Uniti e Svizzera, a livello nazionale; per Australia, Francia, Germania, Paesi Bassi e Spagna, media delle principali città; per gli altri paesi, città capitale.

Fonti: CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle, *Asia Pacific Property Digest*; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Wüest & Partner; statistiche nazionali.

Tabella VII.3

... e diventa più concentrata

Negli Stati Uniti i crediti nel settore degli immobili commerciali sono fortemente concentrati presso alcuni gruppi di banche. Gli aumenti più notevoli sono stati quelli realizzati dalle istituzioni medio-piccole, per le quali tale categoria di impieghi rappresenta ora all'incirca il 30% delle attività totali. L'esposizione delle grandi banche è per contro piuttosto modesta, con una quota media dell'8,6%.

L'elevata esposizione verso il mercato degli immobili non residenziali potrebbe rappresentare una minaccia per la stabilità finanziaria, soprattutto se si considera la forte concentrazione degli affidamenti. Grazie ai bassi tassi di interesse, negli ultimi anni i mutuatari hanno ridotto gli esborsi per il servizio dei prestiti e migliorato il *cash flow*, cosicché la quota delle insolvenze per questa tipologia di credito è scesa ai minimi storici. Un aumento dei tassi potrebbe senz'altro causare un deterioramento della qualità dei crediti. In effetti, negli Stati Uniti e in Giappone gli organi di vigilanza bancaria hanno già espresso riserve riguardo a determinati criteri per la concessione di questi finanziamenti.

Nonostante qualche similitudine con la situazione dei primi anni novanta, dal contesto attuale non dovrebbero tuttavia scaturire tensioni analoghe. In primo luogo, il ciclo degli immobili commerciali era allora al culmine, mentre oggi sta piuttosto risalendo da un minimo congiunturale, e ciò lascia supporre che il pericolo di diffuse insolvenze in caso di declino dei prezzi sia piuttosto limitato. In secondo luogo, la continua crescita dei mercati dei titoli negoziabili collegati alla proprietà immobiliare fa sì che una parte del connesso rischio di

Prezzi degli immobili residenziali e debito ipotecario					
	Prezzi degli immobili residenziali ¹				Variazione del debito ipotecario 2005 ²
	Variazione annua		Variazione dal picco 2005	Data del picco	
	1996-2004	2005			
Stati Uniti	7,1	13,0	0,0	4° trim. 2005	4,6
Giappone	-3,9	-4,7	-40,0	1° sem. 1991	-0,0
Germania	-0,9	-2,1	-9,7	1995	0,4
Regno Unito	12,3	2,2	-0,5	3° trim. 2005	4,7
Francia	9,2	9,0	0,0	2° sem. 2005	3,1
Italia	6,4	7,2	0,0	2° sem. 2005	2,0
Canada	5,5	10,5	0,0	4° trim. 2005	1,7
Spagna	11,1	12,9	0,0	4° trim. 2005	9,4
Paesi Bassi	9,0	6,4	-0,6	3° trim. 2005	6,0
Australia	10,1	2,3	0,0	4° trim. 2005	3,9
Svizzera	1,6	1,5	-10,0	4° trim. 1989	2,8
Svezia	8,6	10,5	0,0	4° trim. 2005	4,0
Norvegia	7,9	7,5	-0,7	2° trim. 2005	1,6
Danimarca	6,7	21,3	0,0	4° trim. 2005	7,2
Finlandia	7,2	9,0	0,0	4° trim. 2005	3,4
Irlanda	14,0	9,4	0,0	4° trim. 2005	9,6

¹ Fine periodo; variazioni nominali, in percentuale; per il Giappone, prezzi dei terreni. ² In punti percentuali del PIL.
 Fonti: OCSE; varie associazioni del settore immobiliare; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella VII.4

credito si ripartisca su un più ampio numero di investitori; al tempo stesso, essa esercita presumibilmente un effetto moderatore sul ciclo del settore immobiliare.

Per quanto concerne gli immobili residenziali, la domanda di finanziamenti si sta raffreddando in alcuni paesi, ma resta vigorosa in altri, di riflesso agli andamenti contrastanti dei prezzi delle abitazioni (tabella VII.4). Nel Regno Unito e in Australia il valore delle case è leggermente aumentato nel 2005, mentre in Germania e Giappone, dove il mercato non si è ancora ripreso dal precedente ciclo, si è assistito a un ulteriore calo (Capitolo II). Nella maggioranza degli altri paesi europei il mercato delle abitazioni è invece rimasto sostenuto. Lo stesso può dirsi degli Stati Uniti per gran parte dell'anno, benché dalla fine del 2005 siano emersi indizi di un incipiente indebolimento, come la diminuzione delle richieste di nuovi mutui ipotecari e delle vendite di immobili esistenti.

Negli ultimi anni le caratteristiche dei finanziamenti alla proprietà residenziale sono cambiate in diversi paesi. L'allentamento dei criteri per la concessione dei crediti dovuto alla pressione della concorrenza, nonché all'accresciuto ricorso alla cartolarizzazione, ha contribuito a far aumentare in misura notevole i prestiti concessi alle famiglie con più elevato rischio. Lo scorso anno negli Stati Uniti le accensioni di ipoteche classificate come *subprime* hanno raggiunto un volume sette volte superiore a quello del 2000. Anche nel Regno Unito sono cresciuti significativamente i mutui in favore di prenditori con trascorsi creditizi mediocri. Si sono inoltre moltiplicati i prodotti con opzioni di rimborso flessibili. Circa un terzo dei prestiti ipotecari USA erogati nel 2005 recava opzioni *interest-only*, rispetto all'1,5% nel 2001.

Il ritmo al quale evolveranno i prezzi delle abitazioni e i tassi di interesse condiziona presumibilmente gli effetti della correzione prevista nei paesi in cui il mercato appare più teso. I prestatori sembrano essere sufficientemente premuniti contro l'impatto diretto di un aumento degli indici di insolvenza che potrebbe risultare da un rialzo dei tassi di interesse in concomitanza con lo scadere dei periodi di grazia concessi nel quadro di precedenti contratti ipotecari con clausole di rimborso più flessibili. Rischia invece di essere maggiore l'impatto indiretto sulle banche di un'eventuale flessione economica causata da una contrazione dei consumi e delle costruzioni, anche se la sua portata resta di difficile quantificazione (Capitolo II). Il rischio risulta più marcato nei paesi in cui il debito ipotecario è a livelli elevati.

Un eventuale raffreddamento del mercato delle abitazioni ...

... avrebbe un impatto indiretto sulle banche

Informativa di bilancio e gestione del rischio finanziario

Vari sviluppi nel periodo sotto rassegna hanno richiamato l'attenzione sull'influsso che i criteri di rendicontazione finanziaria esercitano sul processo decisionale delle imprese e degli investitori. Gli osservatori del mercato hanno discusso il probabile impatto sulla variabilità degli utili e sulle valutazioni azionarie delle società europee quotate in borsa nel primo anno di applicazione dei principi contabili internazionali. Dibattiti analoghi hanno accompagnato l'introduzione di vari nuovi standard negli Stati Uniti. Infine, come già rilevato, l'adozione di nuove regole per la contabilità degli schemi pensionistici in un

Le nuove regole contabili ...

certo numero di giurisdizioni dovrebbe avere ripercussioni significative sulle scelte allocative e di assunzione del rischio operate dai gestori dei sistemi previdenziali aziendali.

... alimentano il dibattito

In termini generali questi sviluppi hanno portato a privilegiare, nella redazione degli schemi di bilancio, le valutazioni basate sul mercato piuttosto che sui costi storici. Le discussioni fra gli organi di normazione contabile e gli utilizzatori hanno riguardato in particolare il possibile impatto sul modo in cui le imprese gestiscono i rischi. Dal punto di vista della stabilità finanziaria si è trattato invece di valutare le implicazioni a livello di intera economia per la disponibilità e l'impiego del capitale di rischio, oltre che per la dinamica dei prezzi delle attività.

Il reporting finanziario ...

Tali questioni attengono alle due principali funzioni economiche dei rendiconti finanziari: fornire informazioni sulla performance delle risorse impiegate e facilitare il loro governo. La gestione delle risorse deve poter contare su una misurazione corretta e attendibile degli input e dei risultati finali. Le parti esterne interessate, come gli investitori e gli organi di regolamentazione, fanno assegnamento su informative di bilancio accurate e rappresentative per formarsi un'opinione indipendente circa la situazione attuale e prospettica dell'azienda, anche nel confronto con le istituzioni omologhe e concorrenti. Le regole di intervento formale per il trasferimento del controllo sulle risorse sono parimenti basate sui dati contabili. Un esempio significativo al riguardo concerne i diritti rispettivi dei detentori di capitale e di debito in caso di insolvenza. Analogamente, le modalità degli interventi di vigilanza sono condizionate dai valori contabili dell'attivo e del passivo aziendale e dalle connesse misure del rischio.

... interagisce con i comportamenti ...

Esiste un rapporto interattivo fra le regole contabili e i comportamenti. Gli schemi di bilancio agiscono da punto focale per i portatori di interesse esterni, fra cui gli organi di vigilanza, che intendono valutare la performance di un'impresa. Pertanto, essi condizionano inevitabilmente le decisioni del management. Di converso, il sistema di incentivi che orienta il comportamento dei dirigenti incide anche sul loro atteggiamento nei confronti del rischio. L'effetto combinato di questi fattori può a sua volta influire sui prezzi e sulle valutazioni di mercato. Ciò vale in particolare per quelle voci di bilancio che incorporano maggiormente valutazioni prospettiche e stime del rischio.

... e la misurazione del rischio ...

La misurazione del valore non è un esercizio scientifico incontrovertibile, giacché spesso implica discrezionalità di giudizio nello stimare gli sviluppi futuri e le correlazioni di rischio-rendimento insite in specifiche posizioni. Nondimeno, la capacità delle misure di valore dei rendiconti finanziari di rispecchiare le informazioni disponibili è senz'altro migliorata nel corso degli ultimi tre decenni in virtù di due sviluppi complementari: l'espansione dei mercati per il trasferimento dei rischi e i progressi delle tecnologie di misurazione del rischio.

... attraverso i prezzi di mercato ...

I mercati per il trasferimento dei rischi sono cresciuti sia in spessore che in ampiezza, aumentando enormemente la gamma di strumenti disponibili per adattare il profilo di rischio finanziario alle esigenze e alle caratteristiche specifiche dei singoli operatori economici. Una straordinaria espansione hanno avuto in particolare i mercati dei prodotti derivati, fra i quali più di recente i

contratti per il trasferimento del rischio di credito. In misura crescente si è inoltre fatto ricorso a tecniche di cartolarizzazione per rimodellare e riallocare il rischio finanziario (Capitolo VI). Quel che importa dal punto di vista della rendicontazione finanziaria è che queste innovazioni hanno generato prezzi di mercato prontamente osservabili per suddivisioni sempre più precise di classi di rischio. Ciò ha notevolmente agevolato la determinazione del prezzo di poste prima difficilmente valutabili.

Per quanto utili nel fornire valutazioni orientate al futuro, i prezzi di mercato presentano uno svantaggio importante, ossia la loro relativa opacità in ordine alle determinanti del valore. I prezzi osservati inglobano premi per il rischio che sono direttamente correlati al giudizio degli operatori circa i flussi di cassa futuri, nonché al loro grado di avversione al rischio. Discernere l'importanza relativa di questi due fattori in un dato momento è un esercizio che comporta un alto grado di discrezionalità, anche perché entrambi variano nel tempo (Capitolo VI). La valutazione del rischio viene corretta in funzione delle nuove informazioni, mentre l'effettivo atteggiamento degli investitori verso il rischio può essere influenzato dalle condizioni di mercato, dalla disponibilità e dal costo del finanziamento esterno nonché dagli andamenti recenti. Pertanto, è possibile che la volatilità dei prezzi rifletta, almeno in parte, mutamenti temporanei della propensione al rischio piuttosto che una valutazione fondamentalmente diversa dei flussi di cassa attesi. E, fatto ancora più importante, i movimenti dei prezzi di mercato possono retroagire sull'effettiva percezione del rischio, causando un impatto più persistente sulle valutazioni.

Parallelamente allo sviluppo dei mercati per il trasferimento dei rischi, i progressi nelle tecniche di misurazione del rischio hanno anch'essi concorso a rendere più accurata, con l'impiego di modelli, la valutazione di posizioni di bilancio complesse e illiquide ("marking to model"). Talune innovazioni nella stima del valore degli strumenti derivati sono state applicate con successo in altri ambiti, come la valutazione del rischio di credito e delle opzioni implicite in certi contratti finanziari. Le nuove tecniche di modellizzazione forniscono strumenti preziosi per la misurazione e la gestione del rischio a livello aziendale. Le scelte di investimento e di copertura fanno sempre più riferimento ad analisi di attività e passività basate su modelli prospettici del valore e del rischio che, seppure calibrati sui prezzi osservati, consentono spesso estrapolazioni estese a una gamma di strumenti più vasta. Quale che sia il loro grado di sofisticatezza, la validità dei modelli dipende in modo cruciale dalla validità degli assunti su cui sono costruiti. Si aggiunga che le valutazioni ricavate dai modelli non sono esenti dall'influenza degli stessi fattori mutevoli nel tempo che agiscono sui prezzi di mercato, essendo fondate sulle relazioni storiche fra i prezzi osservati e in genere calibrate in funzione delle variazioni recenti di questi ultimi. Malgrado tali inconvenienti, i modelli risultano comunque promettenti ai fini di una migliore comprensione delle determinanti del rischio, in quanto si prestano a una tempestiva individuazione e analisi dei relativi premi.

I differenti criteri di valutazione si basano in varia misura su costi storici, prezzi di mercato, modelli e stime interne. La scelta di una certa prospettiva

... e i modelli di rischio

I criteri di valutazione hanno implicazioni ...

condiziona il peso relativo assegnato ai requisiti desiderabili dei rendiconti finanziari, ossia accuratezza, verificabilità, attendibilità e comparabilità. Ad esempio, la contabilità ai costi storici genera misure del valore altamente prevedibili e strettamente collegate a eventi passati facilmente individuabili. Per contro, i criteri che si basano su stime prospettiche del valore possono essere maggiormente influenzati dagli sviluppi correnti, con lo svantaggio di generare variazioni di valore potenzialmente più ampie nel corso del tempo. Il contrasto è particolarmente manifesto nel caso degli strumenti finanziari, i cui movimenti di prezzo quotidiani possono talvolta dar luogo a ingenti plus o minusvalenze latenti se il portafoglio è contabilizzato in base ai costi storici. Inoltre, mentre taluni principi contabili consentono che la valutazione di determinate attività o passività dipenda da input specifici dell'azienda (ad esempio, valutazioni interne di benefici futuri, tassi di attualizzazione basati sulle caratteristiche del portafoglio, sinergie con altre attività), altri principi, come quello del *fair value* e dei costi storici, mirano a generare valori indipendenti dal contesto specifico. La maggiore rilevanza ai fini del processo decisionale interno dei valori ottenuti in base ai principi del primo tipo ha come contropartita una maggiore dipendenza da modelli aziendali costruiti su assunti potenzialmente poco trasparenti. Il dibattito in merito alla contabilizzazione dei depositi a vista illustra bene la problematica summenzionata.

I principi contabili mirano a creare un sistema di *reporting* neutrale rispetto alle decisioni economiche. Tuttavia, come dianzi detto, la scelta dei criteri di valutazione ha conseguenze importanti sul piano dei comportamenti micro e macroeconomici, specie per quanto riguarda il trattamento delle informazioni sul rischio.

... per il governo delle risorse ...

Quest'ultimo aspetto ha un'influenza significativa sul governo delle risorse economiche. La misura in cui i prezzi incorporano valutazioni prospettiche del valore e del rischio condiziona l'efficacia delle regole per il trasferimento del controllo previste dalla legge o dalle pattuizioni bilaterali. Un esempio evidente è la situazione paradossale che può determinarsi allorché lo stato di insolvenza di un'azienda viene determinato in base al valore di mercato del suo passivo. In questo caso un deterioramento del merito di credito tende ad accrescere il valore dell'azienda in quanto riduce quello delle sue passività. Un altro esempio è dato dalle diverse implicazioni che risultano da accantonamenti basati su riscontri oggettivi di deterioramento di singoli crediti ovvero sulla stima delle perdite attese a fronte di un portafoglio di prestiti. Mentre il primo approccio fa riferimento a manifestazioni retrospettive del rischio, il secondo comporta una valutazione prospettica del rischio supportata dall'analisi dell'esperienza passata. La natura dell'approccio prescelto influirà sui risultati economici e sul patrimonio pubblicati dalla banca lungo l'arco del ciclo economico, nonché sulla valutazione circa la sua solidità formulata dalle autorità di vigilanza.

... e per la stabilità finanziaria

L'importanza di tali influssi appare ancora maggiore se considerata in una prospettiva sistemica, dove la natura endogena del rischio è più evidente. Comportamenti razionali dal punto di vista della singola azienda, la quale percepisce i prezzi di mercato come variabili indipendenti dal proprio agire, possono condurre a esiti inefficienti a livello aggregato allorché l'effetto

cumulato delle azioni individuali retroagisce sulle condizioni di mercato. Un esempio in proposito è la recente compressione dei tassi nel segmento a lungo termine della curva dei rendimenti di Stato britannici in seguito all'accresciuta domanda proveniente dai fondi pensione che desideravano coprire il rischio legato all'effetto dei bassi saggi di sconto sul valore di mercato delle proprie passività (si veda sopra e il Capitolo VI). Analogamente, le variazioni procicliche degli accantonamenti basate su valutazioni puntuali del rischio creditizio possono tradursi in politiche creditizie che amplificano le fluttuazioni del ciclo economico e accrescono la vulnerabilità del sistema finanziario.

In sintesi, dall'analisi dell'interazione fra la rendicontazione finanziaria da un lato, e la misurazione e la gestione del rischio dall'altro, emergono tre messaggi principali. Il primo è che le valutazioni non sono univoche. Il valore di un medesimo bene dipende spesso dalla prospettiva adottata nel misurarlo e può parimenti variare in funzione del contesto. Inoltre, quand'anche siano compiute nella stessa prospettiva, le valutazioni sono soggette a variazioni dovute al mutamento dei premi al rischio, indotto a sua volta da una diversa propensione al rischio degli investitori anche solo indirettamente correlata alle aspettative circa i flussi di cassa futuri. Queste problematiche si aggravano allorché si tratta di strumenti complessi per i quali non esistono mercati sviluppati e liquidi. Ed è precisamente in questi casi che le regole contabili acquistano massima rilevanza.

Il secondo messaggio concerne il ruolo chiave svolto dalla stima del rischio. Il nesso fra misurazione del rischio e valutazione è esplicito quando per determinare i valori si fa ricorso a modelli; è implicito allorché ci si basa direttamente sui prezzi di mercato. Inoltre, le modalità di misurazione e gestione del rischio hanno un impatto indiretto sui valori di bilancio in quanto influenzano i comportamenti e i prezzi delle attività. Nella misura in cui i principi contabili condizionano l'atteggiamento verso il rischio, essi influiscono parimenti sulle valutazioni.

L'ultimo messaggio è che un metodo di valutazione perfettamente idoneo a uno scopo può presentare degli inconvenienti se applicato per altri fini. Data la molteplicità degli usi esterni dei rendiconti finanziari, ciò può generare tensioni, anche fra autorità che perseguono obiettivi differenti. A questa problematica è dedicata la sezione seguente.

Rendicontazione finanziaria e vigilanza prudenziale

La precedente analisi evidenzia varie questioni collegate ai criteri di *reporting* finanziario che sono di rilevanza in una prospettiva di politica prudenziale. Esse riguardano sia il contenuto informativo dei rendiconti, sia il governo prudenziale delle istituzioni finanziarie.

In primo luogo, il contenuto informativo potrebbe essere migliorato includendo in modo più sistematico dati sul rischio e sul grado di incertezza. I principi attuali, indipendentemente dalla misura in cui contemplan informazioni prospettiche, mirano essenzialmente a fornire una stima puntuale del valore economico e del reddito correnti. Queste misure potrebbero essere integrate da due altri tipi di informazioni. Il primo tipo comprenderebbe le stime della potenziale varianza futura del valore e del reddito ("informazioni

Le valutazioni non sono univoche ...

... bensì condizionate dalla gestione del rischio ...

... e dalla prospettiva adottata

Più informazioni sul rischio ...

sul rischio”). Esempi di siffatti parametri sintetici sono le misure del *value-at-risk* oppure i risultati delle prove di stress e di altre analisi di sensitività. Nel secondo tipo rientrerebbero gli indicatori del grado di incertezza incorporato negli assunti sottostanti al metodo di valutazione (“informazioni sull’errore di misurazione”). Ovviamente, la rilevanza di quest’ultimo tipo di informazioni è direttamente proporzionale alla misura in cui le valutazioni puntuali sono basate su ipotesi e modelli. Grazie a queste integrazioni, i rendiconti finanziari consentirebbero agli utilizzatori di formarsi una visione più completa delle condizioni e delle prospettive dell’azienda e di evitare al tempo stesso un falso senso di certezza. Essi faciliterebbero inoltre il confronto fra società diverse, ad esempio da parte di investitori interessati a ottimizzare i propri portafogli, ovvero da parte delle autorità di vigilanza ai fini della salvaguardia della stabilità finanziaria.

... una maggiore coerenza con le scelte aziendali di gestione ...

Un secondo aspetto di rilevanza per le autorità è la ricerca della massima coerenza possibile fra i metodi di valutazione contabile e i principi di sana gestione del rischio. Un esempio delle tensioni che possono scaturire in questo ambito è il diverso trattamento riservato ai depositi a vista negli schemi di bilancio da un lato, e nella gestione della liquidità e del rischio dall’altro. I principi contabili considerano i depositi in base alla scadenza contrattuale. Per contro, nell’ottica del tesoriere di una banca, ai fini della gestione della liquidità e della connessa strategia di copertura, essi sono considerati come passività aventi una scadenza effettiva più lunga, maggiormente in linea con i profili di comportamento storici dei depositanti.

... e una chiara distinzione fra gli obiettivi contabili e prudenziali ...

Una terza implicazione di carattere più generale è che vi è spazio per contemperare gli obiettivi delle autorità di vigilanza con le esigenze degli organi di normazione contabile sulla base di una più chiara cognizione dei punti di vista rispettivi. Secondo questo approccio i principi contabili mirerebbero a fornire un’immagine non distorta della situazione economico-patrimoniale corrente dell’azienda e del connesso profilo di rischio, mentre gli strumenti prudenziali e di vigilanza tenderebbero soprattutto a incoraggiare un comportamento prudente basato su tale immagine. In pratica, questa dissociazione di obiettivi implicherebbe la riformulazione dei requisiti patrimoniali e di liquidità sulla base di risultati di bilancio che non siano intenzionalmente prudenti, applicando ai dati contabili “filtri prudenziali” che incorporano informazioni sul rischio e definendo nuove soglie di intervento ufficiale in caso di problemi manifesti.

... sono aree in cui nonostante i progressi ...

Negli ultimi anni sono stati compiuti progressi in tutte e tre le direzioni. Le informazioni quantitative sul rischio finanziario, quali le stime del *value-at-risk* per i portafogli titoli, fanno ormai parte delle segnalazioni di vigilanza prescritte alle istituzioni in cui tale tipologia di rischio riveste particolare importanza. Anche gli organi di normazione contabile hanno prestato maggiore attenzione a un’informativa sul rischio coerente con quella richiesta dalle autorità di vigilanza, anche se verosimilmente meno ambiziosa. Un esempio significativo al riguardo sono le disposizioni del principio IFRS 7. Inoltre, la classificazione delle voci da valutare al *fair value* in differenti categorie corrispondenti a vari gradi di attendibilità delle stime, unitamente a valutazioni approssimative della sensibilità delle misurazioni a cambiamenti delle ipotesi

sottostanti, costituiscono un esempio di migliore informazione sull'errore di misurazione. Infine, la stretta cooperazione fra le istanze di normazione contabile e quelle di vigilanza nell'elaborazione di standard in materia di accantonamenti, applicazione del principio del *fair value* e misurazione delle passività assicurative non sono che gli esempi più recenti del valore aggiunto che può derivare dalla maggiore enfasi posta sulla gestione del rischio.

Indipendentemente dai considerevoli progressi realizzati finora, l'azione futura dovrà basarsi su una strategia a più lungo termine che riconosca l'esigenza di cooperare a ogni stadio intermedio. Stante la complessità delle problematiche e la pluralità delle parti interessate, la dissociazione degli obiettivi e la ricalibrazione degli strumenti non possono che essere un traguardo di lungo periodo. A medio termine, i progressi saranno necessariamente e volutamente gradualisti, e in ogni momento si dovranno prevedere adeguate salvaguardie per evitare di compromettere accidentalmente l'obiettivo fondamentale della stabilità finanziaria. Il costante dialogo instaurato fra gli organi di normazione contabile e le autorità di vigilanza fa ben sperare per la realizzazione di ulteriori progressi lungo questo cammino.

... vi è ancora
cammino da
compiere