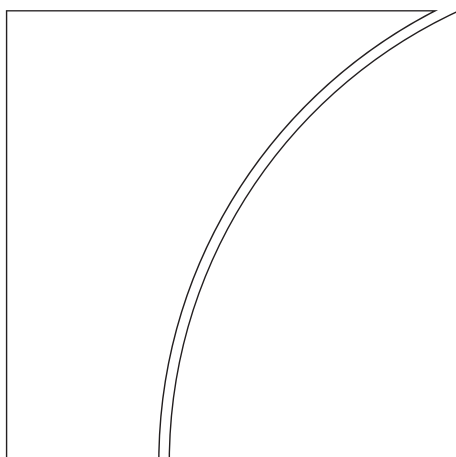




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



80^a Relazione annuale

1° aprile 2009-31 marzo 2010

Basilea, 28 giugno 2010

Copie delle pubblicazioni sono disponibili presso:

Banca dei Regolamenti Internazionali
Comunicazione
CH-4002 Basilea, Svizzera

E-mail: publications@bis.org

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

© *Banca dei Regolamenti Internazionali 2010. Tutti i diritti riservati.*

*Sono consentite la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo,
purché sia citata la fonte.*

ISSN 1021-2507 (stampa)

ISSN 1682-7732 (online)

ISBN 92-9131-476-5 (stampa)

ISBN 92-9197-476-5 (online)

Pubblicata anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.

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

Indice

Lettera di presentazione	1
Presentazione dei capitoli a contenuto economico	3
I. Oltre il salvataggio: fine della terapia intensiva e completamento delle riforme	7
I primi soccorsi: le reazioni immediate di fronte alla crisi	8
La terapia intensiva: il problema dei pericolosi effetti collaterali	9
La diagnosi: individuazione delle cause della crisi	11
Cause microeconomiche	11
Cause macroeconomiche	12
Come affrontare le cause della crisi	13
La ricetta: ridurre i rischi derivanti da esposizioni comuni e interconnessioni ..	13
Riduzione della probabilità di singoli fallimenti	13
Riduzione della probabilità di fallimenti sistemici	16
La ricetta: ridurre la prociclicità	19
Le riforme: i principali ambiti in cui l'opera resta incompiuta	20
Conclusioni	22
II. Dal pronto soccorso alla terapia intensiva: retrospettiva dell'anno trascorso	23
Una ripresa incerta	23
Rimbalzo dei mercati	23
Ripresa economica disomogenea	25
La rapida crescita dei disavanzi di bilancio desta timori per il rischio sovrano	26
Politiche monetarie tuttora fortemente espansive	29
Banche fragili	31
Situazione dell'indebitamento delle famiglie	34
Riquadro – Dinamiche del credito dopo i periodi di crisi: i precedenti storici	35
Sintesi	37
III. Bassi tassi di interesse: i rischi superano i benefici?	39
Effetti collaterali a livello nazionale	40
Diminuzione del rischio misurato e percepito	41
Ricerca di rendimento	42
Rischio di tasso di interesse	43
Ritardi nella correzione dei bilanci	44
Paralisi dei mercati monetari	45
Effetti collaterali a livello internazionale	46
Sintesi	49

IV. Le sfide per le economie emergenti all'indomani della crisi	51
Squilibri esterni e flussi di capitali: un ritorno a tendenze malsane?	52
Opzioni sul piano delle politiche	54
Gli interventi sui mercati valutari: parte del problema o della soluzione?	55
Quale ruolo per i controlli sui capitali e le politiche prudenziali?	58
Il futuro del dollaro USA come valuta internazionale	59
Riquadro – Il ruolo internazionale del dollaro: insegnamenti tratti dalla crisi ...	61
Sintesi	62
V. Sostenibilità delle finanze pubbliche nei paesi industriali: rischi e sfide	63
Evoluzione e prospettive a breve termine del debito pubblico	64
Riquadro – Prospettive delle finanze pubbliche nelle economie emergenti	68
Proiezioni a lungo termine del debito pubblico	68
Conseguenze dell'elevato livello del debito	71
Rischi di insolvenza sovrana	71
Conseguenze macroeconomiche	72
Sfide per le banche centrali	73
Correzione degli squilibri dei conti pubblici	75
Sintesi	78
VI. Il futuro del settore finanziario	79
Il settore finanziario nel contesto dell'economia generale	79
Performance relativa	79
Dimensioni relative	81
Crescita dell'attività bancaria internazionale	82
Il settore finanziario nel prossimo futuro	83
Convergenza verso un nuovo modello operativo	86
Le determinanti del processo di convergenza	86
Verso una migliore gestione della provvista e della liquidità	87
Maggiore dotazione di capitale: esiste un <i>trade-off</i> tra resilienza e redditività?	89
Riquadro – Base patrimoniale e redditività di una banca rappresentativa	92
Sintesi	93
VII. La politica macroprudenziale e la prociclicità	95
Riquadro – Cos'è uno strumento macroprudenziale?	96
Elementi essenziali di un quadro di riferimento macroprudenziale	97
Un obiettivo chiaramente definito e realistico	97
Strategia operativa	99
Specificità settoriali	104
Governance	105
Circostanze specifiche delle economie e aspetti internazionali	106
Implicazioni per la politica monetaria	107
Sintesi	109

Organigramma della BRI al 31 marzo 2010	116
La BRI: missione, attività, governance e risultati finanziari	117
Banche centrali membri della BRI	151
Consiglio di amministrazione	152
Situazioni dei conti	163
Relazione della Società di revisione	224
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	225

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 7 e l'11 giugno 2010.

Grafici

II.1	Prezzi delle attività	24
II.2	Ripresa economica	25
II.3	Debito pubblico, disavanzi di bilancio e premi per il rischio sovrano	27
II.4	Attività e passività delle banche centrali	29
II.5	Indicatori della solidità delle banche	31
II.6	Pressioni sulla provvista bancaria	33
II.7	Espansione del credito e criteri di concessione dei prestiti	36
II.8	Debito delle famiglie e delle amministrazioni pubbliche	36
III.1	Tassi ufficiali in termini nominali e reali	39
III.2	Indicatori della ricerca di rendimento	42
III.3	Indicatori dell'attività nei mercati monetari	46
III.4	Paesi esportatori di materie prime e mercati emergenti	47
III.5	Risposta della politica monetaria	48
III.6	Rapporto <i>carry</i> /rischio	49
IV.1	Indicatori finanziari internazionali delle EME	51
IV.2	Fattori all'origine dei flussi di capitali verso le EME	53
IV.3	Riserve valutarie delle EME	55
IV.4	Riserve valutarie, moneta e credito	57
V.1	Debito e saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche	63
V.2	Debito pubblico	65
V.3	Impatto futuro dell'invecchiamento della popolazione	67
V.4	Proiezioni del debito pubblico lordo	69
V.5	Struttura del debito pubblico	72
V.6	Aspettative di inflazione	74
VI.1	Performance relativa delle azioni finanziarie	80
VI.2	Azioni finanziarie in situazioni di mercato estreme	81
VI.3	Dimensioni del settore finanziario	82
VI.4	Portata dell'attività bancaria internazionale	83
VI.5	Profilo per scadenze delle obbligazioni bancarie	84
VI.6	Settore bancario prima e dopo una crisi	85
VI.7	Rischio di credito percepito nel settore finanziario	87
VI.8	Decentramento dell'attività bancaria internazionale	89
VI.9	Finanziamento bancario del debito esterno	89
VI.10	Caratteristiche prima della crisi e performance durante la crisi di 40 grandi banche	90
VII.1	Accumulo e utilizzo dei <i>buffer</i> patrimoniali in base al <i>gap</i> creditizio	104

Tabelle

I.1	Progressi nella riforma del sistema finanziario	14
II.1	Redditività delle maggiori banche	32
V.1	Situazione e prospettive delle finanze pubbliche in alcune economie avanzate	66
V.2	Esempi di ampi aggiustamenti fiscali realizzati	75
VI.1	Redditività e leva finanziaria	80
VII.1	Misure per ridurre la prociclicità causata dai processi decisionali	98
VII.2	Strumenti prudenziali che pongono vincoli diretti a taluni aspetti dell'attività delle società finanziarie	100
VII.3	Strumenti prudenziali anticiclici in uso o proposti	101
VII.4	Esempi di interventi prudenziali discrezionali in risposta agli sviluppi nei mercati immobiliari	103

Convenzioni adottate in questa Relazione

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

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

80^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 28 giugno 2010*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare l'80^a Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2010.

L'utile netto di esercizio ammonta a DSP 1 859,8 milioni, a fronte di DSP 446,1 milioni dell'esercizio precedente. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2009/10 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", alle pagine 157-161.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto della Banca, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di DSP 374,1 milioni al versamento di un dividendo ordinario di DSP 285 per azione (per complessivi DSP 155,6 milioni) e di un dividendo supplementare di DSP 400 per azione (per complessivi DSP 218,5 milioni). Tali dividendi sono pagabili in una delle valute che compongono i diritti speciali di prelievo oppure in franchi svizzeri.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti DSP 148,6 milioni al Fondo di riserva generale, DSP 12,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi e i restanti DSP 1 325,1 milioni al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo della Banca per l'anno finanziario 2009/10 sarà pagabile agli azionisti l'8 luglio 2010.

Basilea, 11 giugno 2010

JAIME CARUANA
Direttore generale

Presentazione dei capitoli a contenuto economico

Capitolo I

La crisi finanziaria ha lasciato le autorità alle prese con un pesante retaggio, specie nei paesi industriali. Nell'impostazione delle politiche, esse devono adottare una prospettiva di medio-lungo periodo e al tempo stesso far fronte a una ripresa ancora fragile e disomogenea. Le famiglie hanno appena iniziato a ridurre il proprio indebitamento, e continueranno quindi a ridimensionare la spesa. I provvedimenti di sostegno straordinari hanno contribuito ad arginare il contagio fra mercati, evitando il peggio. Ma alcune misure ritardano i necessari aggiustamenti nell'economia reale e nel settore finanziario, dove il processo di riduzione del grado di leva e di risanamento dei bilanci è tutt'altro che concluso. Tutto ciò continua a pesare sul clima di fiducia. Le vulnerabilità ancora presenti nel sistema finanziario, combinate agli effetti collaterali dei rimedi di emergenza adottati, rischiano di causare una ricaduta del paziente e di pregiudicare le iniziative di riforma.

Le politiche di sostegno macroeconomiche hanno dei limiti. Le recenti reazioni di mercato mostrano che quelli dello stimolo fiscale sono già stati raggiunti in vari paesi. In molte economie industriali occorrono subito misure volte a riequilibrare in tempi ravvicinati le finanze pubbliche. Tali misure devono essere accompagnate da riforme strutturali per favorire la crescita e garantire la sostenibilità a lungo termine dei bilanci. Quanto alla politica monetaria, malgrado la fragilità macroeconomica e il livello contenuto dell'inflazione di fondo nelle maggiori economie avanzate, è importante non dimenticare che un periodo troppo lungo di tassi ufficiali prossimi allo zero, in condizioni di liquidità abbondante, comporta distorsioni e crea rischi per la stabilità finanziaria e monetaria.

È necessario portare a termine la fondamentale riforma del sistema finanziario affinché esso poggi su basi più solide e possa sostenere in futuro una crescita elevata e duratura. Anzitutto, il processo di riforma dovrebbe produrre politiche più efficaci di regolamentazione e vigilanza che si inscrivano in un quadro di riferimento integrato. Nel nuovo assetto globale per la stabilità finanziaria dovrebbero confluire i contributi delle politiche regolamentari, prudenziali e macroeconomiche. Con il sostegno di solidi dispositivi di governance e della cooperazione internazionale, tale assetto promuoverebbe il perseguimento congiunto degli obiettivi di stabilità finanziaria e macroeconomica.

Capitolo II

Mentre alcune economie emergenti sono a rischio di surriscaldamento, il PIL in gran parte delle economie avanzate è ancora nettamente al di sotto dei livelli antecedenti la crisi, nonostante il forte stimolo monetario e fiscale. La rapida crescita del debito di taluni paesi solleva questioni urgenti riguardo alla sostenibilità delle finanze pubbliche.

Le banche hanno accresciuto le riserve precauzionali di capitale e i loro profitti hanno tratto beneficio da una serie di fattori temporanei. Esse restano tuttavia vulnerabili a nuove perdite su crediti. Come mostrano le recenti turbolenze nei mercati della provvista, quando il clima di mercato volge al

peggio gli istituti bancari possono essere soggetti a pressioni significative sul fronte del rifinanziamento. Nonostante i progressi compiuti, il risanamento dei bilanci delle banche nei paesi colpiti dalla crisi è lungi dall'essere ultimato. Occorre proseguire nella ristrutturazione e nel rafforzamento del sistema finanziario.

Durante la crisi le banche centrali hanno abbassato drasticamente i tassi ufficiali al fine di stabilizzare il sistema finanziario e l'economia reale. Questi tagli essenziali, integrati da misure non convenzionali di politica monetaria adottate per far fronte alle disfunzioni dei mercati finanziari, sono riusciti a evitare il tracollo economico. Ma la politica monetaria non può restare espansiva indefinitamente. Un basso livello dei tassi di interesse altera le decisioni di investimento. Vanno vagliati attentamente anche i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal prolungato periodo di tassi ufficiali estremamente bassi. Questa situazione può incoraggiare i mutuatari ad accorciare la durata media delle loro passività, favorire l'assunzione di posizioni rischiose a crescente leva finanziaria e ritardare la necessaria correzione dei bilanci. Sebbene sia possibile e auspicabile che le autorità affrontino tali rischi con altri strumenti, sussiste comunque l'eventualità che la politica monetaria debba essere inasprita prima di quanto giustificato da considerazioni basate sulle sole prospettive macroeconomiche.

Capitolo III

Nelle economie di mercato emergenti (EME) la ripresa è vigorosa e le pressioni inflazionistiche in aumento. Visto il basso livello dei tassi ufficiali nei principali centri finanziari, molte EME temono che le loro migliori prospettive di crescita possano attirare afflussi destabilizzanti di capitali, favorendo l'apprezzamento della moneta. Alcune di esse continuano a mantenere i tassi ufficiali su livelli bassi e a contrastare l'apprezzamento del cambio mediante massicci interventi nei mercati valutari. Queste politiche sono generalmente accompagnate da un'ingente espansione dei bilanci bancari, dal rapido aumento del credito e dall'iperreazione dei prezzi delle attività. Si moltiplicano così i rischi di surriscaldamento dell'economia nazionale. Al fine di promuovere una crescita più bilanciata sia all'interno sia all'estero, alcune EME potrebbero fare maggiore ricorso a tassi di cambio flessibili e all'inasprimento della politica monetaria. Inoltre, per accrescere la resilienza del sistema finanziario agli shock interni ed esterni possono fornire un importante contributo gli strumenti prudenziali. I controlli sui movimenti di capitali, invece, pur potendo avere un'utilità limitata e temporanea, difficilmente saranno efficaci nel medio periodo.

Capitolo IV

Il livello del debito pubblico in molti paesi industriali ha imboccato un sentiero di crescita insostenibile. Gli attuali disavanzi di bilancio, in parte ciclici e in parte gonfiati dalle misure di contrasto alla crisi, sono elevati in rapporto al PIL. Per giunta, la spesa collegata all'invecchiamento della popolazione è destinata a crescere considerevolmente nell'arco dei prossimi decenni. I recenti sviluppi in Grecia e in altri paesi dell'Europa meridionale mettono in evidenza la rapidità con cui i dubbi degli investitori sulla sostenibilità delle finanze pubbliche possono propagarsi da un paese all'altro. Inoltre, i livelli elevati del debito pubblico rischiano di deprimere la crescita economica a lungo termine e in definitiva di mettere in pericolo la stabilità monetaria.

Capitolo V

Siffatti rischi evidenziano l'urgenza di adottare misure credibili per ridurre i disavanzi di bilancio correnti in vari paesi industriali. Al fine di contrastare gli squilibri fiscali a lungo termine sono necessarie riforme strutturali che accelerino la crescita del prodotto potenziale e contengano l'aumento futuro degli esborsi collegati all'età. Tali misure possono avere effetti negativi sulla crescita nel breve periodo, ma questi sono di gran lunga preferibili all'alternativa di dover far fronte a un'improvvisa perdita di fiducia del mercato. Un programma di risanamento dei conti pubblici, che riduca i disavanzi di vari punti percentuali in rapporto al PIL nell'arco di alcuni anni, apporterebbe considerevoli benefici in termini di tassi di interesse a lungo termine bassi e stabili, minore fragilità del sistema finanziario e, in definitiva, migliori prospettive di investimento e di crescita nel lungo periodo.

Capitolo VI

La crisi ha messo in luce le gravi carenze di alcuni modelli operativi delle società finanziarie. Per lungo tempo queste ultime hanno conseguito saggi di redditività dell'attivo relativamente modesti, impiegando tuttavia un elevato grado di leva per centrare gli obiettivi di redditività del capitale proprio. Esse hanno inoltre sfruttato appieno i vantaggi offerti dal basso costo del finanziamento a breve termine. Tale strategia ha reso più volatili i loro profitti, specie durante i periodi di tensione dei mercati. Dall'inizio della crisi gli investitori sono divenuti più selettivi nei confronti delle società finanziarie, premiando quelle che adottano modelli più prudenti e robusti. La priorità dei responsabili delle politiche è ora quella di incorporare nel quadro di riferimento regolamentare i criteri più stringenti imposti dal mercato. Una migliorata qualità del patrimonio, un minore grado di leva e fonti di provvista più stabili dovrebbero rafforzare in futuro la capacità di tenuta del sistema. Ciò non andrà necessariamente a scapito della redditività di medio periodo, specie qualora il processo di ristrutturazione prosegua e venga progressivamente eliminato l'eccesso di capacità. Inoltre, l'adozione di modelli operativi più robusti dovrebbe contenere i costi di finanziamento, favorendo così una performance solida, stabile e sostenibile del settore.

Capitolo VII

La stabilità del sistema finanziario è messa a repentaglio da incentivi distorti e da effetti di retroazione prociclici. Una politica macroprudenziale, che ampli la prospettiva della politica prudenziale tradizionale, può efficacemente rafforzare la resilienza del sistema finanziario alla prociclicità adattando gli strumenti prudenziali convenzionali. Ad esempio, allorché in una fase di boom l'espansione effettiva del credito supera quella tendenziale è possibile costituire riserve patrimoniali anticicliche da liberare durante la fase di contrazione. Altre misure come l'applicazione di massimali al rapporto *loan-to-value* (LTV) nel credito immobiliare possono fungere da stabilizzatori automatici risultando più vincolanti durante le fasi di espansione, quando le banche cercano generalmente di accrescere i volumi dei mutui ipotecari accettando rapporti LTV elevati. Approcci di questo tipo potrebbero essere utili nel contenere gli eccessi del credito e dei prezzi delle attività, e frenare così l'accumulo di vulnerabilità finanziarie sistemiche.

L'azione di contrasto alla prociclicità è strettamente collegata alle tradizionali politiche di stabilizzazione macroeconomiche. Un sistema finanziario più resiliente integra le politiche monetarie e di bilancio anticicliche, contribuendo

a fronteggiare le minacce per la stabilità finanziaria nelle fasi recessive. Ciò detto, è comunque necessario che la politica monetaria si opponga maggiormente al formarsi di vulnerabilità finanziarie sistemiche durante i periodi di boom. Tale risultato potrà essere ottenuto allungando l'orizzonte di riferimento adottato, e perseguendo così in modo più efficace la stabilità dei prezzi nel lungo periodo.

I. Oltre il salvataggio: fine della terapia intensiva e completamento delle riforme

A tre anni dallo scoppio della crisi le speranze di ripresa e di riforma restano grandi, ma la pazienza si sta esaurendo. Le autorità sono alle prese con un pesante retaggio: gli effetti collaterali delle misure di sostegno finanziario e macroeconomico in atto, combinati alle vulnerabilità non risolte del settore finanziario, minacciano di bloccare la ripresa, e la serie completa di riforme necessarie a migliorare la resilienza del sistema finanziario non è stata ancora ultimata.

Allorché quasi tre anni fa la crisi finanziaria faceva la sua comparsa da entrambe le sponde dell'Atlantico, i responsabili delle politiche reagirono con terapie di urgenza e drastiche cure: dosi ingenti di sostegno diretto al sistema finanziario, tassi di interesse bassi, forte dilatazione dei bilanci delle banche centrali e massiccio stimolo fiscale. Ma provvedimenti così poderosi presentano effetti collaterali considerevoli, e i pericoli che comportano stanno cominciando a farsi evidenti.

I problemi maggiori derivanti dal protratto ricorso ai programmi straordinari sono i seguenti. Il sostegno diretto sta ritardando l'indispensabile aggiustamento postcrisi e rischia di creare società zombie nei settori finanziario e non finanziario. I bassi tassi di interesse prevalenti al centro dell'economia internazionale disincentivano il necessario ridimensionamento del grado di leva, aggravando le distorsioni nel sistema finanziario e creando problemi in altre parti del mondo. La perdurante espansione dei bilanci delle banche centrali implica che esse stiano ancora dominando certi segmenti dei mercati finanziari; ciò può distorcere la valutazione dei prezzi di importanti prestiti e obbligazioni, scoraggiare la necessaria attività di *market-making* da parte dei singoli operatori e degli intermediari, e accrescere il *moral hazard* dimostrando che per alcuni strumenti vi è un acquirente di ultima istanza. Infine, le politiche di stimolo fiscale stanno alimentando un debito pubblico elevato e in crescita che oggi, in diversi paesi, ha chiaramente imboccato un sentiero insostenibile.

È giunta l'ora di chiedersi come e quando sarà possibile avviare il graduale rientro dagli energici provvedimenti adottati. Non si può ignorare che, cumulandosi, gli effetti collaterali comportano di per sé un pericolo da evitare, come minimo, revocando determinate misure prima di quanto molti preferirebbero. Ciò detto, tale revoca si trova in alcuni casi ostacolata dalle condizioni del settore finanziario e dalle prospettive macroeconomiche, che risultano fragili in molte parti del mondo industriale e rendono rischioso un inasprimento.

Sul fronte delle riforme i lavori stanno procedendo speditamente. Sono state formulate proposte dettagliate e articolate volte a risolvere le molteplici

cause della crisi e ad affrontare gli effetti delle minacce che potrebbero ancora palesarsi. Le riforme ridurranno la probabilità e la gravità di crisi future. Ma, come già sottolineato lo scorso anno, esse potranno funzionare solo se ciascuno farà la sua parte¹. Occorre che i regolatori modifichino il loro approccio alla sicurezza dei tre elementi fondamentali del sistema finanziario: strumenti, mercati e intermediari. Essi devono definire un quadro di riferimento macro-prudenziale per promuovere, oltreché la solidità di ciascuna componente, la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. Le autorità fiscali devono adoperarsi per preservare la stabilità di lungo periodo, assicurandosi che le politiche permettano di assorbire gli shock, anziché amplificarli, mediante la costituzione durante le fasi favorevoli di riserve precauzionali cui attingere nelle fasi avverse. Le banche centrali, dal canto loro, devono affrontare i boom dei prezzi delle attività e del credito per quello che sono, ossia minacce per la stabilità dei prezzi e per la crescita. Il programma di riforme in tutti questi ambiti – regolamentare, fiscale e monetario – va attuato e portato a compimento.

La prima parte di questo capitolo introduttivo delinea brevemente le misure straordinarie adottate durante la crisi, esaminando i rischi derivanti dall'ormai protratta somministrazione di tali rimedi, che agiscono primariamente sui sintomi. Nelle parti successive sono invece considerate le cause di fondo della crisi, le iniziative in corso per la riforma del sistema finanziario e i progressi ancora da compiere.

I primi soccorsi: le reazioni immediate di fronte alla crisi

Di fronte all'aggravarsi della crisi dopo il fallimento di Lehman Brothers, le autorità presero una serie crescente di misure di emergenza volte a sorreggere i rispettivi sistemi finanziari e l'economia reale. Si trattava essenzialmente di terapie di urgenza, i cui effetti collaterali sarebbero stati considerati per forza di cose solo in un momento successivo.

A seconda della struttura delle loro economie e dei sistemi finanziari, le autorità optarono per provvedimenti diversi, fra cui: l'estensione di garanzie alle attività e passività bancarie per scongiurare un'eventuale corsa agli sportelli; prestiti diretti erogati dai governi e dalle banche centrali, nonché dalle organizzazioni finanziarie internazionali, al fine di consentire il rinnovo delle passività in essere e di evitare inadempienze; iniezioni di capitale volte a scongiurare le insolvenze; nazionalizzazioni che consentissero agli intermediari falliti di continuare a servire la clientela; rimozione dei prestiti di qualità inferiore dai bilanci del settore privato e sostegno ai prezzi delle attività che non disponevano più di mercati liquidi, con conseguente dilatazione dei bilanci delle banche centrali; certificazione pubblica dell'adeguatezza patrimoniale delle grandi banche da parte delle autorità di vigilanza. L'elenco esaustivo dei provvedimenti comprende decine di programmi specifici in quasi tutti i paesi avanzati e in molte economie emergenti².

¹ BRI, 79ª *Relazione annuale*, giugno 2009, Capitolo VII.

² Per maggiori dettagli, cfr. BRI, 79ª *Relazione annuale*, giugno 2009, e Capitoli II e VI di questa Relazione.

La vasta gamma di azioni dirette di sostegno al sistema finanziario è stata integrata dall'adozione di politiche macroeconomiche senza precedenti. In risposta alle conseguenze della crisi, alle politiche monetarie e di bilancio è stato impartito un orientamento estremamente accomodante. Negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone i disavanzi pubblici superano oggi il 5% del PIL e i tassi ufficiali sono prossimi a zero. Man mano che si esauriva il margine di allentamento monetario convenzionale, le banche centrali in vari importanti paesi hanno rivolto la propria azione alle quantità piuttosto che ai prezzi. Nell'arco degli ultimi due anni il volume totale delle attività da loro detenute è pressoché raddoppiato, e resta sovradimensionato.

La terapia intensiva: il problema dei pericolosi effetti collaterali

L'adozione di politiche di emergenza fu essenziale all'epoca, e si è rivelata assai efficace nel centrare gli obiettivi che si prefiggeva a breve termine. Molte di queste politiche sono tuttavia in vigore ancora oggi, a tre anni dallo scoppio della crisi. In poche parole, le vulnerabilità ancora presenti nel sistema finanziario, unitamente agli effetti collaterali di un periodo così esteso di rimedi di emergenza, minacciano di provocare una ricaduta del paziente.

La crisi ha lasciato l'economia internazionale in condizioni ben peggiori di tre anni fa. In Europa e negli Stati Uniti la disoccupazione è elevata e le prospettive di domanda deboli. I programmi di sostegno ai mercati e alle istituzioni hanno creato uno stato di dipendenza dal quale il sistema finanziario potrebbe avere difficoltà a uscire senza il mantenimento di condizioni monetarie decisamente accomodanti. Alcuni istituti e sistemi bancari continuano a operare con un alto grado di leva finanziaria e sembrano tuttora necessitare di cure vitali.

La crisi del debito sovrano greco mostra tutta la fragilità che caratterizza ancora il sistema finanziario. A metà maggio il susseguirsi di annunci negativi sul merito di credito della Grecia ha creato per molte banche, specie in Europa, problemi di provvista non dissimili da quelli seguiti al tracollo di Lehman Brothers. Tali difficoltà non rispecchiano soltanto il nuovo problema del debito pubblico, ma anche dubbi latenti sulla qualità dei bilanci delle banche commerciali. Di fronte a queste difficoltà, la BCE si è avventurata in territori sconosciuti e ha annunciato l'intenzione di acquistare titoli pubblici. Come già in occasione della crisi più recente, le banche centrali hanno aperto linee di swap di emergenza per ovviare in parte ai problemi di finanziamento.

Il grado di leva dei settori non finanziari resta elevato in molti paesi che si sono trovati al centro della crisi. Come si vedrà nel Capitolo II, in tali economie le famiglie hanno cominciato a ridurre il proprio indebitamento, ma considerando i forti incrementi di quello del settore pubblico, i livelli del debito dei settori non finanziari sono saliti considerevolmente dal 2007; a fine 2010 essi dovrebbero risultare aumentati del 20-40% del PIL in Francia, Germania, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti. Il persistere di un alto grado di leva non comporta soltanto fragilità per i bilanci dei settori pubblico e privato, che richiederanno anni per essere risolte, ma limita inoltre drasticamente il margine di manovra della politica di bilancio per procedere a eventuali nuovi salvataggi di entità pubbliche o private.

Le vicende collegate al caso greco evidenziano di fatto la possibilità che, in caso di crisi, i governi altamente indebitati non siano in grado di fungere da acquirente di ultima istanza per salvare le banche in difficoltà. A cavallo fra il 2008 e il 2009, infatti, i governi avevano soccorso le banche in procinto di fallimento, ma se il debito dei governi stessi dovesse non avere più mercato, i salvataggi futuri dovrebbero ricorrere ad aiuti esterni.

La crisi del debito pubblico greco potrebbe aver procrastinato l'inasprimento monetario, ma quanto più a lungo i tassi ufficiali nelle principali economie avanzate resteranno bassi, tanto maggiori saranno le distorsioni create a livello sia interno sia internazionale. Come si vedrà nel Capitolo III, un protratto periodo di tassi di interesse reali eccezionalmente bassi può alterare le decisioni di investimento, posticipare il riconoscimento delle perdite, incoraggiare l'assunzione di rischio nella ricerca di rendimenti più elevati e favorire alti livelli di indebitamento. L'esperienza dei medesimi effetti maturata appena cinque anni fa dovrebbe renderci estremamente circospetti. È vero che il contesto attuale è molto diverso da quello della prima metà del decennio, ma la crisi del 2007-09 insegna che gli eccessi finanziari derivanti da tassi ufficiali così bassi – boom dei prezzi delle attività e del credito, sottovalutazione del rischio, e così via – finiscono per avere conseguenze devastanti.

Per le economie in forte crescita che necessitano di tassi ufficiali più elevati, il basso livello dei tassi nelle economie al centro del sistema finanziario internazionale è a dir poco disutile, dal momento che i differenziali di interesse inducono movimenti di capitale. Come esaminato nei Capitoli III e IV, tali movimenti esercitano pressioni sul tasso di cambio, favoriscono i boom del credito e le bolle dei prezzi delle attività, e rischiano di destabilizzare l'economia allorché si invertono a seguito di una normalizzazione dei differenziali di interesse.

I vasti programmi di spesa volti a sostenere la domanda aggregata all'indomani della crisi del 2007-09, insieme agli impegni già presi negli ambiti della sanità, delle pensioni e della previdenza sociale, hanno sospinto il debito pubblico di molti paesi industriali su un sentiero di crescita insostenibile. Come trattato nel Capitolo V, l'invecchiamento della popolazione sta cominciando a creare pesanti oneri per le finanze pubbliche di gran parte delle economie avanzate. Gli eventi della prima metà di quest'anno indicano che per alcuni paesi potrebbe già essere troppo tardi per tutelare o ripristinare rapidamente in modo autonomo la propria reputazione nei mercati del debito. Nondimeno, in vari paesi industriali vi è urgenza di un'ingente opera di risanamento fiscale da articolarsi generalmente su due fronti: tagli per arginare gli attuali disavanzi e azioni convincenti per garantire che i disavanzi non crescano in futuro.

Il risanamento dei conti pubblici è tanto più pressante per quei paesi che all'inizio della crisi erano già oberati da un debito elevato, frutto sia della loro prodigalità sia della bassa crescita potenziale dovuta alla mancanza di competitività internazionale. La correzione del primo aspetto è semplice, per quanto dolorosa. Ma per i paesi che partecipano a un'unione monetaria insieme ai loro principali partner commerciali non vi sono possibilità di svalutazione,

per cui un miglioramento della competitività potrà scaturire unicamente da una maggiore produttività o da più bassi salari nominali. Come mostra la lunga esperienza di crisi del debito sovrano, quando gli investitori perdono la fiducia nella capacità di servizio del debito di un paese e diventano restii a detenerne le passività, le uniche opzioni rimanenti sono pacchetti di sostegno, salvataggi o addirittura ristrutturazioni del debito pubblico.

La diagnosi: individuazione delle cause della crisi

La massima di ogni buon medico deve essere: “curare i sintomi della malattia, ma non dimenticare mai le sue cause”. Lo stesso vale per le crisi economiche e finanziarie: le autorità devono affrontarne i sintomi e allo stesso tempo procedere speditamente con le riforme volte a risolverne le cause, in modo da ridurre il rischio finanziario sistemico il prima possibile. A questo proposito, al fine di giudicare meglio quanta strada sia stata compiuta nel cammino di riforma, è utile richiamare brevemente le cause della crisi. Non vi è dubbio che esse siano tutte correlate, ma per semplicità saranno qui suddivise in due ampie categorie, ossia cause microeconomiche e cause macroeconomiche³.

Cause microeconomiche

Le cause microeconomiche rientrano in tre ambiti: incentivi distorti; problemi di misurazione e gestione del rischio; lacune nella regolamentazione e nella vigilanza. Insieme, queste carenze hanno consentito all'intero settore finanziario di contabilizzare profitti troppo presto, troppo facilmente e senza gli appropriati aggiustamenti per il rischio.

La crisi ha messo in luce la presenza di incentivi distorti tanto per i consumatori e gli investitori, quanto per gli addetti al settore finanziario e le agenzie di rating. I consumatori e gli investitori non hanno usato la dovuta cautela, indebitandosi pesantemente e investendo in prodotti eccessivamente complessi e opachi. I dirigenti delle società finanziarie, incoraggiati da sistemi di retribuzione incentrati sui rendimenti a breve e sui volumi di attività, hanno accresciuto la leva finanziaria e accumulato quantità enormi di rischio. Le agenzie di rating, subissate dalla valanga di prodotti strutturati complessi eppure incapaci di resistere alla tentazione di lucrare dalla loro valutazione, non sono riuscite a stimare correttamente la probabilità di rimborso dei mutuatari.

La misurazione, la valutazione e la gestione del rischio richiedono tutte l'impiego di moderni strumenti statistici che si basano in gran parte sull'esperienza storica. Anche quando erano disponibili lunghe serie di dati, la convinzione che il mondo sia in lenta ma costante evoluzione ha fatto sì che fosse sottovalutata l'importanza del passato più remoto e delle sue turbolenze. Così, l'ultimo prolungato periodo di relativa stabilità ha portato a ritenere che il rischio fosse diminuito in modo permanente. Ne è scaturita la disponibilità ad acquisire e cedere rischio a poco prezzo. Ma, come abbiamo imparato

³ La sezione che segue presenta una sintesi di quanto discusso in BRI, *79ª Relazione annuale*, giugno 2009, Capitolo I.

pagando un costo sociale elevato, questi diffusi metodi statistici sono particolarmente inadatti a valutare eventi di vasta portata e bassa frequenza. Essi funzionano nel modo peggiore proprio quando ne avremmo maggiormente bisogno.

L'inadeguatezza della governance nell'ambito della gestione dei rischi ha creato problemi addizionali⁴. Gli addetti ai rischi hanno l'ingrato compito di dire ai *trader* quando devono fermarsi. La mancanza di sostegno dell'alta direzione, tuttavia, ha relegato la loro funzione in secondo piano.

Infine, il sistema regolamentare è risultato troppo indulgente e, nel caso di alcune attività, troppo facile da eludere. Un eccessivo affidamento delle autorità di regolamentazione e di vigilanza sulla disciplina di mercato (compresa quella teoricamente imposta dalle agenzie di rating) ha condotto in alcuni paesi al centro del sistema finanziario internazionale all'applicazione di un regime regolamentare estremamente "leggero". Allorché anche questo regime, per quanto leggero, è risultato troppo oneroso, le società finanziarie non hanno avuto difficoltà a trasferire alcune operazioni al di fuori del perimetro regolamentare. Di conseguenza, combattendo le battaglie sbagliate, o non combattendo affatto, le autorità di regolamentazione e di vigilanza hanno permesso con la loro debolezza l'accumularsi di quantità enormi di rischio.

Cause macroeconomiche

Le cause macroeconomiche della crisi sono riconducibili a due ampie categorie: i problemi legati all'accumulo di squilibri nelle posizioni creditorie internazionali e le difficoltà create dal prolungato periodo di bassi tassi di interesse reali.

Il persistere di ingenti avanzi e disavanzi di conto corrente ha generato flussi netti di capitali dalle economie emergenti povere di capitale a quelle industriali ricche di capitale per gran parte del decennio precedente la crisi. Le varie opinioni sull'origine di tali flussi e del conseguente accumulo di attività transfrontaliere – eccesso di domanda interna in alcune importanti economie avanzate, sovrabbondanza di risparmio, scarse opportunità di investimento, domanda di attività internazionali a basso rischio a fini di diversificazione dei portafogli, costituzione di uno scudo di riserve da parte delle economie emergenti – sono di importanza secondaria. Il punto è piuttosto che il rapporto simbiotico fra la crescita trainata dalle esportazioni in un gruppo di paesi e quella trainata dalla leva finanziaria in un altro ha generato ampi flussi lordi e ingenti posizioni creditorie dei residenti dei paesi esportatori verso i residenti dei paesi importatori. Tali flussi e posizioni hanno contribuito a un'errata valutazione delle attività e alla diffusione della crisi a livello mondiale.

La seconda serie di cause macroeconomiche va ricercata nel prolungato periodo di tassi ufficiali e rendimenti a lungo termine bassi in termini reali iniziato nel 2001. Esso ha prodotto vari effetti importanti, fra cui il boom del credito alle famiglie in molte economie avanzate, che ha alimentato in alcuni casi ascese chiaramente insostenibili dei prezzi delle abitazioni, o ancora la

⁴ Counterparty Risk Management Policy Group, *Containing systemic risk: the road to reform*, rapporto del CRMPG III, 6 agosto 2008.

ricerca di rendimento, la quale ha indotto gli investitori istituzionali ad accollarsi rischi addizionali rilevanti che pure avrebbero permesso loro di conseguire sovrarendimenti solo modesti.

Come affrontare le cause della crisi

Se si vuole che il sistema finanziario poggi su basi più solide, le cause della crisi finanziaria internazionale devono guidare l'impostazione delle riforme da attuare. Per formulare prescrizioni efficaci è pertanto essenziale che da tali cause vengano tratte le conclusioni corrette. Si potrebbe in effetti desumere dalla crisi che certe operazioni, come la cartolarizzazione o la negoziazione al di fuori di mercati regolamentati, e certi strumenti finanziari, come le *collateralised debt obligation* e i *credit default swap*, vadano bandite al fine di evitare un nuovo collasso. Ma quand'anche ciò fosse possibile, non è combattendo la battaglia più recente che si vincerà la prossima. Occorre piuttosto adottare un approccio flessibile e lungimirante volto ad affrontare le esternalità che hanno permesso a determinati tipi di operazioni di infliggere danni sistemici. Anziché perseguire l'obiettivo irrealistico di debellare le crisi, è necessario cercare di ridurre sia la loro probabilità sia la loro gravità.

Come già discusso nella Relazione annuale dello scorso anno, la costruzione di un sistema finanziario più resiliente richiede che vengano affrontati i rischi derivanti da due tipi di esternalità: il primo è il fallimento congiunto dovuto a esposizioni comuni (gli intermediari sono tutti esposti allo stesso rischio) e interconnessioni (gli intermediari sono inestricabilmente collegati gli uni agli altri), il secondo è la prociclicità⁵. Le due sezioni che seguono sintetizzano e inquadrano le principali riforme necessarie a fronteggiare tali esternalità (cfr. inoltre la tabella I.1).

La ricetta: ridurre i rischi derivanti da esposizioni comuni e interconnessioni

Un insieme di nuove e migliori regole intese a contenere il rischio sistemico derivante dalle esposizioni comuni e dalle interconnessioni deve agire su due fronti: attenuare il rischio di fallimento a livello di singoli intermediari e ridurre le probabilità di un collasso del sistema.

Riduzione della probabilità di singoli fallimenti

La probabilità di fallimento di una società finanziaria può essere attenuata mediante vari strumenti che: 1) influenzino le dimensioni, la composizione e la rischiosità del suo bilancio; 2) migliorino il governo societario e gli incentivi dei dirigenti; 3) rafforzino la disciplina di mercato. Se utilizzati congiuntamente e in modo appropriato, questi strumenti potranno ridurre l'assunzione di rischio, aumentare la capacità degli intermediari di assorbire le perdite e rendere meno probabile l'eventualità di dissesti.

⁵ BRI, 79ª Relazione annuale, giugno 2009, Capitolo VII.

Progressi nella riforma del sistema finanziario			
Limitazione del contagio e della prociclicità			
Riduzione della probabilità di fallimenti	Intermediari	Mercati	Strumenti
Politiche macro			
<p>Gestione della dimensione, composizione e rischiosità dei bilanci: migliorare la qualità e la quantità del patrimonio imporre requisiti minimi di liquidità migliorare la copertura del rischio imporre limiti alla leva finanziaria</p> <p>Miglioramento della governance e degli incentivi: rafforzare la gestione del rischio migliorare i sistemi di retribuzione migliorare gli standard di vigilanza e regolamentazione</p> <p>Rafforzamento della disciplina di mercato: ampliare l'informativa, incluso in materia di cartolarizzazione armonizzare i criteri contabili tra i paesi rafforzare la sorveglianza sulle agenzie di rating</p>	<p>Sicurezza degli intermediari finanziari di importanza sistemica (IFIS): limitare l'ambito e la portata delle operazioni imporre coefficienti di capitale e di liquidità per il rischio sistemico</p> <p>Limitazione del contagio in caso di fallimento di un IFIS: adottare una sorveglianza internazionale sviluppare la gestione e risoluzione internazionali della crisi addossare i costi della risoluzione ai detentori delle passività della banca, compresi gli IFIS</p> <p>Inserimento di tutti gli IFIS nel perimetro regolamentare</p> <p>Riduzione della prociclicità del sistema finanziario: imporre <i>buffer</i> di capitale ciclici applicare margini e scarti di garanzia riferiti all'intero ciclo utilizzare altri strumenti, come rapporti LTV e limiti ai disallineamenti valutari</p>	<p>Passaggio a controparti centrali per i prodotti negoziati fuori borsa Aumento della trasparenza delle transazioni, anche con il crescente impiego di banche dati</p>	
	Riforme incomplete		
Mantenere impermeabile il perimetro regolamentare per gli IFIS	Passaggio a mercati regolamentati o piattaforme elettroniche per i prodotti fuori borsa	Registrazione e rating	Integrazione delle considerazioni di stabilità finanziaria nell'assetto di <i>policy</i>
Tabella I.1			

In riferimento alla prima serie di obiettivi, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha raccomandato quattro misure afferenti i bilanci, che dovrebbero tutte indurre le banche a munirsi di una dotazione di capitale e di liquidità che rispecchi meglio le rispettive esposizioni al rischio⁶.

La prima delle misure proposte dal CBVB intende accrescere la quantità e la qualità del patrimonio delle banche affinché esse possano fronteggiare meglio riduzioni inattese del valore degli attivi.

La seconda è diretta a prevenire situazioni di illiquidità, limitando sia la portata della trasformazione delle scadenze nei bilanci delle banche (il finanziamento a breve di crediti a lunga), sia il ricorso alla raccolta all'ingrosso. Al riguardo, vale la pena di sottolineare una cosa ovvia, ossia che quanto più una banca si avvale della trasformazione delle scadenze, tanto più essa risulta illiquida. Come ha dimostrato la recente crisi, in situazioni di stress la liquidità è importante almeno quanto il capitale, specie per gli istituti che si finanziano nei mercati internazionali o che operano in più giurisdizioni.

La terza proposta migliora la copertura dei rischi in ordine alle esposizioni creditorie di controparte derivanti da strumenti derivati, transazioni pronti contro termine, prestiti di titoli e operazioni complesse di cartolarizzazione.

Infine, la quarta proposta integra l'applicazione di coefficienti patrimoniali complessi ponderati per il rischio con un presidio supplementare sotto forma di limite al grado di leva finanziaria. Poiché la leva amplifica non solo i profitti ma anche le perdite, essa accresce il rischio di fallimenti durante le fasi congiunturali sfavorevoli⁷.

Alcune giurisdizioni, fra cui la Svizzera e più di recente l'Irlanda, hanno iniziato a prescrivere requisiti patrimoniali più stringenti e indici di leva finanziaria alle proprie banche⁸. Le autorità di Regno Unito e Stati Uniti si sono mosse in maniera sostanzialmente analoga attraverso il ricorso a prove di stress. Seguendo una tendenza che rinforza queste iniziative, molti istituti, in previsione di requisiti simili e di riflesso alle istanze degli investitori, sono già stati indotti a potenziare sensibilmente la propria base di capitale.

La seconda serie di strumenti tesi a ridurre il rischio di fallimento dei singoli intermediari concerne la governance e gli incentivi dei dirigenti. Le

⁶ Nel dicembre 2009 il CBVB ha pubblicato due documenti fondamentali che delineano le proposte mirate a rafforzare la regolamentazione in materia di patrimonio e di liquidità, fra cui una serie di misure per accrescere la qualità, la coerenza e la trasparenza della base patrimoniale (*Strengthening the resilience of the banking sector* e *International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, documenti a fini di consultazione, 17 dicembre 2009). Analogamente, l'International Accounting Standards Board ha proposto un sistema di accantonamento più lungimirante (IASB, *Financial Instruments: amortised cost and impairment*, bozza espositiva ED/2009/12, novembre 2009).

⁷ La presente trattazione è incentrata sulle banche, ma sono parimenti in corso iniziative volte a ridurre la probabilità di fallimento di altri tipi di società finanziarie. Ne è un esempio Solvibilità 2, il quadro regolamentare internazionale predisposto dalle autorità di vigilanza assicurativa, già entrato in vigore nell'Unione europea.

⁸ Nel novembre 2008 l'autorità di regolamentazione bancaria svizzera ha imposto a due delle maggiori banche di sua competenza l'adozione di *buffer* patrimoniali ciclici e limiti alla leva finanziaria. I requisiti di capitale previsti, che dovranno essere applicati entro il 2013, superano del 50-100% quelli fissati dal primo pilastro della normativa Basilea 2. Nel marzo 2010 l'autorità di regolamentazione finanziaria irlandese ha annunciato che entro la fine dell'anno le banche in Irlanda dovranno avere un patrimonio di base (*tier 1*) pari all'8%, costituito nella misura di 7 punti percentuali da capitale di qualità primaria (azioni ordinarie). Requisiti addizionali, specifici per ciascun istituto, saranno introdotti nel calcolo delle perdite future su prestiti.

autorità di vigilanza nazionali di molti paesi hanno intensificato l'attività di monitoraggio per assicurare una migliore gestione dei rischi presso le società finanziarie. Numerosi provvedimenti mirano a creare regimi speciali di risoluzione delle banche (compresi i cosiddetti "testamenti biologici"). Si auspica che queste misure serviranno anche ad accrescere la consapevolezza del management riguardo ai rischi presenti all'interno della propria azienda⁹. Iniziative collegate, volte ad allineare meglio le strutture retributive con una prudente assunzione di rischio, ridurranno gli incentivi perversi che inducono i dirigenti a incrementare i profitti a breve termine senza considerare i rischi di lungo periodo imposti all'impresa e al sistema¹⁰.

Inoltre, il CBVB sta lavorando alla preparazione di schemi intesi a perfezionare gli standard di vigilanza, i metodi di valutazione, i requisiti di liquidità e le prove di stress. Una maggiore adesione ai principi internazionali di vigilanza e regolamentazione è certamente il primo passo da compiere. Nel gennaio 2010 l'FSB ha pubblicato a questo proposito un quadro di riferimento attualmente in corso di adozione. Esso contempla tre elementi principali: la guida attraverso l'esempio, la valutazione tra pari (*peer review*) in seno all'FSB e la promozione su scala mondiale dell'osservanza degli standard finanziari internazionali.

La terza serie di strumenti persegue una maggiore trasparenza al fine di rafforzare la disciplina di mercato. Ad esempio, le modifiche dello schema di regolamentazione Basilea 2 pubblicate dal CBVB nel luglio 2009 affrontano le lacune individuate nell'informativa sulle esposizioni bancarie connesse con la cartolarizzazione¹¹. Fra le altre misure in questo ambito figurano le iniziative dello IASB e del Financial Accounting Standards Board volte a rafforzare l'armonizzazione internazionale dei principi contabili, l'attuazione delle regole proposte dalla International Organization of Securities Commissions (IOSCO) in risposta all'esigenza di sottoporre le agenzie di rating a standard e controlli più stringenti, e più in generale i provvedimenti diretti a migliorare la pubblicità delle informazioni.

Riduzione della probabilità di fallimenti sistemici

Volere eliminare indebiti fattori di instabilità nella struttura dei singoli intermediari nei modi sopra descritti non significa auspicare un sistema in cui i singoli intermediari non possano fallire¹². Quel che non si vuole è un sistema in

⁹ Regimi speciali di risoluzione per le società finanziarie di grandi dimensioni sono stati proposti o introdotti in varie giurisdizioni, fra cui Germania, Regno Unito, Stati Uniti e Svizzera. È inoltre al vaglio l'introduzione di schemi di risoluzione internazionale, come si vedrà più avanti.

¹⁰ Il Financial Stability Board (FSB) ha presentato a questo proposito una serie di linee guida per la riforma degli assetti regolamentari e di vigilanza. Cfr. *FSB principles for sound compensation practices – implementation standards*, settembre 2009 (documento basato sul rapporto presentato nell'aprile 2009 dal Forum per la stabilità finanziaria, organismo predecessore dell'FSB). Nel documento *Thematic review of compensation*, marzo 2010, l'FSB passa in rassegna i progressi compiuti nell'attuazione dei principi proposti.

¹¹ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Enhancements to the Basel II framework*, revisione del terzo pilastro, luglio 2009. L'FSB sta attualmente redigendo un rapporto di *peer review* sui progressi in materia di informativa sul rischio da parte degli operatori.

¹² Nondimeno, nelle economie minori con un ristretto numero di intermediari, tutti di rilevanza sistemica, l'unica opzione consiste nell'eliminare pressoché ogni possibilità di fallimento.

cui più intermediari possono fallire simultaneamente, sia perché presentano esposizioni al rischio comuni, sia perché uno di essi ha dimensioni o interconnessioni tali per cui il suo fallimento provoca insolvenze a catena, e quindi un dissesto di portata sistemica.

Il problema delle esposizioni comuni è relativamente semplice. Un sistema finanziario popolato da numerosi intermediari di piccole dimensioni ma identici è tanto soggetto a tracolli quanto un sistema in cui opera un numero ristretto di colossi finanziari. Pertanto, per evitare l'una o l'altra fonte di vulnerabilità, in linea di principio le autorità di regolamentazione e vigilanza dovranno soltanto assicurare che gli intermediari non siano tutti ugualmente soggetti agli stessi fattori di stress.

Ben più difficile è evitare che una singola società finanziaria dia origine a una catena di fallimenti. A questo fine è necessario: 1) ridurre la rilevanza sistemica degli intermediari finanziari; 2) minimizzare le possibilità di contagio in caso di fallimento di un intermediario, assicurando che i connessi costi ricadano sui detentori delle sue passività non garantite; 3) ricondurre tutte le società e le attività finanziarie di rilevanza sistemica entro il perimetro regolamentare, e fare in modo che non ne fuoriescano. In ciascuno di questi tre ambiti si stanno compiendo progressi, sia attraverso la regolamentazione e la vigilanza sui singoli intermediari (spesso muovendo verso l'auspicata adozione di un approccio macroprudenziale), sia attraverso la riforma dell'infrastruttura di mercato.

Riduzione della rilevanza sistemica. Il primo compito, ossia evitare che una società finanziaria raggiunga dimensioni o un grado di interconnessione tali da rendere intollerabile il suo fallimento, significa affrontare i rischi sistemici che crea tale eventualità. Il rischio sistemico è paragonabile all'inquinamento. Così come esistono vari modi per dissuadere la gente dal disperdere i rifiuti nell'ambiente, vi sono vari modi per dissuadere le società finanziarie dal contribuire al rischio sistemico. Fra di essi figurano i vincoli operativi e le politiche di prezzo.

Per quel che riguarda i vincoli operativi, le autorità stanno contemplando l'adozione di regole che limiterebbero in vario modo l'ambito di attività delle società finanziarie o semplicemente la dimensione dei loro impieghi. Un esempio del primo tipo è la cosiddetta proposta Volcker, che proibirebbe alle banche di deposito situate negli Stati Uniti di esercitare attività di negoziazione in proprio¹³.

Quanto alle politiche di prezzo, le banche e gli altri intermediari potrebbero essere chiamati a pagare per il privilegio di generare rischio sistemico. Fra i diversi approcci possibili, il migliore appare quello di un requisito patrimoniale sistemico sotto forma di coefficiente di capitale o di liquidità. Esso costringerebbe gli istituti di rilevanza sistemica a detenere una quota relativamente maggiore di patrimonio e di mezzi liquidi, abbassando in tal modo la loro probabilità di fallimento. In teoria un sistema di tassazione potrebbe conseguire gli stessi obiettivi e avere la stessa incidenza del requisito

¹³ Dichiarazione di Paul A. Volcker dinanzi al Committee on Banking, Housing and Urban Affairs del Senato statunitense, Washington D.C., 2 febbraio 2010.

sistemico, ma le complicazioni pratiche di questa soluzione ne riducono l'attrattiva¹⁴.

Contenimento dei costi di risoluzione e dei contagi. Limitare la rilevanza sistemica degli intermediari contribuirebbe ad assolvere il secondo compito, quello di contenere il contagio facendo sì che la totalità dei costi del fallimento di un intermediario ricada sui detentori delle sue passività. A tal fine occorre, ancor prima del verificarsi di un fallimento, che si sappia individuare all'interno del sistema dove è concentrato il rischio e che si disponga di procedure solide e trasparenti di risoluzione. Il compito presenta evidenti risvolti internazionali, nonché implicazioni per l'infrastruttura dei mercati finanziari per quanto riguarda la questione della trasparenza.

Come insegna la recente crisi, i procedimenti di risoluzione devono prevedere modalità di gestione delle crisi a livello internazionale se si vuole sperare di contenere gli effetti di contagio derivanti dal fallimento di società finanziarie di grandi dimensioni con operatività transfrontaliera¹⁵. L'apprestamento di misure volte a coordinare la vigilanza su tali istituti, così da assicurare coerenza nell'azione delle varie autorità nazionali, permetterà ai regolatori di intervenire in anticipo su un'eventuale crisi.

Un progetto congiunto dell'FSB, del CBVB e dell'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS) intende promuovere a livello internazionale la creazione di collegi dei supervisori, ossia di organi che riuniscano le autorità nazionali competenti per coordinare le attività di sorveglianza sulle grandi società finanziarie con operatività transfrontaliera. La Commissione europea ha già previsto un sistema di questo tipo in seno all'Unione europea¹⁶.

Per quanto riguarda le implicazioni per l'infrastruttura di mercato, va rilevato che nella finanza le asimmetrie informative sono il combustibile che alimenta il panico. Nella crisi del 2007-09 il contagio fu innescato dall'incertezza riguardo alle esposizioni delle controparti, ossia dal non sapere chi avrebbe sopportato le eventuali perdite. La trasparenza e l'informazione sono pertanto due elementi chiave di qualsiasi soluzione, anche per i mercati. Una delle riforme fondamentali dell'infrastruttura di mercato, semplice concettualmente ma complessa sul piano tecnico, consiste nell'istituire controparti centrali (CC) e nel prescrivere che una quota maggiore di contrattazioni si svolga nelle borse ufficiali. Il passaggio da un sistema *over the counter* (OTC),

¹⁴ Una terza possibilità, assai meno attraente, è quella di tassare a posteriori tutti gli intermediari per i costi che i fallimenti di grandi dimensioni accollano alle finanze pubbliche. Una tassa di questo tipo, tuttavia, non crea alcun disincentivo efficace all'assunzione di rischi addizionali.

¹⁵ Varie iniziative sono state intraprese per affrontare tale problema. Nel marzo 2010 il CBVB ha pubblicato una serie di raccomandazioni. Un gruppo di lavoro dell'FSB sta esaminando la risoluzione di imprese finanziarie nel quadro degli ordinamenti nazionali esistenti e il modo in cui tali ordinamenti interagirebbero; l'FSB prevede di emanare entro l'ottobre di quest'anno una serie di principi per la loro armonizzazione. Anche l'FMI sta valutando i mezzi per garantire un'efficace risoluzione delle imprese finanziarie con operatività transfrontaliera.

¹⁶ In base alla versione emendata della direttiva sui requisiti patrimoniali del 2009 tutti i gruppi bancari internazionali europei dovranno dotarsi di un collegio dei supervisori entro la fine del 2010; la direttiva Solvibilità 2 stabilisce inoltre che vengano istituiti collegi dei supervisori per tutti i gruppi assicurativi internazionali entro la fine di ottobre 2012.

essenzialmente bilaterale, a un sistema incentrato su una CC presenta una serie di chiari vantaggi: migliora la gestione del rischio di controparte, poiché la CC funge da contraente per entrambi i lati di ogni transazione; semplifica e facilita la compensazione multilaterale delle esposizioni e dei pagamenti; accresce la trasparenza rendendo accessibili alle autorità e al pubblico le informazioni sull'attività e le esposizioni di mercato, in termini sia di prezzi sia di volumi¹⁷.

I legislatori e i regolatori sono ben consapevoli dei vantaggi che presentano le CC, la compensazione centralizzata e la negoziazione su mercati regolamentati, e stanno compiendo progressi significativi nel realizzare le opportune riforme atte ad accrescere la sicurezza sistemica¹⁸.

Creazione di un perimetro regolamentare ampio. Il terzo compito, ovvero includere e mantenere entro il perimetro regolamentare tutti gli intermediari e le attività finanziarie di rilevanza sistemica, discende dagli insegnamenti tratti a caro prezzo dalla crisi. In questo ambito sono stati fatti alcuni passi avanti; ad esempio, il Joint Forum ha raccomandato una vasta gamma di misure che affrontano il problema della coerenza e della copertura regolamentare riguardo a vari settori e prodotti finanziari¹⁹. Molto resta tuttavia da fare.

La ricetta: ridurre la prociclicità

Come già accennato, prescrivere una ricetta per aumentare la resilienza del sistema finanziario significa affrontare i rischi derivanti da due tipi di esternalità. Del primo tipo, ossia il fallimento congiunto di più intermediari dovuto alle esposizioni comuni e alle interconnessioni, si è già parlato. Il secondo, la prociclicità, attiene agli effetti amplificatori di retroazione fra il sistema finanziario e l'economia reale. I termini fondamentali del problema sono di immediata comprensione. Allorché l'economia è in espansione, il credito diviene generalmente più facile e meno oneroso. Le banche abbondano

¹⁷ Per maggiori dettagli, cfr. S. Cecchetti, J. Gyntelberg e M. Hollanders, "L'uso di controparti centrali nella negoziazione di derivati *over-the-counter*", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2009, pagg. 45-58 (testo integrale disponibile solo in inglese).

¹⁸ Sono stati compiuti vari passi avanti verso un maggiore ricorso alle CC, fra cui: l'istituzione di un forum dei regolatori per gli strumenti derivati OTC nel settembre 2009; sempre nel settembre scorso l'impegno assunto dai principali *dealer* in derivati del G15 a raggiungere determinati livelli obiettivo di compensazione centralizzata dei derivati di credito OTC; le raccomandazioni formulate nel gennaio 2010 dal Joint Forum delle autorità di regolamentazione bancaria, assicurativa e mobiliare al fine di rafforzare la sorveglianza prudenziale sui prodotti per il trasferimento del rischio di credito; i nuovi standard in materia di CC volti a fronteggiare meglio i rischi insiti nella compensazione dei derivati OTC, pubblicati nel maggio 2010 dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e dalla IOSCO; le proposte del CBVB per un adeguamento dei coefficienti patrimoniali che incentivi il passaggio da esposizioni OTC a esposizioni verso le CC; e infine i progetti di riforma legislativa in Europa e negli Stati Uniti.

¹⁹ Nel gennaio 2010 il Joint Forum ha pubblicato il rapporto *Review of the differentiated nature and scope of financial regulation: key issues and recommendations*. Nel documento si raccomanda una serie di misure volte a migliorare l'adeguatezza del perimetro regolamentare, fra cui: l'armonizzazione della regolamentazione nei settori bancario, assicurativo e mobiliare; il potenziamento della vigilanza e della regolamentazione dei gruppi finanziari, in particolare di quelli con attività transfrontaliera; l'elaborazione di standard coerenti e rigorosi per l'erogazione dei mutui ipotecari; l'inclusione nel perimetro regolamentare delle attività degli hedge fund; il rafforzamento della sorveglianza regolamentare sui prodotti per il trasferimento del rischio di credito.

di fondi e di capitale, i mutuatari godono di un più elevato merito di credito e le garanzie hanno maggior valore. In fase di contrazione le condizioni si invertono: le banche sono costrette ad assorbire perdite impreviste che ne intaccano il capitale, costringendole a ridurre l'erogazione di prestiti; il merito di credito dei mutuatari peggiora; il valore delle garanzie si riduce.

Le autorità monetarie e prudenziali stanno lavorando all'elaborazione di stabilizzatori automatici destinati a integrare la politica monetaria discrezionale al fine di ridurre i naturali effetti di amplificazione agenti all'interno del sistema finanziario. Come si vedrà in dettaglio nel Capitolo VII, questi stabilizzatori costituiscono un elemento basilare di un quadro di politica macroprudenziale. Essi includono: *buffer* patrimoniali calibrati in funzione dei livelli aggregati del credito in rapporto all'attività economica, in modo da aumentare nelle fasi di espansione e diminuire in quelle di contrazione; accantonamenti riferiti all'intero ciclo economico (*through the cycle*); impiego da parte dei prestatori di prassi più stabili lungo l'arco del ciclo nell'applicazione dei margini e degli scarti di garanzia. Dei *buffer* patrimoniali e degli accantonamenti *through the cycle* si sta attualmente occupando il CBVB, mentre le prassi in materia di margini e scarti di garanzia formano l'oggetto di un recente rapporto stilato dal Comitato sul sistema finanziario globale²⁰. Il Capitolo VII tratta inoltre dei diversi strumenti prudenziali anticiclici in corso di elaborazione, fra cui la modulazione dei massimali al rapporto fra ammontare del prestito e valore della garanzia e l'imposizione di limiti ai disallineamenti valutari.

Le riforme: i principali ambiti in cui l'opera resta incompiuta

Le autorità hanno realizzato progressi significativi verso la creazione di un sistema finanziario più stabile. Le riforme in corso vanno attuate e rese cogenti. Occorre tuttavia di più. Sul fronte della regolamentazione, mentre prosegue il lavoro sugli intermediari, è necessario dedicare maggiore attenzione agli strumenti e ai mercati. Andrebbero poi raddoppiati gli sforzi tesi a garantire che il perimetro regolamentare resista bene di fronte agli inevitabili tentativi di eluderlo. Occorre inoltre riconoscere più chiaramente che una migliore regolamentazione da sola non basta: le politiche macroeconomiche hanno un ruolo cruciale da svolgere, e il loro quadro di riferimento andrà ampliato se si vorrà realizzare il sistema finanziario più stabile di cui vi è bisogno.

Come affermato lo scorso anno, l'edificazione di un sistema finanziario più sicuro presuppone che si sappia individuare e mitigare il rischio sistemico in tutte e tre le componenti principali del sistema, vale a dire gli strumenti e i mercati, oltretutto gli intermediari²¹. Ognuna di queste componenti dovrà essere resa più sicura e trasparente senza con ciò ostacolare l'innovazione creatrice di produttività o la funzione essenziale da esse svolta nel migliorare l'efficienza allocativa dell'economia. Per quanto riguarda i mercati, le iniziative dirette a introdurre la compensazione e il regolamento centralizzati per i

²⁰ Comitato sul sistema finanziario globale, "The role of margin requirements and haircuts in procyclicality", *CGFS Papers*, n. 36, marzo 2010.

²¹ BRI, 79ª *Relazione annuale*, giugno 2009, Capitolo VII.

derivati OTC rappresentano un utile miglioramento dell'infrastruttura e un primo passo verso la prescrizione di un obbligo di negoziazione in borse organizzate.

Quanto agli strumenti, come detto nella passata Relazione annuale, una strada percorribile per contemperare innovazione e sicurezza consiste nel richiedere una qualche forma di registrazione dei prodotti che ne disciplini l'accesso da parte degli investitori in base al grado di sicurezza. In questa direzione muovono le iniziative volte a migliorare la standardizzazione e la documentazione degli strumenti, comprese quelle che facilitano il ricorso a una controparte centrale, nonché a informare meglio i consumatori grazie a più rigorosi requisiti di pubblicità sui prodotti di investimento. Esse dovrebbero nondimeno essere solo l'inizio di una riforma di più vasta portata.

In un'economia dinamica basata sul mercato, dove l'incentivo primario è quello di accrescere la redditività, vi è da attendersi che ogniqualvolta e ovunque ne abbiano la possibilità le imprese finanziarie cerchino di mettere alla prova i limiti della norma e di sfuggire al perimetro regolamentare, oppure di trasferire parte dell'operatività al suo esterno. Pur senza soffocare l'innovazione, i regolatori devono fare in modo che le prescrizioni di base si applichino anche alle nuove forme di attività. In altre parole, si dovrà impedire a tutte le imprese finanziarie di rilevanza sistemica – prescindendo dalle loro dimensioni o dalla loro forma giuridica – di sottrarsi al controllo e all'azione delle autorità di regolamentazione e di vigilanza. Ciò vale in particolar modo per la vigilanza macroprudenziale che, come ha dimostrato la crisi, deve sempre rimanere all'erta contro le minacce per la stabilità che possono sorgere in angoli remoti del sistema finanziario.

Le riforme regolamentari, tuttavia, non bastano da sole a conseguire la stabilità finanziaria. Anche le politiche monetaria e di bilancio hanno un ruolo in questo ambito, ma affinché esse possano svolgerlo occorre che il loro quadro di riferimento si basi su valutazioni di più ampio respiro e più lungimiranti. Come sottolineato nel Capitolo VII, la manovra dei tassi di interesse e le politiche prudenziali anticicliche sono strumenti che si completano a vicenda nella realizzazione di un sistema finanziario più resiliente. D'altra parte, una migliore consapevolezza delle implicazioni dei tassi di interesse per i prezzi delle attività e l'indebitamento non significa rinunciare ai tradizionali obiettivi della banca centrale. Al contrario, le politiche monetaria e prudenziale sono partner essenziali nel perseguimento di una crescita elevata e stabile.

Sul fronte della politica di bilancio, le riforme dovranno consentire alle autorità di compensare i disavanzi delle fasi recessive con gli avanzi costituiti durante le fasi espansive, pur conservando un congruo margine di manovra per le situazioni di emergenza.

In aggiunta, le autorità nazionali devono essere cosce di operare in un contesto globale. Per molte economie emergenti, ciò significa agire sapendo che i flussi di capitali possono essere destabilizzanti, che l'accumulo di riserve valutarie non è una panacea e che una crescita trainata dalle esportazioni con persistenti sbilanci di conto corrente non può continuare indefinitamente. Ma soprattutto, come conclude il Capitolo IV, che al fine di promuovere un ordinato aggiustamento macroeconomico e una crescita mondiale equilibrata

non vi sono alternative a una politica monetaria più restrittiva e una maggiore flessibilità del tasso di cambio.

Conclusioni

Le turbative finanziarie della prima metà del 2010 hanno messo in risalto la fragilità del sistema finanziario del mondo industriale: uno shock di dimensioni anche modeste rischia di farci rivivere gli accadimenti di fine 2008-inizio 2009. La crisi del debito sovrano greco sta chiaramente ostacolando l'incipiente ripresa dell'Europa dalla recessione provocata dalla crisi precedente.

Diversamente da allora, tuttavia, il margine di manovra disponibile è pressoché nullo. I tassi ufficiali sono già a zero e i bilanci delle banche centrali sovradilatati. Sebbene il debito del settore privato abbia cominciato a calare, quello del settore pubblico ne ha preso il posto, e in molti paesi le finanze dello Stato hanno già imboccato un sentiero insostenibile. In breve, la politica macroeconomica si trova oggi in una situazione assai peggiore di quella di tre anni fa, con scarsi mezzi per combattere un'altra crisi: qualora si ripresentasse un'emergenza sarebbe infatti difficile trovare le risorse per un'ulteriore azione di contrasto. Per le politiche macroeconomiche la priorità è pertanto quella di riacquistare la capacità di reagire alle crisi economiche e finanziarie riportandosi su sentieri sostenibili.

Sul fronte della politica di bilancio, il sostanziale risanamento dei conti pubblici urgentemente necessario in vari paesi industriali dovrebbe in genere assumere due forme: una riduzione degli squilibri attuali, e interventi atti ad assicurare la sostenibilità dei bilanci nel lungo periodo. Sul fronte della politica monetaria, è possibile che la fragilità della macroeconomia ritardi l'inasprimento. Tuttavia, le autorità non dovrebbero perdere di vista i rischi per la stabilità finanziaria e macroeconomica insiti in un lungo periodo di tassi di interesse estremamente bassi. Gli effetti collaterali continueranno a cumularsi, finendo per rafforzare proprio quei fattori che avevano originariamente concorso alla fragilità del sistema finanziario, rendendolo più soggetto a crisi.

Il completamento delle riforme del sistema finanziario, specie di quelle in grado di accrescerne rapidamente la resilienza, è divenuto ancora più impellente. Tali riforme possono infatti fornire al sistema finanziario una linea di difesa immediata nell'eventualità di una nuova crisi. Per giunta, agire ora per migliorare la base patrimoniale e la liquidità dei bilanci bancari non pregiudicherà la ripresa dell'economia. Al contrario, accrescendo la solidità degli intermediari, promuoverà una ripresa sostenibile.

Queste iniziative permetteranno di avvicinarsi all'obiettivo a lungo termine di ridurre la probabilità e la gravità delle crisi future. Per ultimare l'opera sarà necessario porre mano senza indugi alle restanti riforme, ossia creare un perimetro regolamentare impermeabile che includa tutte le imprese finanziarie di rilevanza sistemica, correggere le debolezze sistemiche nell'infrastruttura di mercato e negli strumenti finanziari, e integrare le considerazioni di stabilità finanziaria negli schemi di riferimento delle politiche macroeconomiche.

II. Dal pronto soccorso alla terapia intensiva: retrospettiva dell'anno trascorso

I prezzi delle attività e l'economia hanno segnato una ripresa dai minimi raggiunti durante la crisi finanziaria. La caduta delle quotazioni innescata dal fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008 si è arrestata nel marzo 2009, quando i prezzi degli strumenti rischiosi hanno iniziato a risalire, in alcuni casi in misura significativa. L'attività economica internazionale si è stabilizzata verso la metà dello scorso anno e ha successivamente ripreso a espandersi. Gli squilibri finanziari all'origine della crisi hanno cominciato a correggersi. Le banche hanno avviato un processo di risanamento dei bilanci e di ridimensionamento della leva finanziaria, che tuttavia è ancora lungi dall'essere completo. In alcuni dei paesi più colpiti dalla crisi, anche le famiglie hanno iniziato a ridurre l'indebitamento, ma in misura molto minore rispetto ai periodi successivi a crisi passate.

La ripresa, quindi, è in atto, ma resta fragile. Gli interventi di politica economica senza precedenti effettuati negli ultimi tre anni sono riusciti a evitare una nuova Grande Depressione, ma stanno raggiungendo i propri limiti. I disavanzi di bilancio sono aumentati al punto da sollevare interrogativi circa la sostenibilità delle finanze pubbliche (Capitolo V). L'indebitamento pubblico ha in effetti sostituito quello privato quale principale fonte di preoccupazione degli investitori, come testimonia la turbolenza che ha colpito i mercati finanziari nel secondo trimestre 2010. Diversi paesi hanno reagito annunciando misure di consolidamento fiscale.

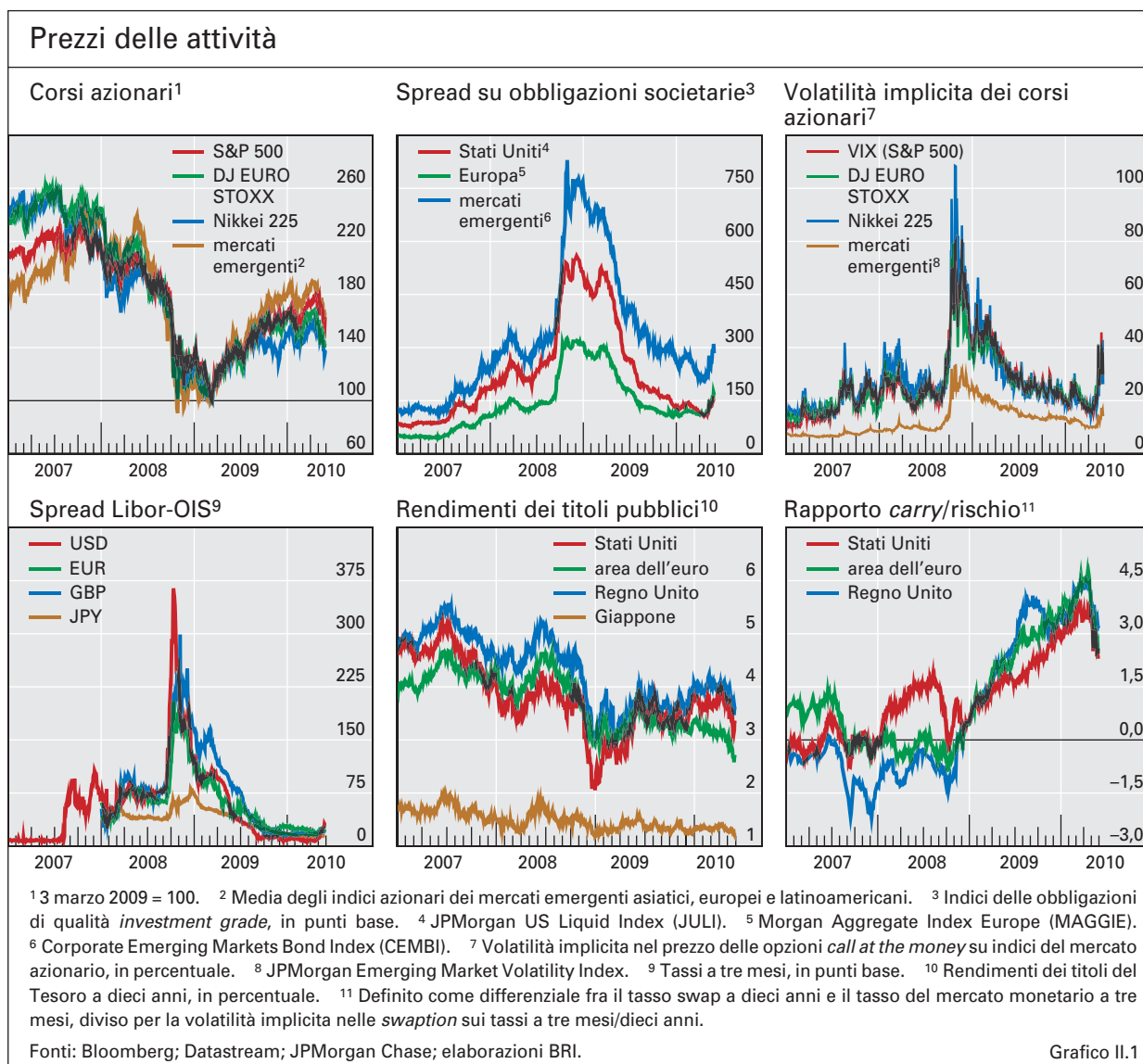
In un siffatto contesto, la politica monetaria è posta di fronte a un dilemma. Da un lato, un prematuro rialzo dei tassi di interesse e il ridimensionamento dei bilanci fortemente dilatati delle banche centrali potrebbero pregiudicare la ripresa. Dall'altro, tuttavia, un inasprimento tardivo potrebbe rallentare il necessario processo di aggiustamento e pregiudicare così la stabilità del sistema finanziario nel medio periodo (Capitolo III).

Una ripresa incerta

Rimbalzo dei mercati

Ripresa trainata dai mercati finanziari

La ripresa dei mercati finanziari ha preceduto quella dell'attività economica nelle maggiori economie avanzate. Nel primo trimestre 2009 i principali indicatori economici sono rimasti su livelli depressi, ma gli investitori hanno focalizzato l'attenzione sui primi segnali di un'imminente stabilizzazione delle condizioni economiche. Tra il marzo 2009 e l'aprile 2010 le quotazioni azionarie sono notevolmente aumentate in tutto il mondo, pur rimanendo al disotto dei



massimi raggiunti prima della crisi (grafico II.1). Gli spread creditizi si sono ridotti fino a riportarsi pressoché in linea con la loro media di lungo periodo, le volatilità implicite sono scese ai livelli più bassi dalla metà del 2007 e i rendimenti dei titoli pubblici, in particolare negli Stati Uniti, sono risaliti dai minimi raggiunti a fine 2008. L'attenuarsi delle tensioni sui mercati monetari ha accresciuto la disponibilità delle banche a finanziarsi reciprocamente, con un conseguente sensibile restringimento del differenziale tra il Libor e il tasso sugli *overnight index swap* (OIS) rispetto ai massimi di fine 2008.

Molti anche se non tutti i mercati dove l'attività si era arrestata durante la crisi hanno ripreso a funzionare. Nell'ultima parte del 2008 le garanzie statali avevano incentivato le società finanziarie a emettere obbligazioni. Nel 2009 sono riprese anche le emissioni di titoli non garantiti. Le imprese non finanziarie hanno collocato nel primo semestre dello scorso anno un volume di obbligazioni superiore a quello registrato nei sei mesi immediatamente precedenti la crisi, sebbene tale andamento possa in parte ascrivere alla carenza di credito bancario. I prestiti concessi dalle banche al settore privato

hanno infatti ristagnato o si sono contratti nelle principali economie avanzate, e il mercato dei prodotti cartolarizzati è rimasto debole. Negli Stati Uniti, ad esempio, dove gran parte dei mutui ipotecari viene cartolarizzata, l'emissione di *mortgage-backed securities* (MBS) senza garanzia pubblica rimane su livelli depressi.

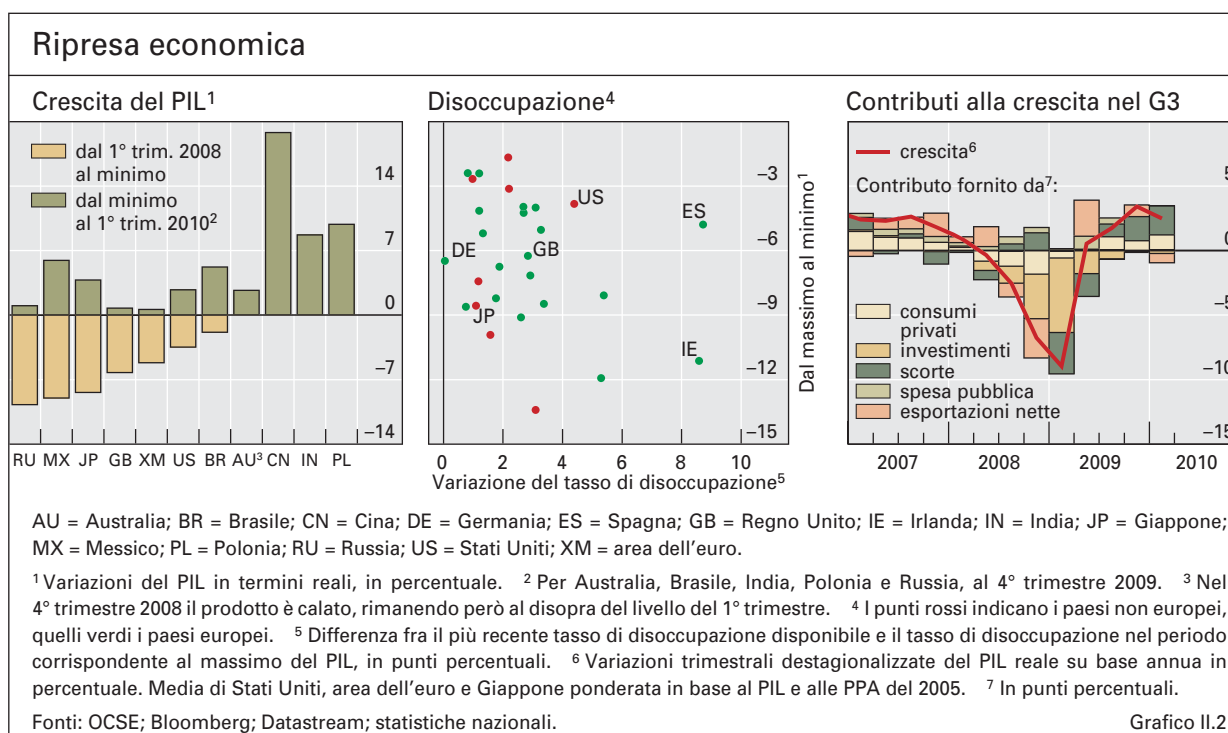
I timori per il rischio sovrano minacciano la ripresa finanziaria

Per gran parte del 2009 e agli inizi del 2010 si è assistito a un'eccezionale ripresa dei mercati finanziari, che appare adesso minacciata. Le preoccupazioni per la sostenibilità delle finanze pubbliche e la solidità delle banche hanno innescato episodi di volatilità a cavallo fra il 2009 e il 2010. Tuttavia, essi hanno avuto portata ridotta in confronto all'ondata di vendite verificatesi in aprile e maggio di quest'anno, quando le quotazioni delle attività rischiose sono crollate a seguito delle apprensioni degli investitori riguardo alla capacità della Grecia e, in misura minore, del Portogallo e della Spagna, di onorare il servizio del debito. Le autorità hanno reagito apprestando il più ampio piano di salvataggio mai adottato finora e una nuova serie di misure di emergenza da parte delle banche centrali. Questi provvedimenti sono riusciti a evitare il propagarsi della crisi all'interno dell'area dell'euro, ma non sono stati in grado di ripristinare la fiducia degli investitori più in generale.

Ripresa economica disomogenea

La ripresa economica procede a ritmi diseguali

La flessione dell'attività economica mondiale ha iniziato a moderarsi nel secondo trimestre 2009, per poi lasciare il posto alla crescita verso la metà dell'anno. L'entità sia della contrazione sia dell'espansione differisce grandemente a seconda dei paesi (grafico Il.2, diagramma di sinistra). Cina, India e Polonia hanno del tutto evitato la contrazione: la crescita del prodotto è solo rallentata, ed è quindi tornata rapidamente ai ritmi anteriori alla crisi. In Australia e Brasile, il PIL ha subito una flessione di breve durata, seguita però



da una rapida crescita che lo ha portato a superare i livelli precrisi. Per contro, nel primo trimestre 2010 il prodotto negli Stati Uniti, nell'area dell'euro, in Giappone e nel Regno Unito risultava ancora inferiore a quello precedente la crisi.

La contrazione dell'attività economica ha determinato un notevole aumento della disoccupazione in vari paesi, specie in quelli che prima della crisi avevano registrato un boom delle costruzioni. La disoccupazione è salita di oltre 8 punti percentuali in Spagna e in Irlanda e di quasi 5 punti negli Stati Uniti, a causa di dimissioni di manodopera nel settore sovradimensionato dell'edilizia (grafico II.2, diagramma centrale). In Spagna anche l'elevata incidenza dei contratti a tempo determinato ha contribuito alla reattività dell'occupazione di fronte alle variazioni del prodotto¹. La disoccupazione negli Stati Uniti è salita ai massimi dagli anni trenta, sebbene il PIL si sia contratto meno che nella maggior parte delle altre economie avanzate.

Le ricadute sull'occupazione nella maggior parte delle altre economie avanzate sono state meno pesanti. Le perdite di posti di lavoro sono state particolarmente contenute in alcune economie dell'Europa continentale e in Giappone. Ad esempio, in Germania la disoccupazione è salita di poco più di un punto percentuale, nonostante una contrazione relativamente forte (6,5%) del PIL. A limitare le perdite di posti di lavoro ha contribuito l'introduzione di misure che consentono la riduzione dell'orario dei singoli dipendenti, evitandone il licenziamento. In Giappone, l'Employment Adjustment Subsidy Programme e un taglio delle retribuzioni orarie hanno ridotto l'incentivo a licenziare personale, e la disoccupazione è salita di meno di 2 punti percentuali, nonostante una caduta di oltre l'8% del PIL.

La ripresa nelle maggiori economie avanzate è ancora lontana dall'autosostenersi. Nel G3 è stata la ricostituzione delle scorte a fornire il maggiore contributo alla crescita del 2,5% registrata in ragione d'anno nel primo trimestre 2010 (grafico II.2, diagramma di destra). Gli investimenti privati sono rimasti negativi per l'ottavo trimestre consecutivo, continuando così ad agire da freno sulla ripresa economica. Ciò detto, solo pochi degli scenari di crescita sfavorevoli ipotizzati dai previsori nel periodo in rassegna si sono effettivamente concretizzati.

Il quadro che emerge in varie economie di mercato emergenti (EME) è molto diverso. Le politiche espansive interne combinate con l'impatto delle politiche monetarie e fiscali accomodanti attuate nei maggiori paesi avanzati hanno dato luogo in alcuni casi a segnali di surriscaldamento (Capitolo IV). L'inflazione dei prezzi all'ingrosso in India ha raggiunto quasi il 10% agli inizi del 2010 e anche in altre EME si osservano spinte inflazionistiche.

La rapida crescita dei disavanzi di bilancio desta timori per il rischio sovrano

La combinazione di programmi di stimolo fiscale su larga scala, pacchetti di sostegno finanziario ed entrate tributarie decrescenti si è tradotta in disavanzi di bilancio storicamente ampi, sospingendo il debito pubblico effettivo e

La disoccupazione sale nettamente nei paesi con un boom immobiliare ...

... ma in misura minore altrove

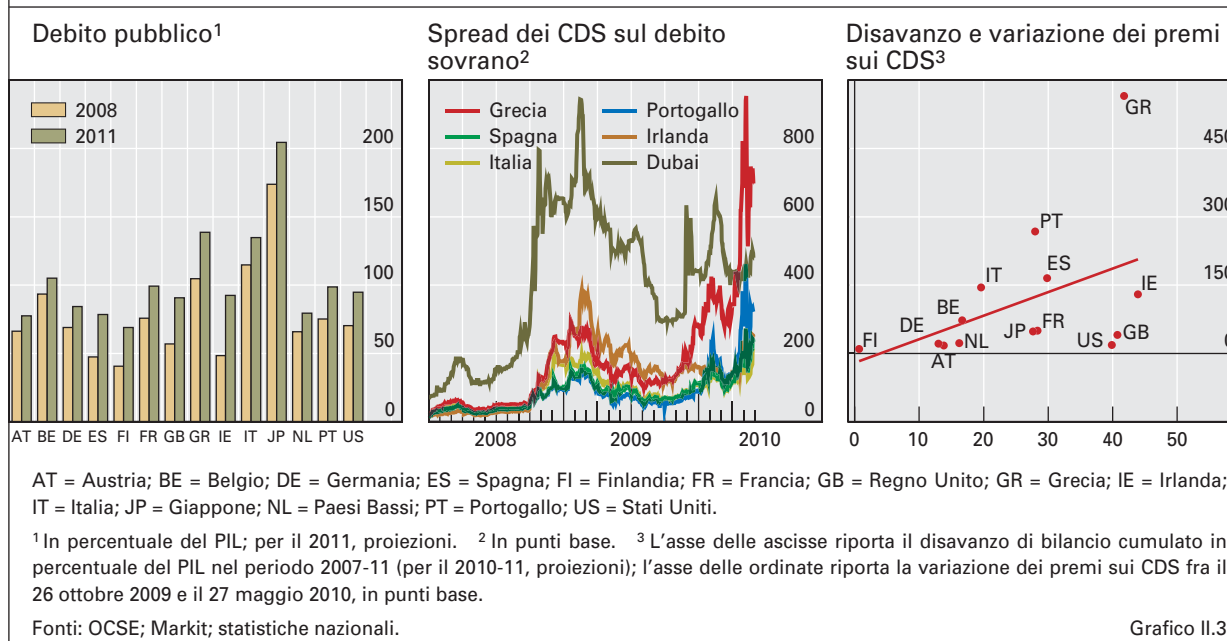
Fragile ripresa nelle principali economie avanzate ...

... ma segnali di surriscaldamento nelle maggiori EME

L'accumulo di debito pubblico suscita timori per il rischio sovrano ...

¹ Cfr. FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2010, Capitolo 3; Banco de España, *Boletín Económico*, febbraio 2010, pagg. 32-43.

Debito pubblico, disavanzi di bilancio e premi per il rischio sovrano



prospettico a livelli record nella maggior parte dei paesi industriali (grafico II.3, diagramma di sinistra). Questi oneri aggiuntivi giungono in un momento in cui i governi delle economie avanzate devono già far fronte alla rapida crescita delle passività implicite non finanziate connesse con l'invecchiamento della popolazione. Tale concorso di fattori ha destato serie preoccupazioni circa la sostenibilità delle politiche di bilancio nelle economie industriali (Capitolo V), accentuando i timori per il rischio sovrano. Di conseguenza, lo scorso anno i rendimenti obbligazionari e i premi dei *credit default swap* (CDS) sui titoli di Stato di diversi paesi sono notevolmente aumentati (grafico II.3, diagramma centrale), spingendo le autorità a reagire con misure senza precedenti su diversi fronti.

I timori per il rischio sovrano hanno cominciato a emergere in seguito ai vasti piani di sostegno finanziario e ai massicci programmi di stimolo fiscale annunciati alla fine del 2008 e agli inizi del 2009. Queste preoccupazioni sono rimaste relativamente sopite per gran parte del 2009, dato il prevalere dei timori per il rallentamento dell'attività economica mondiale e il connesso aumento della disoccupazione. Il rischio sovrano è tuttavia balzato in primo piano nel novembre 2009, quando gli spread sui CDS relativi a Dubai sono sensibilmente aumentati dopo che Dubai World, uno dei tre veicoli di investimento strategici del paese, ha inaspettatamente annunciato l'intenzione di chiedere una moratoria sul debito.

Alla fine del 2009 l'attenzione si è spostata sull'area dell'euro, dove gli ingenti disavanzi di bilancio di alcuni paesi facevano prevedere un rapido incremento del rapporto debito pubblico/PIL. I timori si sono dapprima concentrati sulla posizione fiscale della Grecia, per poi estendersi ad altri paesi che presentavano una combinazione perversa di elevati disavanzi pubblici e scarsa competitività, come il Portogallo e la Spagna. I rendimenti e gli spread dei CDS sui titoli di Stato greci hanno iniziato a salire nel dicembre 2009, per

... in particolare in alcune economie dell'area dell'euro

poi impennarsi alla fine di aprile 2010, quando Standard & Poor's ha declassato il debito greco al livello "spazzatura". Nella stessa settimana l'agenzia ha abbassato i rating di Portogallo e Spagna, innescando un netto incremento dei premi sui relativi CDS. Agli inizi di maggio i paesi membri dell'area dell'euro e l'FMI si sono impegnati ad apprestare un pacchetto di finanziamenti di emergenza alla Grecia per €110 miliardi a fronte della garanzia del governo ellenico di attuare drastiche misure di austerità fiscale. A pochi giorni dall'annuncio, tuttavia, è apparso chiaro che il provvedimento non sarebbe bastato a calmare il nervosismo degli investitori. In risposta all'impennata degli spread sui titoli di Stato e sui relativi CDS, le autorità dell'Unione europea e dell'FMI hanno annunciato l'istituzione di un meccanismo di stabilizzazione fiscale congiunto del valore di €750 miliardi. In seguito a questa notizia i premi sul debito sovrano e sui CDS sono fortemente calati rispetto ai massimi raggiunti la settimana precedente.

I governi che avevano preventivamente annunciato misure di consolidamento hanno subito meno le pressioni dei mercati. Nel complesso, le variazioni degli spread sui CDS sovrani nell'area dell'euro hanno mostrato una correlazione positiva, anche se non perfetta, con i disavanzi di bilancio dei rispettivi governi (grafico II.3, diagramma di destra). Nel caso dell'Irlanda, tuttavia, i differenziali sui titoli di Stato sono rimasti relativamente stabili nel 2009 e agli inizi del 2010, sebbene il disavanzo pubblico stimato del paese per il periodo 2007-11 sia superiore a quelli di Portogallo e Spagna e prossimo a quello della Grecia². La stabilità degli spread è molto probabilmente dovuta alla combinazione di misure di austerità credibili annunciate dal governo irlandese già nel marzo 2009 e di prospettive di crescita più favorevoli.

L'importanza di un consolidamento fiscale tempestivo è stata messa chiaramente in evidenza in maggio dalla tiepida accoglienza che i mercati finanziari hanno riservato ai programmi di risanamento annunciati dai governi di Grecia, Portogallo e Spagna. I differenziali sulle obbligazioni e sui CDS sono sì calati all'annuncio dei piani di inasprimento fiscale, ma meno di quanto avvenuto in risposta al meccanismo di stabilizzazione di €750 miliardi dell'UE-FMI. Gli investitori sembrano aver considerato le misure di austerità (riduzioni degli stipendi nel settore pubblico, aumenti delle imposte e innalzamento dell'età pensionabile) soltanto come il primo passo di un lungo ma inevitabile cammino di risanamento. Essi continuano inoltre a nutrire seri dubbi sulla capacità e la determinazione dei governi ad attuare tali misure.

Le apprensioni per il rischio sovrano si sono rapidamente propagate al settore bancario. Non sorprende che a risentirne di più siano state le quotazioni azionarie e gli spread creditizi delle banche con sede nei paesi che avevano subito il maggiore deterioramento dell'affidabilità creditizia percepita (Grecia, Portogallo e Spagna). Nondimeno, anche altre banche dell'area dell'euro sono state fortemente penalizzate, a causa della loro maggiore esposizione relativa al settore pubblico di quei paesi. Alla fine del 2009 cinque sistemi bancari dell'area (quelli di Belgio, Francia, Germania, Italia e Paesi

Contagio del settore bancario

² I premi sui CDS sovrani relativi a Giappone, Regno Unito e Stati Uniti sono anch'essi aumentati molto meno di quelli dei paesi dell'area dell'euro fortemente indebitati, nonostante un'analoga situazione dei conti pubblici.

Bassi) detenevano circa il 17% di tutto il debito pubblico greco in essere, pari grosso modo al 6,5% del patrimonio di base complessivo di tali sistemi. Le corrispondenti esposizioni verso il settore pubblico di Spagna e Portogallo ammontavano rispettivamente all'8,9 e 4,1% del loro patrimonio di base³.

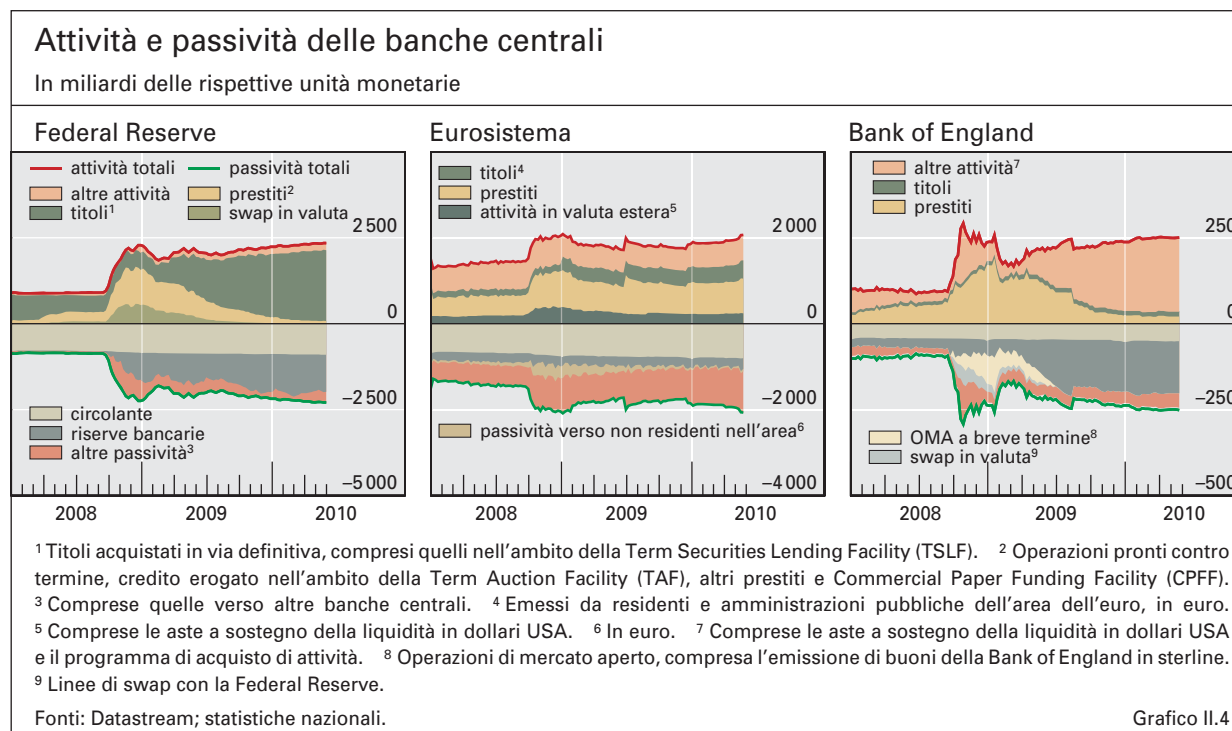
Politiche monetarie tuttora fortemente espansive

Forte stimolo monetario

La politica monetaria rimane decisamente espansiva pressoché ovunque, sebbene in alcuni dei paesi a più rapida crescita le banche centrali abbiano iniziato a rimuovere le misure di stimolo introdotte durante la crisi. I tassi ufficiali nelle maggiori economie avanzate continuano ad attestarsi sui minimi storici e i bilanci delle banche centrali si sono ridotti ben poco rispetto alle dimensioni eccezionali raggiunte durante la crisi (grafico II.4). I tassi di interesse a breve prossimi allo zero mantengono bassi i costi di finanziamento e accrescono il valore attuale netto dei flussi di pagamento futuri. Inoltre, gli acquisti da parte delle banche centrali hanno spinto al rialzo i prezzi delle attività in modo sia diretto sia indiretto.

Inasprimento in alcuni paesi a crescita più rapida ...

La disomogeneità della ripresa economica si è rispecchiata negli orientamenti di politica monetaria. A cavallo fra il 2008 e il 2009 la principale sfida per le banche centrali di tutto il mondo era stata quella di evitare il completo tracollo del sistema finanziario e di limitare la contrazione dell'attività economica. Con il procedere della ripresa, le problematiche da affrontare hanno cominciato a differenziarsi a seconda delle regioni. Man mano che svaniva la minaccia di una marcata contrazione ed emergevano spinte inflazionistiche, le banche centrali di Australia, Brasile, India, Israele, Malaysia e Norvegia



³ Le cifre sono tratte dalle statistiche bancarie consolidate BRI in base al rischio ultimo e dalle statistiche OCSE sul debito pubblico.

hanno innalzato i tassi ufficiali, pur lasciandoli su livelli storicamente bassi. La Reserve Bank of India ha altresì accresciuto il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche. Un'analoga manovra è stata compiuta dalla banca centrale cinese per contenere la rapida espansione del credito.

Per contro, la Federal Reserve, la BCE, la Bank of Japan e la Bank of England hanno mantenuto i tassi ufficiali sui minimi raggiunti durante la crisi. Il rientro dalle misure non convenzionali di politica monetaria introdotte negli ultimi anni era già stato avviato allorché nel maggio 2010 la turbolenza abbattutasi sui mercati dei titoli pubblici dell'area dell'euro ha spinto le autorità ad adottare nuove misure e a ripristinare alcune delle precedenti. A quell'epoca la Bank of Japan e la Federal Reserve avevano già rimosso la maggior parte dei programmi di sostegno della liquidità introdotti durante la crisi. Le linee di swap tra la Federal Reserve e altre banche centrali sono formalmente giunte a scadenza nel febbraio 2010, ma alcuni istituti centrali partecipanti avevano già posto fine in tutto o in parte alle aste di dollari. La Federal Reserve e la Bank of England avevano cessato di comprare titoli nel quadro dei rispettivi ampi programmi di acquisto di attività, senza peraltro ridurre le disponibilità accumulate⁴. La BCE aveva interrotto le operazioni di rifinanziamento speciali a tre, sei e dodici mesi.

... ma tassi ancora prossimi allo zero nelle maggiori economie avanzate

Nei mesi di aprile e maggio 2010 il deterioramento delle condizioni finanziarie, in particolare nell'area dell'euro, ha spinto le autorità a introdurre una nuova serie di misure non convenzionali di politica monetaria. Nell'ambito del gigantesco piano di sostegno approvato il 10 maggio, la BCE ha annunciato un programma di acquisti di titoli emessi dagli Stati membri dell'area, nell'intento di fornire liquidità e agevolare il funzionamento del mercato. Al tempo stesso ha ripristinato le aste a sei mesi. La Federal Reserve ha riattivato le linee di swap con altre banche centrali in risposta al riemergere di timori riguardo alle difficoltà nella provvista in dollari degli istituti bancari non statunitensi (cfr. oltre).

Le politiche monetarie generalmente molto espansive dovranno essere prima o poi inasprite, e ciò per varie ragioni. In primo luogo, sebbene il prodotto nei paesi più colpiti dalla crisi sia ancora nettamente al di sotto del potenziale, i margini di capacità inutilizzata potrebbero essere minori di quanto indicato dalle tradizionali misure dell'*output gap*. Considerati gli squilibri accumulati prima della crisi, è possibile che la crescita potenziale del PIL in quella fase non sia stata così elevata come ritenuto in passato. Inoltre, le turbative finanziarie causate dalla crisi e la perdita delle competenze da parte dei disoccupati di lungo periodo potrebbero ridurre il prodotto potenziale per qualche tempo. È pertanto possibile che le pressioni inflazionistiche riemergano prima del previsto. In secondo luogo, i bassi tassi di interesse causano distorsioni che potrebbero avere effetti collaterali

⁴ Queste posizioni possono avere effetti espansivi anche se non vengono più effettuati nuovi acquisti; esse influenzano infatti l'offerta relativa di titoli e quindi il loro prezzo relativo dato che le attività non sono perfettamente succedanee. È difficile quantificare empiricamente l'entità di questo "effetto di portafoglio". Nondimeno, uno studio recente indica che a tale effetto è riconducibile gran parte del sensibile calo dei rendimenti a lungo termine di un'ampia gamma di titoli che ha fatto seguito agli acquisti di attività da parte della Federal Reserve. Cfr. J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache e B. Sack, "Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?", Federal Reserve Bank di New York, *Staff Reports*, n. 441, marzo 2010.

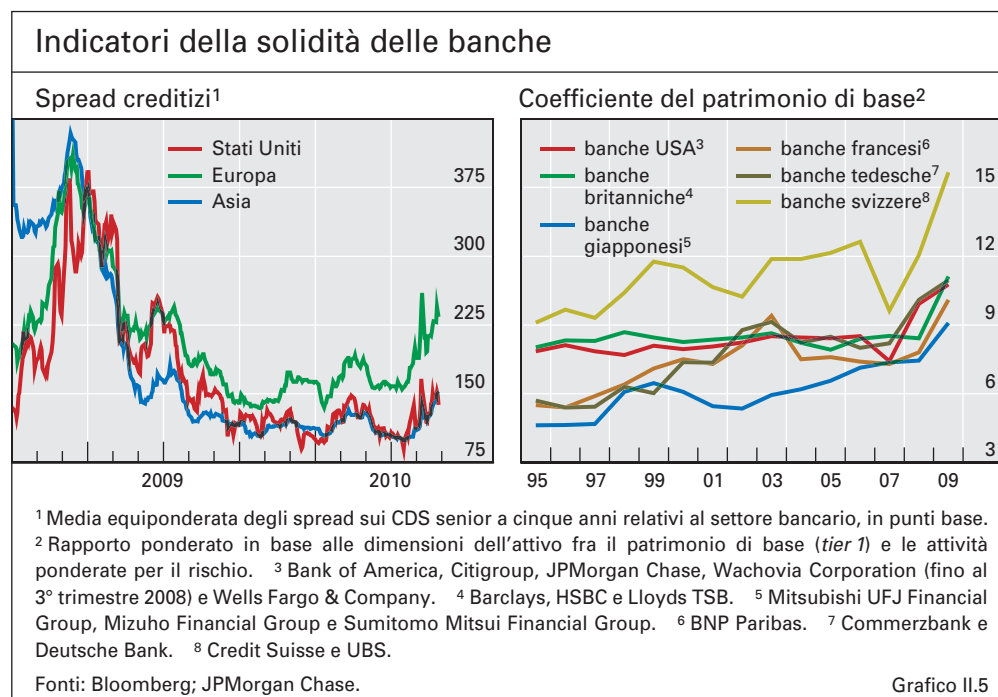
indesiderati (Capitolo III). Ciò detto, il consolidamento dei conti pubblici in diversi paesi comporterà una riduzione dello stimolo fiscale, che si ripercuoterà a sua volta sulla politica monetaria.

Banche fragili

Dopo un 2008 devastante, lo scorso anno i bilanci di numerose grandi banche statunitensi ed europee sono migliorati. Le iniezioni di capitale avevano salvato il sistema bancario dal tracollo; il rialzo dei prezzi delle attività e l'accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti hanno aiutato le banche a ritrovare la redditività (tabella II.1). Con l'attenuarsi, durante l'anno, dei timori degli investitori per la possibilità di un imminente collasso, gli spread sulle obbligazioni e sui CDS relativi alle banche si sono ridotti considerevolmente (grafico II.5, diagramma di sinistra).

Nel complesso, il nuovo capitale immesso negli istituti bancari, in gran parte a opera dei governi, ha pressoché eguagliato le perdite segnalate dalle banche durante la crisi. A metà aprile 2010 il totale delle perdite e delle svalutazioni notificate dal settore bancario si attestava a \$1 306 miliardi, a fronte di aumenti di capitale per \$1 236 miliardi⁵. Alla fine del 2009 il capitale "fresco" acquisito dalle banche statunitensi ed europee – unitamente a un rallentamento dell'espansione del credito e alla ricomposizione dei bilanci a favore di strumenti più sicuri, come titoli di Stato e attività liquide – ha contribuito a far salire i coefficienti patrimoniali di base ai massimi da quindici anni (grafico II.5, diagramma di destra).

L'apporto di nuovo capitale accresce il patrimonio di base



⁵ A metà aprile 2010 le banche nordamericane avevano raccolto nuovo capitale per \$518 miliardi, pari al 72% delle perdite registrate. Le banche europee avevano raccolto \$341 miliardi, un ammontare pressoché equivalente alle perdite segnalate. Il nuovo capitale immesso nelle banche asiatiche risultava più che triplo rispetto ai \$34 miliardi di perdite segnalate.

Redditività delle maggiori banche ¹												
In percentuale delle attività totali												
	Utili lordi d'imposta			Margine di interesse netto			Risultato netto della negoziazione			Proventi netti da commissioni		
	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²
Australia (4)	1,40	0,99	0,93	1,68	1,64	1,87	0,12	0,07	0,11	0,50	0,48	0,47
Austria (3)	1,12	0,46	0,63	1,95	2,44	2,46	0,17	-0,08	0,34	1,01	1,00	0,92
Canada (5)	1,08	0,45	0,68	1,43	1,38	1,69	...	-0,31	0,13	1,09	0,81	0,93
Francia (6)	0,41	0,04	0,18	0,49	0,68	1,05	0,56	-0,24	0,25	0,47	0,39	0,44
Germania (7)	0,26	-0,45	-0,03	0,52	0,62	0,78	0,05	-1,01	0,19	0,43	0,34	0,38
Giappone (13)	0,59	-0,16	0,28	0,95	0,93	0,96	0,23	0,04	0,12	0,41	0,36	0,34
Italia (5)	0,88	0,27	0,37	1,73	2,02	1,92	0,09	-0,26	0,11	0,95	0,85	0,82
Paesi Bassi (5)	0,16	-0,57	-0,08	0,68	0,97	1,24	0,15	-0,61	0,01	0,34	0,30	0,35
Regno Unito (8)	0,76	-0,05	-0,05	1,02	0,87	0,94	0,49	-0,07	0,51	0,58	0,40	0,47
Spagna (5)	1,44	1,07	0,93	1,72	1,85	2,27	0,15	0,19	0,12	0,82	0,74	0,73
Stati Uniti (8)	0,96	0,28	0,41	2,23	2,30	2,70	0,05	0,02	0,27	...	...	0,68
Svezia (4)	0,89	0,67	0,34	0,97	0,99	1,02	0,16	0,15	0,27	0,58	0,44	0,41
Svizzera (6)	0,38	-1,75	0,21	0,53	0,61	0,56	0,28	-0,68	0,58	1,01	0,93	0,92

¹ Il numero delle banche nel campione del 2009 è indicato tra parentesi. ² Ultimi dati disponibili.
Fonte: Bankscope. Tabella II.1

Nonostante il miglioramento dei bilanci, diversi fattori sollevano interrogativi circa la sostenibilità degli utili bancari. In primo luogo, nel 2009 i profitti di numerose banche europee e statunitensi sono stati realizzati in larga misura grazie ai proventi della negoziazione nei mercati del reddito fisso e dei cambi, che tendono a essere volatili (tabella II.1). Lo scorso anno i rapporti prestiti/depositi di molte grandi banche internazionali sono diminuiti. Inoltre, i dati aggregati relativi a Stati Uniti, area dell'euro e Giappone evidenziano per il 2009 una contrazione del credito erogato al settore privato (grafico II.7, diagramma di sinistra), dopo il rallentamento registrato a metà 2008 per effetto dell'inasprimento degli standard creditizi.

In secondo luogo, la bassa volatilità e l'accentuata pendenza della curva dei rendimenti, in particolare nel segmento a breve, hanno fornito alle banche incentivi all'assunzione del rischio di *duration*. I rapporti *carry*/rischio di queste strategie sono notevolmente aumentati fino all'aprile 2010 (grafico II.1, diagramma in basso a destra). In un contesto di ristagno del credito alle imprese e all'edilizia abitativa, le banche sono state in grado di generare profitti semplicemente spostando fondi verso titoli privi di rischio di insolvenza a più lungo termine. Ciò le ha esposte all'eventualità che un appiattimento della curva dei rendimenti possa incrementare i costi di finanziamento o tradursi in minusvalenze dal lato dell'attivo.

In terzo luogo, non è chiaro se tutte le perdite connesse con la crisi siano state iscritte a bilancio. Ad esempio, i requisiti meno stringenti riguardo al contenuto e alla frequenza delle segnalazioni per le banche europee rendono più difficile determinare l'entità delle svalutazioni future di questi intermediari. Inoltre, vi sono crescenti indicazioni di probabili perdite future derivanti dall'esposizione al settore degli immobili commerciali. Il valore di questi ultimi

La redditività delle banche potrebbe non essere duratura ...

... in caso di appiattimento della curva dei rendimenti ...

... e di nuove svalutazioni di attività

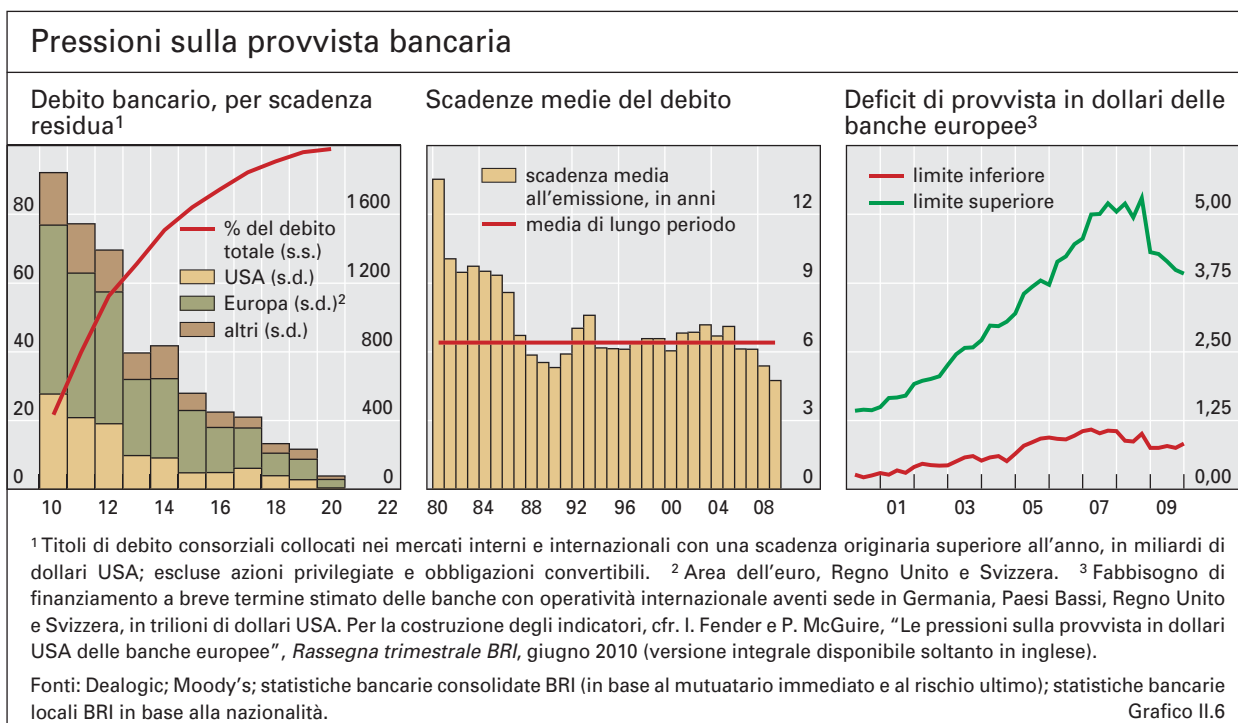
negli Stati Uniti è sceso di oltre un terzo rispetto al massimo, e il tasso di sofferenze sui relativi mutui è salito a oltre l'8%, un livello doppio rispetto a quello registrato a fine 2008 e più che quadruplo rispetto a fine 2006. I mercati degli immobili commerciali in numerosi paesi europei non hanno avuto un andamento molto migliore. In Irlanda e nel Regno Unito, in particolare, i prezzi sono calati rispettivamente del 39 e 46% dai massimi, e le perdite nei bilanci delle banche europee dovrebbero aumentare nei prossimi anni. Vi sono indicazioni aneddotiche secondo cui alcune banche avrebbero scelto di rinnovare i prestiti in essere anziché avviare procedure esecutive, differendo in tal modo il riconoscimento delle perdite.

Rischio sovrano per le banche sia nelle economie avanzate che nelle EME

In quarto luogo, le banche sono fortemente esposte al rischio sovrano, come evidenziato dalla marcata caduta delle quotazioni azionarie degli istituti con posizioni particolarmente rilevanti in titoli di Stato greci, portoghesi e spagnoli nel secondo trimestre 2010. Il rischio connesso con tali esposizioni era stato riconosciuto già da tempo nel caso delle banche dei mercati emergenti, ma era stato ignorato nelle economie avanzate.

Le passività a breve termine accrescono il fabbisogno di finanziamento

In quinto luogo, le banche potrebbero avere difficoltà a rifinanziarsi, data l'attesa domanda addizionale di fondi da parte dei governi con un elevato fabbisogno di indebitamento. Le scadenze della provvista si sono accorciate ai minimi degli ultimi trent'anni (grafico II.6, diagramma centrale), il che accresce le esigenze di rifinanziamento. Inoltre, circa il 60% del debito a lungo termine delle banche giungerà a scadenza nei prossimi tre anni (grafico II.6, diagramma di sinistra). L'ampliamento degli spread Libor-OIS dopo l'aprile 2010 (grafico II.1, diagramma in basso a sinistra) mostra che il finanziamento all'ingrosso non assistito da garanzia è divenuto più costoso. Ciò detto, questi differenziali appaiono ancora esigui rispetto al livello raggiunto al culmine della crisi, alla fine del 2008.



Infine, numerose banche in Europa e altrove fanno ancora ampio ricorso al mercato degli swap in valuta per finanziare gli impieghi in dollari USA. Si stima che nel complesso le banche europee detengano in bilancio attività in dollari per \$7 trilioni, generalmente a lunga scadenza. Inoltre, i sistemi bancari europei che avevano posizioni lunghe in dollari agli inizi della crisi (ossia quelli di Germania, Paesi Bassi, Regno Unito e Svizzera) continuano a presentare un elevato fabbisogno di finanziamento. Il limite inferiore delle stime delle loro esigenze di finanziamento a breve in dollari USA superava di poco i \$500 miliardi a fine 2009 (grafico II.6, diagramma di destra). Con l'accentuarsi dei timori per il rischio di credito connesso con le esposizioni di queste banche al debito sovrano greco e di altri paesi europei, i datori di fondi a breve sono ridivenuti restii a erogare prestiti in dollari. Il 9 maggio 2010, nell'ambito del vasto programma di provvedimenti per far fronte all'accresciuto rischio di contagio tra gli Stati e le società finanziarie dell'area dell'euro, la Federal Reserve e alcune delle principali banche centrali hanno reintrodotta linee temporanee di swap in valuta al fine di attenuare le crescenti tensioni.

Riemergono
difficoltà di
finanziamento
in dollari

Situazione dell'indebitamento delle famiglie

Prima della crisi il debito delle famiglie era aumentato in misura significativa in diverse economie avanzate⁶. I precedenti storici indicano che le crisi finanziarie legate a boom creditizi sono state spesso seguite da un lungo periodo di riduzione del debito del settore privato, allorché le imprese e le famiglie hanno risanato i rispettivi bilanci. Nella maggior parte delle 24 crisi bancarie sistemiche analizzate nel riquadro alla pagina seguente, infatti, il rapporto tra credito al settore privato e PIL è significativamente diminuito per diversi anni dopo le crisi, annullando gran parte dell'incremento registrato durante il boom creditizio precedente⁷. Questa evidenza suggerisce che gli indici di indebitamento delle famiglie, saliti rapidamente in molti paesi nel periodo antecedente la crisi, sono destinati a ridursi ancora.

Il processo di riduzione del debito privato è già iniziato. Il credito al settore privato nelle principali economie avanzate (eccetto il Giappone) era aumentato fortemente negli anni precedenti la crisi, per poi contrarsi in modo deciso nel 2009 e agli inizi del 2010, a seguito dell'inasprimento degli standard creditizi delle banche (grafico II.7)⁸.

Il credito al settore
privato rallenta

Nei paesi che hanno registrato un boom del credito collegato al mercato immobiliare le famiglie hanno iniziato a ridurre il proprio indebitamento. A fine 2009 il rapporto debito-reddito disponibile negli Stati Uniti e in Spagna era sceso di 7 punti percentuali dai rispettivi massimi del 2007 e 2008 e di oltre 10 punti nel Regno Unito (grafico II.8), sebbene tale flessione sia in parte

Gli indici di
indebitamento delle
famiglie iniziano a
diminuire ...

⁶ Cfr. BRI, 79^a *Relazione annuale*, giugno 2009, pagg. 5-8.

⁷ L'analisi considera il credito all'intero settore privato, poiché per la maggior parte degli episodi non sono disponibili i dati sull'indebitamento delle famiglie.

⁸ Per contro, l'espansione del credito è proseguita, o ha persino accelerato, in numerose economie emergenti. Per uno studio del caso più estremo, cfr. E. Chan e H. Zhu, "Il credito bancario in Cina: un'analisi dei dati statistici", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2009, pagg. 14-15.

Dinamiche del credito dopo i periodi di crisi: i precedenti storici

Le crisi finanziarie sono spesso seguite da lunghi periodi di riduzione dell'indebitamento. In un campione di 24 crisi bancarie sistemiche[®], 15 sono state seguite da flessioni consistenti del rapporto credito/PIL. Il calo medio da massimo a minimo è stato di 39 punti percentuali, ossia di circa 8 punti l'anno. La flessione del rapporto risulta solo di poco inferiore al precedente incremento (48 punti in media). Può forse apparire sorprendente che l'entità della riduzione del debito non abbia differito molto tra i mercati emergenti e le economie avanzate. Dopo le crisi bancarie dei primi anni novanta il rapporto credito/PIL è sceso di 44 punti percentuali in Finlandia, di 38 punti in Norvegia e di 35 in Svezia, pressoché in linea con la media del campione. In Giappone esso è diminuito di 25 punti, dopo aver raggiunto un massimo alla fine degli anni novanta. Nella maggior parte dei paesi il calo iniziale degli indici di indebitamento è principalmente riconducibile a una contrazione del credito reale in essere, mentre negli anni successivi il fattore determinante è stato l'andamento del PIL.

I costi economici della riduzione della leva finanziaria sono difficilmente discernibili a un livello così aggregato. Durante la fase postcrisi di riduzione del debito il prodotto è aumentato a un tasso medio annuo del 2,4%, lievemente inferiore a quello osservato durante il precedente boom creditizio. La crescita del PIL ha tuttavia evidenziato ampi divari tra i paesi: in Indonesia, Malaysia, Messico e Thailandia, ad esempio, è sensibilmente rallentata, mentre altrove ha segnato un'accelerazione.

[®] Il campione è tratto da S. Cecchetti, M. Kohler e C. Upper, "Financial crises and economic activity", *paper* presentato al simposio *Financial stability and economic policy* organizzato dalla Federal Reserve Bank di Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, il 20-22 agosto 2009. Delle 40 crisi originariamente analizzate, ne sono state qui escluse sei a causa della scarsa qualità dei dati sul credito. Altri 10 casi sono stati eliminati (due verificatisi in periodi di iperinflazione e otto durante la transizione dal socialismo all'economia di mercato), in quanto difficilmente avrebbero fornito informazioni rilevanti per la situazione attuale.

Credito al settore privato in rapporto al PIL¹

	Data della crisi	Date dei rapporti estremi credito/PIL			Variazione del rapporto credito/PIL ²		Crescita annua del PIL	
		Minimo precedente	Massimo	Minimo seguente	Da minimo a massimo	Da massimo a minimo	Da minimo a massimo	Da massimo a minimo
Argentina	Dic. 01	Set. 95	Giu. 02	Set. 05	20	-30	2,3	1,1
Colombia	Giu. 98	Mar. 92	Dic. 98	Mar. 05	19	-24	3,8	2,4
Filippine	Lug. 97	Giu. 91	Dic. 97	Mar. 00	60	-18	3,1	3,0
Finlandia	Set. 91	Mar. 80	Mar. 92	Mar. 98	51	-44	2,0	2,6
Giappone	Nov. 97	Dic. 80	Giu. 99	Dic. 08	38	-25	1,8	0,4
Indonesia	Nov. 97	Mar. 93	Giu. 98	Giu. 02	83	-104	3,6	0,1
Malaysia	Lug. 97	Set. 93	Mar. 98	Mar. 01	75	-36	6,5	2,0
Messico	Dic. 94	Set. 88	Mar. 95	Dic. 96	27	-19	2,3	-0,5
Nicaragua ³	Ago. 00	Giu. 96	Dic. 00	Mar. 02	19	-15	5,0	2,6
Norvegia	Ott. 91	Mar. 80	Giu. 90	Dic. 96	66	-38	2,7	3,7
Rep. Dominicana	Apr. 03	Giu. 95	Giu. 03	Mar. 07	29	-26	5,2	5,9
Russia	Ago. 98	Mar. 96	Mar. 99	Giu. 01	32	-30	-0,6	6,9
Svezia	Set. 91	Set. 85	Set. 90	Mar. 96	46	-35	2,5	1,2
Thailandia	Lug. 97	Dic. 93	Dic. 97	Giu. 02	89	-79	6,2	0,8
Uruguay ³	Gen. 02	Mar. 95	Set. 02	Mar. 07	69	-64	0,5	4,1
<i>Media</i>					<i>48</i>	<i>-39</i>	<i>3,1</i>	<i>2,4</i>

¹ Credito in percentuale del PIL nominale. Il credito è pari alla somma del credito al settore privato interno desunto dalle *International Financial Statistics* dell'FMI e delle attività transfrontaliere consolidate verso il settore privato non bancario in base al mutuatario immediato segnalate dalle banche dichiaranti alla BRI. ² In punti percentuali di PIL. ³ Dati annui sul PIL.

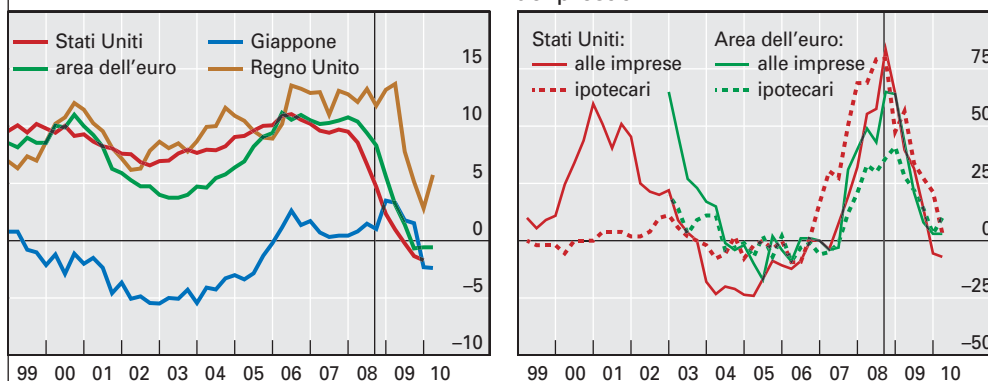
Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tabella II.A

Espansione del credito e criteri di concessione dei prestiti

Credito al settore privato non finanziario¹

Variazione dei criteri di concessione dei prestiti²



La linea verticale indica il 15 settembre 2008, data in cui Lehman Brothers ha richiesto l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11.

¹ Crescita sull'anno precedente, in percentuale. ² Percentuale netta di banche che, nelle indagini condotte dalle banche centrali nazionali, segnalavano un irrigidimento dei criteri di concessione del credito.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali.

Grafico II.7

attribuibile all'incremento del reddito delle famiglie. La leva finanziaria delle famiglie, definita come rapporto tra debito e attività finanziarie, ha continuato a salire durante la crisi per effetto del crollo dei prezzi delle attività⁹. In tutti e tre i paesi, tale rapporto ha raggiunto il punto di massimo agli inizi del 2009 e attualmente si attesta su livelli pari o inferiori a quelli di fine settembre 2008.

Quale che sia il parametro adottato, il debito delle famiglie nei tre paesi considerati rimane nettamente superiore ai livelli registrati verso la metà del decennio e ancor più alto rispetto a quelli osservati prima dell'inizio del boom immobiliare. I precedenti storici fanno quindi presumere che vi sarà un'ulteriore significativa riduzione dell'indebitamento.

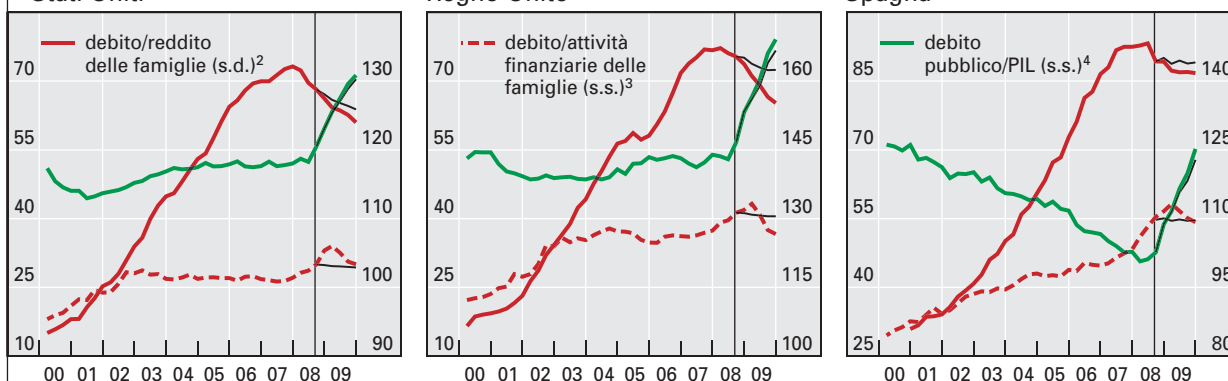
... ma secondo l'evidenza storica il debito dovrebbe calare ulteriormente

Debito delle famiglie e delle amministrazioni pubbliche¹

Stati Uniti

Regno Unito

Spagna



La linea verticale indica il 15 settembre 2008, data in cui Lehman Brothers ha richiesto l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11.

¹ Le linee sottili nere indicano l'evoluzione dei dati mantenendo costanti i denominatori al livello del 3° trimestre 2008. ² Famiglie e istituzioni senza scopo di lucro; in percentuale del reddito disponibile delle famiglie. ³ Famiglie e istituzioni senza scopo di lucro; in percentuale delle attività finanziarie delle famiglie. ⁴ Debito delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL.

Fonti: Federal Reserve, *Flow of funds accounts*; statistiche nazionali.

Grafico II.8

⁹ Si tratta di una misura imperfetta, poiché esclude i beni immobili e il valore attuale del capitale umano.

Sintesi

La ripresa economica e finanziaria è in atto, ma è ancora incompleta e fragile, perlomeno nelle principali economie avanzate. Le politiche monetarie rimangono fortemente accomodanti quasi ovunque, nonostante i primi passi verso un orientamento più neutrale in alcune economie. Le politiche fiscali restano espansive, facendo salire il debito pubblico a ritmi allarmanti. Le banche sono tornate a conseguire utili e hanno ridotto la leva finanziaria, ma diversi fattori sollevano interrogativi circa la sostenibilità dei loro profitti e la loro capacità di finanziarsi. Gli investimenti privati si mantengono deboli, e la crescita economica è ancora trainata in larga misura dalla ricostituzione delle scorte. Nello stesso tempo, diverse economie emergenti devono far fronte al problema opposto. L'impatto diretto della crisi sul prodotto è stato minore di quanto temuto, e le politiche espansive adottate all'interno e all'estero hanno stimolato la crescita del PIL sino al punto del surriscaldamento.

Si delinea quindi all'orizzonte un inasprimento delle politiche di bilancio. La riconsiderazione da parte degli operatori della sostenibilità dei conti pubblici ha già costretto alcune economie dell'area dell'euro a introdurre misure di austerità, destinate ad avere effetti contrattivi molto più marcati di quanto non avrebbe prodotto una tempestiva strategia di uscita.

Le autorità monetarie dovranno tenere conto dell'impatto del consolidamento fiscale nel decidere i tempi della normalizzazione delle loro politiche. Ciò detto, oltre all'ovvio pericolo di un inasprimento prematuro, vi sono anche rischi connessi a un inasprimento troppo tardivo. La riduzione dei tassi di interesse ai minimi storici è stata indispensabile per evitare il totale collasso del sistema finanziario e dell'economia reale, ma il loro mantenimento su livelli bassi per un periodo troppo lungo potrebbe altresì ritardare il necessario aggiustamento verso un modello economico e finanziario più sostenibile.

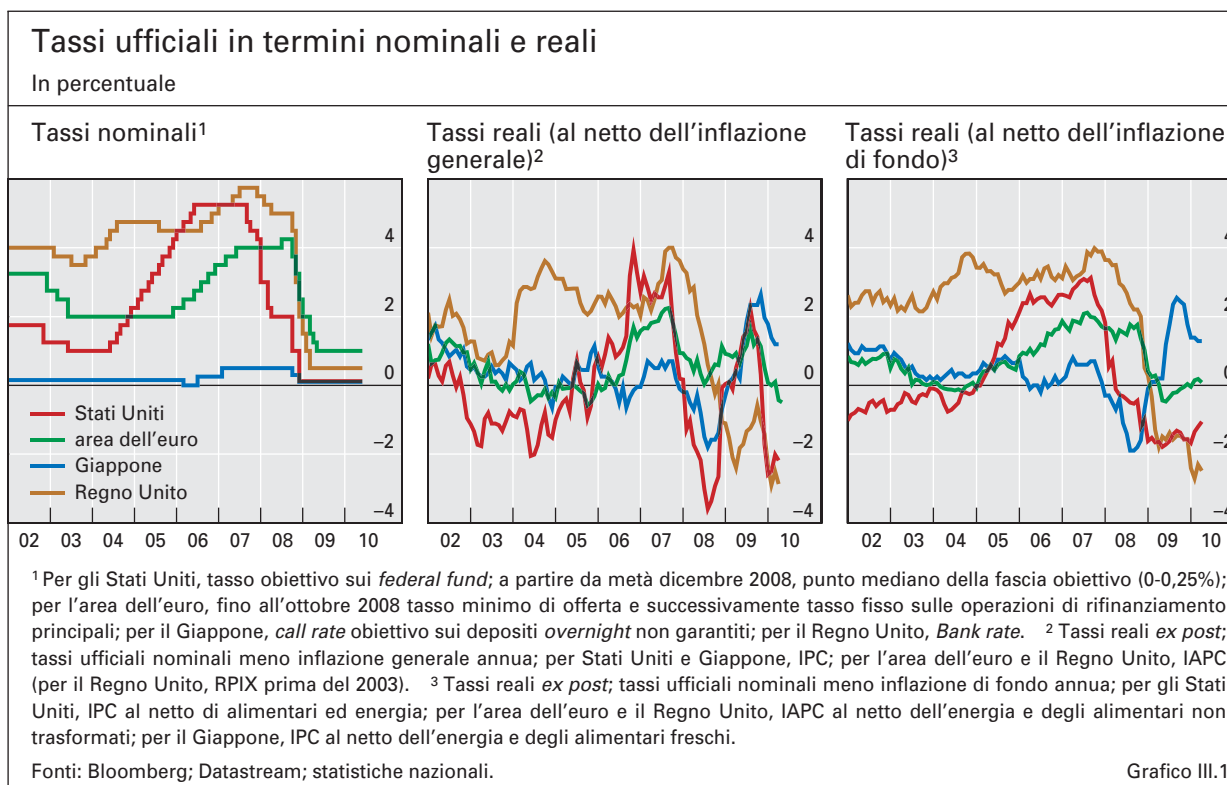
III. Bassi tassi di interesse: i rischi superano i benefici?

Nel corso della crisi le banche centrali hanno tagliato i tassi ufficiali ...

Di fronte alla contrazione economica causata dalla turbolenza finanziaria le banche centrali di tutto il mondo hanno reagito in un primo tempo tagliando aggressivamente i tassi di interesse. A seguito di ciò, i tassi ufficiali nelle principali economie avanzate si aggirano attualmente tra lo zero e l'1%, lasciando margini di manovra scarsi o nulli per gestire eventuali ulteriori shock negativi (grafico III.1). In termini reali, i tassi si situano intorno allo zero nell'area dell'euro e sono negativi nel Regno Unito e negli Stati Uniti. In Giappone, viceversa, una leggera deflazione ha riportato i tassi reali sopra lo zero.

... e adottato misure non convenzionali di politica monetaria

Con il peggiorare della crisi le banche centrali hanno fatto ricorso a politiche non convenzionali nel tentativo di evitare ciò che per molti osservatori minacciava di diventare una seconda Grande Depressione¹. In particolare, hanno fornito abbondante liquidità in moneta nazionale, si sono avvalse di meccanismi di swap per offrire valuta estera agli intermediari nei rispettivi paesi e sono intervenute nei mercati del reddito fisso. Queste misure hanno notevolmente accresciuto le dimensioni dei loro bilanci e ne hanno alterato la composizione (grafico II.4). I governi hanno integrato la risposta delle banche



¹ Sulle misure non convenzionali di politica monetaria, cfr. C. Borio e P. Disyatat, "Unconventional monetary policies: an appraisal", *BIS Working Papers*, n. 292, novembre 2009 e BRI, 79ª *Relazione annuale*, giugno 2009, Capitoli III e IV.

centrali intervenendo a sostegno di singole società finanziarie e fornendo un consistente stimolo fiscale (Capitolo V).

Nei primi mesi del 2010, quando il pericolo di un tracollo finanziario sembrava scongiurato e la macroeconomia pareva avviata verso la ripresa, i responsabili delle politiche nelle maggiori economie avanzate hanno cominciato a considerare le opzioni disponibili per liquidare le posizioni assunte in connessione con la crisi². Anche se gli sviluppi nel mercato del debito sovrano greco e le connesse turbolenze in aprile e maggio hanno indotto talune banche centrali a rivedere i tempi di uscita previsti, non è cambiato l'impegno a muoversi in tale direzione. L'abbandono delle politiche monetarie non convenzionali non dovrà necessariamente coincidere con il rialzo dei tassi di interesse. L'esatta sequenza delle strategie di uscita in questi due ambiti sarà probabilmente diversa nei vari paesi a seconda della rapidità relativa di recupero dei mercati finanziari e dell'attività reale.

Le autorità hanno iniziato a ponderare le strategie di uscita

Nell'affrontare tali decisioni le autorità dovranno considerare le distorsioni causate dal protrarsi di condizioni monetarie accomodanti. Dopotutto, il perdurante basso livello dei tassi di interesse è stato individuato da molti come un importante fattore che ha contribuito alla crisi (cfr. BRI, 79^a *Relazione annuale*, Capitolo I). Nello stesso tempo, esse dovranno analizzare attentamente anche le anomalie provocate dagli strumenti non convenzionali di politica monetaria, come le distorsioni di prezzo nei mercati obbligazionari che possono originare dalle modifiche dei requisiti fissati per le attività stanziabili in garanzia nelle operazioni pronti contro termine e dagli acquisti di attività effettuati dalle banche centrali stesse. I livelli artificialmente alti dei prezzi delle attività in alcuni mercati possono ritardare la necessaria ristrutturazione dei bilanci del settore privato. A ciò si aggiungono le distorsioni nell'attività di mercato risultanti dall'accresciuto ruolo di intermediazione assunto dalle banche centrali durante la crisi. Inoltre, gli acquisti di attività hanno esposto le autorità monetarie a considerevoli rischi di credito che, insieme alla mutata composizione dei bilanci, potrebbero sottoporle a pressioni politiche.

I bassi tassi di interesse e le politiche non convenzionali causano distorsioni ...

Il passato offre scarse indicazioni sulla portata economica degli effetti collaterali prodotti da politiche monetarie non convenzionali; vari sono invece i precedenti storici di distorsioni derivanti dai bassi tassi di interesse. Il presente capitolo ne esamina i rischi nel contesto attuale, sostenendo che, se non affrontati tempestivamente, essi potrebbero gettare i semi di problemi sul piano sia interno sia internazionale. In questa disamina si fa riferimento agli insegnamenti tratti dagli eventi culminati nella crisi finanziaria del 2007-09 e dall'esperienza giapponese a partire dalla metà degli anni novanta.

... che potrebbero creare problemi in futuro

Effetti collaterali a livello nazionale

I precedenti episodi di bassi tassi di interesse indicano che a una politica monetaria accomodante si possono accompagnare boom del credito, rialzi dei prezzi delle attività, flessioni dei premi al rischio e una corsa ai rendimenti.

² Alcuni strumenti non convenzionali di politica monetaria sono già stati revocati o si sono esauriti automaticamente con la ripresa dei mercati.

I bassi tassi di interesse avevano causato allocazioni distorte prima della crisi ...

... e ora ritardano il necessario aggiustamento

Negli anni antecedenti la crisi questo insieme di fattori aveva causato gravi distorsioni nell'allocazione delle risorse, come mostra l'eccessiva espansione dei settori finanziario e delle costruzioni. I necessari aggiustamenti strutturali sono onerosi e richiederanno tempo.

Nello scenario attuale i bassi tassi ufficiali sollevano ulteriori problemi in quanto si accompagnano a rendimenti a lungo termine ben più elevati. Ciò potrebbe comportare una crescente esposizione al rischio di interesse, nonché ritardi nella ristrutturazione dei bilanci dei settori privato e pubblico. La situazione è complicata anche dal fatto che i bassi tassi di interesse potrebbero aver causato un ridimensionamento persistente dell'attività sul mercato monetario, rendendo potenzialmente più delicato il rientro dall'allentamento monetario.

Diminuzione del rischio misurato e percepito

Il basso livello dei tassi ha ripercussioni sulle misure e sulla percezione del rischio ...

Stando ai modelli economici tradizionali, un calo dei tassi di interesse reali, se considerato duraturo, accelera l'espansione del credito. Esso fa inoltre lievitare i prezzi delle attività in quanto riduce il fattore di sconto sui flussi di cassa futuri. A parità di altre condizioni, ciò comporta un aumento di valore delle garanzie reali che potrebbe indurre le società finanziarie a erogare un maggior volume di credito e a innalzare il proprio grado di leva per acquistare attività più rischiose. La crescita dei prezzi delle attività si associa spesso anche a una minore volatilità di prezzo, che trova riflesso nei valori ridotti dei parametri comunemente usati per stimare la rischiosità dei portafogli, come il valore a rischio (VaR)³. Questi fattori a loro volta rafforzano la quantità di capitale investita in attività rischiose e l'andamento rialzista dei prezzi delle attività, e determinano un ulteriore abbassamento dei valori osservati degli spread di rischio.

... un meccanismo che aveva contribuito al rialzo dei prezzi delle attività prima della crisi ...

Tale meccanismo è considerato da più parti come un importante fattore all'origine dell'incremento dei prezzi delle attività e del calo dei differenziali di rischio nel periodo antecedente la crisi del 2007-09. L'avvento di quest'ultima ha successivamente provocato un'impennata dei premi al rischio, la brusca caduta del valore delle attività, un aumento del VaR e perdite per gli investitori, compresi gli operatori con alti livelli di indebitamento, che difficilmente erano in grado di sopportarle. L'inversione dei prezzi ha innescato la richiesta di margini addizionali di garanzia e una massiccia corsa alle vendite, generando nuove flessioni dei prezzi.

... e potrebbe essere di nuovo all'opera oggi

A partire dalla primavera 2009 la rapida ripresa dei mercati azionari internazionali e l'aumento di valore delle abitazioni in molte economie (l'area dell'euro e il Giappone rappresentano eccezioni al riguardo) si sono accompagnati a riduzioni dei differenziali di rendimento sulle emissioni societarie e di altri premi al rischio (grafici II.1 e III.2, diagrammi superiori), sebbene alcune misure di rischio siano di recente tornate ad aumentare in connessione con la

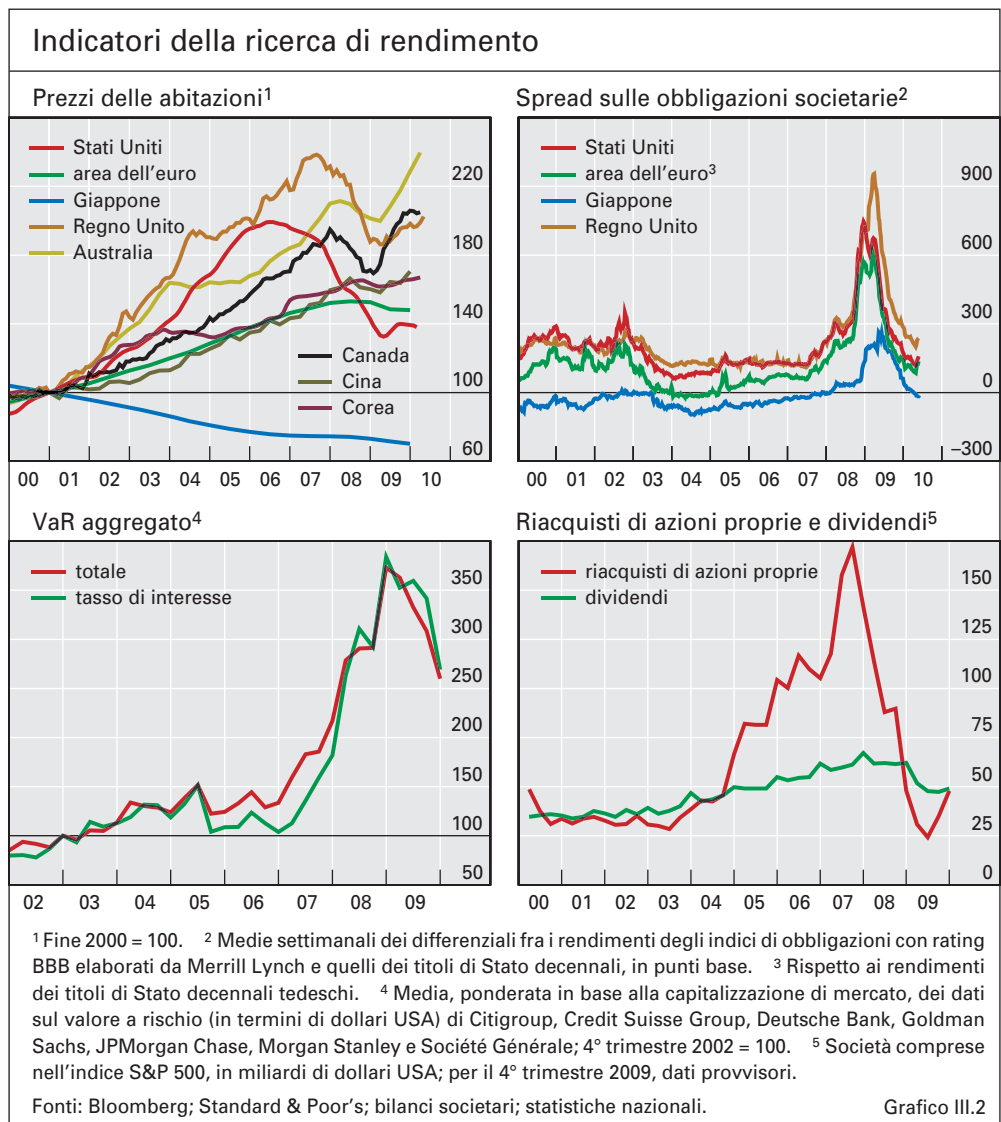
³ Per l'impatto di una politica monetaria accomodante sul VaR, cfr. T. Adrian e H. S. Shin, "Financial intermediaries and monetary economics", Federal Reserve Bank di New York, *Staff Reports*, n. 398, ottobre 2009. Per riscontri empirici sull'assunzione di rischi maggiori da parte delle banche commerciali in presenza di condizioni monetarie accomodanti, cfr. Y. Altunbas, L. Gambacorta e D. Marqués-Ibáñez, "Does monetary policy affect bank risk-taking?", *BIS Working Papers*, n. 298, marzo 2010.

crisi del debito sovrano greco. I dati segnalati per il VaR evidenziano che il rischio misurato sulle perdite potenziali a fronte delle posizioni di negoziazione delle banche resta elevato (grafico III.2, diagramma in basso a sinistra). D'altra parte, un obiettivo primario degli interventi delle banche centrali e dei governi durante la crisi del 2007-09 era stato quello di arrestare il crollo dei prezzi delle attività e di ridurre il rischio di insolvenze. Pertanto, il diffuso rialzo dei corsi delle attività e il calo dei premi al rischio nel 2009 e nei primi mesi del 2010 vanno sostanzialmente interpretati come una conferma sia del successo delle politiche adottate sia di un rinnovato accumulo di portafogli potenzialmente troppo rischiosi.

Ricerca di rendimento

I portafogli rischiosi possono essere anche il risultato di una ricerca di rendimento che si sviluppa allorché il basso livello nominale dei tassi ufficiali induce gli investitori ad accollarsi rischi maggiori per ottenere rendimenti nominali più alti⁴. Negli anni precedenti la crisi finanziaria molti investitori avevano

I bassi tassi ufficiali possono incentivare la ricerca di rendimenti più alti



⁴ Cfr. R. Rajan, "Has financial development made the world riskier?", Federal Reserve Bank di Kansas City, *Proceedings*, agosto 2005, pagg. 313-369.

assunto a obiettivo un tasso nominale di rendimento che ritenevano appropriato in base all'esperienza. Inoltre, gli investitori istituzionali, come le assicurazioni e i fondi pensione, erano sottoposti a pressioni dovendo adempiere le obbligazioni implicite o contrattuali assunte nei confronti della clientela all'epoca in cui i rendimenti nominali erano più alti. Essi hanno pertanto ricercato questi rendimenti in opportunità di investimento alternative. La ricerca di rendimento è stata poi alimentata dal fatto che molti schemi retributivi erano collegati ai rendimenti nominali.

Questo fenomeno può spingere verso l'alto i prezzi delle attività ...

Vari fattori possono essere sintomatici della ricerca di rendimento, primo fra tutti il rialzo dei prezzi delle attività e il calo dei premi per il rischio. Mentre il recupero di molti mercati delle attività nel 2009 e agli inizi del 2010 ha rispecchiato in parte un capovolgimento nell'avversione al rischio indotta dalla crisi, verso la fine di questo periodo, in un contesto di tassi ufficiali pressoché azzerati, la ricerca di rendimento potrebbe aver fatto la sua ricomparsa.

... stimolare l'innovazione finanziaria ...

Un secondo sintomo è una distorta innovazione finanziaria. Nei primi anni duemila gli intermediari avevano risposto alla richiesta di maggiori profitti da parte degli investitori congegnando prodotti finanziari che parevano minimizzarne il rischio. Negli anni precedenti la crisi sono state collocate molte varietà di questi prodotti cosiddetti "strutturati". All'apparenza essi sembravano rappresentare l'oggetto del desiderio degli investitori, offrendo basso rischio e rendimenti elevati, ma nel corso della crisi hanno rivelato caratteristiche esattamente opposte. Di conseguenza, i mercati si sono nuovamente orientati verso prodotti di investimento meno esotici. Ciò premesso, è difficile monitorare l'innovazione finanziaria e le carenze dei nuovi prodotti emergono spesso solo a posteriori.

... e scoraggiare gli investimenti reali

Un terzo sintomo può essere l'aumento dei dividendi e il riacquisto di azioni proprie. Se gli investitori mirano a rendimenti nominali alti, difficili da ottenere, le imprese non finanziarie possono essere spinte a restituire i fondi agli investitori anziché perseguire investimenti reali rischiosi, ma economicamente proficui, in nuovi impianti o in ricerca e sviluppo. I riacquisti di azioni proprie e il pagamento di dividendi considerevoli, alquanto diffusi alla vigilia della crisi, sono divenuti molto più rari in seguito, com'è normale in periodi di flessione congiunturale (grafico III.2, diagramma in basso a destra). Per entrambi vi è stata una certa ripresa nel corso del 2009 con il migliorare delle prospettive economiche, ma il loro livello resta inferiore a quello precedente la crisi, a indicare che questo aspetto della ricerca di rendimento non è attualmente riscontrabile.

Rischio di tasso di interesse

I bassi tassi ufficiali possono accentuare la pendenza della curva dei rendimenti ...

La presenza di bassi tassi ufficiali e rendimenti a lungo termine più elevati fa aumentare i profitti che le banche possono lucrare attraverso la trasformazione delle scadenze, ossia indebitandosi a breve ed erogando credito a lungo termine. In effetti, una delle motivazioni che hanno indotto le banche centrali ad abbassare i tassi ufficiali è stata quella di consentire agli intermediari finanziari in difficoltà di incrementare questi profitti così da accumulare capitale. La crescente attrattiva della trasformazione delle scadenze a partire dalla crisi ha trovato riscontro nell'aumento dei rapporti *carry*/rischio nel 2009

e agli inizi del 2010 (grafico II.1, diagramma in basso a destra). Il rialzo dei rendimenti dei titoli pubblici causato dal dilatarsi dei disavanzi e del debito e dall'accresciuta consapevolezza dei rischi connessi accentua ulteriormente l'inclinazione della curva dei rendimenti e rafforza l'attrattiva delle strategie di trasformazione delle scadenze.

Tuttavia, gli intermediari finanziari potrebbero sottostimare i rischi associati a queste strategie e assumere posizioni eccessive in attività a lungo termine⁵. Come detto in precedenza, l'esposizione al rischio di tasso di interesse delle banche, misurata dal VaR, resta elevata. Se un rialzo inatteso dei tassi ufficiali dovesse innescare un analogo rialzo dei rendimenti obbligazionari, la conseguente caduta dei prezzi di questi titoli provocherebbe considerevoli perdite per le banche, che a quel punto potrebbero incontrare difficoltà nel rinnovare il debito a breve. È possibile che tali rischi si siano leggermente accentuati all'indomani della crisi del 2007-09, poiché il contesto creditizio avverso alle banche e la maggiore disponibilità di finanziamenti della banca centrale hanno sbilanciato le strutture di finanziamento di molti istituti verso le scadenze più brevi. Una stretta nei mercati della raccolta bancaria all'ingrosso potrebbe scatenare nuove vendite di attività e ulteriori flessioni dei corsi.

Pertanto, un inasprimento imprevisto della politica monetaria rischia di avere serie ripercussioni sul settore bancario. Può quindi risultare utile segnalare con tempestività la modifica dei tassi ufficiali, in modo da consentire ai mercati e agli intermediari un aggiustamento ordinato all'imminente variare dei prezzi delle attività e dei costi di finanziamento.

Ritardi nella correzione dei bilanci

Un retaggio della crisi finanziaria e degli sviluppi che l'hanno preceduta è l'esigenza di risanare i bilanci delle società finanziarie, delle famiglie e del settore pubblico, le cui finanze si sono deteriorate anche a causa delle misure di salvataggio adottate durante la crisi. Il basso livello dei tassi ufficiali potrebbe tuttavia rallentare o addirittura ostacolare il necessario aggiustamento. Nel settore finanziario l'attuale forte pendenza della curva dei rendimenti fornisce agli intermediari una fonte di reddito che può mitigare la percezione dell'urgenza di ridurre il grado di leva finanziaria e di vendere o svalutare le attività deteriorate (cfr. anche il Capitolo VI). L'impegno delle banche centrali a mantenere bassi i tassi ufficiali per periodi prolungati, per quanto utile a stabilizzare le aspettative di mercato, potrebbe accentuare questo atteggiamento di condiscendenza.

L'esperienza mostra come i bassi tassi di interesse favoriscano la pratica dell'*evergreening*, ossia il continuo rinnovo di prestiti non esigibili. Durante il lungo periodo di bassi tassi nominali in Giappone negli anni novanta, le banche del paese permisero che i debitori rinnovassero prestiti sui quali erano in grado di effettuare pagamenti di interessi a tassi prossimi allo zero ma non rimborsarsi del capitale. Le banche perpetuavano questi prestiti anziché stralciarli dal bilancio al fine di preservare il proprio capitale, già indebolito dalle precedenti flessioni dei prezzi delle attività. Tale pratica ritardò la necessaria ristrutturazione e contrazione dei bilanci del settore finanziario.

... esponendo le banche a rischi di tasso di interesse

I bassi tassi ufficiali possono ritardare la ristrutturazione dei bilanci

Il basso livello dei tassi può incentivare l'*evergreening* dei prestiti bancari ...

⁵ Le banche potrebbero aver incrementato le disponibilità di titoli pubblici anche per migliorare i risultati delle simulazioni di stress sul rischio di liquidità.

Inoltre, i prestiti di questo tipo sono serviti a mantenere in vita imprese economicamente non sostenibili ("zombie"), limitando probabilmente la concorrenza, riducendo gli investimenti e ostacolando l'ingresso di nuove aziende⁶.

... un fenomeno difficile da quantificare

Sebbene non vi sia un modo indiscusso di stabilire empiricamente l'entità dell'*evergreening*, la presenza di tale pratica potrebbe essere segnalata da dati che evidenzino come una quota sproporzionata di prestiti sia diretta ai settori in difficoltà, un fenomeno già evidente in Giappone negli anni novanta⁷. Un altro potenziale indicatore è l'allentamento dei criteri di fido applicati dalle banche commerciali ai debitori esistenti. Nel gennaio 2009 l'indagine Senior Loan Officer Opinion Survey della Federal Reserve ha iniziato a fornire informazioni sulle variazioni delle linee di credito a favore della clientela esistente. Nel caso dei prestiti commerciali e industriali si è osservata una flessione che è andata gradualmente rallentando. Un eventuale aumento di questi impieghi rispecchierà inizialmente una normalizzazione delle condizioni creditizie, ma potrebbe finire per segnalare la presenza di *evergreening*, e quindi ritardi nell'aggiustamento dei bilanci finanziari e non finanziari nel settore privato.

Possibili ritardi anche nel risanamento delle finanze pubbliche

I bassi tassi di interesse possono altresì differire i necessari aggiustamenti di bilancio del settore pubblico (cfr. il Capitolo V per ulteriori approfondimenti). Accrescendo la quota relativa delle passività a breve termine, i governi possono ridurre i pagamenti in conto interessi. Ciò permette loro di guadagnare tempo per riportare i livelli del debito sovrano su una traiettoria sostenibile, ma espone altresì le posizioni di bilancio a eventuali aumenti dei tassi ufficiali nel caso in cui la necessaria correzione non sia attuata con tempestività. È implicito in ciò il timore che l'autonomia della politica monetaria possa essere messa a repentaglio.

Paralisi dei mercati monetari

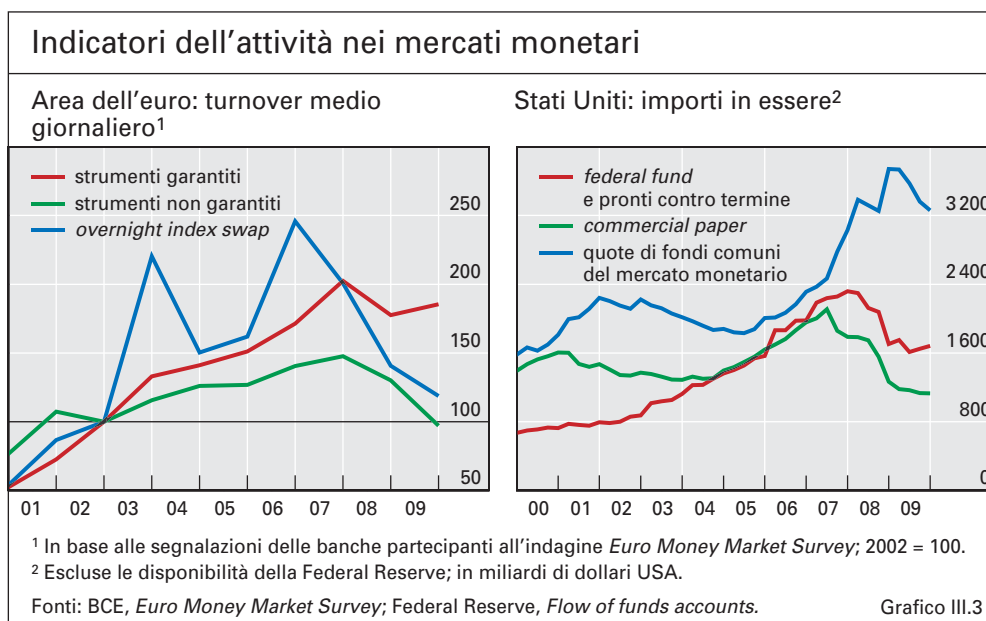
I bassi tassi ufficiali possono paralizzare i mercati monetari e complicare le strategie di uscita ...

Nel momento in cui le banche centrali cominciano a innalzare i tassi ufficiali è essenziale che i mercati monetari trasmettano questo cambiamento di rotta all'economia in generale. Tuttavia, tali mercati possono trovarsi paralizzati dai bassi tassi ufficiali. Quando i costi operativi che comporta l'esecuzione delle operazioni di mercato monetario superano l'interesse percepito (che è strettamente correlato ai tassi ufficiali) vi è la possibilità che le banche commerciali dirottino risorse verso altre operazioni. I mercati monetari giapponesi conobbero un'atrofia di questo tipo: il turnover nel mercato dei depositi *overnight* non garantiti scese in termini di media mensile da oltre ¥12 trilioni nel periodo 1995-98 a meno di ¥5 trilioni nel 2002-04⁸. Di conseguenza, l'inasprimento della politica monetaria giapponese nel 2006 venne complicato dalla carenza di

⁶ Cfr. T. Hoshi e A. Kashyap, "Solutions to Japan's banking problems: what might work and what definitely will fail", in T. Ito, H. Patrick e D. Weinstein (ed.), *Reviving Japan's economy: problems and prescriptions*, MIT Press, 2005, pagg. 147-195; R. Caballero, T. Hoshi e A. Kashyap, "Zombie lending and depressed restructuring in Japan", *American Economic Review*, vol. 98, n. 5, dicembre 2008, pagg. 1943-1977.

⁷ Cfr. W. Watanabe, "Does a large loss of bank capital cause evergreening? Evidence from Japan", *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 24, n. 1, marzo 2010, pagg. 116-136.

⁸ Cfr. N. Baba, S. Nishioka, N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda e H. Ugai, "Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy", *BIS Working Papers*, n. 188, novembre 2005.



addetti alle operazioni di mercato monetario presso le banche commerciali. Nel contesto attuale, una delle ragioni per cui molte banche centrali si sono astenute dal portare a zero il tasso ufficiale durante la recente crisi finanziaria è stata proprio quella di evitare tale problema. Il diverso grado con cui i tassi ufficiali sono stati avvicinati a zero nelle varie economie dipende probabilmente dalla diversa struttura dei rispettivi mercati monetari.

I volumi sui mercati monetari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti si sono contratti dall'inizio della crisi finanziaria e si situano in prossimità dei livelli del periodo 2003-04, anch'esso caratterizzato da bassi tassi ufficiali (grafico III.3). Nel 2008 la flessione dell'attività su questi mercati era stata principalmente causata dal tesoreggiamento di liquidità, dai timori per il rischio associato a controparti e garanzie e da una crescente offerta di liquidità delle banche centrali, ma il perdurante basso livello dei volumi potrebbe anche rispecchiare i ridotti margini disponibili sul mercato corrente. Nel 2009 si è osservato nel mercato monetario dell'area dell'euro un crescente turnover di operazioni garantite e in quello degli Stati Uniti, verso la fine dell'anno, un modesto aumento dell'ammontare in essere di *federal fund* e pronti contro termine. Tali progressi, osservati prima della crisi del debito sovrano della Grecia, potrebbero segnalare un attenuarsi dei timori concernenti controparti e garanzie, nonché la riduzione delle operazioni di mercato aperto delle banche centrali. Resta da vedere se i volumi di negoziazione finiranno per recuperare i precedenti livelli o se i bassi tassi ufficiali abbiano effettivamente ridotto l'attività sul mercato monetario, complicando così le strategie di uscita.

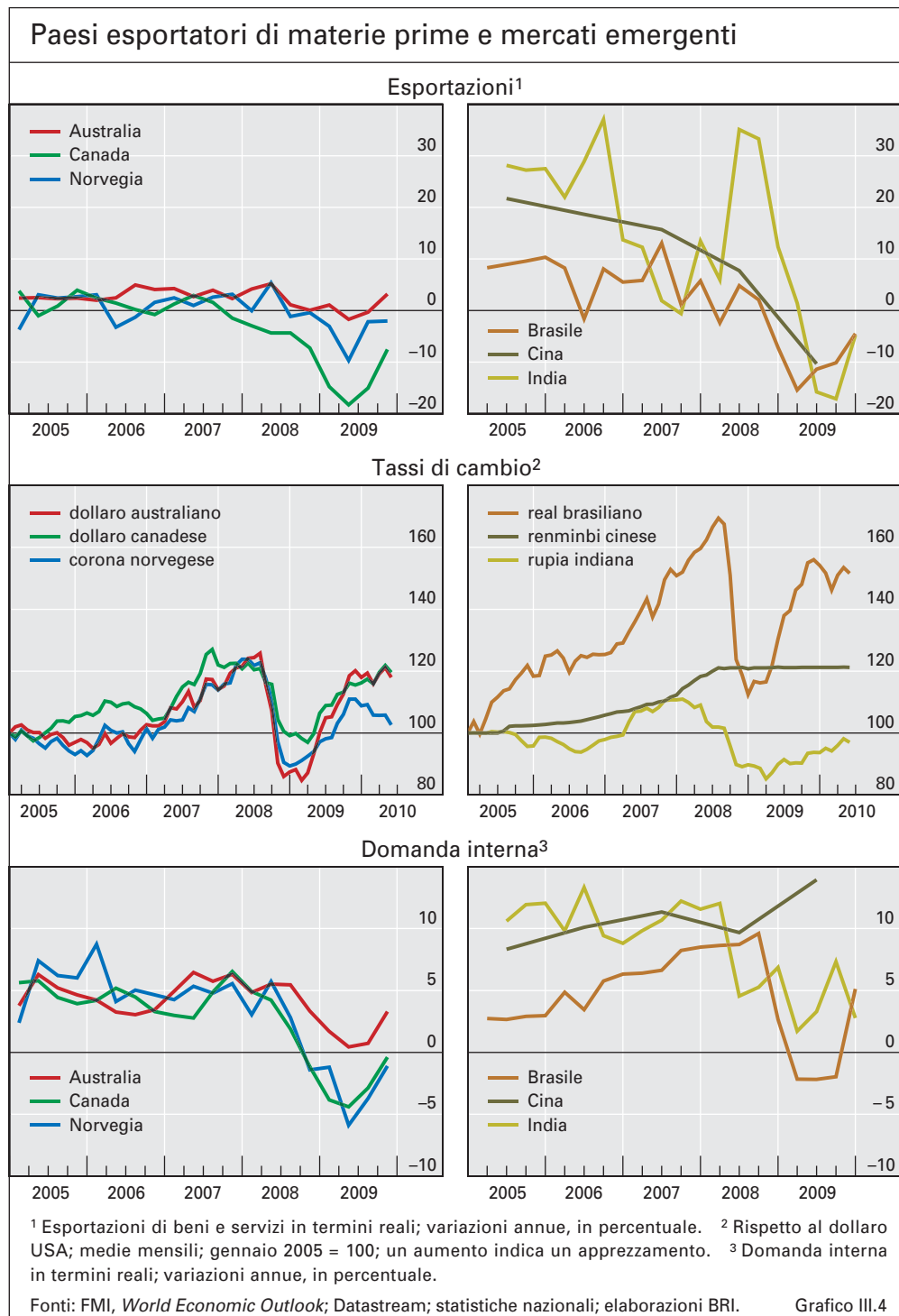
... ma resta da vedere se questo problema sia presente anche oggi

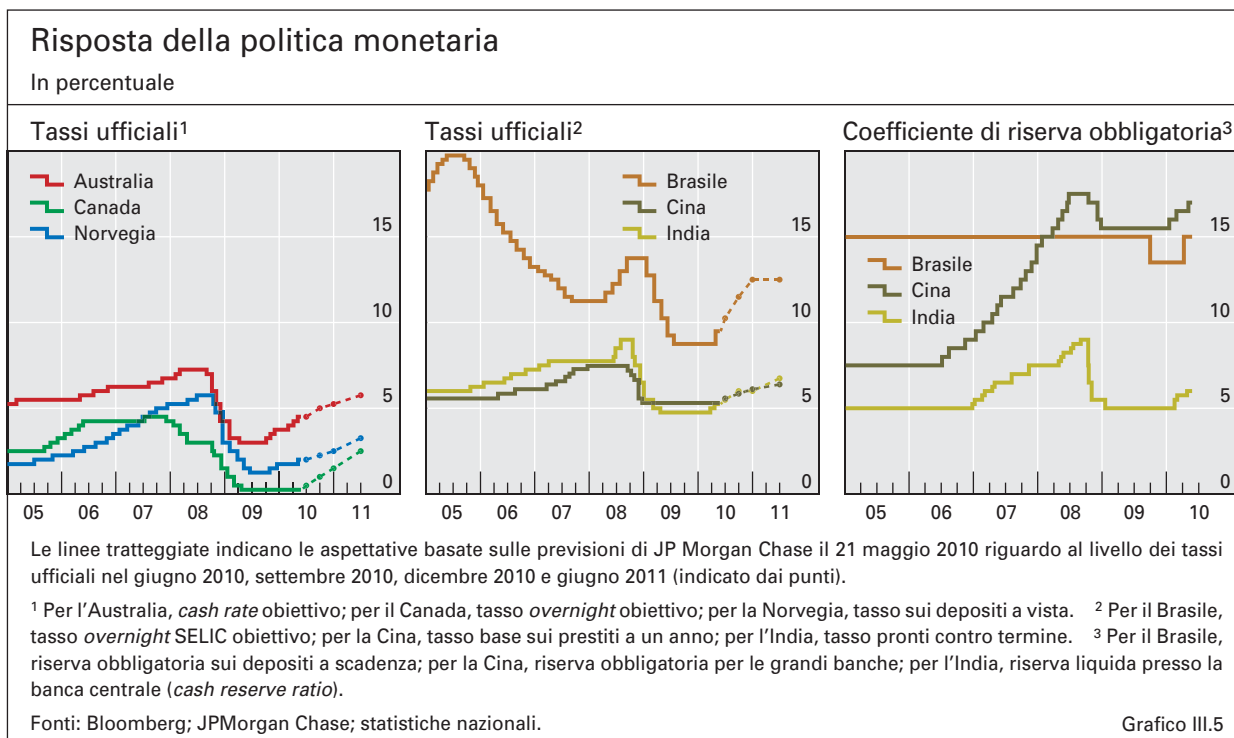
Effetti collaterali a livello internazionale

I bassi tassi di interesse nelle maggiori economie avanzate hanno effetti secondari anche al di là dei confini nazionali, e ciò vale sia per i mercati emergenti sia per i paesi industriali esportatori di materie prime, che hanno resistito relativamente bene alla crisi. Nella maggior parte dei casi l'impatto

I bassi tassi ufficiali causano distorsioni anche all'estero

iniziale della crisi finanziaria in questi paesi è consistito in un forte calo delle esportazioni (grafico III.4, diagrammi superiori), prelievi di fondi in dollari USA da parte di banche estere, la liquidazione degli investimenti azionari e obbligazionari e una caduta dei corsi delle azioni. Nella seconda metà del 2008 le maggiori economie emergenti e i paesi avanzati esportatori di materie prime hanno accusato un consistente indebolimento dei rispettivi tassi di cambio nei confronti della moneta statunitense, fatta eccezione per la Cina che ha mantenuto fisso il renminbi (grafico III.4, diagrammi centrali). La politica monetaria è stata allentata riducendo sia i tassi di interesse (in Cina, India e





successivamente in Brasile), sia gli obblighi di riserva (grafico III.5). Inoltre, molte banche centrali hanno fornito sul mercato interno dollari USA, ottenuti in alcuni casi mediante linee di swap con la Federal Reserve.

In conseguenza di ciò, la domanda interna è stata in grado di compensare parte dell’effetto contrattivo derivante dal calo delle esportazioni (grafico III.4, riquadri inferiori). Quando poi hanno ricominciato a salire anche i prezzi delle attività, le banche centrali al di fuori delle maggiori economie avanzate sono tornate a inasprire le condizioni monetarie nonostante la continua debolezza delle esportazioni nazionali. A fine maggio 2010 i tassi ufficiali avevano iniziato ad aumentare in Australia, Brasile, India e Norvegia, e gli obblighi di riserva erano stati inaspriti in Brasile, Cina e India. Attualmente le aspettative di mercato puntano in direzione di un’ulteriore stretta monetaria.

L’inasprimento della politica monetaria ha dato luogo a notevoli differenziali dei tassi di interesse, sia reali che nominali, nei confronti dei paesi più colpiti dalla crisi. In aggiunta alle migliorate prospettive economiche, questi differenziali hanno generato flussi di capitali verso i paesi con tassi più alti, accrescendo l’attrattiva delle operazioni di *carry trade* (grafico III.6).

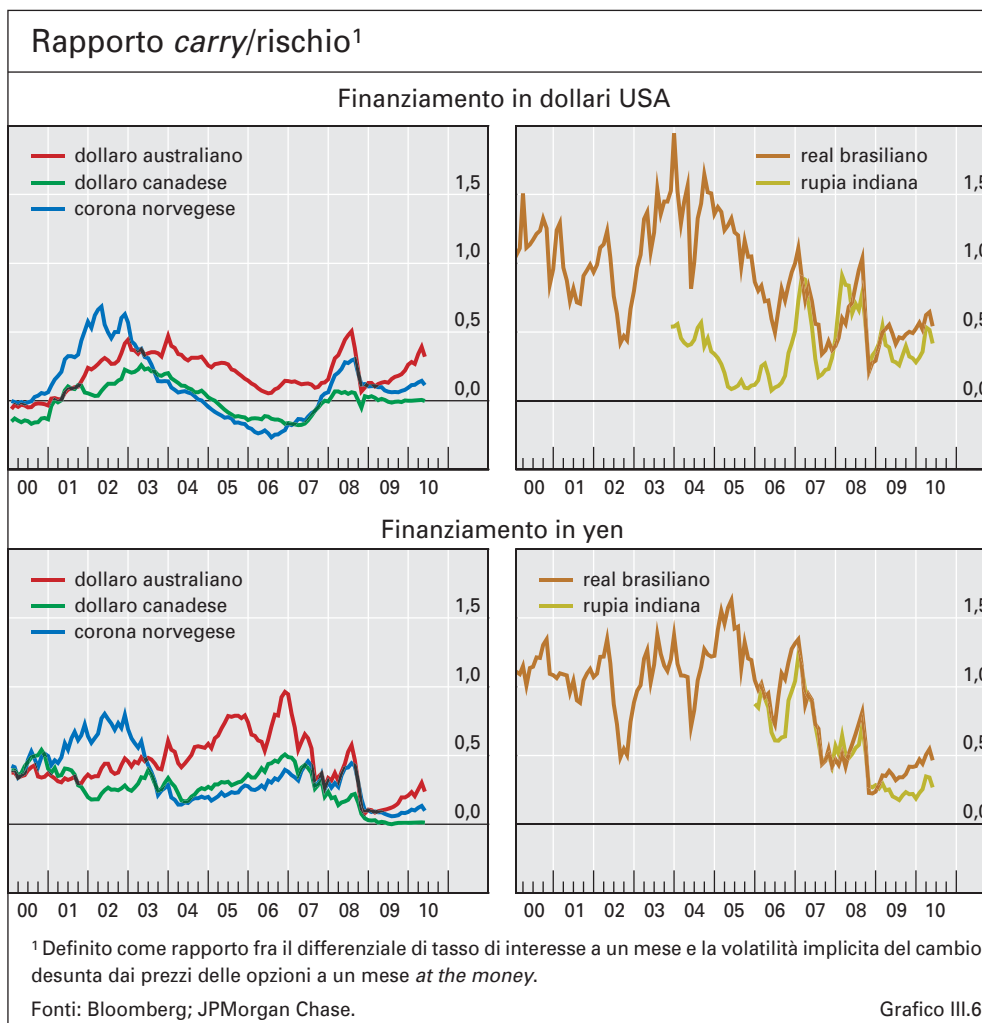
I movimenti di capitali consentono una migliore allocazione delle risorse e gli afflussi di fondi sono un importante contributo alla crescita economica, specie nei mercati emergenti. Tuttavia, nella situazione attuale essi possono sfociare in ulteriori rialzi dei prezzi delle attività e produrre un impatto inflattivo sull’economia. Gli afflussi di fondi hanno causato anche un apprezzamento delle valute di investimento a cambio fluttuante, equivalente a una stretta monetaria nei rispettivi paesi. Nondimeno, sono prevedibili ulteriori rialzi dei tassi di interesse che attirerebbero un volume ancor maggiore di fondi dall’estero. Ciò espone i paesi destinatari al rischio di repentini e ingenti deflussi di capitali e a un’inversione delle pressioni sul cambio qualora dovessero

L’inasprimento monetario è iniziato nei paesi meno colpiti dalla crisi

I differenziali di interesse sono all’origine di flussi di capitali ...

... che stanno accelerando la crescita economica ...

... ma che potrebbero segnare rapide inversioni di rotta



mutare le condizioni macroeconomiche, monetarie e finanziarie internazionali o la percezione degli investitori al riguardo. Il Capitolo IV analizza in maggior dettaglio le questioni connesse con i flussi di capitali verso i mercati emergenti.

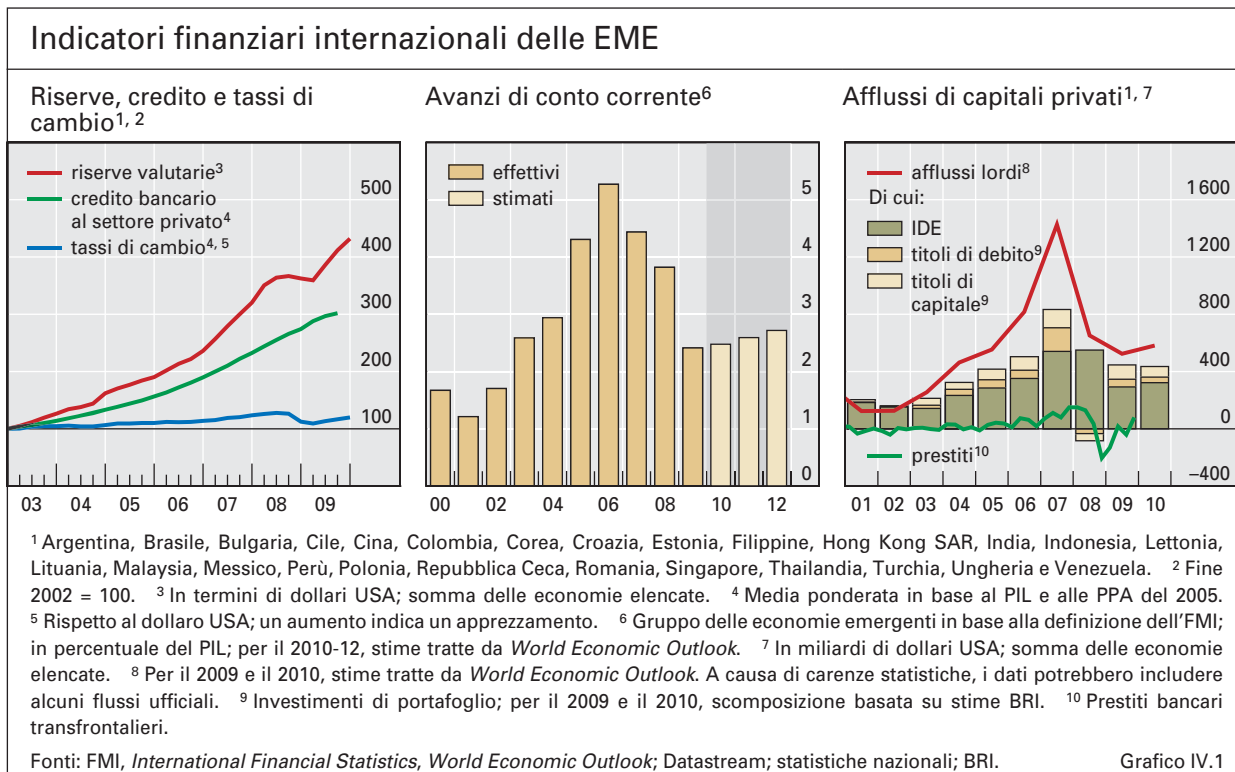
Sintesi

È probabile che la recente turbolenza di mercato associata alla crisi del debito sovrano greco abbia rinviato il necessario ritorno a un'impostazione più normale della politica monetaria in varie economie avanzate. I tempi esatti dell'inasprimento dipenderanno dalle prospettive macroeconomiche e inflazionistiche, nonché dallo stato di salute del sistema finanziario. Ma mantenere i tassi di interesse su livelli così contenuti comporta un prezzo, che è destinato a salire con il passare del tempo. L'esperienza insegna che periodi prolungati di tassi di interesse insolitamente bassi offuscano la valutazione dei rischi finanziari, inducono la ricerca di rendimenti più elevati e ritardano la correzione dei bilanci. Inoltre, i differenziali di rendimento che ne conseguono danno luogo ad afflussi insostenibili di capitali verso i paesi dove i tassi di interesse sono più elevati. Poiché questi effetti collaterali creano rischi per la stabilità finanziaria e macroeconomica a lungo termine, essi andranno considerati nel determinare i tempi e i ritmi di normalizzazione dei tassi ufficiali.

IV. Le sfide per le economie emergenti all'indomani della crisi

Nelle economie di mercato emergenti (EME) la domanda è in forte recupero. L'inflazione generale è aumentata nella maggioranza delle EME dell'Asia, in parte dell'America latina (fra cui Argentina, Brasile e Messico) e in Turchia, mentre quella di fondo è salita notevolmente in India. La crescita dei settori industriali ad alta intensità di risorse, in particolare in Cina e India, ha fatto aumentare i prezzi delle materie prime. In diversi paesi il credito bancario al settore privato è in rapida espansione e si accompagna talvolta a forti rincari delle abitazioni.

Malgrado questi sviluppi, le condizioni monetarie restano accomodanti in molte EME, soprattutto in Asia. Il nuovo ricorso a interventi su larga scala per contrastare l'apprezzamento del cambio ha dato origine a un rapido accumulo di riserve (grafico IV.1, diagramma di sinistra). In tali circostanze occorre che alcune banche centrali inaspriscano la politica monetaria, specie laddove le spinte inflazionistiche si stanno intensificando. Dato il livello ancora basso dei tassi di interesse nelle economie avanzate, una restrizione monetaria nelle EME alimenterebbe nel breve periodo gli afflussi di capitali. Contrastare l'apprezzamento del cambio originato da tali afflussi determinerebbe tuttavia una più veloce crescita del credito e un maggior rischio di iperreazione dei prezzi delle attività.



Non desta quindi sorpresa il rinnovato interesse delle EME verso i controlli discrezionali sui movimenti di capitali per fronteggiare il forte aumento degli afflussi. Molte forme di controllo possono tuttavia offrire un rimedio solo temporaneo. Inoltre – nella misura in cui sono efficaci – i controlli riducono la concorrenza nel sistema finanziario, hanno effetti distorsivi sull’allocazione del capitale e inibiscono la crescita economica. Le misure macroprudenziali, per contro, possono ridurre la vulnerabilità del sistema finanziario ai movimenti di capitali volatili e mitigare alcuni seri dilemmi di politica economica.

Di fronte a queste problematiche potrebbero non esservi valide alternative all’innalzamento dei tassi di interesse, a una maggiore flessibilità dei cambi e a un ridotto ricorso agli interventi valutari. Un tale approccio è altresì essenziale al fine di realizzare un ordinato aggiustamento macroeconomico nel medio periodo e in definitiva una crescita globale equilibrata.

Al tempo stesso, è necessario che le EME e le economie avanzate continuino a operare congiuntamente nel rafforzare l’ordinamento monetario internazionale affinché nell’eventualità di una crisi sia disponibile un’offerta sufficiente di una valuta internazionale, che nel futuro prossimo resterà quasi sicuramente il dollaro USA.

Squilibri esterni e flussi di capitali: un ritorno a tendenze malsane?

Gli squilibri di conto corrente delle EME sono destinati ad ampliarsi. Il rapporto tra avanzo corrente aggregato e PIL complessivo di tali economie, in netto calo tra il 2006 e il 2009, dovrebbe aumentare nel periodo 2010-12 (grafico IV.1, diagramma centrale). In effetti, a causa dell’intrinseca sensibilità ciclica dei flussi commerciali, della vigorosa domanda proveniente dalla Cina e dell’aumento dei prezzi delle materie prime, le esportazioni di molte EME sono fortemente cresciute agli inizi di quest’anno.

Persistono gli squilibri di conto corrente

Nello stesso tempo, alle EME hanno continuato ad affluire capitali. Gli investimenti diretti esteri, che si erano mantenuti su livelli relativamente elevati durante la crisi, continuano a essere la componente principale degli afflussi. Gli altri capitali privati sono in ripresa da metà 2009, grazie ai crescenti afflussi per investimenti in titoli azionari (grafico IV.1, diagramma di destra). Anche gli strumenti di debito hanno recuperato terreno, sebbene a un ritmo più modesto. Solo i flussi bancari internazionali sono rimasti deboli nel 2009, pur registrando una moderata espansione nel quarto trimestre.

I flussi di capitali tornano a dirigersi verso le EME ...

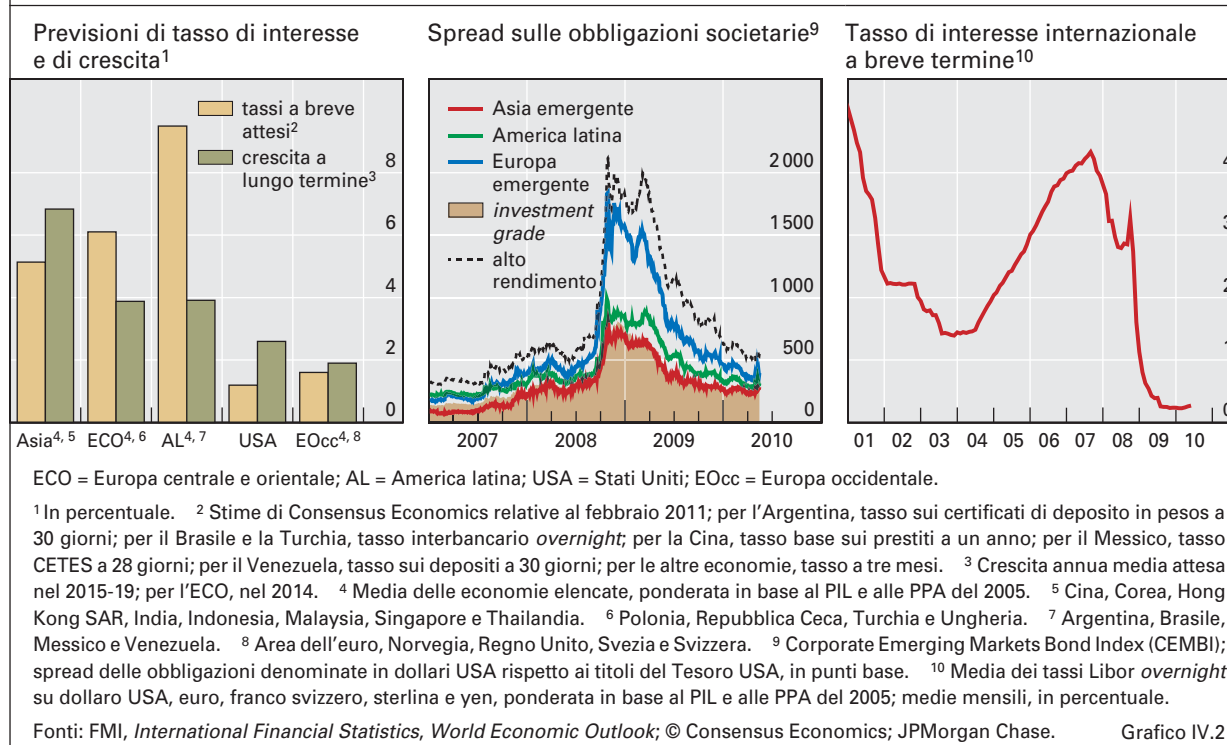
Diversi fattori interni ed esterni lasciano prevedere un aumento ulteriore degli afflussi in futuro. In primo luogo, ci si attende un ampliamento dei differenziali di tasso di interesse nominale a breve termine in favore delle EME che guidano la ripresa mondiale, nella misura in cui la normalizzazione dei rispettivi tassi ufficiali sarà più rapida di quella delle economie avanzate (grafico IV.2, diagramma di sinistra).

... per effetto dei differenziali di interesse ...

In secondo luogo, le aspettative di apprezzamento della moneta nazionale richiameranno ulteriori flussi di capitali. Come già prima della crisi, è quindi probabile che le monete di diverse EME siano utilizzate come valuta di investimento nelle operazioni di *carry trade* e che si trovino di conseguenza esposte a una maggiore volatilità del cambio.

... delle aspettative sull’evoluzione dei cambi ...

Fattori all'origine dei flussi di capitali verso le EME



... delle prospettive di crescita robusta ...

In terzo luogo, si prevede che nei prossimi dieci anni le EME crescano molto più velocemente delle economie avanzate (grafico IV.2, diagramma di sinistra), una prospettiva favorevole agli afflussi di capitali.

... e delle condizioni di finanziamento esterno favorevoli

Infine, la più robusta ripresa delle EME ha concorso non soltanto a far salire i tassi reali di rendimento ma anche a diffondere tra gli investitori la percezione di un rischio decrescente. Ciò si è riflesso nei minori differenziali obbligazionari (grafico IV.2, diagramma centrale) e nell'innalzamento del merito di credito di diverse economie (tra cui Brasile, Corea, Filippine, Indonesia, Perù e Turchia) nel periodo 2009-10. Queste condizioni di finanziamento più favorevoli hanno ridestato l'interesse degli investitori internazionali verso vari tipi di attività delle EME. Le emissioni obbligazionarie di queste ultime sui mercati internazionali e locali hanno segnato una robusta ripresa, di pari passo con il notevole restringimento degli spread dei *credit default swap* (CDS) per i prenditori dei mercati emergenti rispetto ai massimi registrati verso la fine del 2008. Di fatto, a fini di determinazione del prezzo le obbligazioni societarie delle EME sono trattate sempre più spesso come titoli *investment grade* piuttosto che ad alto rendimento (grafico IV.2, diagramma centrale). Finora, tuttavia, la domanda di attività delle EME ha favorito principalmente i mutuatari con rating più elevato, specie quelli dei paesi asiatici e latinoamericani in cui i conti pubblici e i bilanci societari sono rimasti solidi.

In aggiunta, il basso livello dei tassi ufficiali (grafico IV.2, diagramma di destra) e la forte espansione dei bilanci delle banche centrali nelle principali economie avanzate pongono le premesse per una significativa ripresa dei flussi bancari e di portafoglio. Gli investitori internazionali detengono tuttora un ampio volume di attività altamente liquide (come quote di fondi comuni

del mercato monetario) che, quando le condizioni lo giustificano, possono essere prontamente convogliate verso strumenti delle EME più remunerativi e meno liquidi. Inoltre, le banche internazionali, nell'adeguarsi al nuovo contesto bancario postcrisi, stanno rafforzando i propri bilanci e potenziando il finanziamento locale (Capitolo VI).

L'integrazione finanziaria internazionale apporta benefici significativi: gli afflussi di capitali stimolano lo sviluppo del settore finanziario e costituiscono spesso un ingrediente essenziale della crescita economica a medio termine. Ciò nonostante, alcune forme di afflussi possono essere destabilizzanti. I timori principali riguardano gli investimenti di portafoglio (specie in strumenti di debito) e i prestiti bancari transfrontalieri, nei quali i gestori di fondi e gli investitori ad alto grado di leva rivestono un ruolo particolarmente rilevante. Tali timori sottolineano l'importanza di monitorare non soltanto la tipologia dei flussi, ma anche gli investitori finali.

Opzioni sul piano delle politiche

La prospettiva di forti afflussi di capitali pone le autorità delle EME di fronte a varie sfide immediate. Una maggiore flessibilità del cambio offre numerosi vantaggi. Può scoraggiare l'accumulo di esposizioni imprudenti in valuta nel settore privato e rivelarsi particolarmente utile per disincentivare gli afflussi di capitali a breve associati ai *carry trade*. Ciò nonostante, essa implica che il tasso di cambio possa salire temporaneamente a livelli insostenibili prima di ridiscendere. Tali dinamiche destano tuttavia maggiore preoccupazione nelle economie con mercati interni dei capitali di scarso spessore o mercati valutari soggetti a reazioni eccessive in entrambe le direzioni, in quanto i loro sistemi finanziari sarebbero sopraffatti dall'entità degli afflussi. Inoltre, la crescita delle EME nel decennio scorso è stata trainata dalle industrie di esportazione, e molti temono che un apprezzamento della valuta possa minare la loro competitività, imponendo alle EME adeguamenti strutturali potenzialmente onerosi. Nondimeno, l'apprezzamento del cambio costituisce di norma un importante meccanismo di riorientamento della domanda verso le fonti interne.

Una risposta al pericolo di apprezzamento posto dagli afflussi di capitali è stata quella di mantenere i tassi di interesse ufficiali su livelli contenuti anche in presenza di un'intensificarsi delle spinte inflazionistiche. Tassi ufficiali ridotti permettono di contenere le pressioni sul cambio, favorendo al tempo stesso gli investimenti e la domanda interna più in generale. Tuttavia, mantenere i tassi di interesse troppo bassi troppo a lungo accresce i rischi di surriscaldamento dell'economia, inflazione, eccessiva espansione del credito e iperreazione dei prezzi delle attività.

Un'altra possibilità per gestire le pressioni sul cambio in presenza di crescenti afflussi di capitali consiste negli interventi valutari, combinati a un rialzo del tasso ufficiale volto a mitigarne le conseguenze per l'inflazione, l'espansione del credito e i prezzi delle attività. Da solo, infatti, l'intervento nel mercato dei cambi, con il conseguente accumulo di riserve, determina distorsioni connesse con la forte crescita dei bilanci bancari e l'intensificarsi delle spinte inflazionistiche. Analogamente, frenando la domanda interna attraverso un aumento dei tassi ufficiali e consentendo un apprezzamento del

L'apprezzamento del cambio favorisce la correzione ma non è esente da rischi

Anche il mantenimento dei tassi ufficiali su livelli più bassi comporta rischi

cambio solo modesto o graduale si rischia di favorire in definitiva i *carry trade* e di indurre afflussi ancora maggiori che, a loro volta, non farebbero che accentuare le pressioni sul cambio. Inoltre, gli interventi massicci rendono più difficile l'adozione di un orientamento monetario adeguatamente restrittivo e potrebbero acuire i rischi per la stabilità finanziaria.

Potrebbero rendersi necessarie altre opzioni

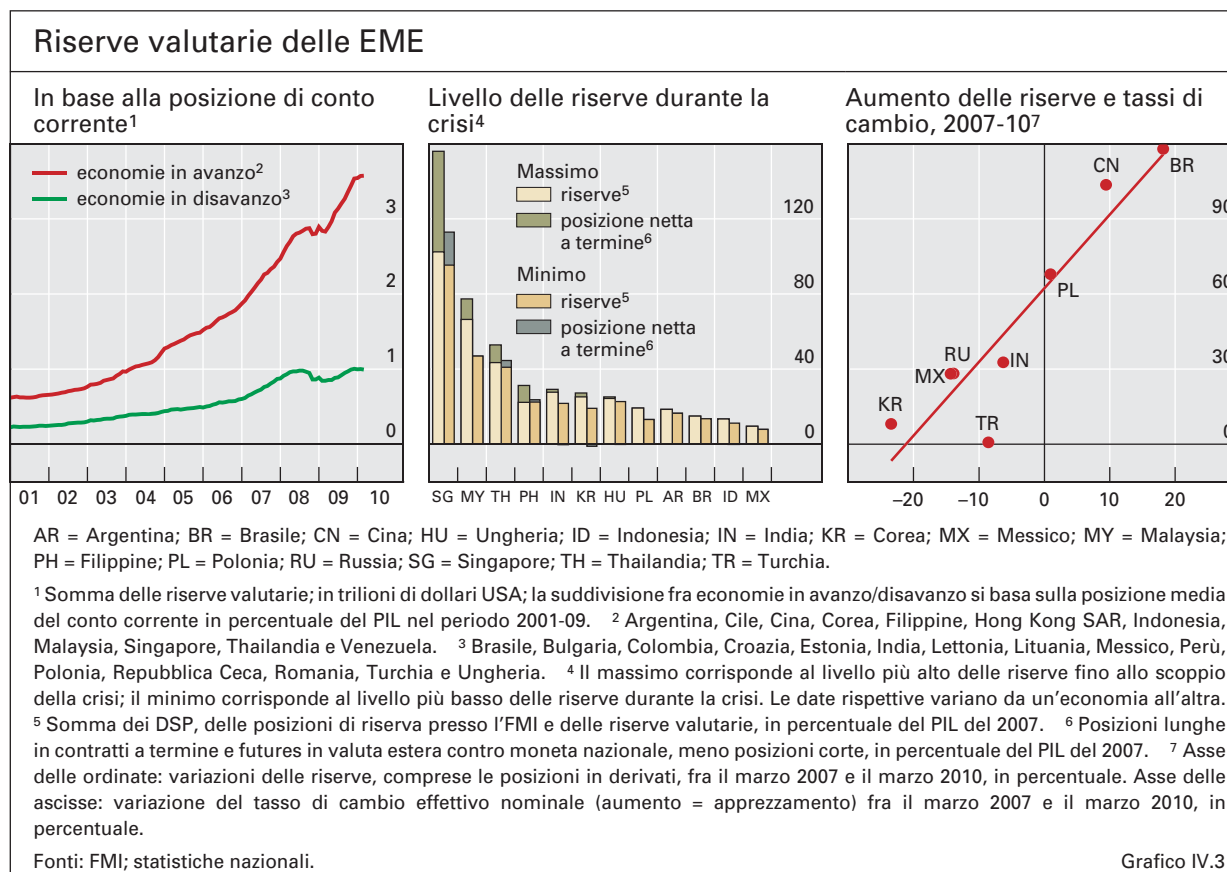
In tali circostanze, i responsabili delle politiche hanno considerato opzioni diverse dal tasso di interesse, sia per moderare l'entità dei flussi di capitali sia per migliorare la tenuta dell'economia e del sistema finanziario di fronte alla volatilità di tali flussi. Nelle pagine che seguono vengono esaminati i pro e i contro di un protratto intervento nei mercati valutari. Sono inoltre analizzati i controlli sui movimenti di capitali e i provvedimenti regolamentari tesi a contenere i rischi finanziari derivanti dal forte aumento degli afflussi.

Gli interventi sui mercati valutari: parte del problema o della soluzione?

Gli interventi fanno parte dello strumentario delle EME

Le variazioni nel volume delle riserve ufficiali prima, durante e dopo la crisi mostrano che gli interventi sui mercati dei cambi costituiscono uno strumento importante per le banche centrali delle EME. Ciò nonostante, l'intervento protratto su vasta scala può rivelarsi non solo costoso, ma anche rischioso.

Prima della crisi le autorità delle EME avevano accumulato ampie riserve in valuta (grafico IV.3, diagramma di sinistra). In alcune di queste economie (ad esempio in Corea) l'accumulo di uno stock di riserve ritenuto adeguato dagli



operatori di mercato era un obiettivo di *policy* a sé stante. Un altro fattore importante era il giudizio delle agenzie di rating, che considerano l'entità delle riserve tra gli elementi di valutazione del merito creditizio di un paese. In altre EME, specie quelle con ampi avanzi correnti, la crescita delle disponibilità ufficiali costituiva invece un effetto collaterale delle politiche di cambio.

Durante la crisi l'ampio volume di riserve si è rivelato utile. Nella fase iniziale esso ha contribuito a rassicurare gli investitori esteri che le EME disponevano di una qualche forma di protezione contro gli shock esterni. In seguito, a partire da metà 2008, le banche centrali hanno attinto alle riserve non solo per sostenere il cambio in presenza di forti deflussi di portafoglio (come in Corea e Messico), ma anche per fronteggiare la carenza di liquidità in dollari delle società finanziarie nazionali (come in Brasile e Corea; grafico IV.3, diagramma centrale). L'utilizzo delle riserve per fornire fondi in valuta alle banche nazionali ha rafforzato la convinzione, già diffusa prima della crisi, che fosse auspicabile detenere ampie disponibilità ufficiali. Alla fine è stato tuttavia necessario integrare le riserve mediante linee di swap in valuta, in particolare con la Federal Reserve. La scarsità di finanziamenti a breve in dollari ha altresì indotto a considerare un rafforzamento dei dispositivi istituzionali.

Un'ulteriore caratteristica degli interventi durante la crisi è stato il ricorso a swap e contratti a termine in cambi. Filippine, Malaysia e Singapore, ad esempio, hanno utilizzato le posizioni a termine come prima linea di difesa per proteggere le riserve ufficiali e limitare l'impatto sulla liquidità interna (grafico IV.3, diagramma centrale). Ciò ha offerto alle autorità uno strumento per fornire liquidità in valuta al settore privato e soprattutto alle banche. Il ricorso delle EME ai prodotti derivati come strumento di gestione delle riserve è andato crescendo dalla metà degli anni novanta. All'indomani della crisi "tequila", il Messico aveva impiegato le opzioni per graduare il successivo aggiustamento del cambio. Negli ultimi anni sono gli swap e i contratti a termine a essersi imposti quali principali derivati utilizzati dalle banche centrali.

Nella fase di ripresa successiva alla crisi le banche centrali di molte EME hanno ripreso a contrastare l'apprezzamento del cambio e ad accumulare riserve su vasta scala. Alcuni paesi (ad esempio la Cina) avevano continuato ad acquisire riserve nell'arco dell'intera crisi, mentre altri che avevano subito drastici cali delle riserve ufficiali le hanno ricostituite. Ad esempio, le disponibilità ufficiali della Corea, scese di \$64 miliardi durante la crisi, sono tornate sui livelli precedenti. Questi esempi sono in linea con la più generale correlazione positiva tra l'accumulo di riserve e le pressioni sul cambio nelle EME (grafico IV.3, diagramma di destra).

Interventi prolungati e massicci hanno importanti ripercussioni sulle economie e sui sistemi finanziari delle EME. In primo luogo, l'accumulo di riserve che si traduce in condizioni monetarie espansive e in una crescita rapida del credito può intensificare le spinte inflazionistiche o generare rischi per il sistema finanziario¹. Negli ultimi anni le disponibilità ufficiali sono salite a livelli che appaiono ormai elevati rispetto alle dimensioni del sistema finanziario interno (grafico IV.4).

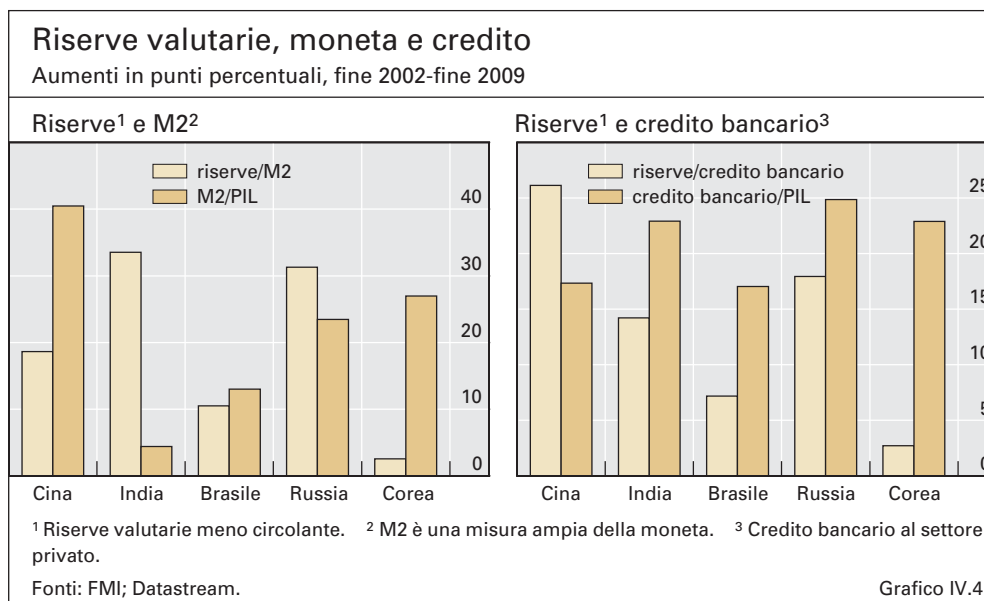
¹ Cfr. ad esempio J. Amato, A. Filardo, G. Galati, G. von Peter e F. Zhu, "Research on exchange rates and monetary policy: an overview", *BIS Working Papers*, n. 178, giugno 2005.

Le riserve si sono rivelate utili durante la crisi

Anche l'utilizzo delle posizioni in derivati è stato efficace

Riprendono gli interventi e l'accumulo di riserve

Gli interventi possono portare a condizioni monetarie e finanziarie accomodanti



Una prolungata sterilizzazione degli interventi può essere onerosa e mettere a rischio la stabilità finanziaria

In secondo luogo, anche se la sterilizzazione neutralizza gli effetti inflazionistici indesiderati dell'accumulo di riserve, interventi e sterilizzazione comportano quasi sempre un costo. Tipicamente la sterilizzazione implica per la banca centrale lo scambio di attività interne ad alto rendimento contro riserve a basso rendimento². Essa determina inoltre un'espansione dei bilanci del sistema bancario e accentua la fragilità del sistema finanziario in almeno due modi fondamentali³. Anzitutto, lo scambio di attività in valuta del settore privato contro attività in moneta nazionale del settore pubblico trasferisce di fatto dal primo al secondo settore il rischio di cambio derivante dai flussi di capitale. Inoltre, qualora dovesse allungarsi in misura significativa la scadenza dei titoli emessi dalla banca centrale, come è avvenuto agli inizi di questo decennio, le banche del settore privato (che nelle EME tipicamente detengono tali titoli) si troverebbero esposte a un maggior rischio di tasso di interesse.

Gli effetti collaterali indesiderati di una piena sterilizzazione di interventi su vasta scala hanno indotto a impiegare strumenti non di mercato, quali gli obblighi di riserva. In effetti, le banche centrali di alcuni paesi (fra cui Argentina, Cina, Corea, Croazia, India, Polonia e Romania) hanno fatto ampio ricorso alla riserva obbligatoria per neutralizzare l'impatto sulla liquidità del settore bancario. Rispetto all'emissione di titoli propri, questa soluzione è relativamente poco costosa per le banche centrali poiché le riserve obbligatorie sono di norma remunerate a tassi inferiori a quelli di mercato. Vi sono tuttavia svantaggi di ordine pratico. In particolare, nelle economie con sistemi finanziari più sviluppati, un coefficiente di riserva elevato sposta con il tempo l'intermediazione dal sistema bancario regolamentato verso istituzioni assoggettate

² A seconda dell'ordinamento istituzionale che regola i rapporti fra banca centrale e governo, il costo può essere tale da mettere in discussione l'indipendenza finanziaria della banca centrale. Per una stima dei costi in Corea e India nella prima parte di questo decennio, cfr. H. Genberg, R. McCauley, Y. C. Park e A. Persaud, "Official reserves and currency management in Asia: myth, reality and the future", *Geneva Reports on the World Economy*, n. 7, settembre 2005.

³ Cfr. M. S. Mohanty e P. Turner, "Accumulo di riserve valutarie nei mercati emergenti: implicazioni sul piano interno", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2006.

a minori vincoli normativi. Inoltre, un aumento del coefficiente può essere efficace nel contenere la crescita del credito in una fase di forte espansione indotta dagli afflussi di capitali, mentre un suo abbassamento può risultare meno utile rispetto alla riduzione del tasso di interesse sui titoli della banca centrale come strumento per stimolare l'offerta di credito. In aggiunta, diversamente dalla sterilizzazione realizzata con strumenti di tasso di interesse, variazioni frequenti dell'obbligo di riserva possono complicare indebitamente la gestione della liquidità presso le banche.

In sintesi, un intervento valutario protratto e su vasta scala genera significative vulnerabilità nel sistema finanziario e acuisce i dilemmi che si pongono ai responsabili delle politiche. Questi svantaggi intrinseci concorrono a spiegare il rinnovato interesse per strumenti amministrativi quali i controlli sui capitali e le misure prudenziali in alternativa agli interventi.

Quale ruolo per i controlli sui capitali e le politiche prudenziali?

Le problematiche connesse alla gestione dei flussi di capitali sono attualmente oggetto di crescente attenzione⁴. Sebbene in passato siano stati impiegati controlli di vario tipo, l'esperienza storica indica che essi difficilmente riescono a isolare le economie destinarie da un forte aumento degli afflussi. Tuttavia, in alcuni casi i controlli sono serviti temporaneamente a mantenere i tassi di interesse locali su livelli superiori a quelli dei mercati internazionali. Anche le misure prudenziali appaiono potenzialmente utili al fine di migliorare la capacità del sistema finanziario interno di assorbire i flussi finanziari internazionali e sopportare la volatilità del tasso di cambio.

La gestione dei flussi di capitali

La diffusa riduzione dei vincoli legali ai movimenti internazionali di capitali negli ultimi venticinque anni ha favorito un parallelo aumento della globalizzazione finanziaria. Esso ha arrecato numerosi vantaggi, ma ha generato altresì rischi che vanno gestiti. L'approccio ai controlli sui capitali varia da una regione emergente all'altra. Dai primi anni novanta i paesi dell'Europa centrale e orientale (ECO) hanno smantellato progressivamente i controlli nel quadro dell'integrazione con l'Unione europea; durante lo stesso periodo le EME dell'Asia meridionale e orientale li hanno in parte intensificati; le EME dell'America latina si collocano invece in una posizione intermedia, avendo leggermente ridotto l'incidenza dei vincoli espliciti.

L'attrattiva dei controlli sui movimenti di capitale si spiega in vari modi. Uno di questi è che tali controlli accrescono l'efficacia della politica monetaria interna, erigendo una barriera fra il mercato finanziario nazionale e quello estero. Un'altra ragione è che nella misura in cui riducono il volume degli afflussi, i controlli moderano le spinte al rialzo sulla moneta (anche se a costo di distorcere l'allocazione internazionale dei capitali).

Alcuni dei benefici attesi dai controlli sui movimenti di capitale ...

Studi empirici indicano tuttavia che i controlli sui movimenti di capitale sono soggetti a limiti. Essi non paiono avere un impatto durevole sull'entità dei flussi, ma possono modificarne la composizione (per esempio a scapito dei

... non si sono materializzati

⁴ Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, "Capital flows and emerging market economies", *CGFS Papers*, n. 33, gennaio 2009.

flussi a breve) in modi che riducono la volatilità del cambio. Inoltre, vi sono scarse prove che rendano l'economia meno vulnerabile a crisi o abbassino il costo reale di queste ultime⁵. Infine, creano distorsioni microeconomiche.

Le giurisdizioni con sistemi finanziari ancora in fase di sviluppo riconoscono ora che un eventuale allentamento dei controlli sui flussi internazionali di capitali dovrebbe essere attentamente graduato nel tempo. Nondimeno, man mano che tali economie si sviluppano e che i loro mercati finanziari diventano più sofisticati, l'efficacia e la ragion d'essere dei controlli tendono a ridursi. Un approccio più promettente e durevole nell'affrontare gli afflussi volatili di fondi nelle EME consisterebbe nel rafforzare la capacità del sistema finanziario e dell'economia di farvi fronte. Gli strumenti prudenziali, al centro dell'attenzione quale mezzo per contenere i rischi finanziari sistemici (Capitolo VII), potrebbero rivelarsi preziosi in questo senso.

Da tempo le EME ricorrono agli strumenti prudenziali per accrescere la resilienza del settore finanziario. Di recente, le loro autorità hanno ricalibrato molti di tali strumenti al fine di controllare gli afflussi di capitali. Ad esempio, nell'ottobre 2009 le autorità di Hong Kong SAR – dove i massicci afflussi avevano fatto lievitare i prezzi immobiliari – hanno abbassato il massimale applicato al rapporto fra prestito e valore dell'immobile su certi tipi di mutui ipotecari con lo scopo di attenuare i rischi connessi con l'ascesa dei prezzi. Provvedimenti simili sono stati adottati in Corea. Sono stati inoltre introdotti limiti all'indebitamento in rapporto al reddito (per esempio in Corea) per contenere l'esuberante espansione del credito. Le banche centrali di diversi paesi dell'ECO (in particolare Bulgaria, Croazia, Estonia e Polonia) hanno adottato misure analoghe durante il boom creditizio antecedente la crisi per limitare i disallineamenti valutari e contenere l'eccessiva creazione di credito derivante dagli afflussi di capitali.

Tra gli altri provvedimenti presi dalle EME al fine di assicurare la capacità di tenuta del sistema finanziario figurano misure volte a rafforzare il quadro regolamentare per quanto concerne i disallineamenti di scadenza nei bilanci degli intermediari finanziari, incoraggiare lo sviluppo di mercati obbligazionari in moneta locale e di strumenti per la copertura del rischio di cambio, limitare l'indebitamento estero a breve, promuovere il miglioramento di strutture e modalità di gestione dei rischi nel settore privato e intensificare la vigilanza sulle esposizioni in valuta.

Il futuro del dollaro USA come valuta internazionale

Sebbene a breve termine gli afflussi di capitali costituiscano la preoccupazione prevalente, le autorità delle EME stanno altresì considerando eventuali riforme del sistema monetario internazionale che potrebbero essere importanti sul più lungo periodo. Un aspetto di particolare rilievo è la posizione di predominio del dollaro USA come valuta internazionale. Il ruolo della valuta statunitense

⁵ Cfr. R. Glick, X. Guo e M. Hutchison, "Currency crises, capital-account liberalization, and selection bias", *Review of Economics and Statistics*, vol. 88, n. 4, novembre 2006, pagg. 698-714 e R. Cardarelli, S. Elekdag e M. Kose, "Capital inflows: macroeconomic implications and policy responses", *IMF Working Papers*, n. WP/09/40, marzo 2009.

Gli strumenti
macroprudenziali ...

... possono
accrescere la
resilienza del
sistema finanziario

Richieste di riforma
del sistema
monetario
internazionale

nel sistema monetario internazionale, in particolare come moneta di denominazione di gran parte dei contratti derivati, è stato menzionato tra i fattori di diffusione internazionale degli shock finanziari e macroeconomici durante la recente crisi. È tuttavia importante notare che la crisi si è propagata dagli Stati Uniti, dove ha avuto origine, alle economie avanzate dell'Europa non a causa del dollaro, ma principalmente poiché le banche europee avevano pesanti esposizioni verso titoli tossici statunitensi e dipendevano dai finanziamenti all'ingrosso a breve in dollari USA. La crisi si è poi estesa ad Asia, America latina ed Europa emergente attraverso i legami commerciali. Alcuni sistemi bancari nelle EME hanno effettivamente accusato una carenza di fondi a breve in dollari che ha esacerbato la crisi, ma il problema è stato fronteggiato in taluni casi dalla Federal Reserve con linee di swap bilaterali.

Il dollaro USA è la valuta internazionale predominante

La preoccupazione principale delle autorità monetarie nei periodi di crisi è quella di assicurare la disponibilità di fondi sufficienti nella valuta internazionale, qualunque essa sia. Attualmente questo ruolo è svolto dal dollaro e, in misura assai minore, dall'euro e dal franco svizzero (cfr. il riquadro). L'emergere di una o più monete internazionali dominanti (effettive o virtuali) supplementari non modificherebbe la natura del problema.

L'accesso a una moneta internazionale è necessario nei periodi di crisi

Per le EME tale problema può essere serio. La capacità di una banca centrale di fornire liquidità in una divisa estera è limitata, poiché limitate sono le sue disponibilità in quella moneta. Inoltre, non ci si può attendere che l'emittente di una valuta internazionale offra una garanzia incondizionata di liquidità. Il ricorso a una divisa internazionale quale il diritto speciale di prelievo, basato su un paniere di monete nazionali, non risolverebbe il problema di fondo. Rischia anzi di complicarlo ulteriormente, in quanto i paesi delle monete che compongono il paniere tenderebbero a considerare l'emissione incondizionata dell'unità composita alla stessa stregua dell'emissione incondizionata della propria moneta.

L'emittente di una divisa internazionale potrebbe tuttavia non fornire liquidità sufficiente

Prosegue pertanto la ricerca di una migliore rete di sicurezza finanziaria a livello mondiale e sono al vaglio diverse proposte. Ciò è particolarmente importante, data l'assenza di accordi formali di swap valutari su vasta scala tra le banche centrali delle EME e quelle delle maggiori economie. Un possibile approccio consisterebbe nel modificare la Flexible Credit Line istituita dall'FMI, al fine di renderne più prevedibile l'accesso ed estenderne la durata. Un'alternativa sarebbe l'istituzione di un meccanismo di assicurazione della liquidità in valuta, che abbinerebbe il pagamento di premi a linee di credito preconcordate messe a disposizione dalle principali banche centrali. Infine, un'altra possibilità risiede in soluzioni regionali, quali la Chiang Mai Initiative Multilateralisation e, nei periodi di tensione, gli swap bilaterali di valute non di riserva. Tutti questi meccanismi meritano un ulteriore approfondimento. Vanno risolte importanti questioni quali il modo di affrontare il rischio di *moral hazard* che possono creare e la fattibilità di un accordo su una rete di sicurezza finanziaria mondiale sufficiente a sopportare una situazione di grave crisi in cui occorrerebbe affrontare anche molti altri aspetti.

Le EME sono alla ricerca di alternative

Il ruolo internazionale del dollaro: insegnamenti tratti dalla crisi

Verso la fine del 2008 le turbolenze nei mercati monetari mondiali hanno messo alla prova il ruolo di predominio del dollaro USA nelle negoziazioni a termine di due valute ai margini dell'area dell'euro, il fiorino ungherese e lo zloty polacco. Tale esperimento naturale sulla resilienza della moneta statunitense si è concluso con un rapido ritorno di questo segmento del mercato valutario mondiale al suo profilo precedente. L'episodio mostra che la posizione dominante del dollaro quale mezzo di scambio internazionale è più forte di quanto generalmente ritenuto.

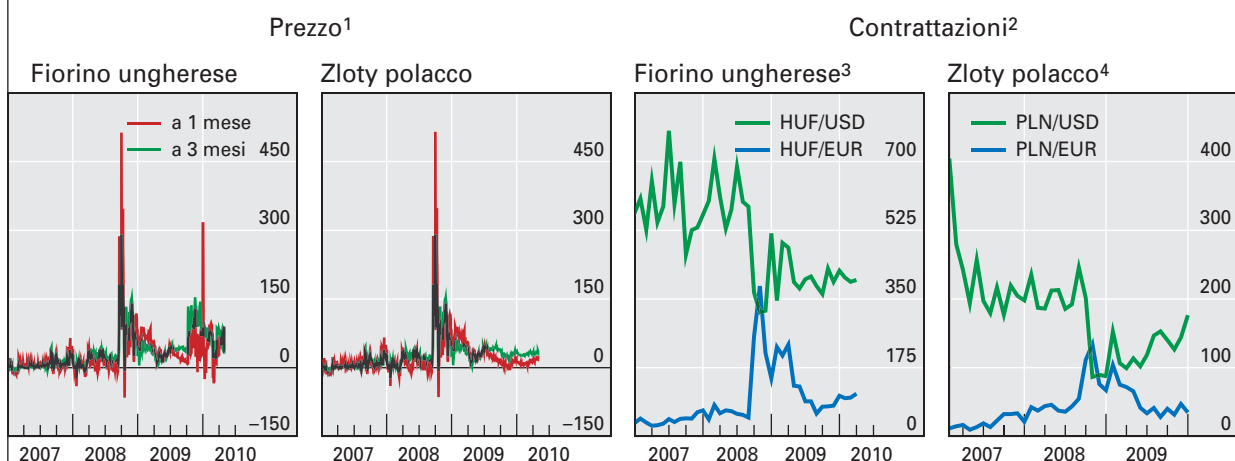
Il contesto di fondo

Durante la crisi finanziaria mondiale le tensioni sui mercati della provvista in dollari si sono propagate rapidamente e con forza agli altri mercati monetari, in parte a causa del ruolo preponderante della moneta statunitense nel mercato degli swap in valuta, dove i fondi in una divisa sono temporaneamente scambiati con fondi in un'altra divisa. Nell'aprile 2007 in questo mercato predominava la coppia dollaro/euro, cui era riconducibile il 28% di tutte le operazioni. Gli scambi di altre valute contro il dollaro costituivano il 64% e quelli con l'euro appena il 6% del totale. Le negoziazioni di swap in dollari erano dieci volte superiori alle altre persino nei mercati valutari dell'Europa centrale, dove invece gli scambi a pronti della moneta nazionale hanno come contropartita principale l'euro. In sintesi, il dollaro sopravanzava di gran lunga le altre divise come mezzo di scambio nel mercato degli swap.

La moneta statunitense non risulta altrettanto dominante in altri impieghi internazionali. Nel mercato obbligazionario internazionale si attesta su livelli di importanza più simili a quelli dell'euro come riserva di valore: le statistiche della BRI e della BCE collocavano il dollaro al 45% e l'euro al 32% a fine 2008. Una spiegazione di questo contrasto è fornita dall'inerzia del mezzo di scambio, poiché la liquidità si concentra in determinati cambi bilaterali. Infatti, solo dopo molto tempo che il livello delle divise dell'Europa centrale risultava più stabile nei confronti dell'euro che nei confronti del dollaro si è iniziato a scambiare tali divise principalmente contro la moneta unica europea nel mercato valutario a pronti.

Oltre alla semplice inerzia, anche le esternalità di rete guidano la scelta del mezzo di scambio. In particolare, se il dollaro è più prontamente scambiabile con altre valute estere, allora vi è convenienza a scambiare la moneta nazionale contro dollari. In base a questa logica, il predominio degli swap nella moneta USA può riaffermarsi anche dopo una grave turbativa che induca gli operatori a sostituire temporaneamente il dollaro con l'euro, mentre l'inerzia da sola può spiegare la persistenza degli swap in dollari, ma non una rinnovata preferenza per gli stessi.

Prezzo e contrattazioni degli swap di dollari ed euro contro fiorini e zloty



¹ Differenza fra i premi di rendimento rispetto al Libor del dollaro USA e dell'euro impliciti negli swap valutari contro le valute indicate; in punti base. ² Turnover degli swap valutari contro dollari USA ed euro. ³ Turnover medio giornaliero delle transazioni in swap segnalate dagli istituti di credito residenti sul mercato valutario ungherese; in miliardi di fiorini ungheresi. ⁴ Turnover mensile totale sul mercato valutario polacco, in miliardi di zloty.

Fonti: Magyar Nemzeti Bank; Narodowy Bank Polski; Reuters.

Grafico IV.A

L'esperienza naturale

Nell'aprile 2007 solo alcune valute, tra cui il fiorino ungherese e lo zloty polacco, potevano vantare un mercato ben sviluppato degli swap sia in dollari sia in euro. Grazie ai dati mensili raccolti dalle banche centrali di Polonia e Ungheria, è possibile far luce sulle dinamiche del mercato nel periodo successivo al tracollo di Lehman Brothers nel settembre 2008. Come già rilevato, prima della crisi la valuta di elezione per gli swap su entrambi i mercati era il dollaro. Allorché la carenza di questa moneta si è acuita nel settembre e ottobre 2008, i tassi di interesse sul dollaro impliciti nei contratti di swap sono saliti al di sopra dei corrispondenti tassi sull'euro. Gli operatori in cambi di Polonia e Ungheria hanno quindi privilegiato l'euro a scapito del dollaro come contropartita per i contratti di swap nella propria moneta. Quando le massicce operazioni di swap condotte dalla Federal Reserve hanno fornito finanziamenti in dollari alle banche europee, il premio sulla divisa statunitense si è ridotto e a distanza di un anno gli operatori sono tornati a scambiare la moneta nazionale prevalentemente contro dollari (grafico IV.A).

La struttura del mercato del franco svizzero potrebbe fornire la chiave per spiegare il ritorno al dollaro dei mercati degli swap polacco e ungherese. Poiché buona parte dei crediti erogati in Polonia e Ungheria è denominata in franchi svizzeri, le banche locali devono in ultima istanza trasformare in questa valuta – e non in euro o in dollari – la liquidità in moneta locale. Ad aprile 2007 il valore delle operazioni a pronti aventi per oggetto la coppia franco/euro (\$33 miliardi) si avvicinava a quello delle operazioni sulla coppia franco/dollaro (\$49 miliardi). Nel mercato degli swap il valore degli scambi di franchi contro euro era invece di gran lunga inferiore (\$15 miliardi, contro \$81 miliardi per la coppia franco/dollaro). Se in circostanze normali il franco svizzero può essere convertito più facilmente in dollari che in euro, è comprensibile che all'indomani della crisi gli operatori polacchi e ungheresi siano tornati a scambiare la moneta locale contro dollari.

Nel contesto delle discussioni sul futuro del dollaro come riserva di valore, il suo ritorno al vertice nel mercato degli swap di Polonia e Ungheria ne illustra la resilienza come mezzo di scambio. Tale resilienza è dovuta a fattori che trascendono la semplice inerzia e che affondano le loro radici nei complessi collegamenti tra le banche operanti sui mercati internazionali, l'attività di credito transfrontaliera e la gestione multivalutaria della liquidità. Queste osservazioni pratiche sull'attuale funzionamento dei mercati dovrebbero essere tenute in debita considerazione nel dibattito sulle modifiche del sistema monetario internazionale.

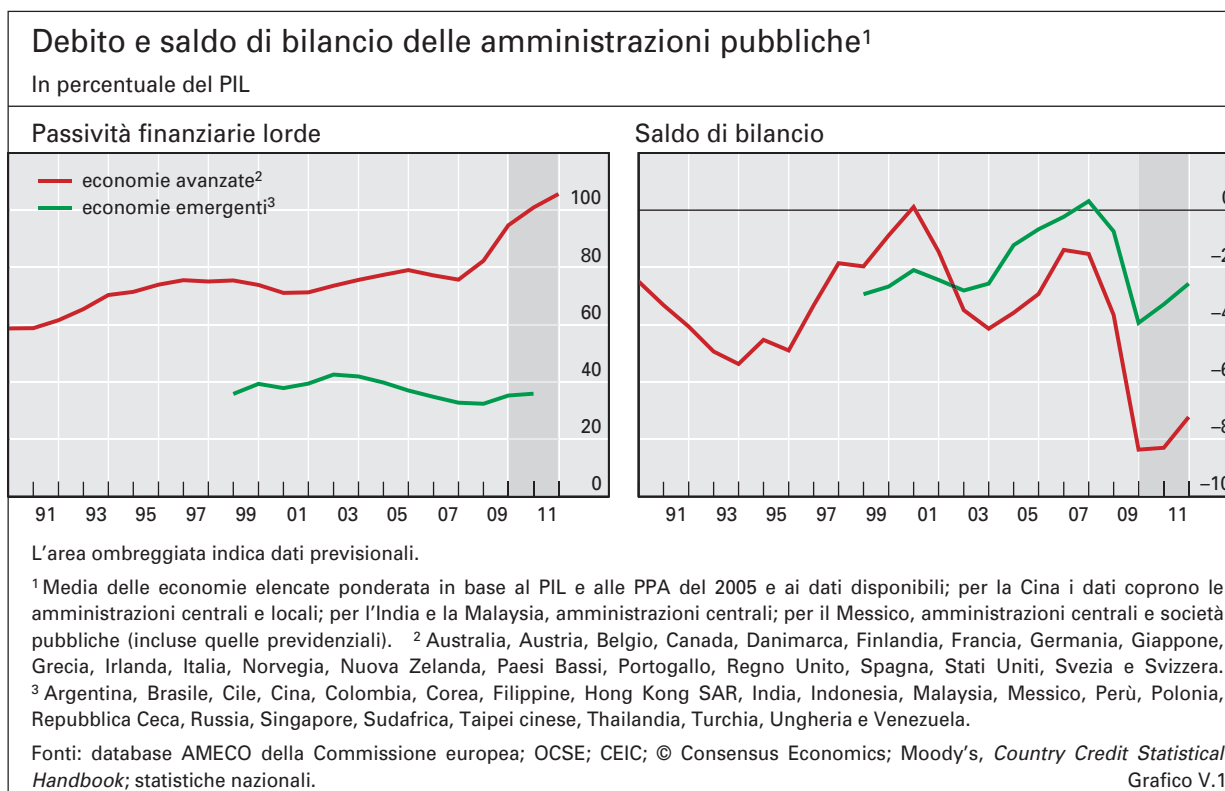
Sintesi

Sebbene la loro situazione economica sia notevolmente migliorata, le EME sono tuttora alle prese con importanti dilemmi sul piano delle politiche. Il recupero della crescita e degli afflussi di capitali pone nuovamente le autorità di fronte alle stesse, familiari pressioni (inflazione, rapida espansione del credito, apprezzamento della moneta ed esuberanza dei prezzi delle attività) che avevano dovuto affrontare prima della crisi. Qualora gli afflussi di capitali dovessero accelerare, potrebbero continuare ad accumularsi squilibri macroeconomici. Il tentativo di contenere gli afflussi ripristinando interventi massicci sui mercati valutari comporta rischi per il sistema finanziario. In alternativa, le misure macroprudenziali possono concorrere a limitare le esposizioni in termini di valuta o di scadenza derivanti dagli afflussi per investimenti in titoli di debito, nonché arginare le conseguenze avverse dell'espansione creditizia. Tuttavia, esse non suppliscono a un inasprimento monetario e a una maggiore flessibilità del cambio come strumenti per promuovere un ordinato e duraturo aggiustamento interno ed esterno. Al tempo stesso si rendono necessari ulteriori sforzi per accrescere la resilienza del sistema monetario internazionale.

V. Sostenibilità delle finanze pubbliche nei paesi industriali: rischi e sfide

Le eccezionali misure di salvataggio e le politiche di bilancio espansive attuate in risposta alla crisi finanziaria, congiuntamente alla notevole contrazione dei redditi nazionali, hanno causato un grave deterioramento delle finanze pubbliche nei paesi industriali (grafico V.1). Si prevede che il debito pubblico aggregato delle economie avanzate salga dal 76% del PIL nel 2007 a oltre il 100% nel 2011, un livello che non ha precedenti negli ultimi decenni. Per giunta, non è ancora chiaro quale sarà il costo complessivo del risanamento dei bilanci delle società finanziarie, soprattutto alla luce della loro perdurante vulnerabilità a shock avversi. E oltre il 2011 su molti paesi industriali incombono gli oneri pensionistici e sanitari elevati e in aumento connessi con l'invecchiamento della popolazione. Se non saranno affrontati in modo tempestivo ed efficace, tali oneri possono condurre a un'espansione crescente dei disavanzi di bilancio e del debito pubblico.

In complesso, le economie di mercato emergenti (EME) hanno affrontato la crisi con posizioni di bilancio piuttosto solide e ne sono uscite relativamente indenni (grafico V.1). Pertanto, il loro debito pubblico aggregato, pari al 35% circa del PIL a fine 2009, rimane contenuto in confronto a quello delle economie avanzate e non pare destinato a subire forti incrementi. La situazione differisce tuttavia in misura notevole a seconda dei casi, e diversi paesi emergenti sono



impegnati a riportare i disavanzi di bilancio su livelli sostenibili. Numerose EME devono anch'esse fronteggiare i problemi di lungo periodo legati all'invecchiamento demografico, problemi che tenderanno ad aggravarsi nella misura in cui vorranno ampliare o migliorare i servizi pubblici essenziali offerti a segmenti più ampi della popolazione. Tali problematiche sono trattate brevemente nel riquadro a pagina 68.

I livelli elevati e crescenti del debito pubblico comportano notevoli rischi per l'economia internazionale. Come dimostra la recente crisi debitoria europea, i timori di insolvenza sovrana possono causare un forte aumento dei tassi di interesse, che rischia di aggravare ulteriormente la fragilità finanziaria e di compromettere la nascente ripresa. L'adozione, in maggio, di misure di sostegno senza precedenti da parte degli Stati europei, dell'FMI e della BCE ha contribuito a stabilizzare i mercati finanziari, ma permangono timori riguardo alla sostenibilità fiscale di lungo periodo in Grecia e in diversi altri paesi europei. Il rischio è che tali timori si accentuino e colpiscano anche altre economie se i governi non agiranno in maniera risoluta per correggere i propri squilibri di bilancio. Inoltre, nel più lungo periodo un debito pubblico in costante aumento può rendere le economie più vulnerabili di fronte a shock avversi, ridurre il loro potenziale di crescita a lungo termine e mettere a repentaglio la stabilità monetaria.

Di fatto, il più severo scrutinio delle posizioni fiscali da parte degli investitori ha già indotto diverse economie avanzate a introdurre nuove o più incisive misure di risanamento, le quali dovrebbero facilitare una riduzione più rapida dei disavanzi di bilancio rispetto a quanto previsto all'inizio del 2010. Gli sforzi volti a ridimensionare gli squilibri dovrebbero però essere accompagnati da riforme che assicurino la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche, prevedendo misure idonee a incrementare la produttività e la crescita potenziale futura, oltretutto a contenere la progressione della spesa legata all'età. Posto che tali misure siano attuate dai paesi industriali con la dovuta determinazione, i loro potenziali effetti negativi a breve termine sulla dinamica del prodotto saranno più che compensati dai benefici derivanti da tassi di interesse più bassi e stabili, un sistema finanziario meno fragile e migliori prospettive di crescita economica.

La parte restante di questo capitolo analizza gli squilibri fiscali di breve e lungo periodo che caratterizzano i paesi industriali, nonché le loro potenziali implicazioni per l'economia.

Evoluzione e prospettive a breve termine del debito pubblico

La presenza di elevati livelli del debito pubblico non è un fatto nuovo nei paesi industriali. Ad esempio, all'indomani della seconda guerra mondiale il debito pubblico in rapporto al PIL raggiunse il 120% circa negli Stati Uniti e il 275% nel Regno Unito. In questi due paesi, dove si prevede che tale indice superi la soglia del 90% nel 2011, il recente ritmo di crescita del debito è paragonabile solo a quello osservato durante le due guerre mondiali (grafico V.2, diagramma di sinistra). Quel che è peggio, in molti paesi l'attuale incremento indotto dalla crisi si è innestato su un'erosione tendenziale della posizione di bilancio. In

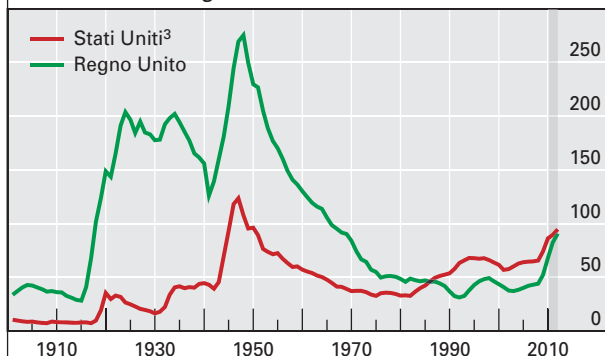
Il debito pubblico si colloca su livelli senza precedenti nel dopoguerra

Il debito era in crescita già prima della crisi

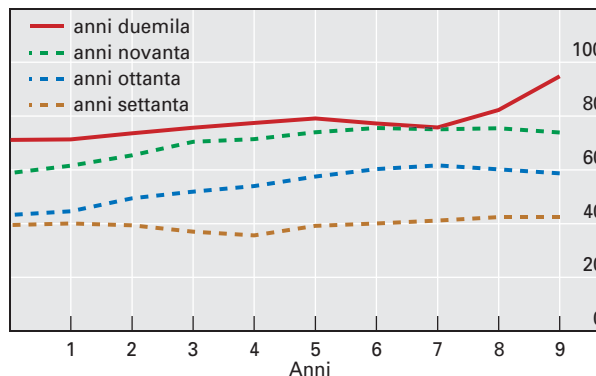
Debito pubblico¹

In percentuale del PIL

Stati Uniti e Regno Unito²



Economie industriali⁴



¹ Passività finanziarie lorde delle amministrazioni pubbliche. ² L'area ombreggiata indica le previsioni dell'OCSE. ³ Debito delle amministrazioni centrali. ⁴ Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005 e ai dati disponibili di Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Italia, Norvegia, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera.

Fonti: B. Mitchell, *British historical statistics*, Cambridge University Press, 1988; database AMECO della Commissione europea; OCSE; Office for National Statistics del Regno Unito, *Economic Trends Annual Supplement*; statistiche nazionali. Grafico V.2

effetti, dagli anni settanta al 2007 il rapporto debito/PIL nei paesi industriali è progressivamente salito in media dal 40 al 76% (grafico V.2, diagramma di destra). Lo squilibrio cronico fra le entrate e gli impegni di spesa (specie quella correlata all'età) evidenzia come, seppure in vario grado a seconda dei paesi, le finanze pubbliche si trovassero su una traiettoria insostenibile già prima dell'inizio della recente crisi finanziaria.

L'aumento varia notevolmente a seconda dei paesi

Si stima che a fine 2011 il rapporto debito pubblico/PIL nei paesi industriali sarà mediamente superiore di circa 30 punti percentuali (ovvero di due quinti circa) al livello del 2007. L'incremento sarà però ancora maggiore nel caso dei paesi più duramente colpiti dalla crisi: si prevede che tra fine 2007 e fine 2011 il rapporto salga di oltre la metà negli Stati Uniti e di quattro quinti in Spagna; esso dovrebbe pressoché raddoppiare nel Regno Unito e triplicare in Irlanda (tabella V.1).

Il debito pubblico continuerà a crescere ...

È improbabile che la recente espansione del debito pubblico subisca una rapida battuta d'arresto, e ciò per varie ragioni. In primo luogo, i disavanzi ciclici indotti dalla congiuntura negativa – netta contrazione delle entrate tributarie e dilatazione di alcune voci di spesa (soprattutto a sostegno dei redditi) – sono verosimilmente destinati a non scomparire in tempi brevi poiché, come mostrano le attuali proiezioni, la ripresa economica sarà lenta.

... dato il probabile persistere di ampi disavanzi

La seconda ragione è che i deficit attualmente previsti per il 2010 e 2011 sono destinati in gran parte a perdurare pur in presenza di una ripresa dell'economia. Si ritiene che in molti paesi la crisi finanziaria abbia ridotto in modo permanente il livello del prodotto potenziale futuro e di conseguenza anche la base imponibile¹. Inoltre, in alcuni paesi (segnatamente Irlanda, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti) il forte aumento del gettito fiscale prima

Il calo del prodotto potenziale comporta minori entrate tributarie

¹ Per l'area OCSE si stima che, conseguentemente alla perdita permanente di prodotto potenziale, negli anni 2009-11 il gettito fiscale in rapporto al PIL sarà inferiore di oltre 1 punto percentuale alla media 2000-07. Cfr. OCSE, *Economic policy reforms: going for growth 2010*, marzo 2010.

Situazione e prospettive delle finanze pubbliche in alcune economie avanzate ¹									
	Saldo di bilancio			Saldo strutturale ²			Debito pubblico		
	In percentuale del PIL								
	2007	2010	2011	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Austria	-0,5	-4,7	-4,6	-1,1	-3,1	-3,2	62	74	77
Francia	-2,7	-7,8	-6,9	-3,0	-5,7	-5,2	70	94	99
Germania	0,2	-5,4	-4,5	-0,4	-3,7	-3,1	65	81	84
Giappone	-2,4	-7,6	-8,3	-3,0	-6,6	-7,6	167	199	205
Grecia	-5,4	-8,1	-7,1	-5,8	-4,6	-2,4	104	129	139
Irlanda	0,1	-11,7	-10,8	-1,3	-8,0	-8,3	28	83	92
Italia	-1,5	-5,2	-5,0	-2,2	-2,4	-2,8	112	132	135
Paesi Bassi	0,2	-6,4	-5,4	-0,3	-4,4	-3,7	52	75	79
Portogallo	-2,7	-7,4	-5,6	-2,6	-5,8	-4,3	71	95	99
Regno Unito	-2,7	-11,5	-10,3	-3,4	-8,6	-7,8	47	82	91
Spagna	1,9	-9,4	-7,0	1,6	-6,6	-4,6	42	73	78
Stati Uniti	-2,8	-10,7	-8,9	-3,1	-9,3	-8,0	62	90	95
<i>Per memoria³:</i>									
<i>Asia emergente⁴</i>	0,1	-3,1	-2,6	...	...	...	33	36	...
<i>Europa centrale⁵</i>	-2,2	-6,0	-5,0	...	...	...	45	55	59
<i>America latina⁶</i>	-0,5	-2,3	-1,9	...	...	...	39	40	...

¹ Amministrazioni pubbliche; per la Cina, amministrazioni centrali e locali; per India e Malaysia, amministrazioni centrali; per il Messico, amministrazioni centrali e società pubbliche (incluse quelle previdenziali); per il 2010-11, previsioni. ² Saldo di bilancio depurato della componente ciclica. ³ Media delle economie elencate, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. ⁴ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ⁵ Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria. ⁶ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela.

Fonti: database AMECO della Commissione europea; OCSE; CEIC; © Consensus Economics; Moody's, *Country Credit Statistical Handbook*; statistiche nazionali.

Tabella V.1

della crisi era in parte collegato a un insostenibile boom dei settori delle costruzioni e dei servizi finanziari. Poiché è improbabile che il prodotto di questi settori ritorni presto ai livelli precedenti la crisi, lo stesso varrà per le imposte da essi generate. Vi è inoltre da attendersi che per vari anni i governi debbano erogare maggiori sussidi di disoccupazione, dato l'incremento del numero dei disoccupati di lunga durata.

La terza ragione è l'incertezza circa i tempi e la portata del rientro dalle straordinarie misure discrezionali attuate in diversi paesi per sostenere la domanda aggregata. La recente crisi debitoria ha costretto alcuni paesi dell'Europa meridionale ad annunciare provvedimenti intesi a ridurre i disavanzi strutturali più rapidamente del previsto, ma ci si può chiedere se anche i paesi industriali maggiori rimuoveranno lo stimolo fiscale prima che la crescita e l'occupazione tornino a livelli più accettabili. L'esperienza storica nelle economie industriali indica che i disavanzi primari strutturali (al netto degli esborsi per interessi e depurati della componente ciclica delle entrate e delle uscite) tendono a essere corretti solo lentamente².

Infine, è tuttora incerto il costo finale del risanamento del sistema finanziario. In vari paesi le banche restano fragili ed esposte a mercati finanziari

Resta incerto il rientro dalle misure discrezionali straordinarie

Non si conosce il costo finale del risanamento del sistema finanziario

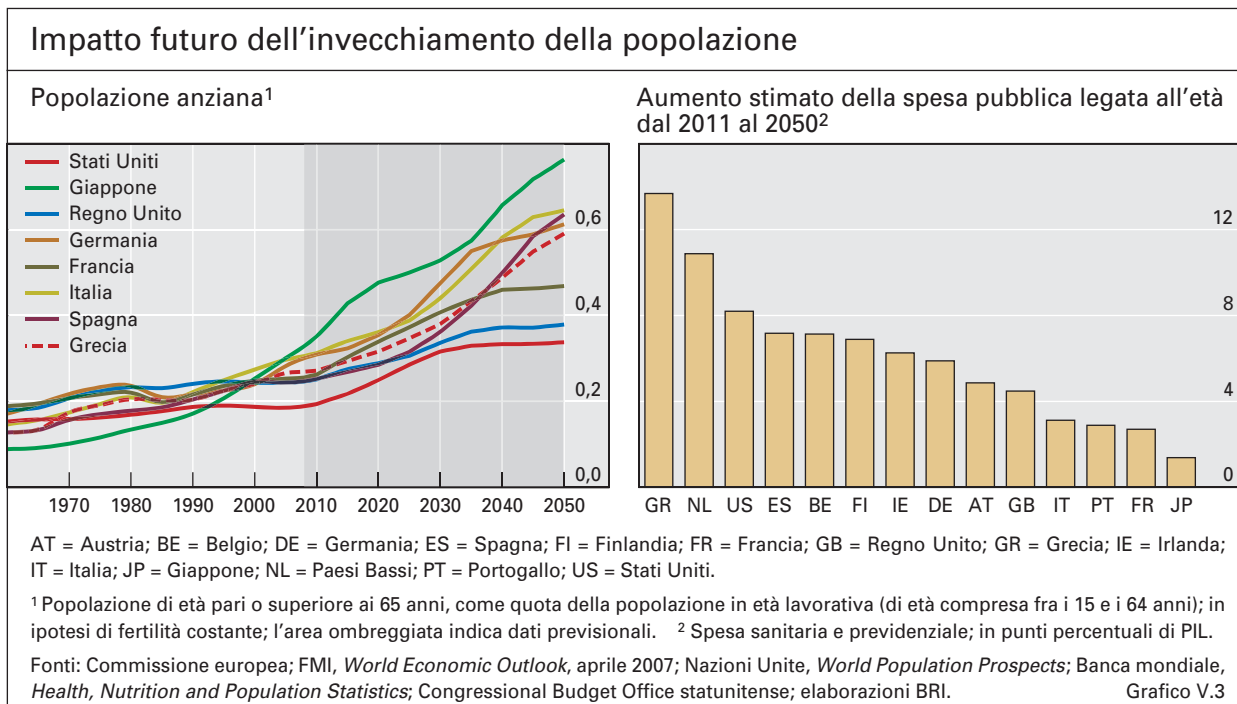
² Cfr. S. Cecchetti, M. S. Mohanty e F. Zampolli, "The future of public debt: prospects and implications", *BIS Working Papers*, n. 300, marzo 2010.

volatili e a un deterioramento del mercato degli immobili commerciali (Capitolo II)³.

In quale misura e per quanto tempo ancora cresceranno i rapporti debito pubblico/PIL sono fattori che dipendono non soltanto dalle future decisioni riguardo alle imposte e alle uscite primarie (ossia al netto degli interessi sulle passività in essere), ma anche dall'andamento futuro del PIL e dei tassi di interesse in termini reali. A questo riguardo va detto che le prospettive di crescita di molti paesi industriali appaiono tutt'al più deboli e i tassi di interesse reali sono verosimilmente destinati a salire.

Purtroppo, gli ampi disavanzi di bilancio previsti a breve termine non costituiscono l'unica fonte di preoccupazione. I governi delle economie avanzate interessate da un netto incremento del rapporto fra popolazione anziana e popolazione in età lavorativa (grafico V.3, diagramma di sinistra) sono posti di fronte a un'altra sfida sul piano fiscale, ossia quella di contenere e finanziare nel medio-lungo periodo gli oneri in aumento dell'assistenza sanitaria e delle pensioni di vecchiaia. Alcune di queste economie devono altresì fare i conti con una più lenta crescita del prodotto potenziale, che complicherà ulteriormente tale finanziamento. I sistemi sanitari e pensionistici differiscono a seconda dei paesi, e in taluni casi si è già intrapresa una loro riforma nell'intento di limitare la crescita degli esborsi. Pertanto, paesi con analoghe dinamiche attese del rapporto fra anziani e popolazione attiva

I disavanzi di bilancio attuali sottostimano il problema ...



³ Secondo le stime dell'FMI, il volume di risorse impegnate finora a sostegno del settore finanziario nelle economie avanzate (iniezioni di capitale, acquisizioni di attività e prestiti del Tesoro) è stato pari al 6,2% del PIL nel 2009, di cui solo il 3,5% risulta ad oggi utilizzato. Si tratta di un ammontare relativamente modesto se comparato con il costo diretto medio dei programmi di salvataggio attuati in occasione di passate crisi. Tuttavia, dietro a queste cifre aggregate potrebbe celarsi una situazione più grave in alcuni dei paesi maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria. Ad esempio, il Regno Unito e gli Stati Uniti hanno destinato alle misure di sostegno fondi pari rispettivamente all'11,9 e al 7,4% del PIL nel 2009, finora utilizzati per il 6,6 e 4,9% del PIL. Cfr. FMI, *Fiscal Monitor: Navigating the fiscal challenges ahead*, maggio 2010.

Prospettive delle finanze pubbliche nelle economie emergenti

È probabile che negli anni a venire le economie di mercato emergenti (EME) dovranno anch'esse fronteggiare problemi di carattere fiscale. A prima vista la loro situazione complessiva appare gestibile. In effetti, diversamente dai paesi industriali, si prevede che il rapporto debito pubblico/PIL nell'insieme delle EME vari di assai poco rispetto al livello precrisi di circa il 35%. Anche la rapida crescita del prodotto registrata da molte EME corrobora la speranza che gli indici di indebitamento non crescano così rapidamente come nei paesi industriali. In aggiunta, l'elevato rendimento degli investimenti pubblici che generalmente connota le EME può contribuire a sostenere un debito più elevato a condizione che questo non finanzi consumi superflui.

Tuttavia, la posizione di bilancio aggregata delle EME cela importanti differenze a livello di singoli paesi. Ad esempio il rapporto debito pubblico/PIL di alcune economie come India e Ungheria, che risultava prossimo o superiore all'80% a fine 2009, rimane elevato. Più in generale, continuano a sussistere alcuni dei fattori che hanno reso le EME meno capaci di sopportare livelli di indebitamento analoghi a quelli delle economie più avanzate.

In primo luogo, la minore credibilità delle EME sul piano dell'inflazione fa sì che i governi debbano ricorrere in misura maggiore a crediti in valuta estera per finanziare i disavanzi di bilancio, il che li espone alle fluttuazioni del valore esterno delle rispettive monete e a improvvisi deflussi di capitali. Ad esempio, nel 2009 in Indonesia, Ungheria e Polonia la quota delle passività in valuta estera sul debito pubblico totale ammontava rispettivamente al 63, 58 e 40%. Al contrario, Brasile e India, che figurano fra le EME con il debito più elevato, finanziano i propri disavanzi principalmente con risorse interne.

In secondo luogo, nelle EME la base imponibile (e quindi il rapporto fra entrate tributarie e PIL) è generalmente più ristretta e difficilmente ampliabile, dato il minore livello di urbanizzazione e di sviluppo. Ad esempio, tale rapporto è inferiore al 25% in molte EME dell'Asia, rispetto a una media di circa il 38% nel 2008 per i paesi OCSE. In terzo luogo, le EME sono solitamente più vulnerabili a shock negativi del commercio internazionale e dei mercati finanziari. Oggi un grosso timore è che un eventuale aggravamento dei problemi di bilancio nelle economie avanzate possa propagarsi alle EME attraverso una più debole domanda di esportazioni, una maggiore avversione al rischio degli investitori e un deterioramento delle condizioni creditizie. Infine, in alcune EME la politica di bilancio rimane molto espansiva, contribuendo ad alimentare episodi di boom dei prezzi delle attività che potrebbero rivelarsi insostenibili. Ad esempio, in Cina gli ingenti programmi di stimolo fiscale si sono di recente accompagnati a una rapida espansione del credito bancario che comporta notevoli rischi per l'economia e il sistema finanziario.

In aggiunta ai problemi tradizionali, diverse EME devono far fronte a un rapido invecchiamento della popolazione e a una crescente domanda di prestazioni sociali. L'ampliamento della rete di sicurezza sociale è desiderabile non solo di per sé, ma anche in considerazione della necessità di ridurre l'elevato risparmio nazionale in alcuni paesi e quindi gli squilibri internazionali di parte corrente. Tale ampliamento non dovrà tuttavia pregiudicare la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche.

non sono necessariamente confrontati a incrementi analoghi della spesa pubblica correlata all'età. Ad esempio, sulla base dei sistemi attuali, si prevede che nel periodo 2011-50 tali esborsi siano destinati ad aumentare in rapporto al PIL di vari punti percentuali in Germania, Grecia, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti, e in misura invece più modesta in Francia, Giappone e Italia (grafico V.3, diagramma di destra).

... poiché la spesa correlata all'età è destinata ad aumentare

Proiezioni a lungo termine del debito pubblico

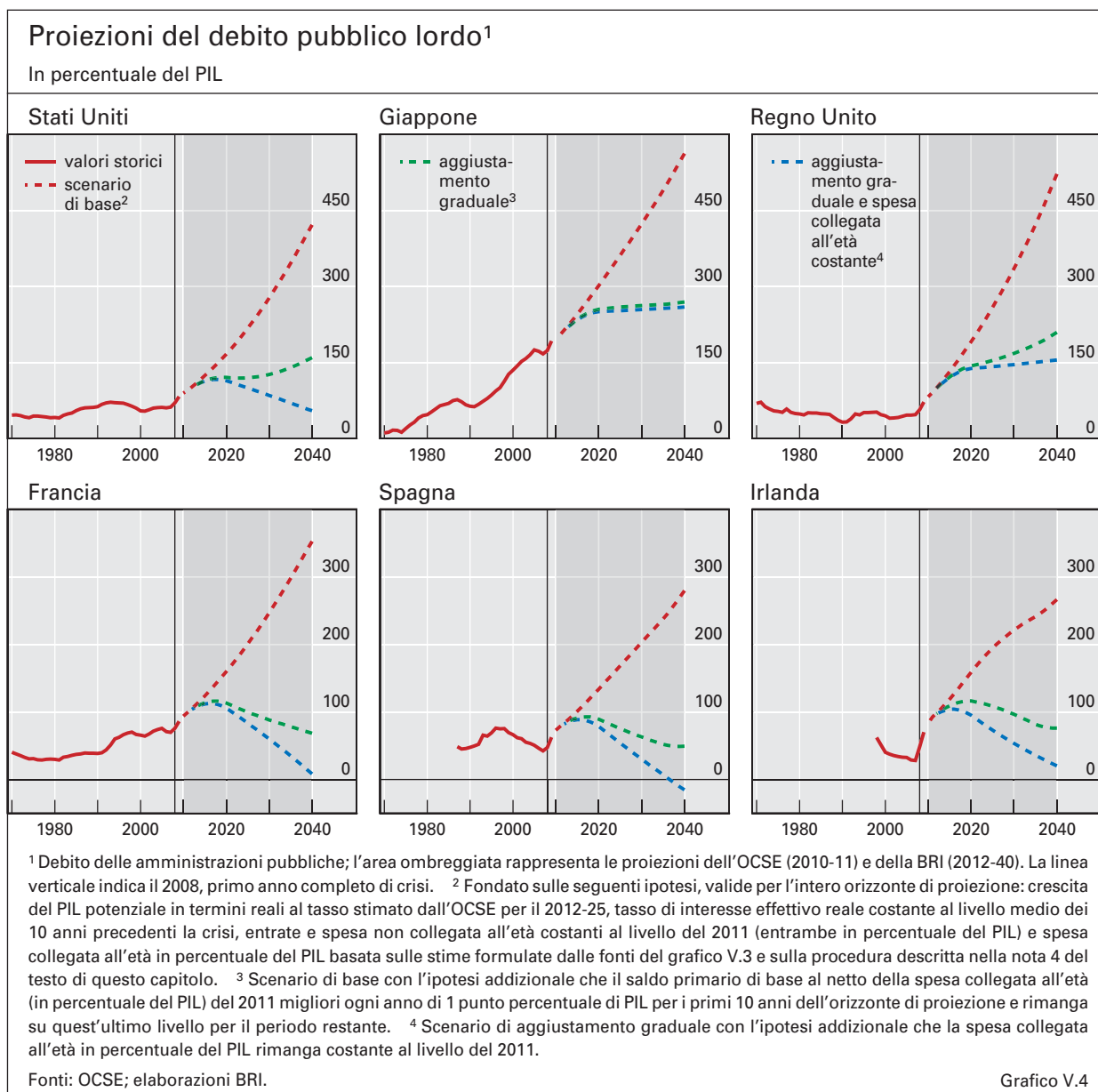
La gravità del problema che si pone ai paesi industriali è illustrata dalle proiezioni a lungo termine del rapporto debito/PIL in alcune economie nell'arco temporale 2010-40 (grafico V.4). Le proiezioni per i primi due anni

Proiezioni del debito pubblico fino al 2040

(2010 e 2011) corrispondono ai dati riportati nella tabella V.1; a partire dal 2012 le proiezioni prescindono dalle variazioni di breve periodo del prodotto e dei tassi di interesse. Pertanto, esse vanno considerate come linee di tendenza attorno alle quali gli indici effettivi possono oscillare. Sono inoltre formulate alcune ipotesi semplificative. Primo, si presume che il tasso di interesse reale effettivo pagato sul debito sia pari a quello medio del decennio anteriore alla crisi (1998-2007). Secondo, si presume che il PIL reale cresca al ritmo potenziale stimato dall'OCSE per il periodo 2012-25. Infine, non sono considerate le eventuali interazioni fra prodotto, tassi di interesse e politica di bilancio.

Tre scenari illustrativi

Nel primo scenario (denominato "di base" nel grafico V.4) durante il periodo 2012-40 le entrate e gli esborsi non correlati all'età della popolazione restano costanti in rapporto al PIL sui livelli previsti dall'OCSE per il 2011, mentre il tasso di incremento della spesa collegata all'età è tale da far



coincidere l'aumento cumulato fino al 2040 con le stime fornite dalle fonti utilizzate nel grafico V.3⁴. Questo scenario prefigura che il disavanzo ciclico persista per alcuni anni. Man mano che si procede lungo l'orizzonte previsivo lo scenario diviene sempre più irrealistico. Presto o tardi qualcosa dovrà accadere affinché il debito non esploda: o i governi adotteranno misure correttive di loro iniziativa, o saranno costretti ad agire allorché i premi per il rischio sovrano raggiungeranno livelli insostenibili.

Il debito pubblico proseguirà su una traiettoria insostenibile ...

Il secondo e terzo scenario sono simulazioni di due possibili linee di azione correttiva. Nel secondo (denominato "aggiustamento graduale") si ipotizza che il saldo di bilancio primario (entrate meno uscite al netto degli interessi sul debito in essere), esclusa la spesa collegata all'età, migliori in rapporto al PIL di 1 punto percentuale ogni anno nell'arco di 10 anni, con una variazione totale di 10 punti (ampia secondo i parametri storici), per poi rimanere costante al nuovo livello per il restante periodo della proiezione. Nel terzo scenario ("aggiustamento graduale e spesa collegata all'età costante") il miglioramento di 10 punti percentuali è associato all'ipotesi che durante l'intero periodo le uscite correlate all'età rimangano invariate in rapporto al PIL, al livello previsto dall'OCSE per il 2011.

Il graduale miglioramento del saldo primario contemplato dal secondo scenario riesce, nell'arco di un decennio circa, a ricondurre il rapporto debito/PIL su una traiettoria in costante calo in Francia, Irlanda e Spagna, ma non in Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. In quest'ultimo paese il rapporto debito/PIL verrebbe stabilizzato solo fino al 2025, dopodiché riprenderebbe a crescere sotto la pressione degli accresciuti esborsi correlati all'età della popolazione. In Giappone e nel Regno Unito il rapporto non si stabilizza, ma la sua crescita viene rallentata. Lo scenario considerato suggerisce pertanto che, nella realtà, in alcuni dei paesi con le dinamiche più sfavorevoli del debito l'aggiustamento del bilancio primario potrebbe risultare più consistente o essere effettuato in misura maggiore in anticipo rispetto a quanto ipotizzato nelle proiezioni.

... se non saranno corretti gli ampi disavanzi ...

Combinato al miglioramento del saldo primario, il congelamento della spesa correlata all'età in rapporto al PIL determina un calo più rapido dell'indice debito/PIL o una sua più lenta crescita. Può essere alquanto irrealistico ipotizzare che l'aumento delle uscite correlate all'età non superi quello del PIL durante l'intero orizzonte della proiezione. Nondimeno, l'esercizio mostra come in diversi paesi un'azione tempestiva volta a contenere i futuri esborsi di questo tipo o a finanziarli mediante imposte addizionali e altre misure (trattate di seguito) potrebbe migliorare sensibilmente la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio periodo. Il fatto che in alcuni paesi il rapporto debito/PIL scenda a livelli molto bassi verso la fine del periodo di simulazione indica che la correzione di bilancio in questi paesi potrebbe essere minore di quanto ipotizzato nello scenario.

... e non sarà contenuta la spesa correlata all'età

⁴ La Commissione europea ha elaborato proiezioni per la spesa collegata all'età nel periodo 2008-60; cfr. "2009 ageing report: economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)", versione preliminare, *European Economy*, n. 2, 2009, e "European economic forecasts", autunno 2009, *European Economy*, n. 10, 2009. Utilizzando tali proiezioni è stata interpolata una serie annuale per l'evoluzione della spesa collegata all'età dal 2012 al 2040.

Conseguenze dell'elevato livello del debito

L'esperienza storica e solide argomentazioni economiche mettono in evidenza i pericoli di un forte e rapido accumulo di debito pubblico. Un siffatto disequilibrio delle finanze pone a repentaglio la solvibilità degli Stati, deprime la crescita potenziale e abbassa il tenore di vita. Esso pregiudica altresì la capacità delle autorità monetarie di controllare l'inflazione.

Rischi di insolvenza sovrana

Se si prescinde dalla Germania e dal Giappone all'indomani della seconda guerra mondiale, nessun paese industriale si è mai reso insolvente dal 1945 a oggi. Tuttavia, guardando più indietro nel tempo si osserva come forti aumenti del debito pubblico (spesso sulla scia di crisi bancarie) siano stati in genere seguiti da episodi di alta inflazione e da un maggior numero di insolvenze sovrane anche tra le economie allora più avanzate. Di solito i paesi hanno scelto di subire le conseguenze di una insolvenza sul debito sovrano o di una sua ristrutturazione allorché le turbative finanziarie o di altro tipo derivanti dall'inflazione erano giudicate persino peggiori⁵.

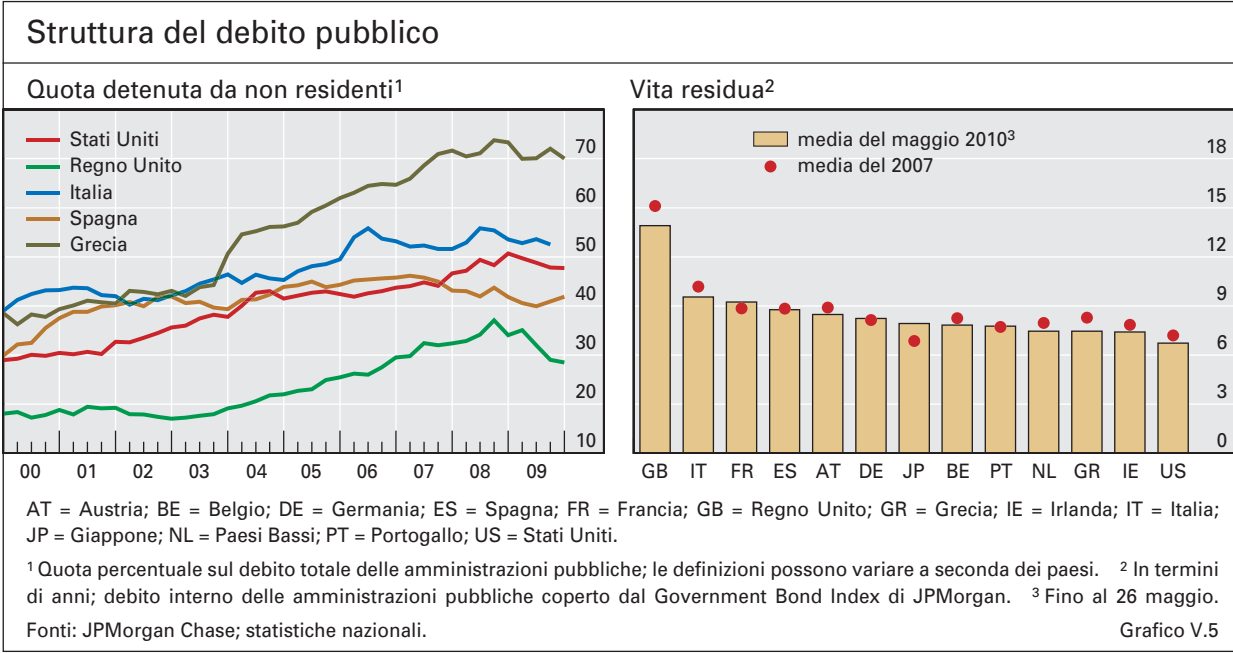
Di recente lo spettro dell'insolvenza sovrana ha fatto la sua ricomparsa nell'Europa meridionale. La Grecia, di fronte alla spirale ascendente dei rendimenti obbligazionari, ha dovuto sollecitare l'aiuto finanziario esterno per poter continuare a rifinanziare il proprio debito. Una combinazione di fattori – debolissime prospettive di crescita, alti tassi di disoccupazione, costante erosione della competitività internazionale e scarsa trasparenza dei conti pubblici – aveva causato una protratta erosione della fiducia degli investitori nel merito di credito dell'emittente pubblico. Il calo della fiducia si è intensificato quando è divenuto palese che gli altri paesi europei stentavano ad accordarsi sulla portata e sulla condizionalità del sostegno finanziario. I premi per il rischio sul debito della Grecia hanno così subito una brusca impennata, esponendo gli istituti finanziari di vari paesi a ingenti perdite potenziali e il settore privato a un inasprimento delle condizioni creditizie.

Mentre veniva finalizzato il piano di salvataggio per la Grecia, la crisi è parsa volgere al peggio quando hanno cominciato a salire bruscamente anche i rendimenti sui titoli sovrani di altri paesi, in particolare Spagna e Portogallo. Pur godendo di una posizione fiscale migliore rispetto alla Grecia, questi due paesi sono parimenti afflitti da deboli prospettive di crescita economica e da ampi disavanzi correnti che non possono compensare attraverso il deprezzamento del cambio o un'espansione monetaria. Le nuove misure di sostegno annunciate in maggio dai governi europei, dall'FMI e dalla BCE sono riuscite a calmare i timori del mercato, almeno temporaneamente, concedendo ai governi un certo lasso di tempo per adottare i provvedimenti necessari al consolidamento delle finanze pubbliche e al miglioramento delle prospettive di crescita economica.

⁵ Cfr. C. Reinhart e K. Rogoff, "From financial crash to debt crisis", *NBER Working Papers*, n. 15795, marzo 2010; C. Reinhart e K. Rogoff, "The forgotten history of domestic debt", *NBER Working Papers*, n. 13946, aprile 2008.

L'insolvenza di paesi industriali non è un fenomeno sconosciuto ...

... e la sua probabilità è oggi aumentata



La recente crisi europea mostra altresì come il rischio che si sviluppino dinamiche avverse del debito sia maggiore nei paesi con un basso saggio di risparmio in rapporto agli investimenti, che quindi dipendono in parte dagli afflussi di capitali esteri per finanziare i disavanzi pubblici. Attualmente i residenti esteri detengono una parte cospicua del debito pubblico di molti paesi industriali, fra cui in particolare Grecia, Italia e Stati Uniti (grafico V.5, diagramma di sinistra).

I paesi sono più vulnerabili allorché dipendono dai flussi di capitali esteri ...

Inoltre, il rischio di una crisi del debito è chiaramente maggiore laddove un paese deve rifinanziare ogni anno una quota elevata delle proprie passività. Quando diminuisce la domanda di titoli a lungo termine, i governi possono essere costretti a finanziarsi in misura crescente a breve, causando un accorciamento costante della scadenza media del debito pubblico. In Italia, ad esempio, quest'ultima scese da circa sette anni nel 1973 ad appena un anno nel 1982, rendendo all'epoca il paese più vulnerabile a una crisi debitoria. Oggi la scadenza media del debito in molti paesi industriali è relativamente lunga, ma potrebbe riprendere ad accorciarsi qualora gli investitori giudicassero troppo rischioso l'investimento a lungo termine (grafico V.5, diagramma di destra).

... e dal finanziamento a breve termine

Conseguenze macroeconomiche

Quand'anche si possano evitare dinamiche avverse del debito, tre fattori che si accompagnano a livelli elevati di indebitamento pubblico rischiano di causare con il tempo una riduzione del potenziale di crescita economica e un abbassamento del tenore di vita, ossia: i maggiori esborsi per interessi, l'accresciuta competizione negli investimenti di portafoglio e la perdita di margine di manovra e di efficacia della politica di bilancio.

La crescita potrebbe rallentare ...

In primo luogo, la più ampia quota di mezzi finanziari assorbita dal servizio del debito pubblico può sottrarre risorse agli investimenti produttivi (in infrastrutture, istruzione, sanità), nonché accentuare le distorsioni causate

dal prelievo fiscale. In secondo luogo, il più elevato volume di debito pubblico compete, nei portafogli privati, con altri tipi di investimento, compresi titoli di Stato esteri. Questa competizione, unitamente ai maggiori premi per il rischio di insolvenza e di inflazione, potrebbe far lievitare i tassi di interesse reali e causare un corrispondente calo dello stock di capitale privato. I flussi di capitali internazionali potrebbero attenuare questi effetti, ma l'interesse pagato ai residenti esteri ridurrebbe il reddito interno. In terzo luogo, l'accumulo di debito può limitare il margine di manovra e l'efficacia della politica di bilancio, anche nel funzionamento degli stabilizzatori automatici; è probabile che la conseguente maggiore volatilità macroeconomica scoraggi la formazione del capitale.

... anche se l'evidenza empirica è limitata

Sebbene l'evidenza empirica al riguardo sia limitata, essa indica che le ripercussioni sulla crescita risultanti da un elevato livello del debito pubblico potrebbero essere rilevanti. Nei paesi con un rapporto debito/PIL superiore al 90% il tasso di crescita mediano del prodotto reale risulta di 1 punto percentuale inferiore (e il tasso medio di 4 punti inferiore) a quello dei paesi con un indice di indebitamento più basso. Recenti evidenze fanno inoltre ritenere che l'atteso incremento del rapporto debito/PIL nelle economie avanzate nel periodo 2007-15 potrebbe ridurre stabilmente di più di mezzo punto l'anno la crescita futura del prodotto potenziale⁶.

Sfide per le banche centrali

I timori di inflazione riguardano ...

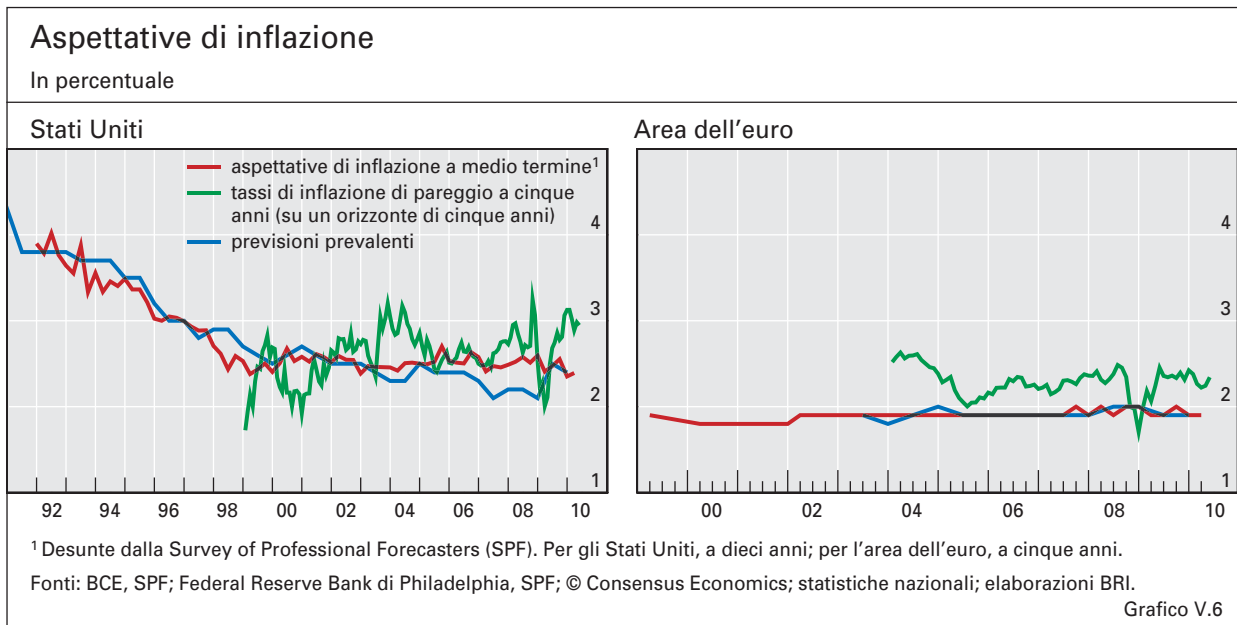
Il continuo deterioramento delle finanze pubbliche potrebbe inoltre rendere più difficile il compito delle banche centrali di mantenere l'inflazione bassa e stabile, e ciò per almeno due motivi. In primo luogo, un debito pubblico in rapida crescita aumenta la tentazione di tollerare un'accelerazione inattesa dell'inflazione al fine di erodere il valore reale del debito stesso, specie se larga parte delle passività in moneta nazionale ha scadenza a lungo termine e un'ampia quota è detenuta da soggetti esteri. Questa tentazione è ancora maggiore quando il bilancio pubblico si basa essenzialmente su valori nominali, in quanto il rialzo inatteso dell'inflazione tende ad accrescere il valore reale delle entrate tributarie e ad abbassare quello delle uscite. Di conseguenza, è verosimile che aumentino le pressioni politiche esercitate sulla banca centrale affinché asseconi la più rapida inflazione. Tuttavia, gli eventuali benefici derivanti dall'incremento inatteso dell'inflazione sarebbero temporanei, mentre i costi risulterebbero sicuramente elevati e di lunga durata. Fra questi, figurano un rialzo permanente dei tassi di interesse reali, l'allocazione distorta di risorse e la perdita di prodotto che sarà probabilmente necessaria per riportare la dinamica dei prezzi al livello originario.

... la tentazione di erodere il valore reale del debito con l'inflazione ...

... o la riluttanza del pubblico a detenere titoli di Stato

La seconda ragione per cui un debito pubblico elevato e crescente può condurre a una più alta inflazione è che, di fronte alla perdurante incapacità del governo di riequilibrare le finanze, il pubblico può infine divenire riluttante a detenere titoli di Stato. Per evitare una vera e propria insolvenza sovrana quando il debito in essere non è più rifinanziabile sul mercato, la banca

⁶ Cfr. C. Reinhart e K. Rogoff, "Growth in a time of debt", *NBER Working Papers*, n. 15639, gennaio 2010; FMI, *Fiscal monitor: Navigating the fiscal challenges ahead*, maggio 2010.



centrale sarebbe costretta ad acquistare tali titoli, dilatando così l'offerta di moneta. Diversamente dal primo caso, è tanto più probabile che ciò avvenga quanto più corta è la scadenza media del debito. Inoltre, se un'ampia quota delle passività ha una scadenza ravvicinata, la manovra dei tassi ufficiali diretta a moderare l'inflazione potrebbe in definitiva risultare inefficace, poiché si tradurrebbe rapidamente in maggiori esborsi per interessi e quindi in un ulteriore incremento del debito, anticipando così il momento in cui si renderà necessaria la sua monetizzazione.

Benché la probabilità di questi scenari di alta inflazione rimanga scarsa nell'immediato futuro, un suo aumento potrebbe rapidamente produrre effetti avversi. Primo, gli operatori correggerebbero al rialzo le aspettative di inflazione e chiederebbero un maggiore compenso per il connesso rischio, facendo salire i tassi di interesse a medio-lungo termine⁷. Secondo, gli investitori cercherebbero rifugio nelle attività estere, causando un forte deprezzamento esterno della moneta nazionale e un conseguente aumento dell'inflazione. Ciascuno di questi effetti rischia di ridurre il margine di manovra della banca centrale nello stabilizzare l'inflazione sia nel breve che nel lungo periodo.

Quanto è fondato il timore che il deterioramento delle finanze pubbliche generi una più alta inflazione? Finora non vi sono indicazioni che le aspettative inflazionistiche si siano disancorate (grafico V.6). Tuttavia, una mancanza di progressi da parte dei governi nel ripristinare la sostenibilità fiscale aumenterebbe il rischio di un cambiamento brusco e inatteso di tali aspettative.

Gli scenari di alta inflazione sono rischi a bassa probabilità ma a forte impatto ...

... che possono far salire i tassi di interesse e destabilizzare i cambi

Le aspettative di inflazione restano ancorate

⁷ Ad esempio, quand'anche la banca centrale non cedesse alle pressioni politiche e non assecondasse una più elevata inflazione, l'aumento dei benefici presunti connessi con l'inflazione potrebbe essere interpretato dai mercati come un accresciuto rischio che la banca centrale perda la propria indipendenza sotto il peso di finanze pubbliche insostenibili. Questa eventualità rischia di far aumentare le aspettative di inflazione.

Correzione degli squilibri dei conti pubblici

In passato si sono avuti importanti consolidamenti delle finanze pubbliche ...

Considerata la traiettoria insostenibile assunta dal debito pubblico in molti paesi industriali, appare inevitabile un protratto periodo di restrizione fiscale che ripristini un cospicuo avanzo di bilancio primario. A questo riguardo, l'esperienza di taluni paesi industriali negli ultimi trent'anni giustifica un certo ottimismo (tabella V.2). In diversi casi l'azione di risanamento si è protratta per più anni e ha comportato una variazione di quasi il 10% del PIL nel saldo primario strutturale (SPS), riuscendo sempre a stabilizzare il rapporto debito/PIL, e talora anche a ridurlo. In alcuni paesi la riduzione è proseguita per vari anni dopo la fine del periodo di consolidamento.

Ad esempio, dopo un forte aumento del debito pubblico all'inizio degli anni ottanta, la Danimarca riuscì a portare l'SPS da un disavanzo del 6,4% del PIL nel 1982 a un'eccedenza del 7,0% nel 1986 (con una variazione di oltre 13 punti percentuali nell'arco di quattro anni). La Svezia, ancora alle prese con la recessione successiva alla crisi bancaria dei primi anni novanta, lanciò un piano di consolidamento che condusse l'SPS da un deficit del 7,1% del PIL nel 1993 a un surplus del 4,7% nel 2000 (con una variazione di quasi 12 punti). Nonostante un iniziale insuccesso e un cambiamento di governo, l'Irlanda riuscì a passare da un disavanzo del 7% nel 1980 a un avanzo di quasi il 5%

Esempi di ampi aggiustamenti fiscali realizzati																
Paese e periodo di consolidamento ¹	Saldo primario strutturale ²			Debito pubblico ³			Crescita del PIL reale	Tasso inflazione	Tasso interesse ⁴	Variazione TCER ⁵	Tasso disoccupazione					
	Correzione	Inizio ⁶	Fine	Inizio ⁶	Picco	Fine						Media del periodo				
	In percentuale del PIL											In percentuale				
Danimarca (1983-86)	13,4	-6,4	7,0	65	77	72	3,9	5,4	11,8	1,7	6,8					
Svezia (1994-2000)	11,8	-7,1	4,7	78	84	64	3,7	1,0	6,1	-0,9	10,1					
Irlanda (1980-89)	11,8	-7,0	4,8	68	114	100	3,1	9,3	10,5	1,0	14,5					
Canada (1986-99)	11,1	-5,4	5,7	67	102	91	2,8	2,8	11,1	-1,4	9,2					
Belgio (1984-98)	10,3	-3,6	6,7	107	141	123	2,3	2,6	8,3	0,3	8,9					
Italia (1986-97)	10,2	-3,4	6,7	89	130	130	2,1	5,0	10,6	-0,1	10,2					
Svezia (1981-87)	8,6	-5,7	2,9	47	71	62	2,2	7,6	9,0	-1,7	3,7					
Regno Unito (1994-2000)	7,7	-4,4	3,3	49	53	45	3,5	1,8	7,0	2,7	7,3					
Giappone (1979-90)	7,0	-4,9	2,1	41	77	64	4,6	2,7	6,6	0,5	2,4					
Germania Ovest (1980-89)	5,2	-3,7	1,5	29	41	40	1,9	2,9	7,8	-1,5	5,2					
Stati Uniti (1993-2000)	4,9	-1,7	3,2	70	72	54	3,9	2,6	6,7	2,4	5,2					
Paesi Bassi (1991-2000)	4,6	-2,2	2,5	88	96	64	3,2	2,4	6,4	-0,6	4,8					
Spagna (1995-2006)	3,7	-0,6	3,1	64	76	46	3,6	3,1	5,4	0,9	12,6					

¹ La scelta dell'anno iniziale e finale di ciascun periodo di consolidamento si basa sui punti di minimo e di massimo del saldo primario strutturale, con taluni aggiustamenti arbitrari nei casi in cui i dati osservati non palesano un chiaro profilo. ² Saldo primario strutturale delle amministrazioni pubbliche depurato della componente ciclica. ³ Per l'Irlanda, dati basati sul database macroeconomico annuale (AMECO) della Commissione europea. ⁴ Tasso di interesse effettivo nominale sul debito pubblico calcolato come rapporto fra gli esborsi lordi per interessi al periodo t e le passività finanziarie lorde al periodo $t-1$. ⁵ Tasso di cambio effettivo reale basato sull'indice dei prezzi al consumo; un incremento indica un apprezzamento. ⁶ Il valore iniziale si riferisce al periodo precedente gli episodi di aggiustamento; per l'Irlanda, saldo primario strutturale non disponibile prima del 1980. Fonti: database AMECO della Commissione europea; OCSE; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella V.2

nel 1989 (con una variazione di quasi 12 punti). In seguito a un drastico riassetto della spesa pubblica, il Canada poté correggere gradualmente l'SPS da un disavanzo del 5,4% nel 1985 a un'eccedenza del 5,7% nel 1999. La serie di bilanci in attivo è poi proseguita fino al 2008, consentendo di ridurre il rapporto debito pubblico/PIL dal picco del 102% nel 1996 al 65% nel 2007.

Nel giudicare la rilevanza di questi casi di ampia correzione fiscale in relazione alle esigenze attuali, va osservato che, da un lato, essi intervennero in situazioni occupazionali alquanto difficili (tabella V.2). In particolare, Canada, Irlanda e Italia dovettero fare i conti con una disoccupazione crescente all'inizio o durante il processo di consolidamento. Dall'altro lato, i paesi impegnati in tale processo conobbero per tutto il periodo una crescita reale del PIL comparabile a quella registrata in varie economie industriali negli anni precedenti la recente crisi. In alcuni casi, poi, è senz'altro possibile che l'aggiustamento sia stato agevolato da condizioni favorevoli della domanda esterna.

Un altro aspetto saliente è che il processo di consolidamento fiscale ebbe luogo nel contesto di condizioni molto disperate in termini di tassi di cambio e di interesse reali. In particolare, il deprezzamento del cambio e una politica monetaria accomodante possono aver facilitato la correzione in alcuni casi, ma non tutti. Purtroppo la ricerca empirica tesa a determinare l'influsso dei vari fattori non è finora riuscita a pervenire a una conclusione condivisa sul ruolo svolto dalle condizioni esterne e monetarie nel determinare il successo dei programmi di consolidamento dei conti pubblici.

La stessa ricerca evidenzia tuttavia in modo inequivocabile l'importanza della "qualità" del consolidamento⁸. In genere, le manovre coronate da successo sono state quelle che si basavano essenzialmente su tagli alla spesa corrente (specie ai consumi collettivi, compresi i salari pubblici), mentre le meno efficaci sono risultate quelle orientate a una riduzione degli investimenti pubblici produttivi. Nei paesi che partivano da un basso livello di imposizione fiscale ha parimenti giovato l'incremento delle entrate tributarie. In questi casi si sono dimostrati particolarmente utili gli inasprimenti delle imposte sui consumi e le misure volte ad ampliare la base impositiva. L'azione di consolidamento si è spesso accompagnata a riforme strutturali che hanno migliorato la funzionalità del mercato del lavoro e ridotto il carico fiscale su lavoro e capitale.

Un'importante conclusione che si può trarre dall'esame degli episodi passati è che una manovra di riequilibrio fiscale della portata oggi necessaria appare realizzabile nonostante la situazione attuale in termini di crescita e di occupazione sia forse più problematica rispetto ad allora. I paesi con un livello di debito elevato e in rapida crescita e il cui merito di credito sia stato messo in discussione non hanno altra scelta che quella di attuare l'aggiustamento subito. Per questi paesi qualsiasi indugio rappresenta di per sé una minaccia al

... in contesti economici diversi

La chiave del successo sono la "qualità" del consolidamento ...

... e le riforme strutturali

L'aggiustamento è inevitabile per quasi tutti i paesi ...

⁸ Cfr. ad esempio: A. Alesina e R. Perotti, "Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects", *IMF Staff Papers*, vol. 44, n. 2, giugno 1997; S. Guichard, M. Kennedy, E. Wurzel e C. André, "What promotes fiscal consolidation: OECD country experiences", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 553, maggio 2007; J. McDermott e R. Wescott, "An empirical analysis of fiscal adjustments", *IMF Staff Papers*, vol. 43, n. 4, dicembre 1996; M. Kumar, D. Leigh e A. Plekhanov, "Fiscal adjustments: determinants and macroeconomic consequences", *IMF Working Papers*, n. WP/07/178, luglio 2007.

sistema finanziario e alla ripresa economica. Di fatto, qualora intraprendano immediatamente il processo di restrizione fiscale, la migliorata fiducia e la conseguente riduzione dei premi per il rischio sopravvanzeranno i costi in termini di prodotto sopportati nel breve termine. Al momento di andare in stampa i governi di Grecia, Portogallo e Spagna avevano adottato varie misure di austerità, tra cui tagli ai salari dei dipendenti pubblici e aumenti delle imposte. Se attuate integralmente, tali misure dovrebbero condurre a una sensibile riduzione dei disavanzi di bilancio a breve e medio termine. Nondimeno questi paesi dovrebbero ancora compiere notevoli progressi nel realizzare l'aggiustamento necessario a ripristinare la fiducia degli investitori nella sostenibilità delle loro finanze pubbliche.

... ma alcuni possono avere più margine nella scelta dei tempi e dei ritmi

Altri paesi che continuano a godere della fiducia degli investitori hanno una maggiore credibilità fiscale e possono quindi disporre di una certa flessibilità nello scegliere i tempi e il ritmo del consolidamento. Ma al fine di preservare tale flessibilità (evitando un aumento dei premi per i rischi di insolvenza e di inflazione) essi dovrebbero annunciare piani chiari e credibili volti a ridurre i disavanzi di bilancio correnti e a correggere gli squilibri di lungo periodo.

Due opzioni per il lungo termine: promuovere produttività e crescita ...

I governi hanno almeno due opzioni di massima per assicurare la sostenibilità a lungo termine delle proprie finanze pubbliche. La prima consiste nel promuovere la crescita della produttività totale e del prodotto potenziale con misure quali un impegno a ridurre le spese improduttive, modifiche alla struttura del sistema impositivo e riforme dei mercati del lavoro e dei beni. La loro rapida attuazione contribuirebbe a rafforzare la fiducia del mercato e a mantenere bassi i tassi di interesse, facilitando così l'abbattimento dei disavanzi di bilancio.

... e ampliare la popolazione attiva

La seconda opzione consiste nel promuovere l'incremento delle forze di lavoro in rapporto alla popolazione anziana. A questo fine, nei paesi con un rapido invecchiamento demografico può essere utile favorire l'immigrazione. Un altro approccio è quello di accrescere il tasso di partecipazione al mercato del lavoro, in particolare delle donne (a livello OCSE nel 2008 il tasso di partecipazione femminile era del 64%, ossia ben inferiore a quello maschile, pari all'84%) e delle persone meno giovani. A questo proposito una soluzione efficace e duratura consiste nel favorire l'allungamento della vita lavorativa combinando un innalzamento dell'età regolamentare di pensionamento con maggiori incentivi a prolungare l'attività. L'innalzamento dell'età pensionabile attesa potrebbe in parte sopperire all'esigenza di tagli alle prestazioni, il cui annuncio rischia di indurre un aumento del saggio di risparmio e di agire così in modo sfavorevole sulla domanda. Analogamente, un'età di pensionamento più avanzata potrebbe attenuare la necessità di un forte inasprimento delle imposte, il quale produrrebbe effetti distorsivi notevoli sulle scelte di mercato del lavoro e graverebbe maggiormente sui giovani e sulle generazioni future⁹.

⁹ Cfr. ad esempio, R. Barrell, I. Hurst e S. Kirby, "How to pay for the crisis or: macroeconomic implications of pension reform", *Discussion paper*, n. 333, National Institute of Economic and Social Research, Londra, 2009; D. Krueger e A. Ludwig, "On the consequences of demographic change for rates of return to capital, and the distribution of wealth and welfare", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, gennaio 2007, pagg. 49-87.

Sintesi

Il deterioramento delle finanze pubbliche nei paesi industriali espone l'economia mondiale a gravi rischi macroeconomici. I livelli elevati e crescenti del debito pubblico possono pregiudicare non solo le prospettive di crescita a medio-lungo termine, ma anche la fiducia nella capacità della politica monetaria di mantenere bassa l'inflazione. Per giunta, le attuali statistiche ufficiali del debito nei paesi industriali celano squilibri fiscali a lungo termine molto più ampi, un problema che sottolinea la necessità di una maggiore trasparenza delle segnalazioni. Altrettanto importante è l'esigenza che le proiezioni di bilancio siano basate su ipotesi prudenti. Per entrambi questi aspetti potrebbe essere utile l'istituzione di agenzie indipendenti incaricate di monitorare sia i conti pubblici sia le proiezioni.

L'aggiustamento fiscale che le economie avanzate sono oggi chiamate ad affrontare è certamente di grande entità, ma non senza precedenti. Col tempo, l'impegno credibile dei governi nel ridurre o eliminare i disavanzi attuali e futuri sarà ripagato. I possibili costi iniziali della restrizione fiscale in termini di crescita del prodotto nel breve periodo saranno infatti più che compensati da benefici durevoli in termini di minori tassi di interesse reali, maggiore stabilità del sistema finanziario e migliori prospettive di crescita economica.

VI. Il futuro del settore finanziario

Nell'attuale congiuntura il settore finanziario è chiamato ad affrontare varie sfide. A breve termine queste originano direttamente dalla crisi, mentre nel più lungo periodo si ricollegano agli sforzi degli operatori di mercato e dei regolatori tesi a creare un sistema finanziario più solido. Gli aggiustamenti che gli intermediari effettueranno in termini di dimensioni, sfera operativa, modalità di finanziamento, prassi di gestione del rischio, fonti di reddito e operatività internazionale rimodelleranno il settore.

La crisi ha messo in luce carenze strutturali nel modello operativo del settore finanziario. Per diversi decenni gli intermediari hanno fatto ricorso a un forte grado di leva per incrementare la redditività a breve termine, a prezzo di una notevole volatilità dei risultati economici. Una debole base patrimoniale, attività illiquide e la dipendenza dal finanziamento a breve hanno creato vulnerabilità che negli ultimi anni si sono tradotte in pesanti perdite e turbolenze sistemiche.

Un nuovo modello operativo, basato su una più robusta dotazione di capitale e liquidità, rafforzerebbe la performance delle società finanziarie, stabilizzando in tal modo il flusso di credito all'economia. Diversi fattori dovranno concorrere affinché si realizzi la convergenza verso un tale modello. Da un lato, il quadro regolamentare dovrà premiare le società finanziarie che adottano una condotta prudente, e incentivare i mercati a fare altrettanto. Dall'altro, le società dovranno ridurre i costi operativi e modificare la struttura del proprio finanziamento, ivi compresa quella delle operazioni internazionali.

Il presente capitolo delinea l'attuale modello operativo del settore finanziario e la sua futura evoluzione. Esso inizia raffrontando il profilo rischio/rendimento e le dimensioni del settore con quelli di altri comparti dell'economia. Dopo aver considerato la probabile evoluzione nel breve periodo, il capitolo passa a esaminare le determinanti di un nuovo modello operativo in cui una redditività sostenibile si fonda su una solida situazione di bilancio.

Il settore finanziario nel contesto dell'economia generale

Un confronto tra i diversi settori dell'economia pone in una luce sfavorevole taluni aspetti distintivi del modello operativo del comparto finanziario. Nel lungo periodo, tale modello ha prodotto un profilo di rischio/rendimento inferiore alla media e ha disilluso gli investitori nei momenti di turbolenza economica generalizzata. Una maggiore stabilità del settore finanziario è tanto più importante in quanto sono aumentati sia il peso di tale settore nel complesso dell'attività economica sia le sue dimensioni internazionali.

Performance relativa

L'attività finanziaria attiene alla gestione del rischio e della leva finanziaria. La performance delle società finanziarie è stata infatti favorita da un grado di leva

Redditività e leva finanziaria												
Mediane per anni e imprese												
	ROA ¹				ROE ²				Leva finanziaria ³			
	95-09	95-00	01-07	08-09	95-09	95-00	01-07	08-09	95-09	95-00	01-07	08-09
Banche	0,6	0,7	0,7	0,2	12,2	13,3	12,8	3,2	18,3	17,8	19,1	17,4
Imprese finanziarie non bancarie	0,9	1,0	1,0	0,5	11,2	12,3	11,4	5,4	12,1	12,5	12,1	10,8
Imprese non finanziarie	3,2	3,0	3,4	2,8	11,7	10,9	12,8	9,8	3,0	3,0	3,0	2,9
Energia	5,9	3,9	8,1	5,2	14,2	10,8	18,6	10,1	2,4	2,5	2,3	2,2
Materiali	4,3	4,3	4,7	3,2	10,6	8,8	13,1	8,5	2,5	2,4	2,5	2,7
Industrie	2,1	1,4	2,4	2,3	10,4	8,3	11,5	11,0	5,4	6,1	5,4	4,8
Beni di consumo non di base	2,2	2,1	2,6	1,1	9,1	8,9	10,4	4,2	3,4	4,0	3,1	3,1
Beni di consumo di base	5,4	5,2	5,7	5,1	13,0	12,4	13,8	11,7	2,5	2,4	2,5	3,0
Sanità	8,1	8,0	8,3	6,5	18,2	18,8	18,5	15,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Tecnologia dell'informazione	5,1	5,1	5,0	5,6	12,8	15,1	12,8	10,3	2,2	2,2	2,1	2,0
Telecomunicazioni	3,2	3,6	2,8	2,9	8,5	10,8	8,4	6,4	2,6	2,7	2,6	2,7
Aziende di pubblica utilità	2,7	2,5	2,7	2,7	10,8	9,3	11,6	11,9	4,1	3,7	4,4	4,0

¹ Utile netto in rapporto al totale dell'attivo, in percentuale. ² Utile netto in rapporto al capitale proprio, in percentuale.
³ Totale dell'attivo in rapporto al capitale proprio.

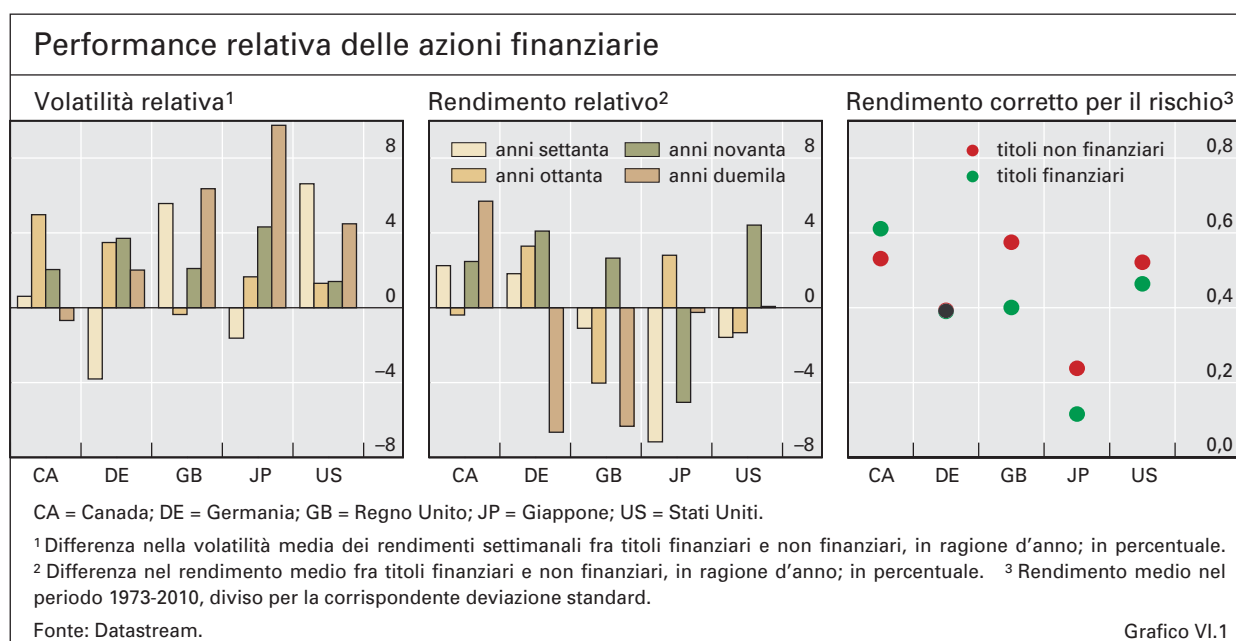
Fonte: Bloomberg. Tabella VI.1

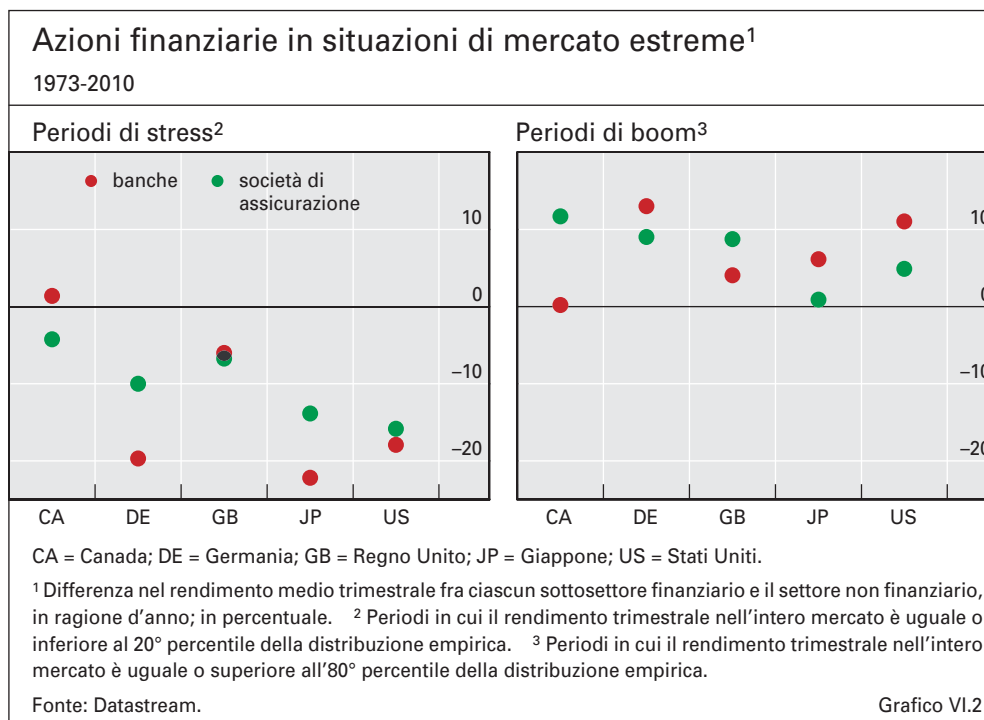
pari a circa cinque volte quello delle imprese di altri settori (tabella VI.1). Ciò ha consentito alle società finanziarie di conseguire un buon rendimento del capitale proprio (ROE) – quel che più conta per gli azionisti – nonostante un basso rendimento dell'attivo (ROA).

Le società finanziarie realizzano risultati competitivi ...

Sebbene il ROE delle società finanziarie sia stato analogo a quello delle imprese di altri settori, esso è risultato meno stabile. Poiché la leva amplifica la sensibilità dei rendimenti azionari alle condizioni economiche, i corsi delle

... ma estremamente volatili ...





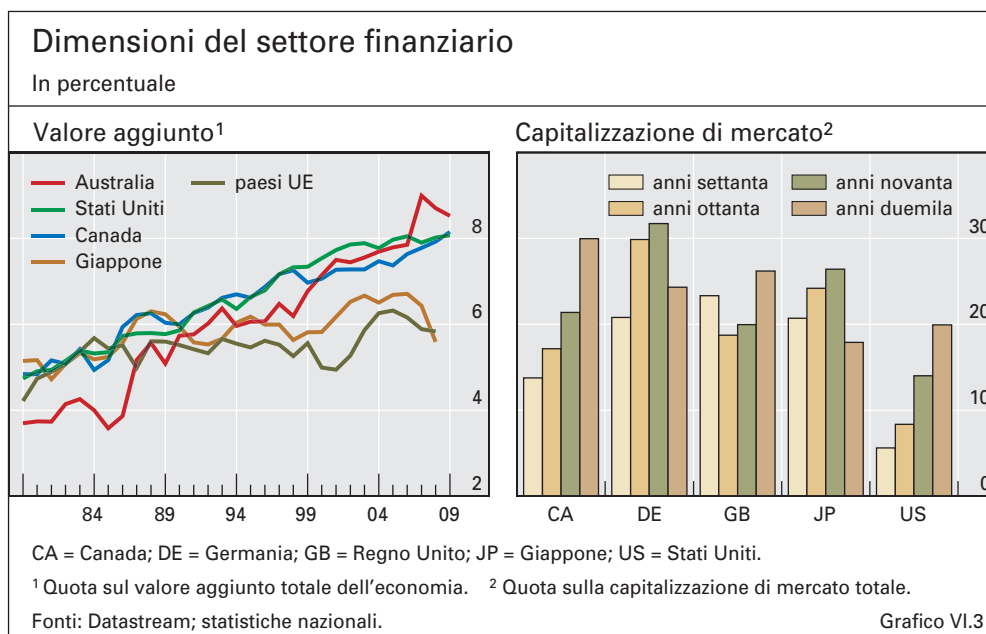
azioni finanziarie sono stati sistematicamente più volatili di quelli non finanziari (grafico VI.1, diagramma di sinistra). Inoltre, in numerosi paesi le società finanziarie hanno fatto segnare rendimenti azionari inferiori rispetto al resto del mercato per lunghi periodi (diagramma centrale). In alcuni casi, la differenza è stata pari o superiore al 4% l'anno durante un intero decennio. Pertanto, nonostante diversi decenni di rendimenti più elevati, negli ultimi quarant'anni la performance corretta per il rischio delle azioni finanziarie è stata soltanto pari o inferiore a quella dei titoli non finanziari (diagramma di destra).

Dato l'alto grado di leva, la dipendenza delle società finanziarie dal finanziamento a breve, insieme all'opacità e illiquidità delle loro esposizioni al rischio, ha accentuato la sensibilità del settore alle contrazioni dell'economia. Le azioni finanziarie hanno pertanto evidenziato rendimenti particolarmente deboli nelle fasi di tensione generalizzata del mercato. Quando i rendimenti del mercato nel suo complesso sono stati estremamente bassi (situandosi nel 20% inferiore del loro intervallo storico), quelli delle azioni finanziarie si sono tendenzialmente collocati al disotto dei valori osservati per i titoli di altro tipo, con uno scarto di 10 o più punti percentuali su base annua (grafico VI.2, diagramma di sinistra). D'altra parte, nelle fasi di espansione le azioni finanziarie hanno sopravanzato solo di stretta misura il resto del mercato (grafico VI.2, diagramma di destra). I guadagni non sono stati in genere sufficienti a compensare le perdite subite nei periodi di tensione generalizzata, di riflesso all'effetto asimmetrico dell'illiquidità di bilancio e dell'alta leva finanziaria sulle quotazioni azionarie.

Dimensioni relative

L'importanza della stabilità del settore finanziario per l'andamento dell'economia è cresciuta di pari passo con l'incidenza del settore sull'attività

... e inferiori alla media in periodi di tensione generalizzata



complessiva. Grazie ai progressi nelle tecnologie della comunicazione e dell'informazione e nell'ingegneria finanziaria, le dimensioni del settore e la sua quota di valore aggiunto sono aumentate nel tempo. Negli Stati Uniti, in Canada e in Australia, tale quota è pressoché raddoppiata dal 1980, raggiungendo l'8% nel 2009. In Europa e in Giappone la crescita è stata leggermente più moderata, portando la quota al 6% circa (grafico VI.3, diagramma di sinistra).

Le dimensioni del settore finanziario ...

Le società finanziarie detengono una porzione ampia e spesso crescente del portafoglio di investimento globale¹. Un'espansione naturale e ondate successive di consolidamenti hanno accresciuto in generale le dimensioni relative dei maggiori intermediari finanziari, come risulta dall'incidenza di questi ultimi sulla capitalizzazione totale dei principali indici azionari di numerosi paesi (grafico VI.3, diagramma di destra). Tale evoluzione ha avuto un profilo diverso a seconda delle aree geografiche. L'aumento è stato più accentuato e più regolare in Nord America che in Europa. Quanto al Giappone, la quota di tali società sul totale della capitalizzazione del mercato azionario è fortemente diminuita a partire dalla crisi finanziaria del paese agli inizi degli anni novanta.

... crescono in termini relativi ...

Crescita dell'attività bancaria internazionale

La crescente dimensione internazionale della finanza concorre anch'essa ad aumentare l'importanza della stabilità del settore. L'espansione dell'attività transfrontaliera delle società finanziarie ha contribuito all'integrazione economica mondiale, ma anche al propagarsi delle tensioni oltre i confini nazionali. Il credito bancario internazionale – erogato dalla casa madre o da affiliate locali all'estero, o ancora tramite centri finanziari internazionali – è progressivamente aumentato in rapporto al totale dei prestiti (interni e internazionali)

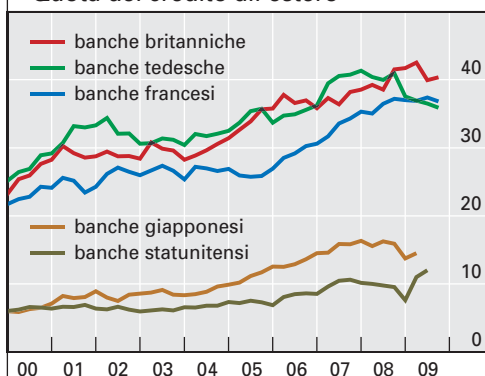
... e a livello internazionale

¹ In merito alla crescita dei bilanci bancari rispetto all'attività economica complessiva nel Regno Unito, cfr., ad esempio, P. Alessandri e A. Haldane, "Banking on the state", discorso, Bank of England, novembre 2009.

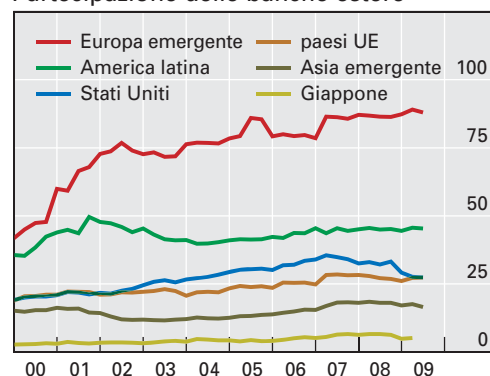
Portata dell'attività bancaria internazionale

In percentuale

Quota del credito all'estero¹



Partecipazione delle banche estere²



¹ Credito transfrontaliero e locale a soggetti non bancari residenti al di fuori del paese in cui le banche hanno sede, espresso come quota del credito totale delle stesse banche al settore non bancario. ² Credito transfrontaliero e locale erogato da banche estere, espresso come quota del credito bancario totale ai residenti non bancari del paese o della regione indicati.

Fonti: FMI; statistiche bancarie internazionali BRI.

Grafico VI.4

concessi a imprese non bancarie (grafico VI.4, diagramma di sinistra)². Per le banche europee, tale rapporto è sensibilmente aumentato negli ultimi cinque anni e si colloca ora a oltre un terzo. Anche a causa delle maggiori dimensioni delle economie nazionali, le banche giapponesi e statunitensi convogliano all'estero meno del 15% del totale dei crediti.

Il ricorso dei prenditori non bancari a banche estere, pur variando da un'economia all'altra, è generalmente rilevante (grafico VI.4, diagramma di destra). A un estremo vi sono i paesi dell'Europa emergente, che ottengono oltre l'80% del credito bancario totale da istituti con sede all'estero. All'estremo opposto si situa il Giappone, i cui mutuatari dipendono da prestatori internazionali per appena il 5% dei finanziamenti. In posizione intermedia figurano gli Stati Uniti e i paesi dell'Unione europea, dove le banche estere erogano circa un quarto del credito bancario complessivo. Contrariamente all'opinione comune secondo cui il ruolo delle banche estere sarebbe maggiore nei mercati emergenti, la corrispondente quota nelle economie emergenti dell'Asia è inferiore al 20%.

Il settore finanziario nel prossimo futuro

Nel breve periodo il settore deve far fronte a ...

Nel breve periodo gli sviluppi del settore saranno strettamente collegati alle ricadute della crisi e alle relative risposte delle autorità. Attualmente le società finanziarie devono far fronte a incertezze circa il contesto economico postcrisi e i cambiamenti attesi nell'assetto prudenziale. Inoltre, il recente aumento del

² Le varie forme di credito bancario internazionale comportano gradi diversi di rischio di cambio, rischio di provvista, rischio paese e rischio a livello di gruppo bancario. Cfr. P. McGuire e N. Tarashev, "Stato di salute delle banche e credito ai mercati emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2008 (versione integrale disponibile solo in inglese); R. McCauley, P. McGuire e G. von Peter, "La struttura dell'attività bancaria mondiale: da internazionale a multinazionale?", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2010 (versione integrale disponibile solo in inglese); Comitato sul sistema finanziario globale, "Funding patterns and liquidity management of internationally active banks", *CGFS Papers*, n. 39, maggio 2010.

costo di finanziamento effettivo (di riflesso ai dubbi del mercato riguardo alla sostenibilità della recente impennata dei profitti bancari e alle conseguenze delle esposizioni verso mutuatari sovrani in difficoltà) ha rallentato il processo di ripresa (Capitolo II). A più lungo termine, gli intermediari dovranno misurarsi con tre sfide importanti: rifinanziare un'ampia quota delle proprie passività; affrancarsi dalla dipendenza da misure straordinarie di sostegno pubblico; correggere gli elementi di debolezza nei bilanci e ridurre i costi operativi.

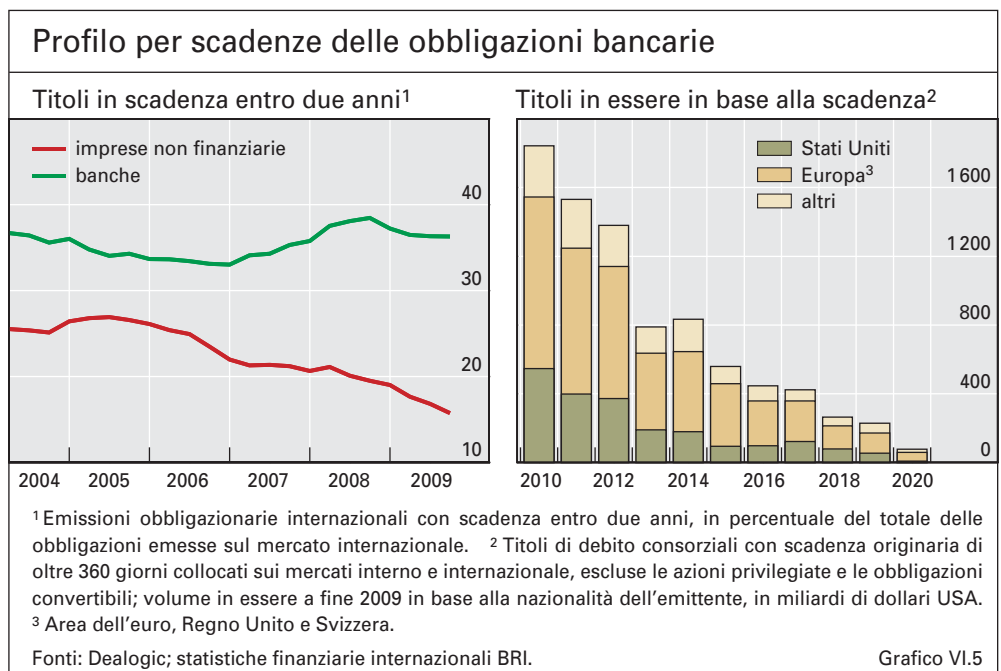
Il profilo per scadenze delle emissioni obbligazionarie delle banche si è accorciato durante la crisi. Per un certo tempo, i vincoli dal lato dell'offerta hanno impedito alle società finanziarie (ma non ai prenditori di altri settori) di emettere titoli di debito al di là del breve termine (grafico VI.5, diagramma di sinistra). Ciò implica un fabbisogno di rifinanziamento particolarmente elevato nei prossimi due anni, durante i quali giungeranno a scadenza obbligazioni per un totale di \$3 trilioni (grafico VI.5, diagramma di destra).

... problemi di rifinanziamento ...

Un aspetto importante è che il rifinanziamento avverrà in un contesto radicalmente diverso da quello in cui i bilanci avevano potuto espandersi con ampio ricorso alla cartolarizzazione. Negli ultimi tempi i differenziali di rendimento sulle obbligazioni bancarie si sono situati a livelli nettamente più alti di quelli precrisi. Per le scadenze medie essi oscillavano tra i 50 e i 200 punti base, valori dieci volte superiori a quelli precedenti il 2007. Le banche dovranno competere sul mercato obbligazionario con il costante aumento dei collocamenti del settore pubblico, cui va aggiunta la prevedibile riduzione dei portafogli di titoli di Stato accumulati dalle banche centrali. Nel lungo periodo le banche che avranno difficoltà a reperire nuove fonti di finanziamento saranno costrette a ridimensionare la propria attività.

La seconda grande sfida per il settore finanziario è costituita dal venir meno delle misure di sostegno del settore pubblico. I provvedimenti straordinari introdotti per contrastare la crisi hanno contribuito ad attenuare le incertezze, fornendo il necessario supporto ai mercati e agli intermediari. Tuttavia, la

... il venir meno del sostegno pubblico ...

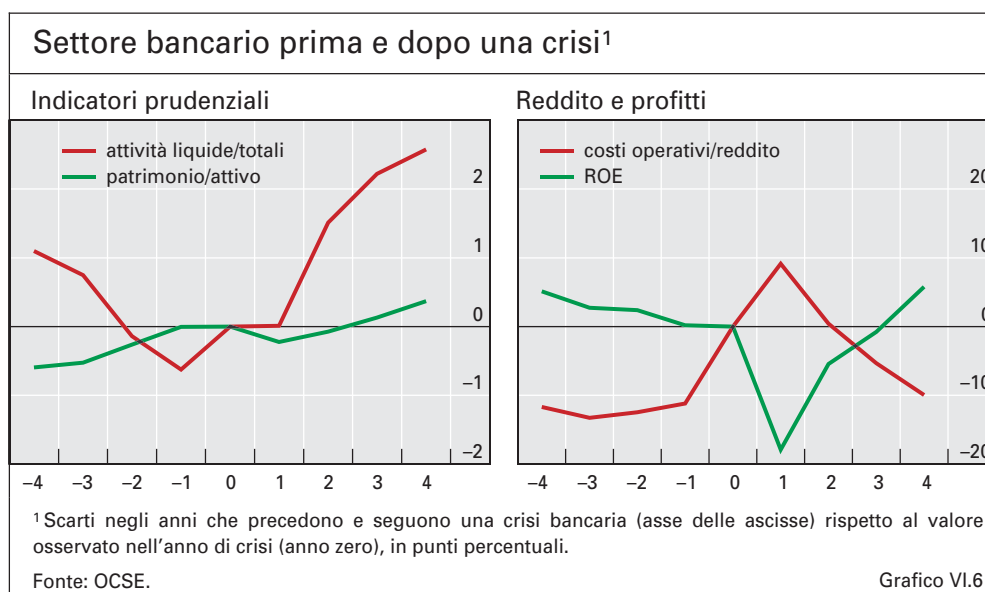


situazione non potrà dirsi normalizzata finché queste misure non saranno interamente rimosse. Finora solo alcune di loro hanno perso rilevanza. Ad esempio, è calata la domanda delle banche nelle operazioni pronti contro termine a più lunga scadenza con la BCE ed è stato fatto meno ricorso alla Commercial Paper Funding Facility della Federal Reserve.

Inoltre, vi sono indicazioni secondo cui le misure ancora in vigore continuano a influire sui costi di finanziamento degli istituti bancari. Se misurato in base al miglioramento incrementale dei rating bancari, l'impatto del sostegno pubblico potrebbe in effetti essere più forte oggi che non prima della crisi. Secondo Moody's, il sostegno delle autorità alle 50 maggiori banche nel 2009 si è tradotto in media in un innalzamento di tre gradi dei loro rating (da A3 ad Aa3), a fronte di due gradi soltanto (da A1 ad Aa2) nel 2006. Inoltre, nel dicembre 2009 circa un quarto di tutte le obbligazioni emesse dalle banche che presentavano premi superiori alla media sui *credit default swap* (CDS) era ancora assistito da qualche forma di garanzia governativa. Analogamente, le partecipazioni pubbliche (frutto della ricapitalizzazione di banche in difficoltà) rimangono significative per diversi importanti intermediari e dovrebbero diminuire solo gradualmente con il migliorare della loro performance. Inoltre, le banche centrali detengono tuttora ampi portafogli di attività acquistate al fine di sostenere specifici mercati, come quello dei mutui cartolarizzati.

... e sfide per la redditività

La terza sfida con cui dovrà confrontarsi il settore finanziario è legata alla necessità di risanare i bilanci e rafforzare la redditività. Dopo i periodi di crisi il settore bancario tende a reagire rapidamente per recuperare solidità. In particolare, ricostituisce le scorte di liquidità e riduce i costi operativi nell'arco di quattro anni (grafico VI.6). All'indomani delle crisi degli anni novanta nei paesi nordici, ad esempio, le banche avevano abbattuto i costi mediante operazioni di consolidamento, la soppressione di filiali e tagli al personale³. In



³ Cfr. C. Borio, B. Vale e G. von Peter, "Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?", *BIS Working Papers*, n. 311, giugno 2010. Il lavoro presenta un raffronto approfondito fra le soluzioni adottate nella crisi recente e in quelle dei paesi nordici.

generale interventi di questo tipo mirano principalmente a catturare l'attenzione degli investitori facendo leva su un livello competitivo di redditività del capitale (grafico VI.6, diagramma di destra). È inoltre importante notare che, in base all'esperienza storica, le riprese postcrisi risultano facilitate laddove le società finanziarie forniscono alle autorità di vigilanza un quadro realistico della loro situazione e convincono i mercati che stanno efficacemente affrontando il problema dell'eccesso di capacità nel settore⁴.

Convergenza verso un nuovo modello operativo

Tanto gli operatori di mercato quanto le autorità prudenziali sollecitano un riassetto strutturale del modello operativo del settore finanziario. L'atteggiamento più vigile dei mercati della provvista, così come il maggior rigore delle agenzie di rating, ha reso più stringenti e differenziati i criteri di valutazione del rischio associato alle società finanziarie. In prospettiva, un compito prioritario per le autorità è quello di tradurre le istanze attuali in regole prudenziali che rafforzino la resilienza del settore, creando le basi per realizzare utili sostenibili. Tali regole dovrebbero indurre le società finanziarie a mantenere una più robusta dotazione di liquidità e di capitale e a impiegare fonti di finanziamento affidabili.

La revisione del modello operativo del settore finanziario ...

Le determinanti del processo di convergenza

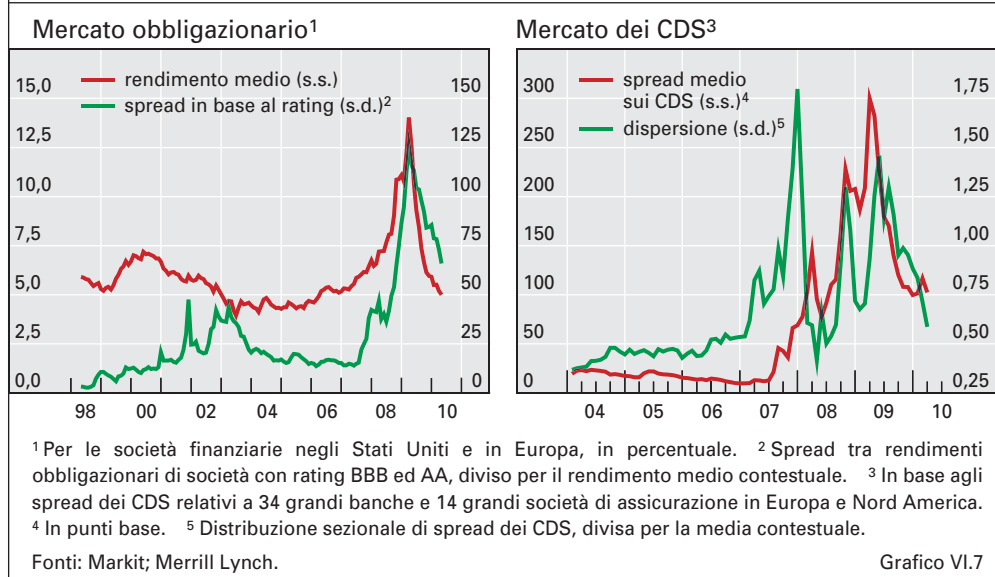
Le agenzie di rating, gli operatori di mercato e le autorità di vigilanza guideranno la transizione del settore finanziario verso un nuovo modello operativo. Dall'inizio della crisi, le agenzie di rating hanno annunciato che le loro valutazioni future si sarebbero basate su uno scrutinio più approfondito delle società finanziarie. Esse hanno infatti iniziato a vagliare con più accuratezza quegli elementi dell'operatività bancaria che dipendono maggiormente dal funzionamento e dal clima di fiducia dei mercati. Ne sono un esempio l'attività di negoziazione su vasta scala e il finanziamento all'ingrosso a breve termine. Inoltre, nella determinazione dei rating creditizi hanno acquisito crescente importanza la stabilità del valore del marchio e i meccanismi di garanzia reale.

Anche gli operatori di mercato hanno riveduto la propria valutazione dei rischi insiti nelle esposizioni verso le società finanziarie. Sempre più spesso essi integrano infatti le informazioni fornite dalle agenzie di rating con analisi quantitative basate su dati di mercato e istituzionali. Di conseguenza, i costi di finanziamento delle società finanziarie sono divenuti più sensibili al rischio di credito. Nonostante il calo dei rendimenti sugli indici delle obbligazioni bancarie negli Stati Uniti e in Europa, ad esempio, il differenziale di rendimento tra le società più rischiose e quelle relativamente più sicure è rimasto ampio (grafico VI.7, diagramma di sinistra). Pur essendo sceso dai massimi raggiunti durante la crisi, questo differenziale (normalizzato per il rendimento medio) permane più alto di quello osservato tra il 1998 e il 2008. Il mercato dei

... è sollecitata dagli operatori di mercato ...

⁴ Cfr. BRI, 63^a *Relazione annuale*, giugno 1993, Capitolo VII.

Rischio di credito percepito nel settore finanziario



CDS presenta un quadro simile, sebbene nell'arco di un periodo più breve (grafico VI.7, diagramma di destra).

Le pressioni del mercato hanno già costretto le società finanziarie a rendere più robusti i propri bilanci. Nondimeno, i progressi compiuti nell'accrescere le risorse precauzionali di liquidità e nel reperire fonti di finanziamento più stabili non sono stati sufficienti a evitare la spirale di tensioni che ha coinvolto i mercati interbancari nel maggio 2010 (Capitolo II). Più in generale, poiché per esperienza i mercati finanziari amplificano il ciclo, è probabile che gli operatori abbassino la guardia durante la prossima fase di boom. Le autorità di vigilanza devono consolidare e rafforzare i progressi nella disciplina di mercato, favorendo in tal modo la resilienza strutturale del settore.

Le attuali iniziative regolamentari in questa direzione mirano a migliorare la gestione del rischio, il governo societario e la trasparenza delle banche, nonché a rendere più facile l'ordinata risoluzione di grandi istituti con operatività internazionale (Capitolo I). Le modifiche proposte accresceranno la qualità e la dimensione dei cuscinetti di capitale e di liquidità (*buffer*) e limiteranno la leva finanziaria degli intermediari. In linea con le nuove attese del mercato, questi cambiamenti amplieranno la copertura del rischio prevista dal quadro regolamentare e porranno maggiore enfasi sul patrimonio di qualità primaria. Inoltre, la cooperazione internazionale tesa ad accrescere la trasparenza e la comparabilità dei bilanci delle società finanziarie si propone di eliminare le disparità di trattamento, promuovere la disciplina di mercato e ridurre gli spazi di arbitraggio regolamentare.

Verso una migliore gestione della provvista e della liquidità

Fonti di finanziamento stabili e robusti cuscinetti di liquidità rafforzano la solidità della performance del settore finanziario. Nelle fasi di tensione, essi sostengono la fiducia del mercato nella capacità degli intermediari di continuare a finanziare la propria operatività o di ridimensionare i propri bilanci a basso

... e dalle autorità di vigilanza

costo. Tale fiducia, ulteriormente corroborata da una maggiore trasparenza dei bilanci, è di vitale importanza per l'intermediazione finanziaria. Non appena svanisce, i principali mercati finanziari si inaridiscono, infliggendo in breve tempo gravi danni a intermediari fondamentalmente sani.

Fin dall'inizio, la crisi ha messo in luce la presenza di carenze nelle strategie di provvista e nella gestione degli impieghi delle banche. Con l'accumularsi delle perdite finanziarie, la scarsità di informazioni sui bilanci illiquidi delle società finanziarie ha accentuato l'incertezza del mercato. Ciò ha acuito le difficoltà delle banche dipendenti dai mercati della provvista a breve termine, più soggetti ai mutamenti del clima di fiducia, creando un circolo vizioso⁵.

I problemi di liquidità e di finanziamento delle banche sono stati particolarmente acuti sul piano internazionale, dove maggiori sono le carenze informative. In risposta alle turbolenze nel comparto degli swap in valuta, nel 2008 le banche centrali sono intervenute fornendo accordi di emergenza per lo scambio di importi senza precedenti nelle rispettive monete. Tensioni analoghe sono emerse più di recente, rendendo necessaria nel maggio 2010 una seconda serie di misure di sostegno ufficiale alla liquidità. Inoltre, l'attività di intermediazione nei paesi a forte presenza di banche estere ha accusato disfunzioni collegate alle difficoltà che tali banche incontravano nei rispettivi mercati nazionali o in paesi terzi. Questi episodi hanno indotto a invocare una maggiore decentralizzazione dell'attività bancaria internazionale, in modo che il credito sia finanziato, erogato e vigilato in maniera più ampia all'interno di una stessa giurisdizione.

La misura in cui le banche hanno adeguato negli anni il proprio modello di operatività internazionale differisce a seconda dei paesi. Gli istituti canadesi, olandesi e giapponesi sono passati a un modello più decentrato, nel quale il finanziamento del credito estero avviene maggiormente a livello locale e dipende meno da trasferimenti intragrupo (grafico VI.8, diagramma di sinistra). Le banche statunitensi, tedesche e australiane si sono invece mosse in direzione opposta. Questi sviluppi hanno dato luogo a una marcata divergenza nel grado di decentramento dei sistemi bancari nazionali (grafico VI.8, diagramma di destra).

Dal punto di vista del mutuatario, il passaggio a un modello di attività bancaria internazionale più decentrato comporta sia benefici che costi. Ad esempio, tale modello contribuirebbe a isolare l'economia interna da perturbazioni sorte altrove nell'operatività delle banche internazionali. Al tempo stesso, tuttavia, un modello più decentrato implicherebbe un minor grado di diversificazione in caso di shock locali. Inoltre, nella misura in cui i flussi bancari transfrontalieri finanziano elevati livelli di indebitamento netto verso l'estero (quadrante in alto a destra nel grafico VI.9), un'eventuale riduzione di tali flussi dovrebbe essere compensata da fonti di finanziamento alternative.

Aumento dei rischi di finanziamento e di liquidità

Un maggiore decentramento dell'attività bancaria internazionale ...

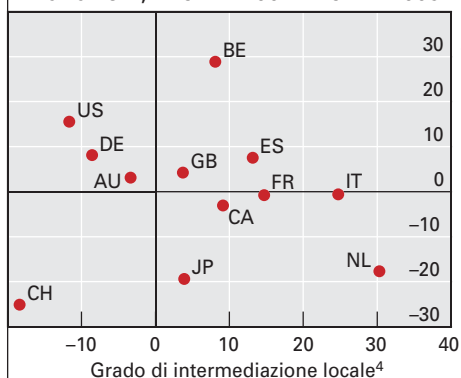
... comporta benefici e costi

⁵ Per una conferma empirica che il ricorso a fonti di finanziamento stabili migliora i rendimenti delle azioni finanziarie e rafforza la resilienza delle banche, cfr. A. Beltratti e R. Stulz, "Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation", *NBER Working Papers*, n. 15180, luglio 2009 e R. Huang e L. Ratnovski, "Why are Canadian banks more resilient?", *IMF Working Papers*, n. WP/09/152, luglio 2009.

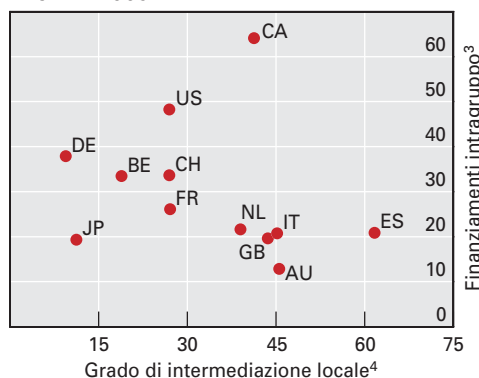
Decentramento dell'attività bancaria internazionale¹

In punti percentuali e in percentuale

Variazioni, 1° trim. 2002-4° trim. 2009²



4° trim. 2009



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

¹ In base al paese di origine. ² Per le banche dell'Australia, variazione dal 4° trimestre 2007 al 4° trimestre 2009. ³ Quota delle passività intragruppo sul totale delle passività estere. ⁴ Somma dei minimi delle attività e passività locali in tutti i paesi ospitanti in rapporto al totale delle attività estere.

Fonte: statistiche bancarie internazionali BRI.

Grafico VI.8

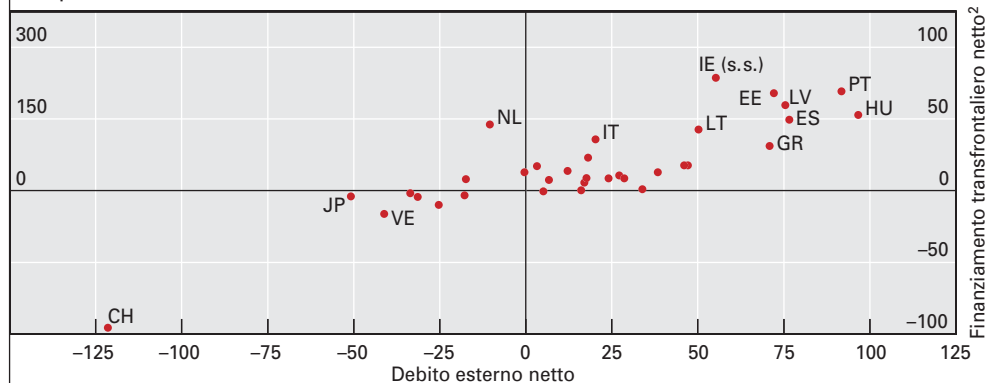
Gli aspetti positivi e negativi di un modello più decentrato dell'attività bancaria internazionale confermano come in generale sia impossibile eliminare la totalità dei rischi mediante la riorganizzazione aziendale. I rischi inerenti alla gestione della liquidità e della provvista dovranno essere mitigati con una più robusta dotazione di attività liquide e un maggiore ricorso a fonti di finanziamento stabili, quali i depositi al dettaglio.

Maggiore dotazione di capitale: esiste un trade-off tra resilienza e redditività?

Il successo di una riforma regolamentare dipende dall'equilibrio che essa realizza tra gli obiettivi delle autorità di vigilanza e gli incentivi delle società finanziarie. Contrariamente a quanto si sente spesso affermare, i dati empirici

Finanziamento bancario del debito esterno¹

In percentuale



CH = Svizzera; EE = Estonia; ES = Spagna; GR = Grecia; HU = Ungheria; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Giappone; LT = Lituania; LV = Lettonia; NL = Paesi Bassi; PT = Portogallo; VE = Venezuela.

¹ Consistenze in essere nel 2008 in percentuale del PIL nazionale nel 2008. ² Da banche non residenti.

Fonti: FMI; statistiche bancarie internazionali BRI.

Grafico VI.9

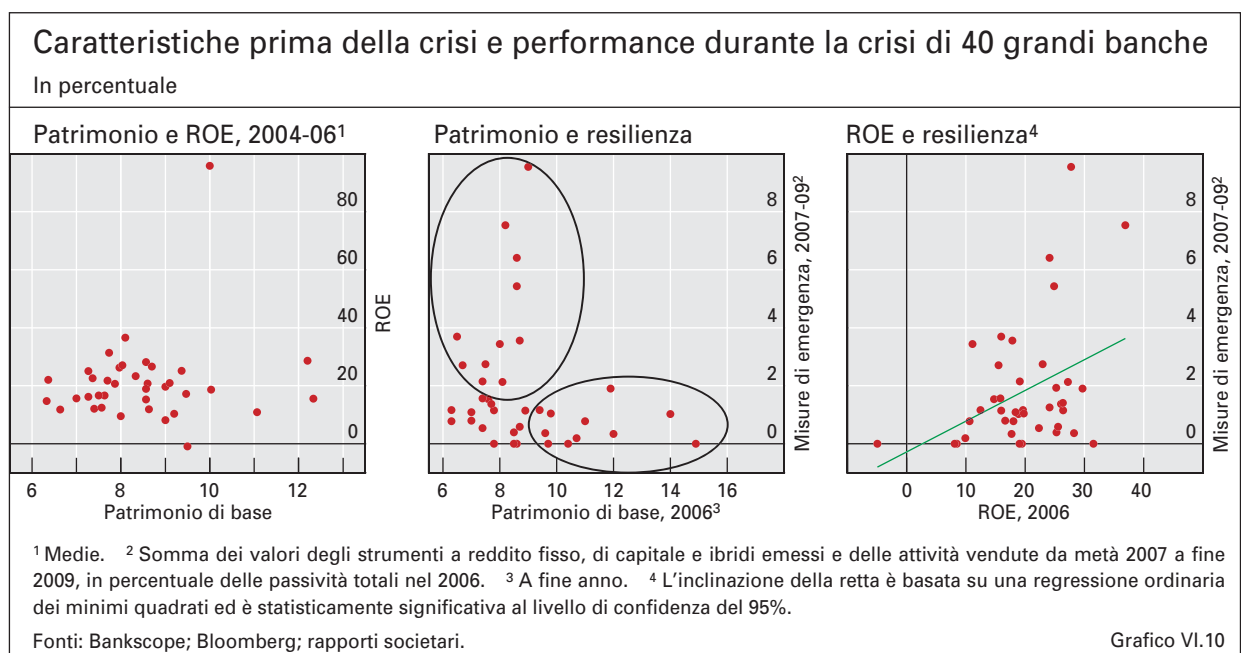
degli ultimi anni non evidenziano alcun conflitto tra la patrimonializzazione delle banche e la redditività del loro capitale proprio nelle fasi di boom, mentre indicano un chiaro nesso tra coefficienti patrimoniali più bassi e perdite più elevate nei periodi di crisi. Inoltre, l'analisi stilizzata dello stato patrimoniale e del conto economico di una banca rappresentativa dimostra che, premiando la resilienza a lungo termine degli intermediari meglio capitalizzati, i mercati della provvista potrebbero di fatto contribuire a realizzare elevati profitti di lungo periodo nel settore finanziario. Gli investitori devono altresì riconoscere che i recenti utili netti delle banche sono stati sostenuti artificialmente dalle garanzie ufficiali. Inoltre, il settore dovrà anzitutto correggere l'eccesso di capacità affinché la sua redditività possa divenire realmente durevole.

L'esperienza di 40 grandi banche durante il più recente boom non evidenzia alcun nesso percettibile tra ROE e base patrimoniale. Le banche con un basso saggio di redditività dell'attivo tra il 2004 e il 2006 sono state quelle che hanno incrementato la leva finanziaria per conseguire un ROE competitivo. Pur presentando coefficienti patrimoniali relativamente bassi, esse non hanno conseguito un ROE superiore a quello degli istituti con una base di capitale maggiore (grafico VI.10, diagramma di sinistra). Nella misura in cui i più elevati coefficienti patrimoniali hanno rafforzato la resilienza, non vi sono evidenze di alcun *trade-off* tra maggiore sicurezza e rendimenti elevati.

Di fatto, la crisi mostra che un coefficiente patrimoniale più elevato ha contribuito alla resilienza delle banche del campione che hanno registrato i migliori risultati (grafico VI.10, diagramma centrale). Gli istituti fortemente patrimonializzati nel 2006 hanno fatto modesto ricorso al sostegno ufficiale sotto forma di misure di emergenza tra il 2007 e il 2009. Fatto ancora più importante, solo le banche che nel 2006 presentavano bassi coefficienti patrimoniali hanno avuto bisogno di un ampio sostegno straordinario durante la crisi. Questa correlazione è assai chiara, sebbene non tenga conto di altre

Una solida base di capitale non è incompatibile con un'elevata redditività ...

... e migliora inoltre la resilienza



importanti determinanti dell'andamento delle banche durante la crisi, come l'entità della loro scorta di liquidità⁶.

Profitti elevati e sostenibili sono favoriti da ...

La crisi ha altresì messo in luce la natura precaria dei profitti bancari. Le banche che poco prima della crisi vantavano un elevato ROE hanno necessitato di un ingente sostegno straordinario quando questa si è poi manifestata (grafico VI.10, diagramma di destra). Ciò illustra chiaramente la fragilità strutturale dei modelli operativi delle banche. In linea con il quadro di lungo periodo delineato dalla tabella VI.1 e dai grafici VI.1 e VI.2, gli alti rendimenti offerti agli azionisti nel settore erano insostenibili, in quanto generati da un'elevata leva finanziaria e da un'assunzione di rischio divenute ingestibili in un periodo di stress.

... bilanci solidi ...

In prospettiva, una consistente dotazione patrimoniale dovrebbe contribuire alla solidità della performance delle società finanziarie. Il riconoscimento di questa solidità da parte dei mercati ridurrà i costi di finanziamento e farà quindi aumentare il ROA del settore. La più elevata patrimonializzazione, ponendo un freno alla leva finanziaria, limiterà altresì la capacità degli intermediari di accrescere la redditività del capitale nei periodi di alta congiuntura a prezzo di pesanti perdite nelle fasi recessive.

Un calo del ROE potrebbe persino essere auspicabile per gli investitori di lungo periodo, e anche per l'economia nel suo complesso. Alla luce dell'esperienza recente (grafico VI.10, diagramma di destra) si può ritenere che gli azionisti richiederanno rendimenti più bassi ma più stabili, destinati verosimilmente a tradursi in profitti più elevati su una base corretta per il rischio. Per l'economia nel suo insieme, una performance più stabile del settore finanziario diminuirebbe l'incidenza delle crisi finanziarie e l'entità dei costi a esse associati.

Una riduzione del ROE rispetto ai livelli elevati resi possibili dall'apprestamento di garanzie pubbliche esplicite e implicite favorirebbe inoltre un sano funzionamento del settore finanziario. Come detto, il sostegno governativo ha fatto recentemente salire di tre gradi il rating medio assegnato da Moody's alle 50 maggiori banche. Ai livelli del 2009 dei premi sui CDS bancari, questa progressione si traduce in un calo di 1 punto percentuale dei costi di finanziamento, il che accresce il ROE. Ciò equivale a un sussidio che mantiene i profitti del settore su livelli artificialmente elevati e distorce le decisioni economiche. Pertanto, una maggiore dotazione patrimoniale non soltanto migliorerebbe la resilienza degli intermediari ma, riducendo il ROE, contribuirebbe anche a neutralizzare l'effetto distorsivo del sostegno pubblico.

... e mercati della provvista che premiano la prudenza

Un semplice calcolo illustra in che misura la maggiore patrimonializzazione controbilanci l'effetto del sostegno pubblico su una banca rappresentativa (cfr. il riquadro). Per un ampio ventaglio di valori di aumento del patrimonio, il risultante ROE rimane al disopra del livello che si avrebbe a fronte del patrimonio iniziale e in assenza del sussidio insito nelle garanzie pubbliche. Nel grafico VI.A (diagrammi di sinistra) ciò corrisponde alla porzione di ascissa

⁶ Per un ulteriore riscontro del fatto che coefficienti patrimoniali più elevati favoriscono una migliore tenuta durante le crisi, cfr. A. Beltratti e R. Stulz, "Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation", *NBER Working Papers*, n.15180, luglio 2009 e K. Buehler, H. Samandari e C. Mazingo, "Capital ratios and financial distress: lessons from the crisis", *McKinsey Working Papers on Risk*, n. 15, dicembre 2009.

Base patrimoniale e redditività di una banca rappresentativa

Quale effetto avrebbe un aumento dei requisiti patrimoniali sui profitti delle banche e come potrebbero reagire queste ultime? Il presente riquadro intende fornire risposte quantitative e contestualizzarle in funzione dei benefici derivanti alle banche dal sostegno pubblico. I risultati, presentati nel grafico VI.A, si basano sugli stati patrimoniali e i conti economici dei sistemi bancari nazionali dell'area dell'euro a fine 2006 pubblicati dall'OCSE. Calcolando la media tra i sistemi bancari si ottiene lo stato patrimoniale e il conto economico di una banca rappresentativa con una leva finanziaria (rapporto tra attivo e capitale) pari a 20, un ROE (rapporto tra utile netto e capitale proprio) del 14% e costi operativi pari al 40% degli oneri per interessi. Si ipotizza che inizialmente la banca applichi un tasso del 6% sui prestiti (rapporto tra proventi da interessi e attività fruttifere) e che il 60% del suo patrimonio si qualifichi come patrimonio di vigilanza.

I due diagrammi di sinistra del grafico illustrano l'impatto dell'aumento dei requisiti patrimoniali sull'utile netto e sul ROE. L'ipotesi è che la banca faccia fronte a tale aumento trasformando in capitale una quota uniforme dei suoi vari strumenti debitori, senza modificare l'attivo del bilancio. Il conseguente calo della leva finanziaria migliora il merito creditizio della banca, che si presume riduca il tasso di interesse solo sulle sue emissioni obbligazionarie. Mantenendo costanti i ricavi, questa flessione dei costi di finanziamento accresce l'utile netto nella misura indicata dalle linee rosse nel grafico. In aggiunta all'impatto positivo sull'utile netto, la maggiore dotazione patrimoniale fa anche diminuire la leva finanziaria, il che produce un impatto netto negativo sul ROE (linee verdi).

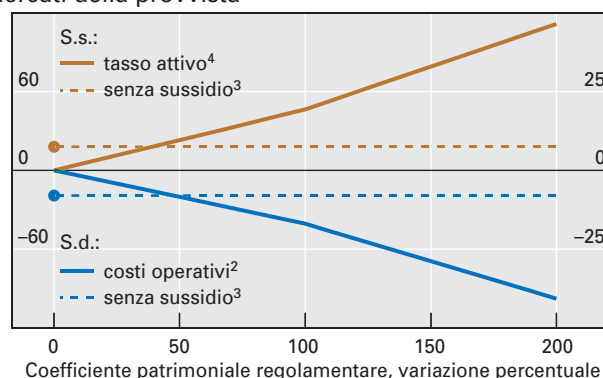
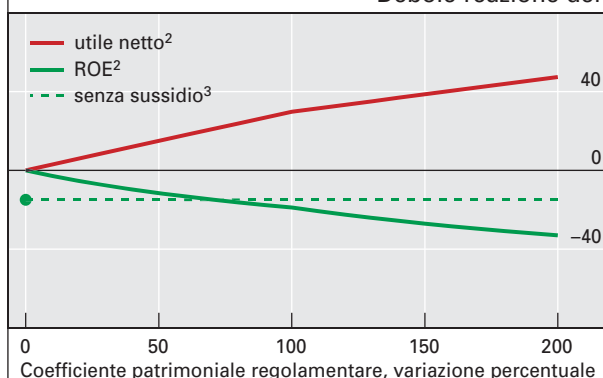
Quanto maggiore è la reazione dei mercati della provvista a variazioni del coefficiente patrimoniale della banca, tanto più forte è l'impatto positivo dell'aumento dei requisiti patrimoniali sull'utile netto e

Impatto di un incremento del patrimonio regolamentare

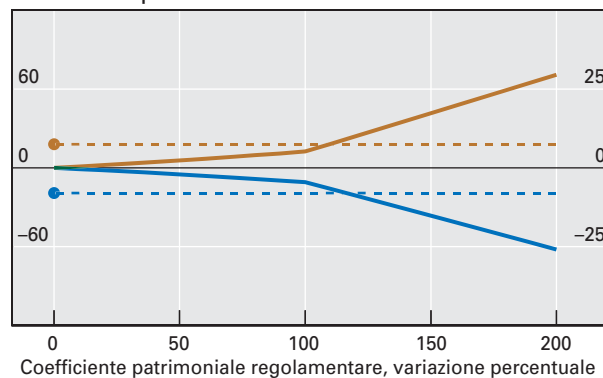
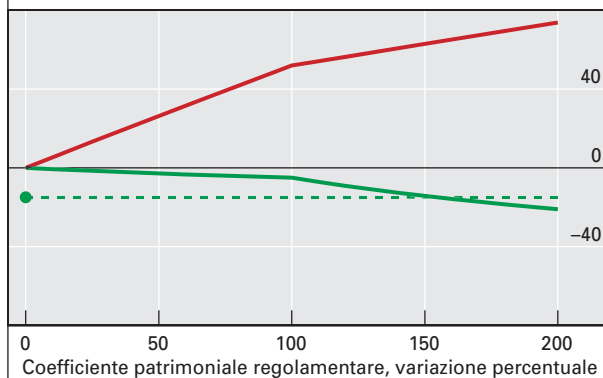
Redditività

Aggiustamenti compensativi¹

Debole reazione dei mercati della provvista



Forte reazione dei mercati della provvista



¹ Variazioni nel tasso attivo e nei costi operativi che mantengono costante la redditività del capitale (ROE). ² Variazioni percentuali. ³ Impatto sul ROE (diagrammi di sinistra) e aggiustamenti compensativi del tasso attivo e dei costi operativi (diagrammi di destra) nel caso in cui il patrimonio non vari, ma i costi della provvista aumentino di 1 punto percentuale. ⁴ Variazione in punti base.

Fonte: OCSE.

Grafico VI.A

tanto minore l'effetto negativo sul ROE. I diagrammi superiore e inferiore rappresentano ipotesi diverse di questa reazione. Una reazione debole del mercato della provvista si traduce in una flessione del 15% (17%) del tasso di finanziamento a fronte di un incremento del 100% (200%) del patrimonio regolamentare. Con un tasso privo di rischio del 3,5%, questo calo corrisponde a un restringimento degli spread dei CDS nell'area dell'euro pari a quello determinato dal passaggio dal rating A a quello AA (AAA) nel 2005. In linea con la riduzione dei premi sui CDS nel 2006, questa flessione del tasso di finanziamento in ipotesi di forte reazione del mercato è posta al 40% (48%).

I diagrammi di destra illustrano due modalità alternative per ripristinare il ROE iniziale della banca dopo l'aumento dei coefficienti patrimoniali. Una consiste nell'innalzare il tasso sui prestiti (linee marroni), l'altra in una riduzione dei costi tale da ricondurre il ROE al livello originario (linee blu).

Per contestualizzare questi risultati, il grafico mostra anche come la rimozione del sostegno pubblico possa incidere sui profitti. Secondo Moody's, nel 2009 in assenza di sostegno pubblico il rating delle 50 maggiori banche sarebbe peggiorato in media di tre gradi (da Aa3 ad A3). I dati recenti sui CDS bancari indicano che un simile declassamento accrescerebbe di 1 punto percentuale il tasso di interesse corrisposto dalle banche sui propri titoli. Le linee tratteggiate nei diagrammi di sinistra quantificano la conseguente flessione del ROE della banca rappresentativa mantenendo invariata la base patrimoniale. Nei diagrammi di destra, esse indicano il corrispondente aumento del tasso attivo e il calo dei costi operativi che manterrebbero il ROE al suo livello iniziale in assenza di sostegno pubblico.

in cui le linee verdi continue restano al di sopra di quelle tratteggiate. Concretamente, laddove il mercato della provvista premia fortemente la costituzione di un bilancio solido, un aumento del patrimonio fino al 150% avrebbe un impatto sul ROE inferiore a quello della rimozione delle garanzie pubbliche (diagramma in basso a sinistra).

La banca potrebbe compensare il più elevato costo del capitale proprio rispetto a quello del capitale di prestito riducendo i costi operativi o innalzando il tasso attivo (diagrammi di destra). Qualora il mercato della provvista reagisca fortemente alla maggiore solidità del bilancio della banca, il taglio dei costi operativi sarebbe modesto (diagramma in basso a destra). Ad esempio, la riduzione che mantiene il ROE al suo livello iniziale, dato un incremento del patrimonio fino al 120%, è minore di quella che produrrebbe lo stesso risultato se il patrimonio rimanesse invariato ma i sussidi governativi fossero rimossi (linee blu continue e tratteggiate). A una conclusione analoga si giunge nel caso in cui la banca reagisca innalzando il tasso attivo (linee marroni).

Sintesi

La crisi ha messo in luce le carenze presenti da diversi decenni nel modello operativo del settore finanziario. Il fatto che le società finanziarie abbiano generato ROE competitivi grazie a un elevato grado di leva su bilanci opachi e illiquidi ha determinato un livello di performance persistentemente volatile e inferiore alla media nei periodi di stress generalizzato. L'importanza di rafforzare la resilienza del settore è aumentata di pari passo con il peso di quest'ultimo all'interno dell'attività economica complessiva e con la portata internazionale dell'intermediazione finanziaria. Maggiori salvaguardie prudenziali e un minore grado di leva contribuiranno ad assicurare la solidità strutturale del settore finanziario. Ulteriori progressi da parte delle banche nel ristrutturare la base di costo, consolidare i bilanci ed eliminare la capacità eccedente favoriranno la tendenza verso una redditività sostenibile.

VII. La politica macroprudenziale e la prociclicità

Va colta l'opportunità di istituire un assetto macroprudenziale ...

Un assetto di *policy* macroprudenziale è essenziale per porre il sistema finanziario su basi più solide. La crisi finanziaria ha impresso slancio alle iniziative volte a sviluppare quadri di riferimento di questo tipo¹. Nel contempo, le autorità stanno maturando maggiore esperienza nell'impiegare gli strumenti prudenziali a fini sistemici. L'opportunità che si presenta per istituire in maniera duratura assetti macroprudenziali credibili non va sprecata.

L'obiettivo generale della politica macroprudenziale è contenere il rischio sistemico, ossia il rischio che le turbative nel sistema finanziario possano destabilizzare la macroeconomia². Nel porre in atto una politica macroprudenziale, gli strumenti generalmente utilizzati nell'attività di regolamentazione e vigilanza prudenziale sui singoli intermediari finanziari vengono adattati in modo da limitare il rischio presente nel sistema finanziario nel suo complesso (cfr. il riquadro).

... per far fronte al rischio di fallimenti congiunti per interconnessioni ed esposizioni comuni ...

La politica macroprudenziale contiene il rischio sistemico affrontando due esternalità chiave del sistema finanziario. La prima consiste nel fallimento congiunto di più intermediari causato dalle interconnessioni e dalle esposizioni comuni. Nel Capitolo I si sono esaminate varie iniziative in corso volte a ridurre le vulnerabilità del sistema finanziario che ne derivano.

... e alla vulnerabilità prociclica del sistema finanziario

La seconda esternalità concerne il fenomeno della prociclicità, ossia la presenza di effetti amplificatori di retroazione all'interno del sistema finanziario e fra quest'ultimo e la macroeconomia. Come si è visto di recente, la prociclicità può favorire lo sviluppo di boom insostenibili e, nel momento in cui questi vengono meno, amplificare le turbative provocando una profonda recessione economica.

L'azione di contrasto alla prociclicità e le politiche macroeconomiche anticicliche sono collegate

L'azione di contrasto alla prociclicità è strettamente collegata alle tradizionali politiche macroeconomiche anticicliche. In maniera analoga, l'elaborazione di un quadro di riferimento efficace per la gestione della prociclicità solleva alcuni interrogativi che si pongono comunemente anche nell'impostazione delle politiche di bilancio e monetaria. Ad esempio, come andrebbe definito l'obiettivo? Qual è il giusto equilibrio fra strumenti che variano in funzione anticiclica e misure statiche che fungono da "stabilizzatori automatici"? Quanto spazio dare alla discrezionalità, e quanto alle regole? A chi spettano le decisioni riguardo alla regolazione degli strumenti? E quale dovrebbe essere la relazione con le politiche macroeconomiche, specie quella monetaria? In questo capitolo tali questioni verranno esaminate nel descrivere gli elementi essenziali di un assetto macroprudenziale destinato ad affrontare la prociclicità. Prima di entrare nel vivo della trattazione, tuttavia, vanno sottolineati tre punti di ordine generale.

¹ Cfr., ad esempio, Gruppo dei Venti, *Enhancing sound regulation and strengthening transparency*, 25 marzo 2009 e M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud e H. S. Shin, "The fundamental principles of financial regulation", *Geneva Reports on the World Economy*, 11, luglio 2009.

² Per una trattazione, cfr. J. Caruana, *Systemic risk: how to deal with it?*, paper, BRI, 12 febbraio 2010, www.bis.org/publ/othp08.htm.

Cos'è uno strumento macroprudenziale?

Il termine “macroprudenziale” ha conosciuto una tale popolarità a seguito della crisi che viene ormai utilizzato per indicare numerose misure di *policy* i cui obiettivi primari trascendono l'ambito specifico della stabilità finanziaria[Ⓞ]. Questo uso indiscriminato del termine rischia di confondere e ostacolare l'elaborazione delle politiche e quindi di compromettere il sostegno dell'opinione pubblica alla politica macroprudenziale.

Molte funzioni di *policy* (fra cui la politica monetaria, fiscale e valutaria) possono favorire in un modo o nell'altro la stabilità finanziaria, e spesso lo fanno. Ma solo gli strumenti che vengono impiegati con l'obiettivo primario esplicito di promuovere la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso e che esercitano l'impatto più diretto e attendibile sulla stabilità finanziaria andrebbero considerati macroprudenziali.

Gli strumenti con siffatte caratteristiche sono quelli prudenziali. Essenzialmente la politica macroprudenziale amplia la prospettiva della politica prudenziale tradizionale, i cui strumenti promuovono l'adozione di prassi ottimali e limitano l'assunzione di rischio a livello di singoli intermediari e strumenti finanziari. La definizione di uno strumento macroprudenziale presenta certamente zone grigie, e l'idoneità del medesimo può variare al variare della struttura dell'economia e del sistema finanziario. Ad esempio, nei mercati emergenti si sta facendo crescente uso ai fini della stabilità finanziaria dello strumento della riserva obbligatoria, che potrebbe considerarsi macroprudenziale nella misura in cui limita il rischio di liquidità.

Concepire lo strumentario macroprudenziale come una sovrapposizione o un aggiustamento rispetto a quello microprudenziale esistente ha il vantaggio pratico di distinguere chiaramente la componente macro da quella microprudenziale degli strumenti. Questa concezione evidenzia l'autonomia della funzione macroprudenziale e la differenza fra la prospettiva macro e quella microprudenziale. Essa rende chiaro l'obiettivo della prima, che mira alla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso, anziché dei singoli intermediari che ne fanno parte. Inoltre, la rigorosa definizione degli strumenti macroprudenziali contribuisce a rendere semplici gli assetti di governance e quindi a promuovere la responsabilità delle autorità per il proprio operato (*accountability*) e la chiarezza delle politiche.

[Ⓞ] Per una trattazione più ampia dell'impiego di questo termine, cfr. P. Clement, “Origini ed evoluzione del termine ‘macroprudenziale’”, *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2010, pagg. 59-67 (testo integrale disponibile solo in inglese).

In primo luogo, l'obiettivo macroprudenziale non dovrebbe promettere più di quanto le autorità siano in grado di conseguire, e in particolare non andrebbe definito in termini di gestione del ciclo economico. Troppo ambizioso sarebbe anche mirare all'eliminazione dei cicli del credito o fissare un *target* per i prezzi delle attività. L'obiettivo più realistico è quello di rafforzare la capacità di tenuta del sistema finanziario di fronte all'emergere di tensioni, un obiettivo raggiungibile attraverso l'accumulo e l'utilizzo tempestivo e anticiclico di risorse patrimoniali e di altro tipo all'interno del sistema. Un tale approccio contribuirebbe inoltre a contrastare un'eccessiva espansione del credito e dinamiche insostenibili dei prezzi delle attività.

L'obiettivo macroprudenziale dovrebbe essere realistico

In secondo luogo, gli strumenti impiegati per accrescere la resilienza dovrebbero essere definiti per quanto possibile utilizzando regole e linee guida semplici, come vincoli all'eccessiva assunzione di rischio e l'aggancio a indicatori chiari del rischio sistemico. Un quadro di riferimento basato su regole semplici sarà di ausilio alle autorità nell'affrontare la resistenza tradizionalmente forte dell'opinione pubblica nei confronti di interventi anticiclici durante una fase di boom. Occorrerà evitare di agganciare strettamente la manovra degli strumenti a indicatori di rischio di difficile comprensione o di affidabilità non comprovata.

Gli strumenti andrebbero definiti per quanto possibile utilizzando regole semplici

Le banche centrali devono essere coinvolte direttamente ...

In terzo luogo, le banche centrali dovranno essere coinvolte direttamente nell'elaborazione e nell'attuazione della politica macroprudenziale. Questo imperativo scaturisce sia dalla profonda esperienza maturata da queste istituzioni nell'analisi e nell'intervento a livello di sistema, sia dalla stretta relazione bidirezionale fra l'azione di contrasto alla prociclicità e la conduzione della politica monetaria.

... e la politica monetaria deve contrastare maggiormente l'accumulo di rischi nel sistema finanziario

Vanno tuttavia fatte alcune importanti precisazioni. Non esiste una formula magica capace di eliminare l'instabilità sistemica. Il quadro di riferimento dovrà riflettere le specificità dei singoli paesi. Una migliorata capacità di tenuta del sistema finanziario non basterà a evitare le recessioni economiche. Infine, la politica monetaria dovrebbe diventare un partner essenziale nel promuovere la stabilità finanziaria. In particolare, essa deve contrastare maggiormente l'accumulo di rischi nel sistema finanziario. E potrà farlo, sempre continuando a perseguire la stabilità dei prezzi, mediante l'adozione di un più lungo orizzonte effettivo di riferimento.

Elementi essenziali di un quadro di riferimento macroprudenziale

Gli elementi essenziali di un quadro di riferimento macroprudenziale sono: un obiettivo chiaramente definito e realistico; una strategia operativa; scelte in relazione alle specificità settoriali; assetti di governance; sensibilità alle circostanze specifiche delle economie; coordinamento internazionale.

Un obiettivo chiaramente definito e realistico

Una crescente resilienza del sistema è un obiettivo macroprudenziale realizzabile

La politica macroprudenziale deve avere come obiettivo una riduzione chiara ma realizzabile del rischio sistemico. Allo stato attuale delle nostre conoscenze, le maggiori probabilità di successo nel raggiungere la stabilità si avranno puntando sul rafforzamento della resilienza sistemica mediante la gestione in funzione anticiclica delle risorse precauzionali (*buffer*) contro gli shock³. L'obiettivo potrebbe contemplare anche l'attenuazione degli eccessi nell'espansione del credito e nei prezzi delle attività, ma va riconosciuto che ciò lo renderebbe molto più difficile da conseguire. Metterebbe a dura prova le nostre attuali conoscenze e probabilmente richiederebbe l'adozione di misure meno collaudate. L'obiettivo non dovrebbe spingersi fino al punto di contemplare esplicitamente l'eliminazione dei boom creditizi e degli aumenti insostenibili dei prezzi delle attività.

Per contro, l'uso di strumenti prudenziali per gestire in funzione anticiclica le risorse precauzionali non rappresenta una novità. Il metodo più efficace per accrescere la solidità del sistema è quello di assicurare la disponibilità di risorse adeguate che possano essere liberate durante le fasi congiunturali sfavorevoli. Ciò permetterebbe di ridurre il rischio di vendite forzate e di strette creditizie durante le fasi discendenti, e potrebbe inoltre moderare gli andamenti altalenanti della finanza contenendo l'assunzione di rischio nei periodi di alta congiuntura.

³ Cfr. BRI, *Addressing financial system procyclicality: a possible framework*, nota destinata al Working Group on Market and Institutional Resilience del Forum per la stabilità finanziaria, settembre 2008.

Misure per ridurre la prociclicità causata dai processi decisionali	
Obiettivo	Intervento
Migliorare la gestione del rischio nelle banche	Richiedere l'uso di input prudenti o che coprono l'intero ciclo nei modelli di rischio
Accrescere la consapevolezza del rischio sistemico	Pubblicare periodicamente valutazioni ufficiali delle vulnerabilità
Ridurre la prociclicità delle rendicontazioni finanziarie	Richiedere valutazioni che coprono l'intero ciclo
Rafforzare la disciplina di mercato	Richiedere la pubblicazione delle posizioni di rischio, indicando le incertezze di misurazione
Ridurre all'interno delle retribuzioni gli incentivi a un'eccessiva assunzione di rischio	Allungare l'orizzonte valutativo della performance del dipendente corretta per il rischio; differire i bonus

Tabella VII.1

Molti strumenti sono stati utilizzati a questo scopo e altri sono in corso di elaborazione. Alcuni provvedimenti mirano a ridurre la propensione a un approccio di breve periodo e altri elementi prociclici nelle scelte delle società finanziarie. La loro introduzione non deve necessariamente dipendere dalle condizioni economiche e finanziarie prevalenti (tabella VII.1).

Altri strumenti pongono vincoli diretti alla struttura dei bilanci (come i requisiti in termini di capitale, liquidità o accantonamenti), alle caratteristiche dei contratti di mutuo (limiti al rapporto fra valore del prestito e della garanzia) o ad altri tipi di esposizione al rischio (limiti agli sbilanci valutari). Tali vincoli possono essere mantenuti fissi o essere all'occorrenza modificati in base alla valutazione corrente del rischio sistemico (tabelle VII.2 e VII.3).

Il modo migliore per creare risorse anticicliche è quello di accumularle durante le fasi ascendenti. Sebbene tale approccio si trovi ancora a uno stadio precoce di sviluppo e non sia stato generalmente considerato nel quadro di un obiettivo macroprudenziale esplicito, esso ha avuto un impiego più diffuso dopo la crisi, e attualmente sono al vaglio nuove proposte al riguardo⁴. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, ad esempio, lo ha inserito fra le raccomandazioni formulate per la riforma della regolamentazione e della vigilanza bancaria⁵.

Le evidenze recenti indicano che l'impiego dei tradizionali strumenti prudenziali a scopi macroprudenziali è efficace nel migliorare la capacità di tenuta del sistema finanziario⁶. In particolare, il ricorso piuttosto diffuso a tali misure fatto nell'ultimo decennio dalle economie asiatiche al fine di rafforzare le banche nella regione potrebbe contribuire a spiegare perché tali banche siano state meno colpite dall'esuberanza dei mercati immobiliari.

È disponibile un'ampia gamma di strumenti

Gli strumenti usati finora sembrano efficaci nell'accrescere la resilienza ...

⁴ Cfr., ad esempio, Forum per la stabilità finanziaria, *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, aprile 2009.

⁵ Cfr. Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Strengthening the resilience of the banking sector*, dicembre 2009.

⁶ Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, "Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences", *CGFS Papers*, n. 38, maggio 2010.

... ma il loro
impatto sui boom
finanziari non è
comprovato

Tuttavia, l'esperienza complessiva maturata finora non permette di concludere che la variazione delle risorse precauzionali in funzione anticiclica produca effetti vigorosi e duraturi sul credito e sui prezzi delle attività. In Asia, malgrado il ricorso alquanto intenso a misure concernenti il credito immobiliare, le economie continuano a registrare cicli immobiliari relativamente frequenti e pronunciati.

I benefici derivanti da un'efficace moderazione di entrambe le fasi del ciclo del credito e dei prezzi delle attività meritano indubbiamente di essere perseguiti nel più lungo periodo. Man mano che migliorano le conoscenze delle relazioni fra lo strumentario macroprudenziale e le oscillazioni finanziarie ed economiche, potrebbe prendere forma un approccio volto a limitare attivamente gli eccessi del credito e dei mercati delle attività durante i boom. Tale approccio potrebbe richiedere l'applicazione più restrittiva o più generalizzata degli strumenti e un maggiore affidamento sulla valutazione soggettiva e sulla discrezionalità. Poiché in tal caso il ruolo della politica macroprudenziale assumerebbe maggiore rilevanza all'interno della politica macroeconomica, gli assetti istituzionali macroprudenziali andrebbero rafforzati al fine di gestire l'interazione con la politica monetaria.

Una sensibile moderazione dei cicli del credito e dei prezzi delle attività permetterebbe di massimizzare il contributo della politica macroprudenziale alla stabilizzazione macroeconomica, e quindi il sostegno da essa fornito alla politica monetaria. Ma l'esperienza acquisita finora induce a ritenere che un ambizioso obiettivo macroprudenziale così definito potrebbe produrre conseguenze indesiderate e andrebbe evitato allo stadio attuale.

Il miglior approccio per contenere gli eccessi del credito e dei prezzi delle attività consisterebbe in una combinazione di politica macroprudenziale e di politica monetaria volte entrambe a contrastare l'accumulo di squilibri. Non ci si può attendere che ciascuna di esse singolarmente sia in grado di realizzare appieno l'obiettivo.

Strategia operativa

Le modalità operative macroprudenziali possono differire a seconda dell'entità e della frequenza degli aggiustamenti apportati agli strumenti in risposta alle variazioni del rischio sistemico, e a seconda che tali aggiustamenti siano decisi in base a regole o in maniera discrezionale. Lo strumentario potrebbe essere addirittura del tutto predeterminato (*set and forget*) e agire comunque da stabilizzatore automatico riducendo la possibilità di assunzioni estreme di rischio.

L'impiego di coefficienti fissi, o limiti assoluti, nelle fasi ascendenti è piuttosto comune. Essi sono stati applicati ai contratti di prestito (ad esempio, i rapporti *loan-to-value*, LTV, i rapporti servizio del debito/reddito, margini minimi)⁷, ai disallineamenti valutari⁸ e con meno frequenza agli accantona-

Frequente nelle fasi
espansive l'impiego
di limiti prefissati
all'assunzione di
rischio

⁷ In merito all'impiego di massimali al rapporto LTV, ponderazioni di rischio e altre misure di moderazione del credito immobiliare, cfr. ad esempio S. Gerlach e W. Peng, "Bank lending and property prices in Hong Kong", *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, n. 2, febbraio 2005, pagg. 461-481; Bank Negara Malaysia, *Financial stability and payment systems report 2009*, marzo 2010 e Reserve Bank of India, *Report on trend and progress of banking in India 2008-09*, ottobre 2009.

⁸ Cfr. M. Goldstein e P. Turner, *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington D.C., aprile 2004.

Strumenti prudenziali che pongono vincoli diretti a taluni aspetti dell'attività delle società finanziarie		
	Strumento	Meccanismo
Contratti di mutuo	Massimali al rapporto LTV per il credito immobiliare	Limita l'esposizione del creditore ai ribassi del mercato immobiliare; limita gli investimenti immobiliari ad alto grado di leva
	Massimali al rapporto servizio del debito/reddito per i crediti alle famiglie	Limita le probabilità di inadempienza del mutuatario; limita gli investimenti immobiliari ad alto grado di leva
Contratti di finanziamento	Variazione anticiclica dei margini di garanzia nei contratti di finanziamento (legata ai requisiti patrimoniali)	Scoraggia la sottovalutazione del rischio sistemico dovuta all'applicazione di margini modesti nelle operazioni assistite da garanzia; riduce il rischio di brusche contrazioni nell'offerta di fondi garantiti in caso di variazioni repentine nel giudizio del mercato sulla qualità delle garanzie
Bilanci	Supplemento di capitale anticiclico	Crea <i>buffer</i> di capitale anticiclici in periodi di alta congiuntura per limitare l'assunzione di rischio e li utilizza nei periodi di recessione per consentire al sistema finanziario di assorbire più facilmente le tensioni
	Adeguamenti delle ponderazioni di rischio	Assicura che i <i>buffer</i> di capitale siano sensibili all'accumulo di rischio in settori specifici
	Accantonamenti statistici	Riduce il rischio di accantonamenti inadeguati durante i boom anticipando l'aumento delle sofferenze atteso nella fase contrattiva
	Massimali al rapporto prestiti/depositi, alla quota di finanziamento a breve e altri requisiti di liquidità	Riduce la tendenza a ricorrere a fonti di provvista a breve o instabili per finanziare una rapida espansione del credito

Tabella VII.2

menti per perdite su crediti mediante l'uso di medie storiche delle perdite realizzate (accantonamenti *through the cycle* o "dinamici")⁹.

Attualmente si sta considerando la possibilità di accrescere il ricorso a tali strumenti predeterminati. Le riforme del regime patrimoniale proposte dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, ad esempio, basano i requisiti di capitale per i portafogli di negoziazione sull'ipotesi di condizioni di stress anziché sull'andamento recente delle perdite, che varia in maniera fortemente prociclica¹⁰. Del pari, il Comitato sul sistema finanziario globale ha raccomandato che venga presa in esame l'applicazione di margini basati su valutazioni lungo l'intero arco del ciclo di un'attività in garanzia, riducendo così la sensibilità prociclica dei margini alle condizioni finanziarie ed economiche¹¹.

⁹ Cfr. J. Saurina, "Loan loss provisions in Spain: a working macroprudential tool", Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, vol. 17, novembre 2009, pagg. 11-26.

¹⁰ Cfr. Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Strengthening the resilience of the banking sector*, dicembre 2009.

¹¹ Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, "The role of margin requirements and haircuts in procyclicality", *CGFS Papers*, n. 36, marzo 2010.

Strumenti prudenziali anticiclici in uso o proposti	
In uso	
Massimali al rapporto LTV per il credito immobiliare	Corea, Hong Kong SAR, Malaysia, Singapore
Massimali al rapporto servizio del debito/reddito per il credito alle famiglie	Corea, Hong Kong SAR
Adeguamenti delle ponderazioni di rischio	India, Turchia
Accantonamenti statistici	Spagna
Massimali al rapporto prestiti/depositi, e alla quota di finanziamento a breve; riserve obbligatorie e altri requisiti di liquidità	Argentina, Cina, Corea, Hong Kong SAR, Nuova Zelanda
Proposti	
Variazione anticiclica dei margini di garanzia nei contratti di finanziamento (legata ai requisiti patrimoniali)	Proposta dal Comitato sul sistema finanziario globale
Supplemento di capitale anticiclico	Al vaglio del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria
Tabella VII.3	

Per quanto riguarda il capitale bancario, si potrebbe prevedere la costituzione di riserve fisse eccedenti il minimo regolamentare che possano essere utilizzate interamente o almeno in parte allorché la banca incorre in perdite.

Lo strumentario può essere fisso e agire da stabilizzatore automatico ...

Uno strumentario predeterminato può comunque agire da stabilizzatore automatico nella misura in cui la sua incidenza, o "presa", varia nell'arco del ciclo. Ad esempio, un massimale al rapporto LTV fissato a un livello basso risulterà maggiormente vincolante durante una fase di espansione del credito, quando le banche cercano di accrescere i volumi dei mutui ipotecari, piuttosto che in una fase di contrazione, quando l'accentuata avversione al rischio ridurrà la loro propensione a erogare prestiti con un rapporto LTV elevato. Nello stesso tempo, gli strumenti di questo tipo vanno congegnati con cura per evitare che diventino prociclici. Ad esempio, se sono vincolanti durante la fase ascendente, i requisiti patrimoniali possono limitare l'assunzione di rischio, ma se dovessero diventarlo all'emergere di tensioni, essi potrebbero incoraggiare la dismissione precipitosa delle attività rischiose e l'inasprimento delle condizioni creditizie.

... o variare a seconda dell'andamento degli indicatori del rischio sistemico

Uno strumentario che varia in base agli andamenti degli indicatori di rischio può essere agganciato a tali indicatori in modo più o meno stretto. Ad esempio, i *buffer* patrimoniali possono essere costituiti opportunisticamente allorché il costo del capitale è basso e modificati solo in maniera grosso modo anticiclica. In alternativa, si potrebbe prevedere una connessione più rigida fra gli indicatori anticipatori delle tensioni finanziarie sistemiche e gli strumenti.

A tal fine è attualmente in corso l'elaborazione di misure del rischio sistemico. Secondo i lavori condotti presso la BRI e in altre sedi, indicatori semplici basati sullo scostamento simultaneo dalla norma storica sia del rapporto

credito/PIL sia dei prezzi delle attività possono segnalare in modo alquanto affidabile con qualche anno di anticipo la comparsa di tensioni finanziarie, e ciò in tempo reale e fuori dal campione. Man mano che gli indicatori anticipatori del rischio sistemico saranno perfezionati, lo strumentario potrà essere regolato in modo da reagirvi con maggiore sensibilità¹². Una volta che i modelli avranno raggiunto un grado di perfezionamento sufficiente, le autorità potranno infine collegare lo strumentario al rischio sistemico in modo così stretto da mantenerlo entro margini accettabili, analogamente a quanto avviene con l'uso delle previsioni inflazionistiche nei regimi con obiettivi di inflazione espliciti.

In pratica, le autorità hanno avuto tendenza a fare ampio ricorso ad adeguamenti discrezionali degli strumenti, correlati solo debolmente a indicatori quantitativi del rischio. Specie in Asia, tali adeguamenti sono stati effettuati in connessione con il credito immobiliare nelle fasi di espansione finanziaria, in risposta ai timori di surriscaldamento. Fra gli indicatori di rischio citati a giustificazione degli interventi figuravano i prezzi degli immobili, l'espansione del credito al settore immobiliare, le vendite sul mercato secondario e l'attività edilizia. Gli interventi hanno comportato fra l'altro l'inasprimento delle clausole contrattuali di prestito (come i rapporti LTV), della ponderazione di rischio ai fini del patrimonio regolamentare, dell'obbligo di riserva e di altri requisiti di liquidità e, in alcuni casi, la limitazione delle esposizioni in valuta estera. Spesso le autorità hanno effettuato più adeguamenti contemporaneamente, ad esempio modificando i rapporti LTV e imponendo limiti di concentrazione del credito a certi settori (tabella VII.4). Tipicamente, gli interventi di adeguamento sono avvenuti a intervalli di qualche anno, ma il grado di attivismo delle autorità è stato diverso da un paese all'altro.

Vi sono buoni motivi per basare gli adeguamenti dello strumentario su regole semplici e trasparenti. Le regole presentano il principale vantaggio che, una volta fissate, non devono essere continuamente giustificate. Se ben strutturate e durature, esse possono ridurre l'incertezza. Possono inoltre contribuire alla stabilizzazione automatica accorciando i tempi necessari a prendere atto di una situazione e a reagirvi, nonché impegnando *ex ante* le autorità all'inasprimento degli strumenti in caso di necessità. L'impegno *ex ante* delle autorità può assumere particolare rilevanza in una fase di boom, allorché il settore finanziario, i politici e l'opinione pubblica si opporranno energicamente a qualsiasi inasprimento discrezionale considerate le prospettive rosee dell'economia. Inoltre, può essere forte per tutti, anche per le autorità stesse, la tentazione di credere che le circostanze siano diverse dal passato. Di conseguenza, le regole possono risultare particolarmente utili nell'alleviare le pressioni esercitate sugli organi di vigilanza affinché si astengano da azioni restrittive durante le fasi di espansione economica.

Nel quadro di varie iniziative nazionali e internazionali, fra cui il programma di riforma della regolamentazione patrimoniale del Comitato di Basilea, si sta prendendo in considerazione l'impiego di regole per *buffer* di capitale

Ricorso frequente ad adeguamenti discrezionali in risposta all'esuberanza del mercato immobiliare

Regole ben strutturate possono impegnare *ex ante* le autorità e fungere da stabilizzatori automatici

¹² Cfr. C. Borio e M. Drehmann, "Valutazione del rischio di crisi bancarie (rivisitazione)", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009, pagg. 29-46 (versione integrale disponibile solo in inglese).

L'esatta formulazione delle regole conta meno del loro riferimento a indicatori osservabili

anticiclici. Questi ultimi potrebbero ad esempio essere definiti in funzione di un'espansione creditizia superiore al valore tendenziale o di altri indicatori grezzi del rischio sistemico. Le regole potrebbero inoltre stabilire che siano effettuati adeguamenti solo nel caso in cui gli indicatori superino una data soglia, tanto più stringente quanto maggiore sarà la valenza segnaletica dell'indicatore. L'utilità delle regole nel risolvere il problema delle pressioni di lobby dipende, più che dalla loro forma specifica, dal ruolo che esse hanno nel legare l'azione dell'autorità a indicatori osservabili.

Ciò detto, nessuna regola può essere efficace sempre e comunque, e occorrerà inevitabilmente prevedere un certo grado di discrezionalità. Quest'ultima conferisce ai responsabili delle politiche la flessibilità necessaria per utilizzare un'ampia gamma di indicatori di rischio e formulare valutazioni soggettive riguardo all'evoluzione del rischio sistemico. Essa permette inoltre di adeguare le risposte alla natura del rischio accumulato e delle vulnerabilità (nella misura in cui siano individuabili in tempo reale). Le misure discrezionali, infine, sono più difficili da aggirare rispetto a regole note e prevedibili.

La definizione dei *buffer* patrimoniali anticiclici illustra questi aspetti. Come detto nella Relazione annuale dello scorso anno, è difficile stabilire

Esempi di interventi prudenziali discrezionali in risposta agli sviluppi nei mercati immobiliari		
Economia	Anno del primo intervento	Intervento
Hong Kong SAR	1991	Massimali al rapporto LTV, variabili in funzione del valore dell'immobile; invito dell'autorità di vigilanza alla prudenza nel credito immobiliare; raccomandazione di limitare alla media di settore la quota del credito immobiliare sul credito totale erogato internamente a Hong Kong SAR; raccomandazione di limitare il tasso di crescita dei mutui alle famiglie al tasso di crescita del PIL nominale
Malaysia	1995	Massimali LTV; massimali alla crescita del credito al settore immobiliare
Singapore	1996	Massimali LTV
Corea	2002	Massimali LTV e al rapporto servizio del debito/reddito per segmenti specifici del credito immobiliare, definiti regionalmente e variabili in funzione della scadenza e del valore della garanzia
India	2005	Ponderazioni di rischio e requisiti di accantonamento per gli immobili residenziali e commerciali, differenziati in base alle dimensioni e al rapporto LTV; prescrizioni per una politica a livello di vertice aziendale sulle esposizioni verso il mercato immobiliare che preveda massimali di esposizione, garanzie e margini

Tabella VII.4

regole semplici che colleghino i *buffer* a un numero ristretto di indicatori macroeconomici in grado di assicurare che le risorse precauzionali siano costituite e liberate al momento giusto. Ad esempio, il rapporto credito/PIL risulta utile nelle fasi di costituzione dei *buffer*, ma tende a segnalare in ritardo l'emergere di tensioni, e quindi la necessità di liberare le risorse (grafico VII.1).

Ciò che occorrerebbe è una variabile che funga sia da indicatore anticipatore di tensioni finanziarie in fase di boom sia da indicatore coincidente di tensioni al loro emergere. Poiché una siffatta variabile potrebbe non esistere, è probabilmente inevitabile una certa discrezionalità nel funzionamento dei *buffer* patrimoniali.

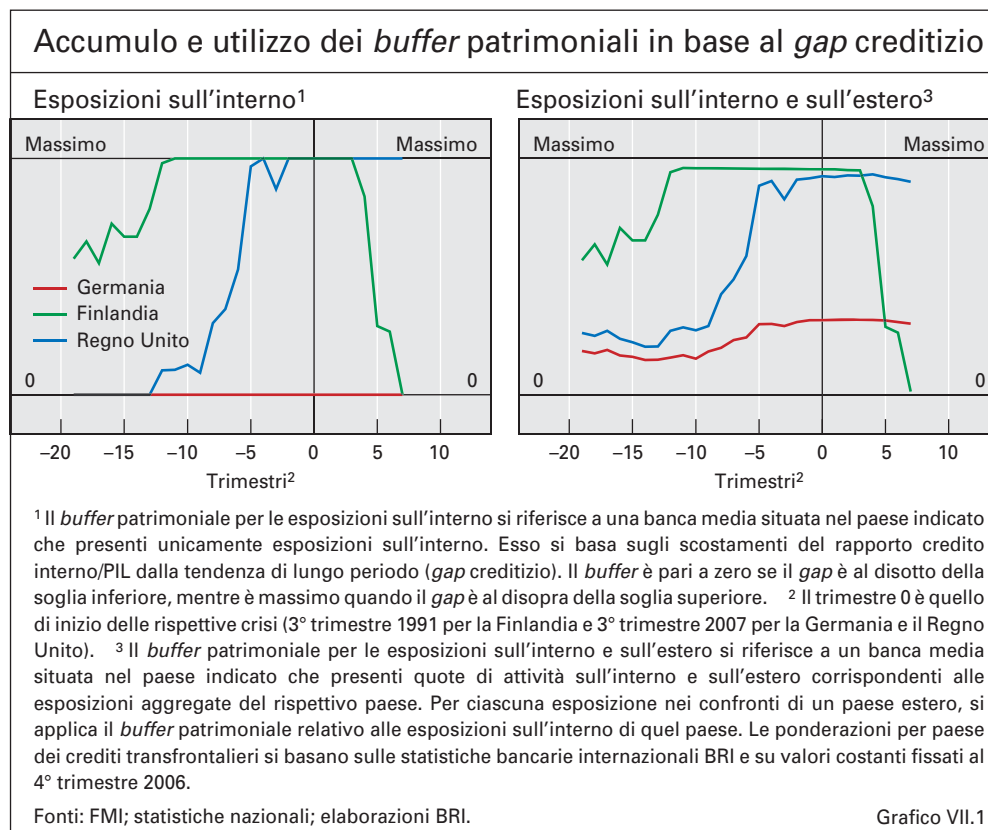
Specificità settoriali

Le autorità possono applicare gli strumenti in modo indifferenziato a tutto il sistema finanziario, oppure concentrarsi sulle esposizioni verso specifici settori dell'economia se queste rappresentano una minaccia per il sistema nel suo complesso. È possibile che fonti localizzate di rischio richiedano un approccio settoriale mirato per evitare di colpire indiscriminatamente l'intera economia. Ad esempio, il settore immobiliare è frequentemente preso di mira, poiché in passato ha spesso rappresentato una fonte di instabilità finanziaria.

Anche le strategie finalizzate a settori specifici possono tuttavia porre alcune difficoltà. Esse sono meno efficaci nel tutelare il sistema nel suo complesso nella misura in cui si prestano a essere aggirate. E potendo sconfinare in politiche di razionamento del credito (o essere fatte passare per tali), esse impongono agli assetti di governance uno sforzo considerevole per mantenere un orientamento di *policy* chiaro e appropriato. Infine, tali strategie

Gli interventi settoriali sono meno indiscriminati ...

... ma possono essere aggirati più facilmente e sconfinare in politiche di razionamento del credito



richiedono maggiori informazioni e capacità di giudizio relativamente all’impatto degli andamenti settoriali sull’intera economia. Le autorità dovrebbero pertanto usare cautela nell’adozione di approcci marcatamente settoriali.

Tali problematiche trovano riscontro nella definizione dei requisiti patrimoniali anticiclici. Collegare l’aumento delle risorse patrimoniali all’espansione del credito bancario al settore immobiliare garantirebbe che tali risorse considerino i rischi sistemici emanati da tale settore. Tuttavia, così facendo non si terrebbe conto delle esposizioni indirette derivanti dalla trasmissione dei problemi del settore immobiliare al sistema finanziario e all’economia più in generale. Inoltre, le banche potrebbero rispondere all’imposizione di misure circoscritte allentando le condizioni di fido applicate ad altri settori al fine di mantenere la crescita complessiva dei prestiti. La tentazione di applicare misure *ad hoc* a un elenco crescente di strumenti creditizi e di settori sarebbe forte.

Governance

I meccanismi di governance servono sia a limitare la discrezionalità, sia a garantire l’indipendenza necessaria per esercitare tale discrezionalità al riparo dalle pressioni di lobby. Un altro argomento a favore del primo elemento trattato – un obiettivo chiaramente definito e realistico – è che esso semplifica la governance.

Tuttavia, la misurazione dell’obiettivo macroprudenziale, essenziale ai fini della responsabilità dei *policymaker* per il proprio operato (*accountability*), è difficile¹³. Il concetto di stabilità finanziaria è multidimensionale. Esso risulta inoltre vago rispetto, ad esempio, a quello di stabilità dei prezzi. Il sistema finanziario potrebbe essere fragile per lungo tempo prima che emergano vere e proprie tensioni. E quandanche le vulnerabilità possano essere misurate in maniera affidabile, esse potrebbero accumularsi solo gradualmente e quindi non fornire segnali inequivocabili della necessità di agire. Allo stesso tempo, è possibile che l’eccessiva assunzione di rischio sia occultata dall’aumento dei prezzi delle attività, da una bassa leva finanziaria misurata, da premi al rischio contenuti e da una volatilità moderata. Anche qualora non sia possibile definire in maniera precisa gli obiettivi, occorre tuttavia che la strategia e l’azione intese a promuovere la stabilità finanziaria siano articolate con chiarezza.

Un’altra difficoltà deriva dal fatto che le autorità di regolamentazione e di vigilanza, che controllano gli strumenti, hanno avuto la tendenza – o sono stati chiamati – a concentrare l’attenzione sulla sicurezza e la solidità dei singoli intermediari piuttosto che sul sistema nel suo complesso. Esse potrebbero pertanto avere meno dimestichezza con le considerazioni di ordine macroeconomico. Al confronto, le banche centrali si trovano avvantaggiate nella comprensione del comportamento dei mercati e dei nessi fra il sistema finanziario e l’economia reale. Di fatto, sono state soprattutto le banche centrali ad assumere i succitati provvedimenti discrezionali in risposta ai segnali di surriscaldamento. Le banche centrali hanno maggiori incentivi a utilizzare gli strumenti disponibili per scopi macroprudenziali (ad esempio modificando i

¹³ Cfr. C. Borio e M. Drehmann, “Towards an operational framework for financial stability: ‘fuzzy’ measurement and its consequences”, *BIS Working Paper*, n. 284, giugno 2009.

La politica macroprudenziale richiede un assetto di governance ben definito

Occorre allineare correttamente strumenti, conoscenze e finalità

criteri per la concessione di prestiti a livello di sistema), così da integrare le proprie funzioni di politica macroeconomica.

Al fine di favorire l'ulteriore sviluppo degli assetti macroprudenziali sarebbe auspicabile disporre di nuove strutture istituzionali apposite che riuniscano le competenze in materia di macroeconomia e settore finanziario proprie delle banche centrali e quelle prudenziali proprie delle autorità di regolamentazione e supervisione finanziaria. Occorrono organi specifici dotati di chiari mandati, poteri e funzioni di controllo sugli strumenti. Un'opzione possibile sarebbe quella di creare comitati per la stabilità finanziaria, strutturati sulla falsariga dei comitati di politica monetaria già esistenti.

Tali dispositivi dovrebbero preservare l'indipendenza delle banche centrali, compresa quella finanziaria. Ma avrebbero anche importanti implicazioni per l'*accountability* di queste istituzioni. Rispetto alle decisioni di politica monetaria, infatti, quelle in materia di stabilità finanziaria potrebbero in molti casi richiedere una maggiore interazione con il governo, specie in situazioni di gestione delle crisi.

Questa maggiore interazione non compromette necessariamente l'autonomia della banca centrale. Essa richiede tuttavia meccanismi di coordinamento ben definiti e chiarezza riguardo al mandato e alla strategia di stabilità finanziaria della banca centrale stessa. L'*accountability* può essere promossa prescrivendo che le azioni e i processi decisionali siano resi noti al pubblico o sottoposti all'esame dell'organo legislativo. Queste procedure sono di uso comune nell'ambito delle politiche monetaria e di stabilità finanziaria. Tuttavia, finora le segnalazioni della banca centrale in materia di stabilità finanziaria sono state in genere meno frequenti e meno orientate alla *policy* rispetto a quelle concernenti la politica monetaria. Ciò dovrà probabilmente cambiare.

Circostanze specifiche delle economie e aspetti internazionali

Le autorità adotteranno obiettivi, strategie, strumenti e assetti di governance coerenti con le specificità delle rispettive economie. Ad esempio, gli interventi macroprudenziali sono stati finora più frequenti nei sistemi finanziari dove predomina l'intermediazione bancaria, i quali offrono minori opportunità di eludere le misure introdotte (ad esempio mediante la cartolarizzazione). Essi paiono inoltre più diffusi nelle economie con tassi di cambio fissi o amministrati (come Hong Kong SAR e altre economie asiatiche) o appartenenti a unioni monetarie (come la Spagna), dove le possibilità di utilizzare i tassi ufficiali ai fini della stabilizzazione macroeconomica sono limitate o inesistenti.

La probabile disparità nel quadro di riferimento e nello strumentario prudenziale tra i vari paesi sottolinea inoltre la necessità di un coordinamento a livello internazionale. L'impostazione degli strumenti dovrà tenere conto del fatto che gli andamenti finanziari nelle varie economie non sono sincroni e che gli intermediari finanziari operano in più paesi. Ad esempio, la definizione dei *buffer* di capitale dovrebbe essere correlata alle esposizioni di una banca verso il rischio sistemico in tutti i paesi in cui essa opera attraverso sia prestiti transfrontalieri sia transazioni in loco. Considerare le esposizioni internazionali può comportare una grande differenza per quanto concerne l'entità e l'evoluzione dei *buffer* stessi (grafico VII.1).

Sono auspicabili organi appositi dotati di chiari mandati e funzioni di controllo sugli strumenti

Le specificità locali sono importanti ...

... così come le considerazioni internazionali

Una stretta cooperazione fra le autorità del paese di origine e di quello ospitante sarà inevitabile. Queste ultime dovranno assumersi parte della responsabilità nel decidere quali criteri applicare alle esposizioni nelle rispettive giurisdizioni e nell'informare le autorità del paese di origine circa le condizioni finanziarie locali.

Implicazioni per la politica monetaria

Politiche monetarie e macroprudenziali efficaci si integreranno a vicenda ...

L'adozione di quadri di riferimento macroprudenziali influirà sul comportamento del sistema finanziario, alterando così il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Quest'ultima dovrà pertanto tenere conto dell'impatto degli interventi macroprudenziali sui prezzi delle attività e sui rendimenti.

Stabilizzando il sistema finanziario, un'efficace politica macroprudenziale allevierà l'onere per la politica monetaria sotto diversi aspetti. Ridurrà la frequenza e l'intensità delle turbative finanziarie che provocano o amplificano le oscillazioni economiche. Migliorerà l'efficacia della politica monetaria evitando che turbolenze finanziarie smorzino l'impatto delle variazioni dei tassi ufficiali. E quel che è forse più importante, diminuirà le pressioni sulla politica monetaria affinché questa riduca indebitamente i tassi di interesse allo scopo di contrastare minacce alla stabilità finanziaria nelle fasi recessive.

... e influiranno sui rispettivi strumentari

Il più delle volte entrambe le politiche, quella macroprudenziale e quella monetaria, si troveranno in sintonia nell'esercitare un'azione restrittiva o espansiva. Nondimeno, sarà comunque necessario valutare attentamente la loro efficacia relativa. Ad esempio, se stanno emergendo rischi di inflazione, le misure macroprudenziali non potranno sostituirsi a un rialzo dei tassi di interesse. Tali misure sono infatti idonee ad accrescere la capacità di tenuta del sistema finanziario, ma il loro impatto sulla domanda aggregata e sulle aspettative di inflazione è debole e incerto rispetto a quello dei tassi di interesse.

In certi casi tuttavia la politica macroprudenziale e quella monetaria si muoveranno in direzioni opposte, in particolare quando il sistema finanziario si trova in situazione di stress e al tempo stesso vi sono rischi di inflazione. In siffatte circostanze, si potrebbe allentare lo strumentario macroprudenziale per alleviare le tensioni e contemporaneamente inasprire la politica monetaria per ridurre le spinte inflazionistiche. Tale approccio non rappresenta un conflitto tra le due politiche, ma illustra piuttosto come esse possano completarsi a vicenda.

La politica monetaria continuerà a essere incentrata sulla stabilità dei prezzi ...

In un sistema dotato di un quadro macroprudenziale, la responsabilità per la stabilità dei prezzi continuerà a competere primariamente alla politica monetaria. Gli andamenti altalenanti dell'attività finanziaria potranno causare importanti oscillazioni economiche anche laddove il sistema finanziario dia prova di buona capacità di tenuta. D'altra parte, le recessioni e le minacce inflazionistiche potranno presentarsi anche senza che vi concorrano in misura significativa le fluttuazioni finanziarie.

... ma dovrà svolgere un ruolo maggiore nella promozione della stabilità finanziaria

La politica monetaria dovrà tuttavia fornire un contributo maggiore alla promozione della stabilità finanziaria se vorrà conseguire i propri obiettivi macroeconomici di più lungo periodo. L'esperienza mostra che una strategia di politica monetaria strettamente incentrata sulla stabilizzazione dell'inflazione

con riferimento a un orizzonte breve di circa due anni non è sufficientemente lungimirante per assicurare la stabilità finanziaria, e quindi non basta a stabilizzare la dinamica dei prezzi nel più lungo periodo. I boom del credito e dei prezzi delle attività si sono verificati tanto in periodi di inflazione bassa e stabile quanto in periodi di alta inflazione. Pertanto, adottando un orizzonte relativamente breve, la politica monetaria potrebbe inavvertitamente assecondare o addirittura favorire il formarsi di vulnerabilità finanziarie. Le autorità monetarie devono dare maggiore peso a questo aspetto critico allungando il loro periodo di riferimento.

Inoltre, per le ragioni discusse nella sezione precedente, non ci si dovrebbe necessariamente attendere che la nascente politica macroprudenziale, finalizzata ad accrescere la resilienza del sistema finanziario, eserciti altresì un sensibile effetto di contenimento sui boom del credito e dei prezzi delle attività. L'impatto potenziale sull'espansione del credito derivante dalla costituzione di maggiori risorse precauzionali di capitale durante le fasi espansive non è ancora noto. Al contrario, è relativamente ben conosciuto l'influsso della politica monetaria sulle condizioni creditizie più in generale.

I quadri operativi della politica monetaria non necessitano di modifiche sostanziali per tenere conto della stabilità finanziaria. Il rischio sistemico si accumula nell'arco di periodi estesi. Allungando l'orizzonte di riferimento della politica monetaria al di là dei due anni comunemente considerati, le autorità monetarie potrebbero meglio soppesare le minacce a lungo termine per la stabilità finanziaria, compreso l'impatto della manovra dei tassi di interesse, a fronte di quelle inflazionistiche nel più breve periodo. Ne conseguirebbe una valutazione più articolata della bilancia dei rischi cui è soggetta l'economia. Molte banche centrali si stanno già muovendo in questa direzione.

L'adozione da parte delle banche centrali di modelli e orizzonti di riferimento che incorporino i rischi di più lungo periodo per la stabilità finanziaria ovvierebbe alla necessità di assegnare alla politica monetaria un mandato esplicito in tal senso. Un tale approccio chiarirebbe che la stabilità finanziaria è parte dell'obiettivo condiviso della stabilità macroeconomica. Nondimeno, un mandato esplicito potrebbe comunque essere utile poiché in un'economia in forte espansione e a bassa inflazione allevierebbe le pressioni esercitate sulla banca centrale affinché si astenga dall'inasprire le condizioni monetarie. In queste circostanze, il mandato di stabilità finanziaria permetterebbe alle autorità monetarie di procedere a tale inasprimento allo scopo di contrastare le minacce di più lungo periodo per la stabilità.

Comunque sia, taluni elementi generali della struttura di governance avranno un ruolo cruciale nel preservare la credibilità dell'impegno della banca centrale al perseguimento della stabilità dei prezzi: mandati e strategie chiari per le funzioni macroprudenziale e monetaria; autonomia operativa; meccanismi che garantiscano un'efficace comunicazione al pubblico delle decisioni; soluzioni per affrontare potenziali conflitti. Anche in questo caso, le strutture dipenderanno dalle specificità delle singole economie, compreso il ruolo della banca centrale nella regolamentazione e nella vigilanza prudenziale.

Un obiettivo di stabilità finanziaria per la politica monetaria non è necessario se si allunga l'orizzonte di riferimento

Gli assetti di governance devono preservare la credibilità dell'obiettivo di stabilità dei prezzi

Sintesi

La salvaguardia della stabilità finanziaria e macroeconomica nel lungo periodo richiede che si adottino quadri di riferimento macroprudenziali accuratamente definiti e che si adeguino quelli di politica monetaria esistenti. L'attuale consenso politico offre un'opportunità unica per assolvere questi compiti.

La sfida per la politica macroprudenziale consiste nell'istituire un quadro di riferimento che si riveli efficace e conquisti con il tempo il sostegno dell'opinione pubblica. La politica macroprudenziale non può ovviamente essere una panacea economica e non andrebbe presentata come tale. Anche in condizioni di stabilità finanziaria continueranno a verificarsi episodi di recessione. Le aspettative del pubblico devono pertanto essere mantenute entro i limiti di quanto le politiche sono effettivamente in grado di realizzare.

Stando a quanto appare oggi realizzabile, l'obiettivo della politica macroprudenziale allo stadio attuale dovrebbe porre l'enfasi sul rafforzamento della resilienza del sistema finanziario. Il conseguimento di questo obiettivo potrebbe inoltre contribuire a frenare gli eccessi nell'espansione del credito e nelle dinamiche dei prezzi delle attività. Man mano che si acquisiranno nuove conoscenze, il quadro macroprudenziale potrà essere corrispondentemente ampliato e dare maggiore rilievo alla moderazione di cicli del credito e dei prezzi delle attività.

La resilienza del sistema finanziario può essere rafforzata utilizzando strumenti macroprudenziali semplici – come limiti fissi, stabilizzatori automatici e adeguamenti di massima dello strumentario (ossia adeguamenti commisurati all'affidabilità degli indicatori del rischio sistemico disponibili) – che possono essere applicati abbastanza facilmente. Gli strumenti potranno essere mirati a particolari settori, come quello immobiliare, laddove sia chiaro che sono una fonte di frequenti problemi sistemici. Tuttavia, in generale la politica macroprudenziale dovrebbe usare cautela nell'adottare approcci settoriali troppo specifici onde evitare di essere scambiata per un razionamento del credito e al fine di consolidare, com'è necessario, la propria natura sistemica.

Le autorità macroprudenziali dovranno congegnare accuratamente gli assetti di governance affinché forniscano una solida base per l'attuazione delle loro politiche. Un certo grado di autonomia operativa è essenziale, ma al di là di tali considerazioni di ordine generale gli assetti di governance rifletteranno le specificità nazionali.

Una politica macroprudenziale efficace sarà di sostegno alla politica monetaria. La conduzione di quest'ultima dovrà nondimeno adeguarsi man mano che saranno elaborati e attuati gli schemi macroprudenziali. Inoltre, al fine di massimizzare il contributo fornito alla stabilità sia finanziaria sia macroeconomica, la politica monetaria deve guardare oltre le prospettive di inflazione a breve termine. L'allungamento dell'orizzonte di riferimento consentirebbe naturalmente alle autorità monetarie di integrare maggiormente la stabilità finanziaria nelle proprie considerazioni. Così facendo, le autorità monetarie di fatto promuoverebbero più efficacemente la stabilità dei prezzi nel lungo periodo.

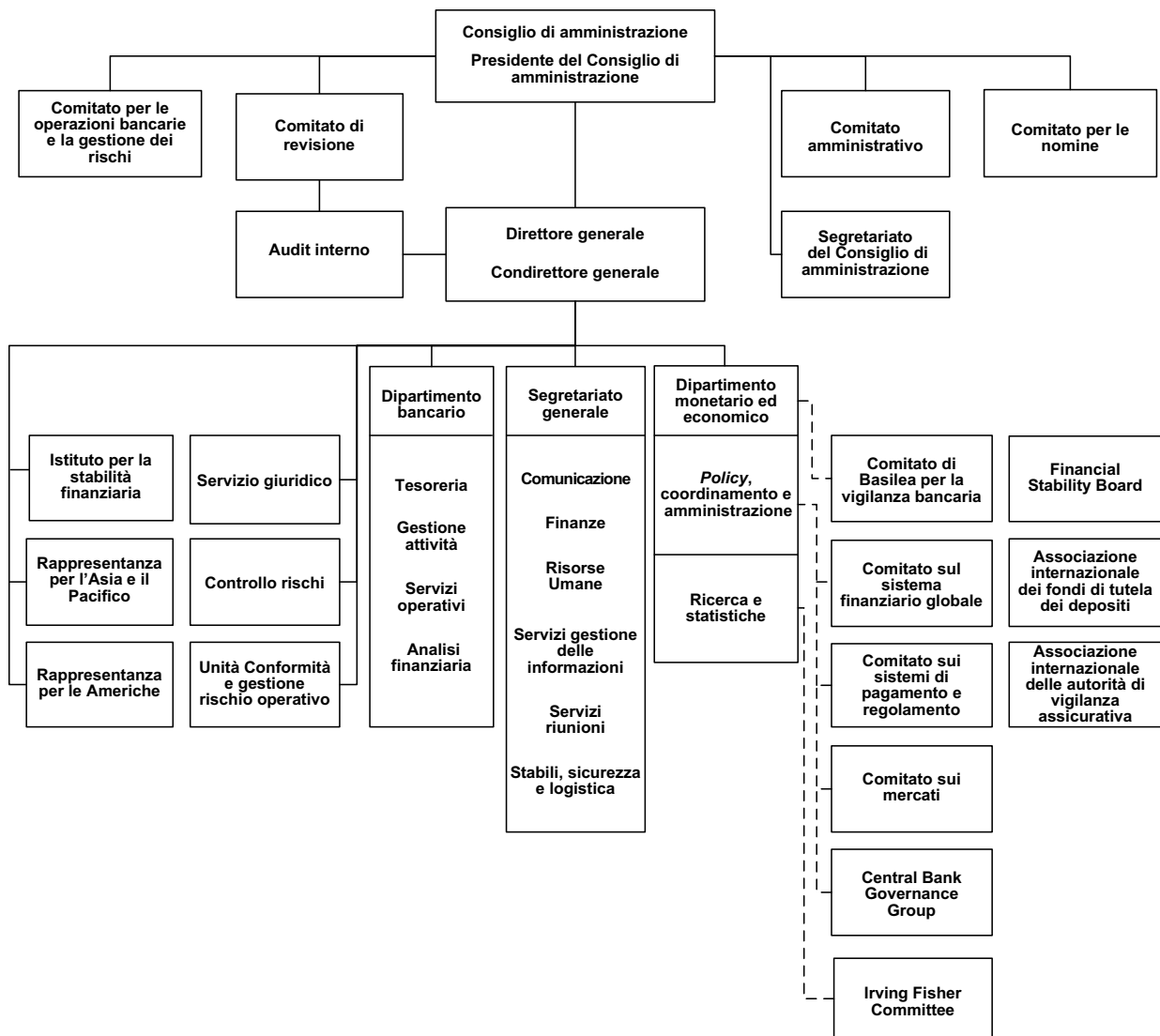
Indice

Organigramma della BRI al 31 marzo 2010	116
La BRI: missione, attività, governance e risultati finanziari	117
I programmi di incontri e il Processo di Basilea	117
Gli incontri bimestrali e le altre consultazioni periodiche	118
Il Processo di Basilea	119
Caratteristiche	120
Attività dei gruppi ospitati dalla BRI nel 2009/10	121
Financial Stability Board	121
Rafforzamento della regolamentazione internazionale del patrimonio e della liquidità delle banche	122
Irrobustimento della liquidità a livello internazionale	122
Riduzione del <i>moral hazard</i> posto dagli intermediari finanziari di importanza sistemica	122
Rafforzamento dei principi contabili	123
Miglioramento delle politiche di remunerazione	123
Potenziamento della sorveglianza sul sistema finanziario	123
Irrobustimento del mercato dei derivati OTC	123
Rilancio della cartolarizzazione su basi solide	124
Promozione della conformità con i principi internazionali	124
Altre attività	124
Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	125
Risposta alla crisi finanziaria	125
Patrimonio bancario: miglioramento della qualità	125
Patrimonio bancario: maggiore copertura dei rischi	126
Patrimonio bancario: introduzione di un indice di leva finanziaria integrativo	126
Patrimonio bancario: riduzione della prociclicità	127
Patrimonio bancario: rischio sistemico e interconnessioni	127
Miglioramento delle prassi di gestione e di vigilanza sul rischio di liquidità	127
Miglioramento della gestione dei rischi	128
Rafforzamento del governo societario	128
Trattamento contabile degli strumenti finanziari	128
Aumento della trasparenza	129
Agevolazione della risoluzione delle banche internazionali	129
Creazione e potenziamento dei sistemi di tutela dei depositi	129
Ampliamento del novero dei membri del Comitato	129
Comitato sul sistema finanziario globale	130
Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento	131
Comitato sui mercati	131
Central Bank Governance Group	132
Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics	133
Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi	133
Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa	135
Contabilità	136
Adeguatezza patrimoniale e solvibilità	136
Governance e conformità	136
Vigilanza sui gruppi	136
Gruppi assicurativi con operatività internazionale	137

Riassicurazione	137
Protocollo di intesa multilaterale	137
Formazione	137
Istituto per la stabilità finanziaria	138
Incontri, seminari e conferenze	138
FSI Connect	138
Ricerca e statistiche	138
Orientamento dell'attività di ricerca	139
Statistiche finanziarie internazionali	140
Banca dati	140
Iniziative statistiche in ambito internazionale	140
Altre iniziative delle banche centrali sostenute dalla BRI	141
Gruppi regionali e istituti di formazione delle banche centrali	141
Central Bank Counterfeit Deterrence Group	142
Gruppo di esperti di informatica	142
Revisori interni delle banche centrali	142
Servizi finanziari della Banca	143
Gamma dei servizi offerti	143
Operazioni finanziarie nel 2009/10	144
Passività	144
Grafico: Totale di bilancio e investimenti della clientela, per strumento	145
Attività	145
Funzione di fiduciario per i prestiti governativi internazionali	146
Uffici di rappresentanza	146
Ufficio asiatico	146
Consiglio consultivo asiatico e riunione speciale dei Governatori in Asia	147
Attività bancaria e fondi obbligazionari asiatici	147
Attività di ricerca presso l'Ufficio asiatico	148
Ufficio per le Americhe	149
Consiglio consultivo per le Americhe	149
Governance e amministrazione della BRI	150
L'Assemblea generale delle banche centrali membri della BRI	150
Il Consiglio di amministrazione della BRI	150
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione	153
In memoria	153
La Direzione	154
Politica di budget della Banca	154
Politica retributiva della BRI	156
Utile netto e sua ripartizione	157
Principali determinanti dell'utile per il 2009/10	157
Evoluzione del patrimonio netto	158
Dividendo proposto	159
Proposta di ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario	160
Relazione della Società di revisione	161

Situazioni dei conti	163
Stato patrimoniale	164
Conto economico	165
Prospetto dell'utile complessivo	165
Rendiconto finanziario	166
Evoluzione del patrimonio netto della Banca	168
Ripartizione dell'utile proposta	169
Evoluzione delle riserve statutarie della Banca	169
Criteri contabili	170
Note integrative	176
1. Introduzione	176
2. Utilizzo delle stime	176
3. Cassa e conti a vista presso banche	177
4. Oro e prestiti in oro	177
5. Attività in valuta	177
6. Prestiti e anticipazioni	180
7. Strumenti finanziari derivati	180
8. Partite in corso di ricezione	181
9. Terreni, immobili, arredi e attrezzature	182
10. Depositi in valuta	183
11. Depositi in oro	184
12. Titoli ceduti pronti contro termine	184
13. Partite in corso di pagamento	184
14. Altre passività	184
15. Capitale	184
16. Riserve statutarie	185
17. Azioni proprie	185
18. Altri conti di capitale	185
19. Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro	186
20. Reddito da interessi	190
21. Oneri da interessi	190
22. Variazioni nette di valutazione	190
23. Reddito netto da commissioni e provvigioni	191
24. Minusvalenze valutarie nette	191
25. Costi operativi	191
26. Plusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita	192
27. Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento	192
28. Utile unitario	192
29. Cassa ed equivalenti di cassa	192
30. Imposte e tasse	192
31. Tassi di cambio	192
32. Partite fuori bilancio	193
33. Impegni	193
34. Gerarchia del valore equo	193
35. Tassi di interesse effettivi	196
36. Analisi geografica	197
37. Soggetti collegati	197
38. Passività eventuali	199
Adeguatezza patrimoniale	200
1. Patrimonio	200
2. Capitale economico	200
3. Attività ponderate per il rischio e coefficienti patrimoniali minimi ai sensi dello schema Basilea 2	201
4. Quoziente del patrimonio di base	202

Gestione dei rischi	203
1. Rischi incorsi dalla Banca	203
2. Approccio e organizzazione della gestione dei rischi	203
3. Rischio di credito	204
4. Rischi di mercato	214
5. Rischio di liquidità	219
6. Rischio operativo	222
Relazione della Società di revisione	224
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	225



Organigramma della BRI al 31 marzo 2010

La BRI: missione, attività, governance e risultati finanziari

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

Alla luce di ciò, la presente sezione passa in rassegna le attività che la BRI e i gruppi da essa ospitati hanno svolto nell'esercizio finanziario 2009/10, descrive il quadro istituzionale che ne sostiene il lavoro e presenta i risultati finanziari della Banca per l'esercizio.

In termini generali, la BRI adempie alla propria missione:

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

La BRI promuove su scala mondiale il coordinamento e la cooperazione in campo monetario e finanziario attraverso programmi di incontri per i funzionari delle banche centrali e tramite il Processo di Basilea, accogliendo organismi di normazione e comitati internazionali e agevolandone l'interazione. Essa ospita in particolare il Financial Stability Board e appoggia il suo mandato, che consiste nel coordinare a livello mondiale i lavori delle autorità finanziarie nazionali e degli organismi internazionali di emanazione degli standard con lo scopo di elaborare e promuovere l'attuazione di efficaci politiche di regolamentazione e di vigilanza, nonché di altre politiche rivolte al settore finanziario.

La funzione di ricerca e statistica della BRI risponde alle esigenze delle autorità monetarie e di vigilanza in materia di dati e di approfondimento sul piano delle politiche.

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

I programmi di incontri e il Processo di Basilea

La BRI promuove la cooperazione finanziaria e monetaria internazionale in due modi principali:

- ospitando gli incontri bimestrali e altre riunioni dei funzionari delle banche centrali;
- mediante il Processo di Basilea, agevolando la cooperazione dei comitati e degli organismi di emanazione degli standard che si riuniscono presso la sua sede.

Gli incontri bimestrali e le altre consultazioni periodiche

Negli incontri bimestrali, che si svolgono generalmente a Basilea, i Governatori e gli alti funzionari delle banche centrali discutono degli andamenti correnti e delle prospettive mondiali in campo economico e finanziario e si scambiano pareri ed esperienze su tematiche di particolare interesse o rilevanza per le loro istituzioni. La Banca organizza inoltre consultazioni periodiche, che riuniscono in diverse composizioni i rappresentanti dei settori pubblico e privato e gli esponenti del mondo accademico.

I principali incontri bimestrali dei Governatori e degli altri alti funzionari delle banche centrali membri della BRI sono il Global Economy Meeting e l'All Governors' Meeting.

Al Global Economy Meeting (GEM) partecipano in qualità di membri i Governatori di 30 banche centrali azioniste della BRI delle principali economie avanzate ed emergenti, che rappresentano l'82% del PIL mondiale, e in qualità di osservatori i Governatori di altre 15 banche centrali¹. Tradizionalmente, la funzione principale del GEM è monitorare gli andamenti economici e finanziari, valutando i rischi e le opportunità per l'economia e il sistema finanziario internazionali.

Nel corso del 2009/10 il Consiglio di amministrazione (CdA) della BRI ha affidato al GEM nuove responsabilità nel quadro di un'importante riforma del processo di indirizzo delle attività dei principali comitati di banche centrali. La responsabilità di orientare i lavori di tali comitati – ossia il Comitato sul sistema finanziario globale, il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e il Comitato sui mercati –, da decenni in capo ai Governatori del G10, è stata trasferita al GEM a decorrere dal gennaio 2010. Pertanto, il GEM definisce ora le priorità di lavoro di tali comitati e, su proposta del Presidente del nuovo Comitato consultivo economico (cfr. oltre), ne nomina i presidenti e ne approva le modifiche in termini di composizione e organizzazione. Esso riceve inoltre i rapporti dei presidenti dei comitati e decide della loro pubblicazione.

Le dimensioni piuttosto ampie del GEM hanno indotto il CdA a istituire il Comitato consultivo economico (CCE), un gruppo informale incaricato di assistere il GEM elaborando proposte da sottoporre all'esame e alla decisione

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

dello stesso. Compongono il CCE tutti i Governatori membri del CdA, i Governatori delle banche centrali di India e Messico e il Direttore generale della BRI, per un totale di 18 partecipanti.

Jean-Claude Trichet, Presidente della BCE, è stato riconfermato dal CdA nella carica di Presidente del GEM anche dopo la riforma di quest'ultimo e incaricato di assicurare la presidenza del nuovo CCE.

L'All Governors' Meeting, presieduto del Presidente della BRI e composto dai Governatori di tutte le banche centrali azioniste, tratta temi di interesse generale per i suoi membri. Nel 2009/10 ha affrontato i seguenti argomenti:

- i rischi sistemici nei mercati non regolamentati (*over the counter*, OTC) dei derivati: analisi e opzioni sul piano delle politiche;
- il rischio finanziario sistemico: determinanti, misurazione, strumenti;
- l'articolata risposta del CBVB alla crisi bancaria mondiale;
- le politiche di risposta agli afflussi di capitali;
- il rischio di tasso di interesse nel sistema finanziario.

Nel riesaminare la governance delle iniziative della BRI volte a promuovere la cooperazione, il CdA e il GEM hanno altresì convenuto sull'opportunità di lasciare all'All Governors' Meeting il compito di orientare i lavori sia del Central Bank Governance Group (che sovrintende alle attività del Central Bank Governance Forum), sia dell'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, in particolare poiché tali gruppi non sono composti esclusivamente dai partecipanti al GEM.

Per quanto concerne il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), la Banca ospita gli incontri periodici del Gruppo dei Governatori delle banche centrali e dei capi delle autorità di vigilanza, organo di sorveglianza che sovrintende ai lavori del CBVB. Esso si è riunito due volte nel periodo in rassegna per sottoscrivere un articolato pacchetto di riforme inteso a rafforzare la regolamentazione, la vigilanza e la gestione del rischio nel settore bancario.

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

- le riunioni dei gruppi di lavoro sulla politica monetaria interna, tenute a Basilea, ma anche a livello regionale presso varie banche centrali in Asia, Europa centrale e orientale e America latina;
- la riunione dei Sostituti dei Governatori delle economie emergenti;
- gli incontri ad alto livello organizzati dall'Istituto per la stabilità finanziaria in varie regioni del mondo per i Sostituti dei Governatori e altri alti funzionari di vigilanza.

Il Processo di Basilea

Il Processo di Basilea sostiene direttamente l'attività dei segretariati ospitati presso la BRI, tra cui quello del Financial Stability Board (FSB), che coordina

a livello mondiale i lavori delle autorità finanziarie nazionali e degli organismi internazionali di emanazione degli standard. L'opera di agevolazione condotta dalla BRI trova espressione anche nel mandato dell'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF), che consiste nell'assistere le autorità di vigilanza finanziaria in tutto il mondo a rafforzare la sorveglianza sui rispettivi sistemi finanziari.

Caratteristiche

Il processo di Basilea è caratterizzato da quattro elementi chiave: 1) le sinergie derivanti dalla condivisione di una stessa sede; 2) la flessibilità e lo scambio aperto di informazioni; 3) il contributo delle competenze di ricerca economica e dell'esperienza bancaria della BRI; 4) la diffusione dei risultati dei lavori.

Sinergie. La BRI ospita i segretariati di nove gruppi, compreso l'FSB, che concorrono al perseguimento della stabilità finanziaria. Tra questi, i sei elencati qui di seguito godono di notevole autonomia nel fissare l'ordine dei lavori e nell'organizzare le proprie attività:

- il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), che si occupa della vigilanza sui singoli intermediari e del legame fra questa e la vigilanza macroprudenziale;
- il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), incaricato di monitorare e analizzare le problematiche di stabilità macrofinanziaria;
- il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR), che analizza e definisce gli standard per le infrastrutture di pagamento, compensazione e regolamento;
- il Comitato sui mercati, dedicato al funzionamento dei mercati finanziari;
- il Central Bank Governance Group, che esamina le questioni relative all'assetto istituzionale e al funzionamento delle banche centrali;
- l'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC), che si occupa delle questioni statistiche di interesse per le banche centrali, comprese quelle connesse con la stabilità economica, monetaria e finanziaria.

A differenza dei suddetti sei gruppi, dispongono di una governance e di un'organizzazione gerarchica proprie l'FSB e gli altri due organismi ospitati dalla BRI, l'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi (IADI) e l'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS).

Le sinergie create dalla prossimità fisica e dal conseguente scambio di idee tra questi gruppi sono considerevoli.

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

Contributo dell'esperienza e della competenza tecnica della BRI. L'attività dei comitati con sede a Basilea è supportata dalla ricerca economica e dall'esperienza bancaria della BRI. Quest'ultima deriva dai rapporti di lavoro fra il Dipartimento bancario della Banca e gli operatori di mercato, nonché dall'applicazione dei principi regolamentari e dei controlli finanziari nella conduzione delle operazioni bancarie della BRI.

Diffusione. La diffusione presso le organizzazioni ufficiali del lavoro degli organismi di normazione è agevolata dall'ISF.

Attività dei gruppi ospitati dalla BRI nel 2009/10

Di seguito viene presentata una rassegna delle principali attività svolte dai nove gruppi ospitati presso la BRI durante l'esercizio finanziario in esame.

Financial Stability Board

Il Financial Stability Board (FSB) è stato istituito con la dichiarazione del G20 del 2 aprile 2009 per succedere al Forum per la stabilità finanziaria (FSF). Lo statuto che ne conferma le finalità, il mandato, la composizione e le procedure organizzative è entrato in vigore il 25 settembre 2009, con l'avallo dei leader del G20 al vertice di Pittsburgh.

L'FSB promuove la stabilità finanziaria internazionale coordinando il lavoro delle autorità finanziarie nazionali e degli organismi internazionali di emanazione degli standard inteso a sviluppare politiche efficaci per la regolamentazione, la vigilanza e il settore finanziario in generale. Esso promuove condizioni di parità concorrenziale attraverso un'attuazione coerente delle politiche nei diversi settori e giurisdizioni.

Più in particolare, conformemente al suo mandato, l'FSB:

- valuta le vulnerabilità inerenti al sistema finanziario mondiale e individua ed esamina le iniziative di regolamentazione e di vigilanza, nonché le azioni necessarie per affrontare tali criticità e le loro ripercussioni;
- promuove il coordinamento e lo scambio di informazioni tra le autorità preposte alla stabilità finanziaria;
- monitora gli andamenti dei mercati e le loro implicazioni per le politiche di regolamentazione e fornisce consulenza in materia;
- esamina le migliori prassi di attuazione degli standard regolamentari e fornisce consulenza in materia;
- effettua valutazioni strategiche condivise del lavoro di definizione delle politiche svolto dagli organismi internazionali di normazione, al fine di assicurare che esso sia tempestivo, coordinato, incentrato sulle priorità e mirato a colmare le lacune esistenti;
- sollecita la creazione di collegi dei supervisori e stabilisce linee guida in materia;
- fornisce assistenza nell'elaborazione di piani di emergenza per la gestione internazionale delle crisi, specie per quanto riguarda gli intermediari di rilevanza sistemica;

- collabora con l’FMI nella conduzione degli esercizi di “allerta precoce” (*early warning*).

L’FSB riunisce gli alti funzionari dei ministeri finanziari, delle banche centrali e delle autorità di regolamentazione finanziaria di 24 paesi e giurisdizioni (compresi tutti i membri del G20), nonché della BCE e della Commissione europea. Vi partecipano altresì gli esponenti delle organizzazioni finanziarie internazionali (Banca mondiale, BRI, FMI, OCSE), degli organismi di normazione internazionali e dei comitati di banche centrali (CBVB, CSFG, CSPR, International Accounting Standards Board o IASB, IAIS, International Organization of Securities Commissions o IOSCO). L’FSB è presieduto da Mario Draghi, Governatore della Banca d’Italia.

L’FSB opera attraverso le sue riunioni plenarie e per il tramite di:

- un Comitato direttivo, presieduto da Mario Draghi;
- un Comitato permanente per la valutazione delle vulnerabilità, presieduto da Jaime Caruana, Direttore generale della BRI;
- un Comitato permanente per la cooperazione in ambito regolamentare e di vigilanza, presieduto da Adair Turner, presidente della Financial Services Authority britannica;
- un Comitato permanente per l’attuazione degli standard, presieduto da Tiff Macklem, Vice Ministro delegato del Dipartimento delle finanze canadese.

Nelle riunioni plenarie che si sono tenute nel giugno e settembre 2009 e nel gennaio 2010 l’FSB ha fatto progredire le riforme regolamentari internazionali volte a rafforzare la stabilità finanziaria, definendo con chiarezza principi e tempi di attuazione. Il rapporto da esso presentato nel settembre 2009, *Improving financial regulation*, delinea un programma di riforme nelle aree di maggiore rilevanza indicate qui di seguito.

Rafforzamento della regolamentazione internazionale del patrimonio e della liquidità delle banche

L’FSB e il CBVB, in collaborazione con l’FMI, sono attualmente impegnati a valutare le implicazioni macroeconomiche dell’attuazione delle proposte di riforma formulate dal CBVB in materia di patrimonio e di liquidità. Il CBVB terrà conto di questa valutazione nel definire le opportune disposizioni transitorie.

Irrobustimento della liquidità a livello internazionale

Affiancando le riforme proposte dal CBVB in materia di liquidità bancaria, l’FSB coordina i lavori per la definizione di interventi internazionali volti a far fronte ai rischi di liquidità a livello transfrontaliero e sistemico, considerando inoltre le particolari esigenze che si pongono per i mercati emergenti.

Riduzione del moral hazard posto dagli intermediari finanziari di importanza sistemica

L’FSB è impegnato a elaborare per la fine di ottobre 2010 un pacchetto di misure intese ad attenuare i problemi derivanti dal fatto che tali intermediari sono considerati “troppo grandi per fallire”. Il lavoro riguarda tre ambiti: ridurre

la probabilità e l'impatto del fallimento di istituti di importanza sistemica; migliorare la capacità di liquidare con processi ordinati gli intermediari in fallimento; rafforzare le infrastrutture e i mercati principali. Al vertice del G20 del giugno 2010 saranno presentate una valutazione preliminare e le possibili opzioni sul piano delle politiche.

Rafforzamento dei principi contabili

L'FSB continua a incoraggiare le iniziative volte a migliorare i criteri di valutazione e accantonamento e a definire una serie unica di principi contabili internazionali di qualità elevata. A tal fine, esso sorveglia l'attuazione delle raccomandazioni formulate dall'FSF nell'aprile 2009, che esortano gli organismi di normazione contabile a ricercare modi per attenuare le potenziali dinamiche sfavorevoli della contabilizzazione al *fair value*, nel contesto degli sforzi intesi a garantire una maggiore trasparenza e un migliore trattamento contabile, mitigando al tempo stesso la prociclicità.

Miglioramento delle politiche di remunerazione

Nell'aprile 2009 l'FSF ha emanato dei principi per la definizione di prassi di remunerazione corrette (*Principles for sound compensation practices*) presso le società finanziarie maggiori. Nel settembre dello stesso anno ha inoltre pubblicato i relativi criteri di attuazione. I risultati della verifica comparata (*peer review*) pubblicati nel marzo 2010 attestano i notevoli progressi compiuti dai membri dell'FSB nell'incorporare tali principi e criteri nei quadri regolamentari e di vigilanza interni, ma evidenziano altresì che una loro efficace attuazione è tutt'altro che completata. Una verifica successiva è prevista per il secondo trimestre 2011.

Potenziamento della sorveglianza sul sistema finanziario

Stanno proseguendo i lavori finalizzati a garantire un'adeguata sorveglianza e disciplina di tutte le attività di rilevanza sistemica, comprese quelle degli hedge fund e delle agenzie di rating. L'FSB ha accolto con favore il rapporto sulle differenze nella portata e nella natura dell'attività di regolamentazione diffuso dal Joint Forum nel gennaio 2010, che raccomanda misure intese a colmare le lacune esistenti in materia di vigilanza e normativa e a promuovere un approccio coerente nei diversi settori. L'FSB continuerà a seguire l'evoluzione delle politiche in merito alle problematiche individuate dal rapporto, e proporrà interventi laddove esse non siano state ancora affrontate.

Irrobustimento del mercato dei derivati OTC

Sono in corso iniziative volte a rafforzare gli standard per far fronte ai rischi sistemici, compreso un adeguamento dei requisiti patrimoniali per tenere conto dei rischi collegati ai derivati OTC e incentivare ulteriormente il passaggio a controparti centrali oltre che, ove opportuno, a borse organizzate. L'FSB ha istituito un gruppo di lavoro che riferirà entro ottobre 2010 in merito alle opzioni per accrescere la standardizzazione dei derivati OTC e sviluppare procedure chiare per garantire un'applicazione coerente a livello mondiale dei requisiti di compensazione e contrattazione obbligatori.

Rilancio della cartolarizzazione su basi solide

Occorre che il settore ufficiale predisponga un assetto che garantisca la disciplina nel mercato delle cartolarizzazioni, accompagnandone la ripresa. L'FSB sta valutando l'opportunità di ulteriori misure in ambiti quali la trasparenza, la pubblicità delle informazioni e l'allineamento degli incentivi.

Promozione della conformità con i principi internazionali

L'FSB promuove una competizione virtuosa fra le giurisdizioni, incoraggiandole ad accrescere il grado di conformità con i principi finanziari internazionali. Le giurisdizioni membri dell'FSB intendono dare l'esempio in ambiti quali l'attuazione degli standard e l'informativa riguardo al proprio grado di conformità. A questo riguardo esse si stanno sottoponendo a valutazioni condotte mediante *peer review* sia tematiche sia incentrate sui singoli paesi, come ad esempio quella riguardante le prassi di remunerazione pubblicata nel marzo 2010.

L'FSB promuove l'osservanza dei principi finanziari internazionali da parte di tutte le giurisdizioni, anche attraverso l'iniziativa varata nel marzo 2010 per individuare le giurisdizioni non ottemperanti e aiutarle ad accrescere il loro grado di conformità.

Altre attività

Nel novembre 2009 l'FSB ha inoltre pubblicato i tre documenti seguenti:

- una nota di analisi delle politiche di rientro dalle misure straordinarie di sostegno finanziario, nella quale stabilisce il principio che tali politiche debbano essere preannunciate, flessibili, trasparenti e credibili. Il documento contiene un rapporto degli esperti della IADI e dell'FMI sulle strategie di revoca dei dispositivi temporanei di assicurazione dei depositi;
- un rapporto congiunto dell'FMI, della BRI e dell'FSB, intitolato *Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations*, che delinea gli approcci concettuali e analitici utilizzabili dalle autorità nazionali nella valutazione della rilevanza sistemica di intermediari, mercati e strumenti. Esso considera possibili linee guida generali sufficientemente flessibili da essere applicate a un ampio ventaglio di paesi e circostanze;
- un rapporto congiunto dell'FMI e dell'FSB, dal titolo *The financial crisis and information gaps*, che individua le lacune nelle procedure di raccolta delle statistiche e formula proposte intese a rafforzarle, allo scopo di rilevare con maggiore accuratezza l'accumulo di rischi nel settore finanziario, migliorare le informazioni sui collegamenti della rete finanziaria internazionale, monitorare la vulnerabilità delle economie nazionali agli shock e arricchire la diffusione delle statistiche ufficiali. L'FSB ha costituito un apposito gruppo incaricato di gestire la parte dei lavori di attuazione di sua competenza.

FSB: www.financialstabilityboard.org

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), presieduto da Nout Wellink, Presidente di De Nederlandsche Bank, si propone di migliorare le conoscenze e la qualità della vigilanza bancaria a livello mondiale. Esso assiste le autorità di vigilanza fornendo una sede per la condivisione di informazioni sugli assetti nazionali, accrescendo l'efficacia delle tecniche di sorveglianza sull'attività bancaria internazionale e formulando requisiti prudenziali minimi.

Risposta alla crisi finanziaria

Il programma di riforma del Comitato di Basilea si trova al cuore delle iniziative globali volte ad attenuare il rischio sistemico e a promuovere una crescita economica maggiormente sostenibile. Uno degli insegnamenti fondamentali tratti dalla crisi finanziaria è la necessità di potenziare le riserve patrimoniali e di liquidità all'interno del sistema bancario: occorre aumentare la qualità e la quantità del capitale, utilizzare un indice della leva finanziaria (*leverage ratio*) a integrazione dei coefficienti basati sul rischio che agisca da freno sull'accumulo di leva finanziaria a livello di settore e introdurre un requisito globale di liquidità che assicuri una migliore capacità di tenuta di fronte agli shock di liquidità in bilancio e fuori bilancio.

Un altro importante insegnamento attiene all'esigenza di rivolgere l'attività di vigilanza non soltanto alla solidità delle singole banche, ma anche agli obiettivi più generali della stabilità finanziaria. Alle fondamenta microprudenziali della vigilanza va cioè sovrapposto uno strato macroprudenziale. Al fine di attenuare il comportamento prociclico dei mercati finanziari, il Comitato promuove la conservazione del capitale, riserve patrimoniali anticicliche e sistemi di accantonamento maggiormente previdenti. Esso sta inoltre proponendo una serie di iniziative volte ad affrontare le connessioni sistemiche fra le banche internazionali e le questioni di *moral hazard* cui danno luogo.

Nel luglio 2009 il CBVB ha approvato un pacchetto definitivo di misure finalizzate a rafforzare le norme adottate nel 1996 in materia di requisiti patrimoniali a fronte del portafoglio di negoziazione (*trading book*) e a rinsaldare i tre pilastri dello schema Basilea 2.

Nel dicembre 2009 ha inoltre pubblicato a fini di consultazione un pacchetto completo di riforme volto a ridurre la probabilità e la gravità delle tensioni economiche e finanziarie mediante il potenziamento della normativa internazionale in materia di capitale e liquidità. Il Comitato sta portando avanti nella prima metà del 2010 uno studio per valutare l'impatto delle proposte formulate. L'obiettivo è quello di produrre un insieme di principi pienamente calibrati entro la fine del 2010, che saranno gradualmente applicati nell'arco dei due anni successivi al fine di garantire una transizione ordinata.

Patrimonio bancario: miglioramento della qualità

Un elemento centrale delle proposte formulate nel dicembre 2009 è il miglioramento della qualità, della coerenza e della trasparenza della base patrimoniale. Al riguardo, la scelta di dare alle azioni ordinarie e alle riserve

di utili un peso preponderante all'interno del patrimonio di base (*tier 1*) contribuirà ad assicurare che le banche di grandi dimensioni attive a livello internazionale si trovino in una posizione migliore per assorbire le perdite, sia in condizioni di continuità aziendale (*going concern*) sia in caso di liquidazione. Il Comitato sta inoltre procedendo all'armonizzazione di altri elementi della struttura patrimoniale.

Le proposte del dicembre 2009 contemplano inoltre il riesame delle questioni attinenti agli strumenti patrimoniali convertibili e a quelli di *contingent capital*, con particolare riferimento ai criteri di valutazione della loro capacità di assorbimento delle perdite e più in generale al ruolo di questi strumenti sia all'interno del patrimonio di vigilanza, sia in qualità di risorsa precauzionale o *buffer*.

Patrimonio bancario: maggiore copertura dei rischi

Durante la crisi le perdite bancarie si sono manifestate soprattutto all'interno dei portafogli di negoziazione (*trading book*), dove si era accumulata gran parte della leva finanziaria del settore. Il pacchetto del luglio 2009 del Comitato contempla un aumento dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito delle attività complesse di negoziazione e introduce un requisito basato sul valore a rischio in situazioni di stress, inteso a ridurre il carattere ciclico del sistema dei coefficienti patrimoniali.

I miglioramenti apportati allo schema del Basilea 2 nel luglio 2009 rinsaldano il primo pilastro (requisiti patrimoniali minimi) innalzando le ponderazioni di rischio applicate alle esposizioni collegate a operazioni di ricartolarizzazione, ossia ai cosiddetti CDO di ABS (*collateralised debt obligation di asset-backed securities*). Il Comitato ha inoltre deciso di applicare requisiti più stringenti alle linee di liquidità a breve termine approntate a favore di veicoli fuori bilancio.

Le proposte del dicembre 2009 contemplano il rafforzamento dei requisiti patrimoniali a fronte delle esposizioni al rischio di credito di controparte derivanti da operazioni in derivati, pronti contro termine e di finanziamento titoli. Esse accrescono altresì gli incentivi a trasferire presso controparti centrali e mercati regolamentati le esposizioni in derivati negoziati fuori borsa.

Patrimonio bancario: introduzione di un indice di leva finanziaria integrativo

Il pacchetto del dicembre 2009 introduce un indice di leva finanziaria (*leverage ratio*) quale misura integrativa del sistema basato sul rischio del Basilea 2, al fine di muovere, nel contesto del primo pilastro, verso un trattamento basato su appropriate verifiche e calibrazioni. L'indice integrativo dovrebbe contribuire a evitare l'accumulo eccessivo di leva finanziaria all'interno del sistema bancario, introdurre salvaguardie aggiuntive a tutela dei tentativi di aggirare i requisiti basati sul rischio e limitare il rischio di modello. Al fine di garantire la comparabilità, i dettagli concernenti l'indice di leva finanziaria saranno armonizzati a livello internazionale, con opportuni aggiustamenti volti ad appianare completamente ogni restante differenza contabile. L'indice sarà calibrato in modo da fornire una misura credibile a integrazione dei

coefficienti patrimoniali, prendendo in considerazione le modifiche all'impianto del Basilea 2.

Patrimonio bancario: riduzione della prociclicità

Uno degli elementi più destabilizzanti della crisi è stata la prociclicità, ossia l'amplificazione degli shock finanziari all'insieme del sistema finanziario e dell'economia più in generale. Essa si è manifestata attraverso una molteplicità di canali, fra cui i principi contabili applicati alle attività misurate al valore di mercato e ai prestiti detenuti fino a scadenza, le prassi di adeguamento dei margini e l'accumulo e decumulo di leva finanziaria da parte delle società finanziarie, delle imprese e dei consumatori.

Il CBVB ha proposto misure volte a far sì che il settore bancario possa assorbire gli shock anziché trasmettere il rischio, in particolare attraverso la costituzione, nelle fasi favorevoli, di risorse precauzionali di capitale (*buffer*) cui attingere in periodi di tensione e l'adozione di politiche di accantonamento più previdenti, basate sulle perdite attese.

La costituzione di risorse patrimoniali dovrebbe avvenire mediante provvedimenti di conservazione del capitale, fra cui l'imposizione di limiti al versamento di dividendi, al riacquisto di azioni proprie e ai compensi, al fine di evitare comportamenti eccessivi. Il Comitato sta inoltre valutando un meccanismo volto ad adeguare i *buffer* di capitale in funzione anticiclica, collegandoli a variabili creditizie.

Il passaggio a prassi di accantonamento basate sulle perdite attese consentirebbe un trattamento più trasparente delle perdite effettive e risulterebbe meno prociclico dell'attuale sistema di accantonamento fondato sulle perdite realizzate.

Patrimonio bancario: rischio sistemico e interconnessioni

Al fine di assistere le autorità di vigilanza nella misurazione della rilevanza sistemica di determinate banche e di ridurre la probabilità e l'impatto di disfunzioni presso gli istituti di importanza sistemica, il Comitato sta passando al vaglio il concetto di un apposito requisito patrimoniale aggiuntivo e le possibili misure prudenziali collegate.

Miglioramento delle prassi di gestione e di vigilanza sul rischio di liquidità

La gestione inaccurata e inefficace del rischio di liquidità ha avuto un ruolo centrale nella crisi finanziaria. Allo scopo di affrontare questo problema e di promuovere adeguate aspettative prudenziali in materia, il CBVB (rifacendosi ai suoi principi per la vigilanza e la gestione corretta del rischio di liquidità pubblicati nel 2008 con il titolo *Principles for sound liquidity risk management and supervision*) si è di recente occupato di migliorare ulteriormente la capacità di tenuta delle banche internazionali sottoposte a tensioni sul fronte della liquidità, nonché di accrescere il grado di armonizzazione internazionale della vigilanza sul rischio di liquidità.

Il pacchetto consultivo del dicembre 2009 introduce per le banche internazionali un requisito minimo globale di liquidità comprendente una "regola dei 30 giorni" (*30-day coverage ratio*) integrata da una regola strutturale di più

lungo periodo (*structural ratio*) e da una serie indispensabile di strumenti volti a individuare e analizzare le tendenze del rischio di liquidità a livello sia di singola banca, sia di sistema.

Miglioramento della gestione dei rischi

I miglioramenti apportati al Basilea 2 nel luglio 2009 comprendono, nell'ambito del secondo pilastro (processo di controllo prudenziale), linee guida supplementari volte a colmare le lacune nella gestione dei rischi messe in luce dalla crisi. Tali linee guida, entrate in vigore con effetto immediato, concernono:

- il governo societario e la gestione dei rischi a livello di intera azienda;
- il rischio collegato alle esposizioni fuori bilancio e alle attività di cartolarizzazione;
- le concentrazioni di rischio;
- gli incentivi per una migliore gestione nel lungo periodo dei rischi e del rendimento da parte delle banche.

I nuovi indirizzi incorporano i principi sulle politiche di remunerazione (*Principles for sound compensation practices*) adottati dal Forum per la stabilità finanziaria nell'aprile 2009. Il Comitato ha inoltre diffuso nel gennaio 2010 una metodologia prudenziale di valutazione volta a promuovere l'adozione di sane politiche di remunerazione all'interno delle banche.

Nel maggio 2009 il CBVB ha pubblicato il documento *Principles for sound stress testing practices and supervision*, che intende risolvere le carenze evidenziate dalla crisi per quanto riguarda le prove di stress condotte dalle banche.

Rafforzamento del governo societario

Nel marzo 2010 il Comitato ha emesso a fini di consultazione una serie di prassi ottimali in materia di governance bancaria, contenute nel documento *Principles for enhancing corporate governance*, che mira ad affrontare i problemi fondamentali emersi al riguardo durante la crisi finanziaria. In quest'ambito le autorità di vigilanza rivestono un ruolo cruciale. Le proposte del CBVB prevedono infatti che esse stabiliscano linee di indirizzo o disposizioni normative per l'adozione delle prassi migliori e procedano a una valutazione periodica delle politiche e dei processi bancari basata sui principi del Comitato.

Trattamento contabile degli strumenti finanziari

L'applicazione della contabilità al valore equo (*fair value*) a una gamma più estesa di strumenti finanziari, unitamente alle esperienze maturate con la crisi, ha posto in evidenza l'importanza fondamentale di disporre di solidi processi di controllo e di gestione dei rischi. Nell'aprile 2009 il Comitato ha pertanto elaborato, nel documento *Supervisory guidance for assessing banks' financial instrument fair value practices*, degli indirizzi destinati alle banche nonché alle autorità di vigilanza nell'ambito del processo di controllo prudenziale previsto dal secondo pilastro.

Nell'agosto 2009 il CBVB ha formulato una serie di principi guida di alto livello per la sostituzione della norma IAS 39 (*Guiding principles for the replacement of IAS 39*), al fine di assistere l'International Accounting Standards

Board (IASB) nell'affrontare le questioni collegate ad accantonamenti, misurazione al *fair value* e relativa pubblicità delle informazioni. I principi aiuteranno l'IASB nell'adozione di norme che accrescano l'utilità e la rilevanza della rendicontazione finanziaria a beneficio dei principali *stakeholder*. Oltre a ciò, di recente il G20 ha raccomandato che l'IASB e il Financial Accounting Standards Board realizzino, negli Stati Uniti, la convergenza fra le norme contabili internazionali, gli International Financial Reporting Standards, e quelle statunitensi, gli US GAAP. I principi guida di alto livello del CBVB contribuiranno a questa iniziativa congiunta, e garantiranno inoltre che le riforme contabili rispondano alle preoccupazioni più generali concernenti la prociclicità e il rischio sistemico.

Aumento della trasparenza

Il pacchetto del luglio 2009 relativo al Basilea 2 include interventi di miglioramento del terzo pilastro (disciplina di mercato) finalizzati a rafforzare i requisiti di informativa concernenti cartolarizzazioni, esposizioni fuori bilancio e attività di negoziazione. I requisiti aggiuntivi contribuiranno a ridurre l'incertezza dei mercati riguardo alla solidità dei bilanci bancari con riferimento all'operatività nei mercati dei capitali.

Agevolazione della risoluzione delle banche internazionali

La crisi finanziaria ha messo in luce le lacune esistenti nelle tecniche e negli strumenti necessari per portare a termine in maniera ordinata il compito complesso e multidimensionale della risoluzione delle banche internazionali. Nel marzo 2010 il CBVB ha pubblicato la versione definitiva del documento *Report and recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, diffuso per la prima volta nel settembre 2009 a fini consultivi. Il rapporto formula dieci raccomandazioni in tre ambiti: il rafforzamento dei poteri nazionali di risoluzione e del loro esercizio in un contesto internazionale, i piani di emergenza a livello di singola banca e il contenimento degli effetti di contagio.

Creazione e potenziamento dei sistemi di tutela dei depositi

Nel giugno 2009 il CBVB e l'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi hanno pubblicato il documento *Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*, contenente una serie di principi fondamentali che rispondono all'esigenza di disporre di sistemi efficaci di assicurazione dei depositi al fine di mantenere la fiducia del pubblico in caso di crisi. Nell'affrontare problematiche come quelle relative a copertura, finanziamento e rimborso tempestivo, i principi fondamentali stabiliscono un importante punto di riferimento per l'istituzione e la riforma dei sistemi di tutela dei depositi.

Ampliamento del novero dei membri del Comitato

Nel 2009 il CBVB e il suo organo direttivo, il Gruppo dei Governatori delle banche centrali e dei capi della vigilanza, si sono adoperati per accrescere la capacità del Comitato di portare a termine la sua missione globale. Essi hanno in particolare concordato di espandere il novero delle giurisdizioni partecipanti al CBVB invitando all'adesione i rappresentanti di Hong Kong SAR e Singapore e quelli dei paesi del G20 non ancora membri, ossia Arabia Saudita,

Argentina, Australia, Brasile, Cina, Corea, India, Indonesia, Messico, Russia, Sudafrica e Turchia. Il Comitato di Basilea è oggi composto da 27 giurisdizioni membri rappresentate da 44 banche centrali e autorità di vigilanza.

Comitato di Basilea: www.bis.org/bcbs

Comitato sul sistema finanziario globale

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), presieduto da Donald L. Kohn, Vice Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System, ha il compito di monitorare gli sviluppi nei mercati finanziari e di analizzarne le implicazioni per la stabilità finanziaria. Sono membri del Comitato i Vice Governatori e altri alti funzionari di 23 banche centrali delle economie avanzate ed emergenti, nonché il Consigliere economico della BRI.

Il lavoro del CSFG nel periodo in esame si è incentrato sull'analisi delle risposte date dai settori privato e pubblico alla crisi finanziaria. In particolare, i vari gruppi del CSFG hanno passato in rassegna aspetti specifici dei mercati bancari e della provvista internazionali. I rapporti redatti da questi gruppi sono stati pubblicati nel corso della prima metà del 2010:

- un gruppo di studio congiunto del CSFG e del Comitato sui mercati ha esaminato la performance dei mercati internazionali della provvista durante la crisi e le possibilità di accrescere la loro resilienza;
- un gruppo di studio del CSFG ha analizzato i cambiamenti intervenuti nelle strategie di provvista e nella gestione della liquidità delle banche internazionali a seguito della crisi finanziaria;
- un gruppo di studio del CSFG si è concentrato sul ruolo delle prassi di costituzione e adeguamento dei margini e di determinazione degli scarti relative ai derivati negoziati *over-the-counter* e alle operazioni di prestito titoli, raccomandando alcune misure istituzionali volte ad attenuare la prociclicità da esse derivante.

Il CSFG ha inoltre analizzato le implicazioni dell'elaborazione di assetti e strumenti macroprudenziali per le banche centrali.

Il Comitato ha portato a termine una rassegna dei miglioramenti alle statistiche sul trasferimento del rischio di credito. Nel marzo 2010 ha parimenti istituito un gruppo dedicato all'esame di varie proposte di modifica alle statistiche BRI, raccolte sotto gli auspici del Comitato stesso.

Oltre a queste iniziative, il CSFG ha continuato la sua regolare attività di ampio monitoraggio rivolta a, fra l'altro:

- i vincoli di bilancio delle banche maggiori e le loro implicazioni per l'offerta di credito;
- le condizioni nei mercati della provvista e l'impatto delle politiche non convenzionali delle banche centrali;
- le implicazioni per il sistema finanziario dell'aumento del debito pubblico e delle crescenti preoccupazioni del mercato riguardo al rischio di credito sovrano.

CSFG: www.bis.org/cgfs

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) contribuisce al rafforzamento delle infrastrutture dei mercati finanziari attraverso la promozione di sistemi di pagamento, compensazione e regolamento sicuri ed efficienti. Nel corso dell'anno in rassegna il novero dei membri del Comitato è stato ampliato, e comprende oggi 25 banche centrali di economie sia sviluppate sia emergenti. Il CSPR è presieduto da William C. Dudley, Presidente e Chief Executive Officer della Federal Reserve Bank di New York.

Il CSPR ha riesaminato il documento *Recommendations for central counterparties* al fine di formulare linee guida sull'applicazione delle raccomandazioni ivi contenute alle controparti centrali (CC) che svolgono la compensazione dei derivati negoziati in mercati non regolamentati (*over the counter*, OTC). La revisione è stata condotta congiuntamente con il comitato tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO). All'epoca della loro pubblicazione nel 2004 le raccomandazioni si rivolgevano alle CC attive nella compensazione dei derivati negoziati in borsa. La recente diffusione di CC per i derivati OTC quali i *credit default swap* ha pertanto reso necessario esaminare i modi in cui le differenze esistenti fra queste due categorie di contratti – negoziati in borsa e fuori borsa – influiscono sull'applicazione delle raccomandazioni. Il CSPR e la IOSCO forniscono inoltre orientamenti per quanto riguarda la struttura e il funzionamento di sistemi informativi per la registrazione delle transazioni (*trade repository*) nei mercati dei derivati OTC.

Il CSPR e la IOSCO hanno altresì avviato una revisione completa di tutte e tre le serie di standard basilari da loro emanati, ossia i *Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica* (2001), le raccomandazioni per i sistemi di regolamento titoli (*Recommendations for securities settlement systems*, 2001) e le già citate raccomandazioni per le controparti centrali (*Recommendations for central counterparties*, 2004). L'intenzione è quella di applicare l'esperienza maturata successivamente alla loro pubblicazione, in particolare durante la crisi finanziaria, per chiarire, estendere e, ove del caso, rafforzare gli standard e le connesse direttive. Verrà inoltre diffuso un documento consultativo contenente nuove linee guida relative alle CC e ai *trade repository* dei mercati derivati OTC.

Il Comitato ha continuato a promuovere la cooperazione fra le banche centrali non membri e ha fornito supporto e consulenza in occasione di workshop e seminari su questioni attinenti ai sistemi di pagamento e di regolamento organizzati in cooperazione con i gruppi regionali di banche centrali.

CSPR: www.bis.org/cpss

Comitato sui mercati

Il Comitato sui mercati, presieduto da Hiroshi Nakaso, Vice Governatore della Bank of Japan, fornisce agli alti funzionari di 21 banche centrali una sede per monitorare congiuntamente gli sviluppi sui mercati finanziari e discutere le loro implicazioni per il funzionamento dei mercati e le operazioni delle banche centrali.

Il recupero dei mercati finanziari internazionali dopo la crisi, la ripresa disomogenea dell'economia reale che l'ha accompagnato e le preoccupazioni riguardo alla posizione di bilancio di alcuni paesi sono stati al centro dei dibattiti tenutisi nel corso dell'anno in seno al Comitato. Quest'ultimo ha passato in rassegna i fattori all'origine del rilancio dei mercati monetari, del credito e delle attività e il ruolo che ha avuto il sostegno pubblico. In particolare, l'adozione di politiche non convenzionali da parte delle banche centrali per alleviare le turbative dei mercati o allentare le condizioni monetarie è rimasto uno dei temi centrali del Comitato, che ultimamente si è interessato alla predisposizione dei piani di rientro da tali interventi. Il clima relativamente tranquillo prevalso durante l'anno in rassegna ha inoltre permesso al Comitato di dedicare più tempo alla discussione di questioni strutturali, come le implicazioni delle proposte di riforma dei mercati dei derivati OTC.

Il Comitato ha inoltre preso parte, insieme al CSFG, a due gruppi di studio dedicati l'uno all'esame degli aspetti teorici e pratici delle politiche non convenzionali delle banche centrali, l'altro alla valutazione del funzionamento e della capacità di tenuta dei mercati transnazionali della provvista durante la recente crisi; quest'ultimo gruppo ha pubblicato un rapporto in materia nel marzo 2010. Infine, il Comitato ha aggiornato la sua pubblicazione *MC compendium: monetary policy frameworks and central bank market operations*, dedicata agli assetti di politica monetaria e ai quadri di riferimento delle operazioni di mercato delle banche centrali, e ha partecipato alla preparazione dell'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati condotta dalla BRI per il 2010.

Comitato sui mercati: www.bis.org/markets

Central Bank Governance Group

La BRI sostiene i lavori di ricerca sulla struttura delle banche centrali in qualità di istituzioni pubbliche ospitando il Central Bank Governance Group, presieduto da Stanley Fischer, Governatore della Bank of Israel. Insieme al Central Bank Governance Network – un dispositivo informale atto a facilitare lo scambio di informazioni sugli aspetti di governance fra le banche centrali e la BRI –, questo organismo forma il Central Bank Governance Forum, che dispone di un segretariato presso la BRI.

Durante lo scorso anno il Governance Group ha redatto il rapporto *Issues in the governance of central banks*, che analizza gli assetti di governance attualmente in uso presso le banche centrali di tutto il mondo e tratta delle problematiche da affrontare allorché occorre decidere sul mandato, la struttura e le operazioni di una banca centrale.

Oltre a ciò, si sono esaminate le implicazioni di governance delle potenziali nuove competenze delle banche centrali in termini di stabilità finanziaria, ossia delle funzioni macroprudenziali che la banca centrale potrebbe essere chiamata ad assumere e dei nessi fra queste e il governo dell'istituzione. La BRI ha poi continuato a soddisfare le richieste di informazioni in materia di governance provenienti dalle singole banche

centrali. Queste ultime hanno accesso a tali informazioni attraverso un sito protetto.

Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics

L'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC), presieduto da Manuel Marfán, Vice Presidente del Banco Central de Chile, vanta come membri istituzionali 66 banche centrali e organizzazioni internazionali e regionali che si occupano ufficialmente di tematiche attinenti alle banche centrali. Esso fornisce agli economisti e agli esperti di statistica delle banche centrali una sede per discutere delle questioni statistiche e di altri argomenti collegati alla stabilità monetaria e finanziaria.

In agosto l'IFC ha organizzato dieci sessioni del 57° Congresso mondiale biennale dell'International Statistical Institute, tenutosi a Durban, in Sudafrica. In quell'occasione ha altresì copatrocinato, insieme alla South African Reserve Bank, un seminario per le banche centrali della Southern African Development Community dedicato ai requisiti statistici per favorire l'integrazione economica e finanziaria della regione nel contesto della crisi finanziaria internazionale. L'IFC ha inoltre sponsorizzato due workshop regionali sulla misurazione dell'inflazione, uno destinato alle banche centrali asiatiche collegate al South East Asian Central Banks (SEACEN) Research and Training Centre, l'altro per le banche centrali del Consiglio di cooperazione del Golfo. In collaborazione con l'Eurostat e l'International Association of Official Statistics, ha organizzato una conferenza sugli aspetti metodologici relativi agli indici dei prezzi degli immobili residenziali.

IFC: www.bis.org/ifc

Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi

L'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi (IADI) contribuisce alla stabilità dei sistemi finanziari promuovendo la cooperazione internazionale e facilitando contatti internazionali ad ampio raggio fra gli organismi di assicurazione dei depositi e altre parti interessate. Le sue principali attività consistono in:

- migliorare la comprensione delle tematiche e problematiche di comune interesse nell'ambito della tutela dei depositi;
- elaborare direttive per accrescere l'efficacia dei sistemi di assicurazione dei depositi;
- favorire la condivisione di competenze attraverso programmi di formazione, sensibilizzazione e sviluppo professionale;
- fornire linee di indirizzo per la creazione o il perfezionamento di sistemi efficaci di assicurazione dei depositi.

Attualmente partecipano alle attività della IADI 78 organizzazioni di tutto il mondo. Sessanta sono fondi di tutela dei depositi, mentre le organizzazioni restanti includono varie banche centrali e altri organismi interessati a promuovere l'adozione o il funzionamento di sistemi efficaci di assicurazione dei depositi.

Uno dei principali obiettivi dell'Associazione è quello di accrescere l'efficacia dei sistemi di tutela dei depositi tramite la definizione di principi e prassi in materia.

Nel giugno 2009 la IADI e il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, in collaborazione con l'European Forum of Deposit Insurers (EFDI), hanno pubblicato per la prima volta una serie di principi internazionali per i sistemi di assicurazione dei depositi all'interno del documento *Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*. Questi principi fondamentali vogliono essere un punto di riferimento per le giurisdizioni che intendono rafforzare i sistemi esistenti o crearne di nuovi. La IADI, il CBVB e l'FMI stanno lavorando congiuntamente all'elaborazione di una metodologia dei principi fondamentali che possa essere utilizzata nel quadro del Financial Sector Assessment Program (FSAP) dell'FMI per vagliare e migliorare i fondi nazionali di tutela dei depositi, e dall'FSB nell'ambito delle verifiche comparate (*peer review*). La Banca mondiale, la Commissione europea e l'EFDI collaborano anch'essi a questa iniziativa, che dovrebbe essere completata entro la fine del 2010. Una volta finalizzata la metodologia, l'FSB intende incorporare i principi fondamentali nel suo compendio di standard.

Su richiesta dell'FSB, la IADI e l'FMI hanno prodotto un memorandum congiunto sulla revoca dei dispositivi temporanei di assicurazione dei depositi, dal titolo *Unwinding temporary deposit insurance arrangements*, che elenca i provvedimenti specifici adottati nelle varie giurisdizioni per potenziare i sistemi di tutela dei depositi in risposta alla crisi finanziaria e descrive le azioni finora intraprese per revocare le misure temporanee e le garanzie integrali accordate.

La IADI ha continuato a lavorare in stretta collaborazione con l'ISF per predisporre congiuntamente programmi di formazione e conferenze destinati al personale dei fondi di tutela dei depositi, delle autorità di supervisione finanziaria e delle banche centrali di tutto il mondo. Con il patrocinio dell'ISF e del Comitato di Basilea, nel settembre 2009 si è tenuta a Basilea l'ottava Conferenza annuale dell'Associazione, dedicata ai principi fondamentali per sistemi efficaci di assicurazione dei depositi. In questa occasione si è potuto discutere dell'applicazione dei principi fondamentali nell'ambito della supervisione e della tutela dei depositi, dei requisiti essenziali per l'efficacia dei sistemi di assicurazione, dei singoli principi e dell'esperienza maturata dai partecipanti, nonché dei prossimi passi da compiere in materia di attuazione e valutazione. Parallelamente alla conferenza la IADI ha predisposto una rassegna internazionale di materiale formativo e analitico sull'assicurazione dei depositi.

La IADI ha inoltre avviato una collaborazione con l'ISF al fine di offrire ai suoi membri seminari copatrocinati, come quello sulle questioni attinenti la liquidazione delle banche internazionali, oltre che conferenze e opportunità di formazione a distanza (*e-learning*).

Il Research and Guidance Committee (RGC) della IADI, unitamente al Dipartimento monetario ed economico della BRI, ha messo a punto, come tappa fondamentale del programma di ricerca dell'Associazione, un database dei sistemi di tutela dei depositi a livello mondiale finalizzato a gestire i dati raccolti dalla IADI in occasione delle sue indagini. L'Associazione ha di recente

ottenuto i risultati dell'indagine condotta sugli interventi a tutela dei depositanti mediante l'innalzamento dei limiti di copertura o l'offerta di garanzie integrali, nonché di quella sugli aspetti strategici dei sistemi e delle procedure di rimborso. L'RGC ha inoltre diffuso linee guida su questioni di governance, sensibilizzazione del pubblico e finanziamento dei sistemi. Due documenti (uno sulla copertura dell'assicurazione dei depositi, l'altro sulla gestione del rischio organizzativo da parte degli assicuratori dei depositi) e quattro progetti di ricerca sono stati pubblicati a fini di consultazione.

Nel suo ottavo anno di attività la IADI ha continuato a offrire varie occasioni di discussione ai fondi di tutela dei depositi e agli altri organismi partecipanti alla cosiddetta "rete di sicurezza". Fra di esse si segnalano un programma per la creazione di capacità e un modulo del progetto di formazione dirigenziale Executive Training Program dedicato ai punti deboli dei fondi di tutela dei depositi (gestione delle richieste di rimborso, strumenti per far fronte ai rimborsi in tempi rapidi, problematiche internazionali e risoluzione delle banche in difficoltà). Gli argomenti trattati con riferimento alla risoluzione degli istituti bancari comprendevano il test dell'opzione meno onerosa (*least cost test*) per valutare modalità alternative di risoluzione, la risoluzione di istituti di grandi e di piccole dimensioni e il ricorso a "banche ponte" e all'amministrazione controllata ai fini di una risoluzione ordinata.

I sette comitati regionali della IADI, insieme a dodici organismi partner, hanno organizzato vari eventi destinati ai professionisti del settore, quali la Conferenza sull'istituto dell'insolvenza bancaria nel diritto e nelle prassi ottimali vigenti nei Caraibi e i seminari sugli elementi fondamentali dell'attività bancaria e di assicurazione dei depositi islamica (Medio Oriente e Nord Africa e Asia), sul ruolo dell'assicurazione dei depositi nella crisi attuale (America latina) e sulla strutturazione dei sistemi di tutela dei depositi (Africa), nonché varie conferenze a livello regionale.

IADI: www.iadi.org

Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa

L'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS), ospitata dalla BRI dal 1998, è l'organismo internazionale di emanazione degli standard per la vigilanza prudenziale nel settore assicurativo. L'obiettivo della IAIS è contribuire alla stabilità finanziaria globale mediante il rafforzamento della supervisione nel settore assicurativo, l'elaborazione di criteri prudenziali, la promozione della cooperazione internazionale sulla base dello scambio di informazioni e l'assistenza reciproca.

La IAIS ha partecipato attivamente alla valutazione dell'impatto della crisi finanziaria sul settore assicurativo e ha risposto alle raccomandazioni dell'FSB e del G20 in materia di riforme regolamentari. Ha inoltre istituito uno speciale comitato, il Financial Stability Committee, incaricato principalmente di discutere le questioni inerenti alla stabilità finanziaria e di coadiuvare la partecipazione della IAIS all'FSB. Esso si occupa fra l'altro di riferire in merito al rischio sistemico e al settore assicurativo, vagliare i dispositivi macroprudenziali ed elaborare proposte nell'ambito della sorveglianza macroprudenziale.

Il Joint Forum, gruppo di lavoro congiunto di CBVB, IOSCO e IAIS, ha pubblicato nel gennaio 2010 il rapporto *Review of the differentiated nature and scope of financial regulation*, dedicato alla diversa natura e portata della regolamentazione finanziaria. Attualmente il Joint Forum sta valutando l'approfondimento di alcune delle questioni emerse dal rapporto.

Contabilità

Per la IAIS è estremamente importante che la reportistica finanziaria sia di qualità elevata e offra una rappresentazione significativa ed economicamente accurata dello stato di salute finanziaria degli assicuratori. La IAIS segue pertanto con attenzione quegli sviluppi internazionali in materia di rendicontazione finanziaria che influiranno maggiormente sul sistema contabile generale delle imprese assicurative sottoposte a regolamentazione. Con il suo coinvolgimento attivo, la IAIS continuerà ad apportare il proprio contributo al progetto dell'International Accounting Standards Board sulla contabilità dei contratti assicurativi.

Nel 2009 la IAIS ha adottato il documento *The roles of and relationship between the actuary and the external auditor in the preparation and audit of financial reports*, che esamina, dal punto di vista delle autorità di vigilanza assicurativa, i ruoli, le competenze, la comunicazione, la rendicontazione, la relazione fra i revisori esterni e l'autorità di vigilanza, gli standard e le qualifiche professionali nonché la regolamentazione con riferimento agli attuari e ai revisori esterni nella predisposizione e revisione delle situazioni contabili.

Adeguatezza patrimoniale e solvibilità

Nell'ottobre 2009 la IAIS ha adottato un documento di indirizzo e di normazione sulla struttura delle risorse patrimoniali ai fini della solvibilità (*The structure of capital resources for solvency purposes*), contenente una serie di approcci potenzialmente utilizzabili dall'autorità di vigilanza per la determinazione delle risorse patrimoniali.

Governance e conformità

Nel luglio 2009 la IAIS ha pubblicato il documento *Issues paper on corporate governance*, redatto insieme all'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico. Esso esamina le strutture di governance, le funzioni del consiglio di amministrazione, le funzioni di controllo, la funzione attuariale e i revisori contabili, la pubblicità delle informazioni e la trasparenza, i rapporti con gli *stakeholder* e l'interazione con l'autorità di vigilanza.

Vigilanza sui gruppi

Nell'ottobre 2009 la IAIS ha adottato un documento di indirizzo sul ruolo dei collegi dei supervisori nella vigilanza sui gruppi intitolato *The use of supervisory colleges in group-wide supervision*, che descrive come tali collegi possano fungere da meccanismo per facilitare la cooperazione e lo scambio di informazioni fra le autorità di vigilanza interessate, e tratta del coordinamento delle attività di vigilanza sui gruppi. Esso va a integrare il documento di indirizzo *The role and responsibilities of a group-wide supervisor* adottato nel 2008.

Gruppi assicurativi con operatività internazionale

Nel gennaio 2010 il Comitato esecutivo della IAIS ha approvato l'elaborazione di un quadro comune di riferimento per la vigilanza sui gruppi assicurativi con operatività internazionale, denominato ComFrame (Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups). ComFrame consisterà in un quadro di riferimento multilaterale in grado di superare gli approcci delle singole giurisdizioni e regioni alla regolamentazione. Esso fornirà una serie di parametri per valutare le strutture e le attività di gruppo nell'ottica della gestione del rischio, fisserà requisiti quantitativi e qualitativi specifici e mirati, ma non basati su regole, e coprirà gli opportuni ambiti di cooperazione e coordinamento fra le autorità di vigilanza. ComFrame dovrebbe favorire una maggiore coerenza e una comparabilità e allineamento migliori dell'attività di vigilanza esercitata dalle singole giurisdizioni sui gruppi assicurativi con operatività internazionale. La IAIS intende sviluppare ComFrame nell'arco dei prossimi tre anni e condurre successivamente uno studio di impatto.

Riassicurazione

I riassicuratori internazionali rivestono un ruolo importante per il funzionamento efficiente dei mercati assicurativi. Essi accrescono la sicurezza di ultima istanza degli assicuratori cedenti, tutelando così i clienti e contribuendo alla stabilità finanziaria complessiva.

Il rapporto annuale della IAIS sul mercato internazionale della riassicurazione, intitolato *Global Reinsurance Market Report*, si basa su una raccolta unica di dati forniti da oltre 50 importanti riassicuratori di tutto il mondo. Questi ultimi hanno partecipato attivamente alle iniziative della IAIS volte a migliorare la comprensione, la regolamentazione e la vigilanza su questo settore fondamentale della finanza. L'edizione del 2009 del rapporto mostra che, nonostante il protrarsi delle turbolenze finanziarie, il mercato riassicurativo internazionale ha dato prova una volta di più di robustezza e buona capacità di tenuta. Nel giugno 2009 la IAIS ha pubblicato la prima edizione semestrale del rapporto, intitolata *Developments in (re)insurance securitisation*, che integra quella annuale fornendo un'analisi qualitativa di caratteristiche, funzioni e andamenti di rilievo del mercato della cartolarizzazione assicurativa.

Protocollo di intesa multilaterale

Il protocollo di intesa multilaterale della IAIS fornisce una cornice per la cooperazione e lo scambio di informazioni al fine di migliorare l'efficacia della vigilanza a livello internazionale sulle società di assicurazione. Esso dovrebbe inoltre contribuire alle iniziative intraprese mondialmente per il rafforzamento della regolamentazione delle società finanziarie di importanza sistemica. Il protocollo è divenuto operativo nel giugno 2009. Al marzo 2010 le autorità di vigilanza firmatarie erano otto e altre sedici candidature erano in corso di esame.

Formazione

Ogni anno la IAIS, in collaborazione con l'ISF, le autorità di vigilanza nazionali e altri organismi, organizza circa 10-12 seminari e workshop regionali per

assistere le autorità di vigilanza assicurativa nell'attuazione dei principi e delle norme da essa emanati. L'ISF ha inoltre iniziato a mettere a disposizione moduli di apprendimento online dedicati alla vigilanza sul settore assicurativo.

IAIS: www.iaisweb.org

Istituto per la stabilità finanziaria

Al fine di adempiere al mandato di promuovere la stabilità finanziaria a livello internazionale, l'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) della BRI persegue un programma a due pilastri volto a diffondere standard e prassi corrette di vigilanza.

Incontri, seminari e conferenze

Il primo pilastro del programma dell'ISF è costituito da una serie consolidata di incontri, seminari e conferenze ad alto livello destinati alle autorità di vigilanza dei settori bancario e assicurativo. Nel 2009 l'ISF ha organizzato 52 eventi in varie parti del mondo, molti dei quali in collaborazione con i gruppi regionali delle autorità di vigilanza. Considerata la recente crisi finanziaria e la revisione di alcuni principi fondamentali da parte degli organi di normazione, l'ISF ha posto particolare enfasi sulle questioni direttamente collegate alla riforma della regolamentazione finanziaria. Agli eventi del 2009 hanno partecipato oltre 2 000 rappresentanti di banche centrali e autorità di vigilanza bancaria e assicurativa. È altresì proseguita la serie di incontri ad alto livello dell'ISF destinati ai Sostituti dei Governatori e ai responsabili degli organi di vigilanza, che si sono svolti in Africa, America latina, Asia e Medio Oriente. Nell'anno in rassegna, oltre alle questioni prudenziali correnti come l'attuazione del Basilea 2, gli incontri sono stati dedicati alla crisi finanziaria e alle risposte regolamentari, quali l'approccio macroprudenziale alla regolamentazione e alla vigilanza.

FSI Connect

Il secondo pilastro del programma dell'ISF consiste in FSI Connect, uno strumento di informazione e formazione in rete concepito per gli addetti alla vigilanza finanziaria con vario grado di esperienza e competenza tecnica. FSI Connect si compone di oltre 175 moduli che coprono un ampio ventaglio di argomenti. Più di 200 banche centrali e autorità di vigilanza sono iscritte a FSI Connect, per un totale di oltre 8 000 utenti. Nel 2009 è proseguita la seconda fase di sviluppo del sistema. In ottobre sono stati inaugurati i primi dieci moduli specificamente destinati alla vigilanza sul settore assicurativo e sono attualmente in corso di elaborazione nuovi moduli per la IADI.

Ricerca e statistiche

La BRI svolge lavori di ricerca e di analisi su tematiche di rilevanza per le banche centrali e, in misura sempre maggiore, per le autorità di supervisione finanziaria. Tali lavori trovano in gran parte diffusione nelle pubblicazioni periodiche della Banca, quali la *Relazione annuale* e la *Rassegna trimestrale BRI*, nelle collane *BIS Papers* e *Working Papers*, nonché nella stampa

specializzata e nel sito internet della Banca (www.bis.org). In aggiunta, la funzione di ricerca della BRI produce materiale di riferimento per gli incontri degli alti esponenti delle banche centrali e fornisce servizi di segretariato e di analisi ai diversi gruppi ospitati a Basilea.

La BRI raccoglie, aggrega, analizza e diffonde informazioni statistiche di interesse per le banche centrali e per il pubblico in generale su aspetti fondamentali del sistema finanziario internazionale. Il Financial Stability Board e l’FMI hanno formulato alcune raccomandazioni al G20 in merito alle lacune in ambito statistico e alla crisi finanziaria. Le discussioni condotte in diverse sedi sull’attuazione di tali raccomandazioni hanno evidenziato l’importanza delle attività statistiche della BRI e la necessità di continuare a consolidarne determinati importanti aspetti.

Orientamento dell’attività di ricerca

In linea con la missione della Banca, l’attività di ricerca della BRI è orientata alle questioni di stabilità monetaria e finanziaria. Come nell’esercizio precedente, uno dei temi centrali nel periodo in rassegna ha riguardato la crisi finanziaria internazionale e le sue cause, dinamiche e implicazioni sul piano delle politiche. Per fare luce sulla turbolenza, un filone di ricerca si è basato sulle statistiche BRI sull’attività bancaria internazionale, l’unica fonte in grado di contribuire a individuare le carenze di dollari USA nei mercati internazionali, carenze che hanno evidenziato la dipendenza delle banche dal finanziamento a valute incrociate e a breve termine, e le conseguenti turbative nei mercati degli swap in valuta. Le statistiche BRI hanno inoltre permesso di tracciare i cambiamenti intervenuti nella configurazione geografica dell’attività bancaria internazionale a seguito della crisi.

Un secondo filone di ricerca ha esaminato le risposte a breve termine delle autorità, tra cui i piani di sostegno finanziario e le misure non convenzionali di politica monetaria. Questo lavoro è stato completato da un’analisi del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, con particolare riferimento all’impatto delle fluttuazioni dei tassi di interesse sull’assunzione di rischio.

Una terza direttrice dell’attività di investigazione si è rivolta verso le risposte a lungo termine delle autorità nel quadro degli assetti di vigilanza e di regolamentazione, tra cui figuravano diverse proposte tese ad adottare un orientamento più saldamente macroprudenziale, come metodologie per la misurazione del rischio sistemico, la calibrazione degli strumenti prudenziali in base alla rilevanza sistemica degli intermediari finanziari e l’adozione di requisiti patrimoniali anticiclici.

Gli esperti della BRI hanno altresì passato al vaglio i possibili interventi di miglioramento dell’infrastruttura finanziaria, tra cui il ricorso a controparti centrali nei mercati dei derivati e i meccanismi atti a porre la cartolarizzazione su basi più solide.

La funzione di ricerca della BRI organizza conferenze e workshop cui partecipano generalmente i responsabili delle politiche, personalità del mondo accademico e operatori economici. Una delle principali manifestazioni in questo

ambito è la Conferenza annuale della BRI, che in occasione della sua 8^a edizione tenutasi nel giugno 2009 ha rivisitato, alla luce delle nuove informazioni emerse durante la crisi, il tema delle interazioni tra sistema finanziario e macroeconomia, già trattato due anni prima. In settembre la BRI e la BCE hanno organizzato congiuntamente una conferenza sulla politica monetaria e la stabilità finanziaria.

Statistiche finanziarie internazionali

La crisi finanziaria ha dimostrato che il settore bancario solleva serie problematiche associate al rischio sistemico. Le statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale si sono rivelate particolarmente utili per individuare e analizzare le vulnerabilità finanziarie. Raccolte dalla BRI in cooperazione con le banche centrali, esse monitorano l'attività di circa 7 000 istituzioni bancarie di una quarantina di paesi. Dallo scorso anno includono anche le segnalazioni delle banche centrali di Cipro e del Sudafrica. Sono in atto iniziative intese ad assicurare la partecipazione delle poche banche centrali del G20 che ancora non comunicano tali dati alla BRI.

Le statistiche sono disponibili sia sulla base convenzionale della residenza, che segue i principi di segnalazione della bilancia dei pagamenti, sia su base consolidata, individuando le esposizioni transfrontaliere delle banche con operatività internazionale residenti in un determinato paese. Le serie di dati sono complementari e offrono una scomposizione in funzione di valute, scadenze e strumenti, nonché per settori e paesi delle controparti.

L'indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e derivati compilata dalla BRI per il 2010 sarà elaborata in collaborazione con oltre 50 banche centrali. Essa presenterà la media delle transazioni giornaliere nei mercati mondiali nell'aprile 2010 e i volumi in essere a giugno 2010.

Banca dati

La BRI mette inoltre a disposizione un archivio centralizzato di statistiche, BIS Data Bank, cui aderiscono quasi tutte le banche centrali suoi membri. Esso permette alle istituzioni partecipanti di scambiare importanti dati macroeconomici. Vista l'attenzione rivolta alle questioni di stabilità finanziaria, sono state adottate misure per migliorarne la copertura statistica. In risposta alle raccomandazioni dell'FSB e dell'FMI, un numero crescente di banche centrali ha accettato di pubblicare i dati nazionali relativi ai prezzi degli immobili residenziali sul sito internet della BRI.

Iniziative statistiche in ambito internazionale

La BRI continua a cooperare attivamente con altre organizzazioni internazionali e con gli enti nazionali e internazionali di statistica. Assieme a Banca mondiale, BCE, Commissione europea (Eurostat), FMI, Nazioni Unite e OCSE, è membro dell'Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics, incaricato di dare seguito a una serie di raccomandazioni che l'FSB e l'FMI hanno formulato

al G20 in merito alle lacune statistiche e alla crisi finanziaria. Il gruppo patrocina insieme all'FMI un nuovo sito di dati statistici chiamato *Principal Global Indicators*. Nel maggio 2009 il Working Group on Securities Databases, che riunisce BRI, BCE e FMI, ha pubblicato la prima parte del manuale *Handbook on securities statistics*, dedicata alle statistiche sulle emissioni di titoli di debito.

La BRI prende parte a numerosi comitati internazionali che si occupano di statistica, tra cui il Balance of Payments Committee e il Reference Group on Financial Soundness Indicators dell'FMI, lo Statistics Committee e il Working Group on Financial Statistics dell'OCSE, la Commissione statistica dell'ONU, il Comitato delle statistiche della BCE e i suoi vari gruppi di lavoro. Nell'anno in rassegna tutti questi gruppi si sono occupati delle lacune informative palesate dalla turbolenza finanziaria.

Di concerto con la Banca mondiale, l'FMI e l'OCSE, la BRI mantiene il Joint External Debt Hub, che raccoglie i dati sul debito estero segnalati da creditori e debitori. La Banca sostiene inoltre l'iniziativa Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX), finalizzata a elaborare e aggiornare standard tecnici e linee guida di contenuto per la diffusione delle informazioni statistiche. La BRI e diverse banche centrali hanno iniziato a utilizzare SDMX per presentare sui rispettivi siti internet statistiche in formati elettronici standardizzati. SDMX è inoltre utilizzato per tutti gli scambi di dati tra la BRI e le banche centrali che partecipano alle sue iniziative statistiche internazionali e alla BIS Data Bank.

Altre iniziative delle banche centrali sostenute dalla BRI

La BRI fornisce il suo appoggio ai gruppi regionali e alle iniziative di formazione delle banche centrali, e sostiene le attività di cooperazione tra banche centrali negli ambiti della lotta alla contraffazione, dell'informatica e dell'audit interno.

Gruppi regionali e istituti di formazione delle banche centrali

La BRI contribuisce alle iniziative dei gruppi regionali di banche centrali mettendo a disposizione relatori esperti per i loro incontri. I relatori provenienti ad esempio dai segretariati dei diversi gruppi con sede a Basilea e dagli Uffici di rappresentanza hanno partecipato agli eventi organizzati da:

- il Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (flussi di capitali, sistemi di pagamento, gestione delle riserve);
- il gruppo delle banche centrali del Sud-Est asiatico (misurazione dell'inflazione, sistemi di pagamento, politiche macroeconomiche e monetarie);
- il Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa (operazioni di mercato aperto, sistemi di pagamento, gestione delle riserve);
- il Consiglio di cooperazione del Golfo (misurazione dell'inflazione);
- il Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (Master in Banking and Finance).

Gli esperti della BRI hanno altresì contribuito agli eventi organizzati da:

- il Joint Vienna Institute;
- l'Institut bancaire et financier international della Banque de France;
- il Centre for Central Banking Studies della Bank of England;
- il Centro studi di Gerzensee della Banca nazionale svizzera.

A fine 2009 si è ufficialmente concluso il mandato della BRI volto ad agevolare il coordinamento della cooperazione tecnica e della formazione per le banche centrali delle ex economie pianificate.

Central Bank Counterfeit Deterrence Group

Il Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG) analizza le minacce per la sicurezza della moneta cartacea e propone contromisure applicative comuni a uso degli istituti di emissione. Il CBCDG ha messo a punto un insieme di tecnologie anticontraffazione che impediscono di riprodurre le immagini di una banconota mediante fotocopiatrici a colori e tecnologie digitali (quali personal computer, stampanti e scanner). La BRI sostiene il lavoro del CBCDG e occasionalmente svolge le funzioni di suo agente in sede di accordi contrattuali.

Gruppo di esperti di informatica

Il Gruppo di esperti di informatica (GEI) riunisce gli esponenti di varie banche centrali membri della BRI di paesi industriali e centri finanziari. Due volte l'anno esso fornisce alle banche centrali una sede per la condivisione di esperienze tecniche e organizzative in ambito informatico.

In occasione degli incontri tenutisi nell'anno in rassegna il GEI ha affrontato i seguenti temi: il protrarsi dell'impatto della crisi finanziaria sulle funzioni informatiche delle banche centrali; il crescente ricorso alla virtualizzazione per ridurre il numero di server, nonché i connessi costi di gestione e spazi di allocazione; l'accesso remoto protetto e le misure di preparazione a una pandemia. I partecipanti hanno discusso anche dell'adozione di misure di "informatica verde" e della migrazione in atto da sistemi centralizzati a sistemi operativi distribuiti.

In aggiunta, il Working Party on Security Issues (WPSI) del GEI si riunisce, anch'esso due volte l'anno, per discutere delle questioni di sicurezza informatica. Le minacce per la sicurezza non sono diminuite nell'esercizio in rassegna, e anzi i sistemi informatici delle banche centrali sono oggetto di un numero crescente di attacchi mirati. Lo scambio di informazioni tra banche centrali sta rendendo più efficaci sia le allerte contro questo tipo di attacchi sia la loro prevenzione. Secondo il WPSI, la comunicazione protetta e la programmazione della continuità operativa restano aspetti prioritari per le banche centrali.

Revisori interni delle banche centrali

I revisori interni di diverse banche centrali dei paesi industriali si riuniscono periodicamente per scambiare esperienze e informazioni. Nel giugno 2009 la BRI e la Banca nazionale svizzera hanno ospitato la 23ª Conferenza plenaria

annuale dei capi degli ispettorati interni delle banche centrali, che si è occupata di argomenti quali i cambiamenti e le tendenze in materia di controlli interni, le problematiche dell'esternalizzazione, le prassi di gestione dei talenti nell'audit interno, l'organizzazione delle funzioni di controllo della conformità e la gestione del rischio di impresa. Due volte l'anno la BRI ospita inoltre le riunioni del Working Party on IT Audit Methodologies.

L'Audit interno della BRI ha istituito dei network per lo scambio di informazioni fra i capi degli ispettorati interni delle banche centrali e delle autorità monetarie nelle regioni Asia-Pacifico e America latina e Caraibi. Nel settembre 2009 la Bank of Thailand ha ospitato la 6ª riunione dei capi degli ispettorati interni delle banche centrali dell'Asia-Pacifico, che hanno dibattuto la revisione dell'attività delle sale di contrattazione, la prevenzione delle frodi e l'impiego di tecniche di audit continuo.

Servizi finanziari della Banca

La BRI offre una vasta gamma di servizi finanziari concepiti specificamente per assistere le banche centrali e le altre autorità monetarie ufficiali nella gestione delle riserve valutarie. Dei servizi finanziari BRI usufruiscono circa 130 istituzioni di questo tipo, nonché varie organizzazioni internazionali.

Sicurezza e liquidità sono le caratteristiche principali dei servizi di intermediazione creditizia offerti, che si avvalgono di un rigoroso sistema interno di gestione dei rischi. Conformemente alle migliori prassi vigenti, un'unità indipendente di controllo dei rischi, che riferisce direttamente al Condirettore generale, effettua il monitoraggio dei rischi di credito, di liquidità e di mercato cui è esposta la Banca. Analogamente, un'unità preposta alla conformità e al rischio operativo si occupa di controllare quest'ultima tipologia di rischio.

Gamma dei servizi offerti

Per soddisfare le esigenze molteplici e in costante evoluzione delle banche centrali, la BRI propone un ampio ventaglio di possibilità di investimento in termini di denominazioni valutarie, liquidità e scadenze. Oltre ai tradizionali strumenti del mercato monetario, quali i depositi a vista, con termine di preavviso e a scadenza fissa, essa offre prodotti negoziabili (Fixed-Rate Investments at the BIS o FIXBIS e Medium-Term Instruments o MTI) disponibili con scadenze da una settimana a cinque anni e prodotti strutturati con opzionalità incorporata. La BRI appresta parimenti linee di liquidità a breve termine ed eroga crediti alle banche centrali, di norma assistiti da garanzia reale. Essa svolge inoltre le funzioni di fiduciario e depositario di garanzie (cfr. oltre).

La Banca effettua operazioni in cambi e in oro per conto della clientela, dandole accesso a un'ampia base di liquidità nell'ambito, ad esempio, della normale ricomposizione dei portafogli di riserva o di variazioni significative dell'allocazione valutaria delle riserve. I servizi in cambi della BRI comprendono transazioni a pronti nelle principali monete e in diritti speciali di

prelievo (DSP), nonché swap, contratti a termine secco, opzioni e depositi rimborsabili nella valuta originaria o, a discrezione della Banca, in valuta diversa con importo prefissato (Dual Currency Deposits, DCD). La BRI fornisce inoltre servizi in oro, come conti a vista, depositi a scadenza fissa, conti dedicati, *upgrading* e raffinazione, e trasferimenti.

La BRI offre servizi di gestione dei portafogli di titoli pubblici e strumenti creditizi a reddito fisso di prim'ordine, sulla base di un mandato specifico concordato con la banca centrale cliente oppure attraverso un fondo aperto, il BIS Investment Pool (BISIP), che permette ai clienti di investire in un portafoglio comune di attività. Entrambe le forme di investimento sono disponibili come mandati in valuta singola o multipla nelle principali monete di riserva mondiali: dollaro USA, euro, sterlina e yen. Per i mandati in valuta multipla l'investitore può scegliere tra portafogli coperti nella valuta di base o non coperti.

I mandati specifici sono definiti in funzione delle particolari preferenze del cliente rispetto alle istruzioni e ai *benchmark* di investimento. I BISIP sono per contro simili a fondi comuni di investimento o fondi fiduciari, ma rispondono specificamente alle esigenze di investimento tipiche delle banche centrali e delle organizzazioni internazionali. All'interno della cornice BISIP, la BRI amministra i due fondi obbligazionari asiatici (Asian Bond Fund) ABF1 e ABF2, gestendo il primo direttamente e affidando il secondo a un gruppo di gestori esterni.

I servizi finanziari della BRI sono erogati a partire da due sale di contrattazione collegate, una presso la sede di Basilea e l'altra presso l'Ufficio asiatico a Hong Kong SAR.

Il Dipartimento bancario della BRI ospita inoltre incontri, seminari e workshop a livello mondiale e regionale dedicati ai temi della gestione delle riserve. Essi facilitano lo scambio di informazioni e di esperienze tra i gestori delle riserve e promuovono lo sviluppo di capacità di investimento e di gestione del rischio all'interno delle banche centrali e delle organizzazioni internazionali.

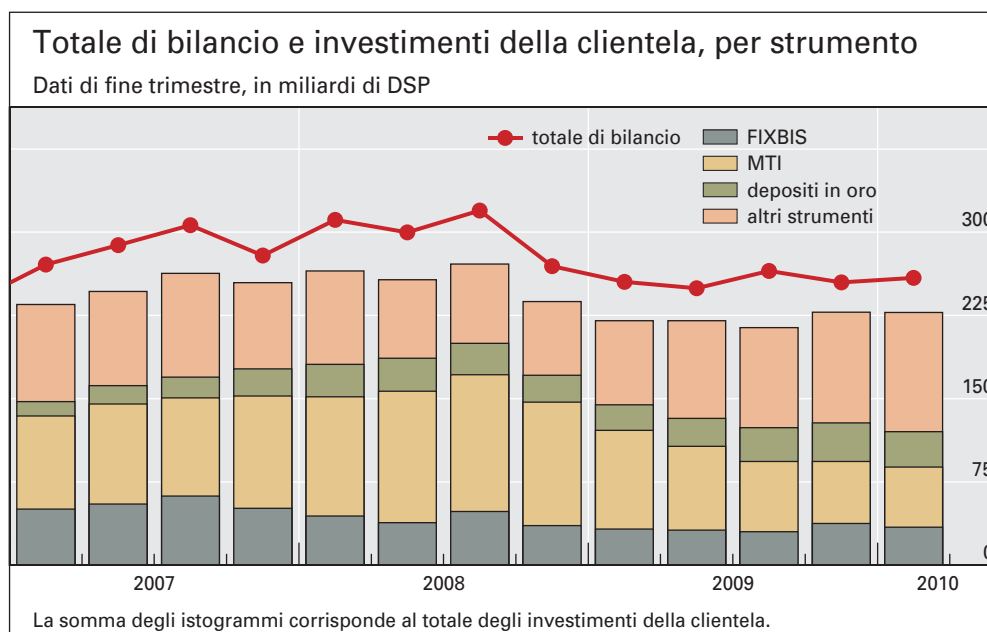
Operazioni finanziarie nel 2009/10

Dopo un prolungato periodo di turbolenza, nel secondo trimestre 2009 i mercati finanziari hanno iniziato a dare segni più evidenti di ripresa. In questo migliorato contesto la base di depositi in valuta della clientela della Banca si è stabilizzata a DSP 195,8 miliardi, dopo essersi contratta di DSP 38,9 miliardi nell'esercizio finanziario precedente.

Il totale di bilancio è cresciuto marginalmente, di DSP 3,5 miliardi, nel 2009/10, dopo una contrazione di DSP 55,8 miliardi nel 2008/09. Al 31 marzo 2010 esso si collocava a DSP 258,9 miliardi.

Passività

Gli impieghi valutari e in oro della clientela rappresentano la parte preponderante delle passività totali (cfr. il grafico seguente). Al 31 marzo 2010 tali collocamenti (al netto delle operazioni pronti contro termine) ammontavano a



DSP 227,8 miliardi, contro i DSP 220,3 miliardi di un anno prima. Circa l'86% degli impieghi della clientela è denominato in valute, la parte restante in oro.

Rispetto allo scorso esercizio i depositi in valuta sono scesi da DSP 197,2 a 195,8 miliardi, pari a circa il 3,2% del totale delle riserve valutarie mondiali, che nello stesso periodo sono passate da DSP 4,5 trilioni a quasi DSP 5,3 trilioni². La quota di depositi denominati in dollari USA era del 67%, quelle dell'euro e della sterlina del 22 e 5% rispettivamente.

La contrazione netta degli impieghi valutari della clientela ha tratto origine soprattutto dalle flessioni del 39 e 9% registrate rispettivamente dagli investimenti in MTI e dai depositi a vista e con termine di preavviso, e dall'aumento dell'80% dei depositi a scadenza fissa.

I depositi in oro ammontavano a DSP 32,1 miliardi a fine marzo 2010, in crescita di DSP 9,0 miliardi rispetto all'esercizio precedente.

La scomposizione geografica dei collocamenti effettuati presso la BRI continua a caratterizzarsi per una quota prevalente di investitori asiatici.

Attività

Le attività detenute dalla BRI consistono prevalentemente di titoli di Stato e di enti equiparati, compresi quelli acquistati pronti contro termine e, in misura analoga rispetto al precedente esercizio, di investimenti presso banche commerciali con elevata qualità creditizia e affermata reputazione internazionale. Al 31 marzo 2010 la Banca deteneva inoltre 120 tonnellate di oro fino. L'esposizione al rischio di credito è gestita in maniera prudente: alla stessa data, la quasi totalità degli attivi presentava un rating non inferiore ad A- (cfr. la nota 3 "Rischio di credito" della sezione "Gestione dei rischi" all'interno delle situazioni contabili).

² Sono esclusi dal calcolo i fondi collocati da istituzioni per le quali non sono disponibili dati sulle riserve valutarie ufficiali.

Le attività in valuta detenute dalla Banca al 31 marzo 2010 ammontavano a complessivi DSP 200,0 miliardi, in calo rispetto ai DSP 209,3 miliardi dell'esercizio precedente.

La Banca impiega vari strumenti derivati al fine di gestire le proprie attività e passività in maniera efficiente (nota 7 relativa ai conti).

Funzione di fiduciario per i prestiti governativi internazionali

Nell'esercizio in rassegna la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di fiduciario (*trustee*) per le obbligazioni di consolidamento 1990-2010 dei Prestiti Dawes e Young (per maggiori dettagli, cfr. la *63ª Relazione annuale* del giugno 1993). La Deutsche Bundesbank, in qualità di agente di pagamento, ha notificato alla Banca che nel 2009 l'Ufficio federale tedesco per i servizi centrali e le questioni patrimoniali pendenti (Bundesamt für zentrale Dienste und offene Vermögensfragen, BADV) ha disposto il pagamento di un importo di circa €4,6 milioni a titolo di rimborsi e di interessi. I valori di rimborso e altri dettagli sono stati pubblicati dal BADV nella Gazzetta ufficiale tedesca (*Bundesanzeiger*).

In merito all'applicazione della clausola di garanzia di cambio per il Prestito Young da parte del BADV, la Banca ha mantenuto le proprie riserve (riportate in dettaglio nella *50ª Relazione annuale* del giugno 1980), che si applicano anche alle obbligazioni di consolidamento 1990-2010.

Uffici di rappresentanza

La BRI dispone di un Ufficio di rappresentanza per l'Asia e il Pacifico (Ufficio asiatico) a Hong Kong, Regione amministrativa a statuto speciale della Repubblica popolare cinese, e di un Ufficio di rappresentanza per le Americhe a Città del Messico. Essi promuovono la cooperazione all'interno delle rispettive aree geografiche organizzando incontri, conducendo attività di ricerca su questioni rilevanti sul piano delle politiche e incoraggiando lo scambio di informazioni e dati. L'Ufficio asiatico fornisce inoltre servizi bancari alle autorità monetarie della regione.

Ufficio asiatico

La BRI si è occupata delle sfide di *policy* cui sono confrontate le banche centrali azioniste nella regione Asia-Pacifico predisponendo incontri ad alto livello e conducendo studi in materia. Il programma triennale di ricerca per l'Asia è culminato con la conferenza a livello di Governatori organizzata di concerto con la People's Bank of China a Shanghai nell'agosto 2009 sulla crisi finanziaria internazionale e le sfide di politica per l'Asia e il Pacifico. Successivamente, la Banca ha destinato le risorse del programma di ricerca per l'Asia a compiti di più lungo termine, ripartendole fra iniziative dedicate alla stabilità monetaria e alla stabilità finanziaria.

In collaborazione con il Dipartimento monetario ed economico e con il Dipartimento bancario della BRI, l'Ufficio asiatico ha ospitato undici eventi,

perlopiù organizzati congiuntamente a banche centrali o ai gruppi Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP) e South East Asian Central Banks (SEACEN). Tra questi si segnalano la già citata conferenza a livello di Governatori tenutasi nell'agosto 2009 a Shanghai, il 5° seminario di alto livello sui mercati finanziari allestito a Kota Kinabalu con la Bank Negara Malaysia nel dicembre 2009 e la riunione speciale dei Governatori organizzata insieme alla Reserve Bank of Australia (RBA) a Sydney nel febbraio 2010.

In aggiunta, l'Istituto per la stabilità finanziaria e l'EMEAP hanno tenuto a Tokyo il 6° incontro di alto livello del loro gruppo di lavoro sulla vigilanza bancaria, dedicato agli insegnamenti tratti dalla crisi finanziaria in una prospettiva sia internazionale sia asiatica.

Consiglio consultivo asiatico e riunione speciale dei Governatori in Asia

Il Consiglio consultivo asiatico (CCA), istituito nel 2001 come comitato consultivo del Consiglio di amministrazione della BRI, ha continuato a offrire ai Governatori delle banche centrali azioniste della BRI nella regione Asia-Pacifico un canale efficace di comunicazione con il Consiglio di amministrazione e un importante strumento per fornire consulenza all'Ufficio asiatico. Attualmente presieduto da Zeti Akhtar Aziz, Governatore della Bank Negara Malaysia, il CCA si è riunito due volte nell'anno in rassegna, fornendo ai Governatori l'occasione di esprimersi in merito agli incontri e alle ricerche in programma.

La riunione speciale dei Governatori tenutasi a Sydney nel febbraio 2010 è coincisa con altre celebrazioni per il 50° anniversario della RBA. Come già in occasione di precedenti incontri, ai dodici esponenti delle banche centrali della regione si sono aggiunti altri Governatori provenienti da tutto il mondo. I partecipanti hanno discusso i recenti sviluppi economici e finanziari, le strategie di uscita da mettere in atto nel contesto di ripresa economica nella regione e le politiche da adottare per promuovere sistemi finanziari più resilienti.

Attività bancaria e fondi obbligazionari asiatici

Le banche centrali asiatiche hanno continuato ad avvalersi dei servizi forniti dalla tesoreria regionale nella sala contrattazioni dell'Ufficio asiatico. Un crescente numero di banche centrali ha anzi iniziato a trattare con la tesoreria un ventaglio più ampio di prodotti. In aggiunta, l'Ufficio asiatico ricopre un ruolo fondamentale nelle iniziative del Dipartimento bancario della BRI volte a rafforzare la gestione della continuità operativa. Risorse umane aggiuntive sono state spostate da Basilea al *back office* di Hong Kong. Gli esercizi di formazione e le verifiche della continuità operativa condotti periodicamente nel corso dell'attività bancaria dell'Ufficio asiatico nel 2010 contribuiscono a garantire che, in caso di un'interruzione delle operazioni a Basilea, le funzioni critiche possano essere svolte dalla tesoreria asiatica.

In qualità di amministratore del fondo, la BRI ha fornito il suo appoggio al secondo Asian Bond Fund (ABF2) istituito dall'EMEAP al fine di favorire lo sviluppo dei mercati obbligazionari in moneta locale. Nel marzo 2005 le undici banche centrali dell'EMEAP avevano conferito parte delle loro riserve internazionali per la creazione di fondi che investissero in titoli di debito in moneta locale emessi da mutuatari sovrani e quasi sovrani di otto

economie della regione. Il Pan Asia Bond Index Fund (PAIF) è stato ammesso come *exchange-traded fund* alla quotazione sulla borsa di Tokyo nel giugno 2009. A fine marzo 2010 l'ammontare totale dell'ABF2 era pari a \$3,52 miliardi, in aumento rispetto ai \$2,86 miliardi di un anno prima. Nello stesso periodo gli investimenti del settore privato e le quote detenute dalle banche centrali sono aumentati rispettivamente da \$427 a 797 milioni e da \$2,43 a 2,72 miliardi.

Attività di ricerca presso l'Ufficio asiatico

La scelta dei progetti di ricerca presso l'Ufficio asiatico è stata influenzata dalle sfide di *policy* create nella regione Asia-Pacifico sia dall'impatto durevole della crisi finanziaria internazionale sia dall'inizio della ripresa. Sono stati compiuti progressi nell'ambito di vari progetti che avevano lo scopo di assistere le autorità regionali nella conduzione della politica monetaria e delle sue operazioni, nello sviluppo dei mercati finanziari, nella salvaguardia della stabilità finanziaria e nel rafforzamento delle politiche prudenziali.

All'inizio del periodo in rassegna i lavori si sono incentrati sull'impatto della crisi finanziaria nella regione e sulle relative problematiche sul piano delle politiche. In seguito, hanno assunto maggiore rilievo le questioni poste dal ruolo preminente dell'Asia nel guidare la ripresa dell'economia mondiale.

Sul fronte della stabilità monetaria l'Ufficio asiatico si è occupato di individuare e valutare le nuove sfide di politica monetaria cui devono far fronte le banche centrali della regione. Lo studio ha preso in esame, con riferimento all'Asia-Pacifico, le diverse impostazioni della politica monetaria e la loro capacità di conseguire e mantenere bassi livelli di inflazione, i principali canali di contagio messi in luce dalla crisi e le sfide poste dagli afflussi di capitali per le banche centrali.

Sul fronte della stabilità finanziaria la ricerca si è concentrata sull'analisi dei canali di contagio dei mercati finanziari, fra cui il ruolo della mutevole propensione al rischio nella determinazione del prezzo del rischio sovrano, nonché l'interazione tra *credit default swap* e mercati obbligazionari a pronti. A completamento di una valutazione costante delle proposte di revisione degli assetti di vigilanza volta a determinarne i possibili effetti sugli intermediari finanziari della regione, sono inoltre stati esaminati metodi in grado di individuare gli istituti di rilevanza sistemica nella regione. Un altro ambito di studio ha riguardato l'efficacia delle misure di *policy* nell'attenuare l'instabilità del sistema finanziario, valutando ad esempio le prassi regionali di accantonamento per perdite su crediti.

Avvalendosi delle solide basi poste dal programma di ricerca per l'Asia, si è continuato a condurre con pressoché tutte le banche centrali azioniste della regione Asia-Pacifico e con le loro organizzazioni regionali iniziative di ricerca su temi di interesse per le autorità monetarie e le autorità di vigilanza della regione. I risultati di queste ricerche, oltre a servire come base di riferimento per le numerose riunioni tenute con le banche centrali regionali, hanno trovato diffusione in vari articoli pubblicati su riviste specializzate e nella *Rassegna trimestrale BRI*.

Ufficio per le Americhe

Le economie dell'America latina e dei Caraibi sono state variamente colpite dalla crisi finanziaria internazionale originata nei maggiori paesi industriali. Le autorità e i ricercatori della regione hanno partecipato con crescente interesse alle conseguenti analisi e ai dibattiti internazionali volti alla revisione dei principali standard e al rafforzamento della stabilità finanziaria. In tale contesto, l'Ufficio per le Americhe si è dedicato all'attento monitoraggio degli sviluppi potenzialmente indicativi del permanere di un pericolo di contagio per le economie dell'America latina e dei Caraibi e alla diffusione dei lavori di ricerca e di analisi intrapresi dalla BRI.

Come in passato, le iniziative della BRI nella regione non si sono rivolte soltanto alle banche centrali membri, ma hanno altresì promosso contatti ed eventi con le banche centrali non azioniste, le autorità di regolamentazione e la comunità accademica, dai quali sono scaturite diverse pubblicazioni.

L'Ufficio ha nuovamente patrocinato vari eventi in occasione dell'assemblea annuale della Latin American and Caribbean Economic Association. Tra le attività degne di nota per l'edizione del 2009 figurano una tavola rotonda con esponenti della comunità accademica e funzionari ed ex Governatori delle banche centrali della regione, nonché diverse sessioni parallele dedicate alla discussione dei contributi presentati.

La Rappresentanza per le Americhe ha altresì contribuito all'organizzazione di incontri presso le banche centrali della regione, tra cui: l'Open Economies Meeting ospitato dal Banco Central de la República Dominicana, quello del gruppo di lavoro sulla politica monetaria in America latina organizzato presso il Banco Central de Chile, un incontro sulla gestione del rischio per i gestori delle riserve tenuto in cooperazione con il Banco Central do Brasil e diversi eventi di formazione organizzati dall'Istituto per la stabilità finanziaria in collaborazione con i gruppi regionali delle autorità di vigilanza. Nel novembre 2009 l'Ufficio ha inoltre ospitato i seminari e gli incontri del Gruppo di esperti di informatica.

L'Ufficio ha inviato i propri relatori a varie conferenze e incontri allestiti dalle banche centrali e dalle organizzazioni della regione come il Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), il Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), il Consejo Monetario Centroamericano (CMCA) e il Comitato regionale per l'America latina dell'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi.

Consiglio consultivo per le Americhe

L'Ufficio di rappresentanza fornisce i servizi di segretariato al Consiglio consultivo per le Americhe (CCAm). Il CCAm, che comprende i Governatori delle banche centrali membri della BRI nel continente americano, è stato istituito nel maggio 2008 come comitato consultivo del Consiglio di amministrazione della BRI. Il CCAm è stato presieduto fino al gennaio 2010 da Martín Redrado, all'epoca Governatore del Banco Central de la República Argentina, cui è succeduto nel marzo 2010 Henrique de Campos Meirelles, Governatore del Banco Central do Brazil.

I membri del CCAm vengono regolarmente informati dell'attività svolta dalla BRI e dall'Ufficio per le Americhe nella regione e sono invitati a

esprimersi sui lavori in corso. Tra le iniziative organizzate dal CCAM nell'anno in rassegna spicca la conferenza tenutasi nel marzo 2010 su rischio sistemico, comportamento delle banche e regolamentazione nell'arco del ciclo economico. Alla conferenza, ospitata dal Banco Central de la República Argentina, hanno partecipato le banche centrali membri del CCAM ed esponenti del mondo accademico.

Governance e amministrazione della BRI

Il governo e l'amministrazione della Banca sono articolati su tre livelli principali:

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

La BRI ha sede in Basilea (Svizzera). Al termine dell'esercizio finanziario in rassegna il personale della Banca constava di 589 dipendenti provenienti da 54 paesi.

L'Assemblea generale delle banche centrali membri della BRI

Sono attualmente membri della BRI 56 banche centrali e autorità monetarie³, che godono dei diritti di voto e di rappresentanza alle assemblee generali. L'Assemblea generale ordinaria si tiene nei quattro mesi successivi alla chiusura dell'esercizio finanziario della BRI, fissata al 31 marzo. Essa delibera la distribuzione del dividendo e la ripartizione dell'utile della Banca, ne approva la relazione annuale e i conti, adegua le indennità dei membri del Consiglio di amministrazione e sceglie i revisori esterni.

Il Consiglio di amministrazione della BRI

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

Le istituzioni azioniste e i Consiglieri della BRI sono elencati di seguito.

³ Si ricorderà come lo status giuridico dell'emissione iugoslava del capitale della BRI fosse all'esame da diversi anni, a seguito degli emendamenti costituzionali che nel 2003 trasformarono la Repubblica federale di Jugoslavia. Conformemente con la decisione adottata dal Consiglio nel settembre 2009 ed entrata in vigore il 23 ottobre dello stesso anno, la banca centrale di Serbia è diventata il 56° azionista della BRI. Essa esercita i diritti corrispondenti all'ex emissione iugoslava, ora ridenominata "emissione serba".

Banche centrali membri della BRI

Banque d'Algérie	Bank of Israel
Saudi Arabian Monetary Agency	Banca d'Italia
Banco Central de la República Argentina	Latvijas Banka
Reserve Bank of Australia	Lietuvos Bankas
Oesterreichische Nationalbank	Narodna banka na Republika Makedonija
Banque nationale de Belgique/ Nationale Bank van België	Bank Negara Malaysia
Centralna Banka Bosne i Hercegovine	Banco de México
Banco Central do Brasil	Norges Bank
Bulgarian National Bank	Reserve Bank of New Zealand
Bank of Canada	De Nederlandsche Bank
Banco Central de Chile	Narodowy Bank Polski
People's Bank of China	Banco de Portugal
Bank of Korea	Bank of England
Hrvatska narodna banka	Česká národní banka
Danmarks Nationalbank	Národná Banka Slovenska
Eesti Pank	Banca Națională a României
Banca centrale europea	Central Bank of the Russian Federation
Bangko Sentral ng Pilipinas	Narodna banka Srbije
Suomen Pankki/Finlands Bank	Monetary Authority of Singapore
Banque de France	Banka Slovenije
Deutsche Bundesbank	Banco de España
Bank of Japan	Board of Governors of the Federal Reserve System
Bank of Greece	South African Reserve Bank
Hong Kong Monetary Authority	Sveriges Riksbank
Reserve Bank of India	Banca nazionale svizzera
Bank Sentral Republik Indonesia/ Bank Indonesia	Bank of Thailand
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Seðlabanki Islands	Magyar Nemzeti Bank

Consiglio di amministrazione

Christian Noyer, Parigi

Presidente del Consiglio di amministrazione

Hans Tietmeyer, Francoforte sul Meno

Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Ben S. Bernanke, Washington

Mark Carney, Ottawa

Mario Draghi, Roma

William C. Dudley, New York

Philipp Hildebrand, Zurigo

Stefan Ingves, Stoccolma

Mervyn King, Londra

Jean-Pierre Landau, Parigi

Henrique de Campos Meirelles, Brasilia

Guy Quaden, Bruxelles

Fabrizio Saccomanni, Roma

Masaaki Shirakawa, Tokyo

Jean-Claude Trichet, Francoforte sul Meno

Paul Tucker, Londra

Axel A. Weber, Francoforte sul Meno

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam

Zhou Xiaochuan, Pechino

Sostituti

Andreas Dombret o Karlheinz Bischofberger, Francoforte sul Meno

Paul Fisher o Michael Cross, Londra

Pierre Jaillet o Denis Beau, Parigi

Donald L. Kohn o D. Nathan Sheets, Washington

Peter Praet o Jan Smets, Bruxelles

Ignazio Visco, Roma

Comitati del Consiglio di amministrazione

Comitato amministrativo, presieduto da Hans Tietmeyer

Comitato di revisione, presieduto da Mark Carney

Comitato per le operazioni bancarie e la gestione dei rischi,
presieduto da Stefan Ingves

Comitato per le nomine, presieduto da Christian Noyer

Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione

Christian Noyer, Governatore della Banque de France, è stato eletto dal Consiglio nel marzo 2010 quale successore di Guillermo Ortiz alla carica di Presidente del Consiglio di amministrazione per un periodo di tre anni con decorrenza dal 7 marzo. Guillermo Ortiz ha cessato le sue funzioni di membro e Presidente del Consiglio di amministrazione della BRI a fine 2009, alla conclusione del suo mandato di Governatore del Banco de México.

Nel giugno 2009 il Consiglio aveva rinnovato per un ulteriore periodo di tre anni, fino al 30 giugno 2012, il mandato di Guillermo Ortiz e di altri tre Consiglieri, ossia Jean-Claude Trichet, Presidente della Banca centrale europea, Nout H. E. M. Wellink, Presidente di De Nederlandsche Bank, e Zhou Xiaochuan, Governatore della People's Bank of China.

Nel gennaio 2010 il Consiglio ha eletto Henrique de Campos Meirelles, Governatore del Banco Central do Brazil, membro del Consiglio di amministrazione per il resto del mandato di Guillermo Ortiz.

A fine 2009 Jean-Pierre Roth ha lasciato la carica di Presidente della Direzione generale della Banca nazionale svizzera e quindi il suo seggio nel Consiglio dopo aver ricoperto la carica di Consigliere dal 2001 e di Presidente del Consiglio di amministrazione tra il 2006 e il 2009. Il mese precedente il suo collocamento a riposo il Consiglio ha eletto Philipp Hildebrand, successore di Jean-Pierre Roth alla guida della Banca nazionale svizzera, quale Consigliere per la restante durata del mandato, conclusosi il 31 marzo 2010. In marzo l'incarico di Philipp Hildebrand è stato rinnovato per altri tre anni, fino al 31 marzo 2013.

Il 31 dicembre 2009 Alfons Vicomte Verplaetse, Governatore onorario della Banque Nationale de Belgique, ha lasciato la carica di Consigliere alla fine del suo mandato. Alfons Vicomte Verplaetse era stato membro del Consiglio dal 1989 e ne aveva assunto la presidenza tra il 1997 e il 1999.

Ben S. Bernanke, Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System, ha riconfermato William C. Dudley, Presidente della Federal Reserve Bank di New York, per un ulteriore periodo di tre anni fino al 12 settembre 2012. Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia, ha nominato Fabrizio Saccomanni, Direttore generale della Banca d'Italia, per un periodo di tre anni che si concluderà il 31 dicembre 2012.

Nel settembre 2009 il Consiglio ha rieletto Mark Carney, Governatore della Bank of Canada, e Masaaki Shirakawa, Governatore della Bank of Japan, per un ulteriore triennio che avrà termine il 12 settembre 2012.

In memoria

Il Consiglio ha appreso con profondo rammarico la notizia della scomparsa di Johann Schöllhorn il 6 dicembre 2009 all'età di 87 anni, di Lord Richardson of Duntisbourne il 22 gennaio 2010 all'età di 94 anni e di Philippe Wilmès il 24 maggio 2010 all'età di 72 anni. Tutti avevano ricoperto la carica di Consigliere, rispettivamente nei periodi 1976-1989, 1973-1993 e 1991-99.

Durante le riunioni bimestrali tenutesi nel maggio 2010, il Consiglio e gli altri Governatori delle istituzioni azioniste hanno osservato un minuto di silenzio in memoria di Sławomir Skrzypek, Presidente della Narodowy Bank

Polski, che ha perso la vita assieme a numerosi altri dignitari polacchi nel tragico incidente aereo avvenuto nei pressi di Smolensk il 10 aprile 2010.

La Direzione

La Direzione della BRI fa capo alla guida del Direttore generale, che risponde al Consiglio di amministrazione per la gestione della Banca. Egli si avvale della consulenza del Comitato esecutivo, il quale è presieduto dal Direttore generale e comprende il Condirettore generale, i Capi dei tre Dipartimenti (Segretariato generale, Dipartimento bancario e Dipartimento monetario ed economico) e il Consigliere giuridico.

Altri alti dirigenti sono i Vice Capi di Dipartimento e il Presidente dell'Istituto per la stabilità finanziaria.

Direttore generale	Jaime Caruana
Condirettore generale	Hervé Hannoun
Segretario generale e Capo del Segretariato generale	Peter Dittus
Consigliere economico e Capo del Dipartimento monetario ed economico	Stephen G. Cecchetti
Capo del Dipartimento bancario	Günter Pleines
Consigliere giuridico	Diego Devos
Vice Segretario generale	Jim Etherington
Vice Capo del Dipartimento bancario	Louis de Montpellier
Vice Capo del Dipartimento monetario ed economico (Ricerca e statistiche)	Claudio Borio
Vice Capo del Dipartimento monetario ed economico (<i>Policy</i> , coordinamento e amministrazione)	Philip Turner
Presidente dell'Istituto per la stabilità finanziaria	Josef Tošovský

Nel gennaio 2010 il Consiglio ha confermato Hervé Hannoun nella carica di Condirettore generale fino al 31 agosto 2015.

Politica di budget della Banca

Il processo di elaborazione del budget di spesa della Banca per l'esercizio finanziario a venire inizia con un anticipo di circa sei mesi, quando la Direzione stabilisce gli indirizzi operativi di massima e il quadro di riferimento finanziario. In questa cornice, le varie unità organizzative specificano i propri piani e il corrispondente fabbisogno di risorse. Attraverso il raffronto tra i piani operativi dettagliati, gli obiettivi e la disponibilità complessiva di risorse si giunge alla compilazione di un bilancio preventivo, che viene sottoposto all'approvazione del Consiglio di amministrazione prima dell'inizio dell'esercizio finanziario.

Nel budget le spese di amministrazione sono tenute distinte da quelle in conto capitale. Così come accade presso organizzazioni analoghe, le spese per la Direzione e il personale, comprese remunerazioni, pensioni e assicurazione malattia e infortuni, rappresentano approssimativamente il 70% delle spese di amministrazione. Le altre principali categorie di spesa, ciascuna con un'incidenza del 10% circa sulle spese di amministrazione, sono quelle relative a informatica, telecomunicazioni, immobili, arredi e attrezzature della Banca. Le uscite in conto capitale riguardano principalmente gli esborsi per investimenti in tecnologie informatiche e gli immobili, e possono variare significativamente da un esercizio all'altro⁴. Le spese di amministrazione e in conto capitale della BRI sono sostenute per la maggior parte in franchi svizzeri.

Durante l'esercizio finanziario 2009/10 le spese di amministrazione al lordo degli ammortamenti sono ammontate a CHF 252,2 milioni, un importo inferiore del 2,7% rispetto ai CHF 259,2 milioni preventivati, mentre gli esborsi in conto capitale, pari a CHF 19,2 milioni, sono risultati inferiori di CHF 2,6 milioni al budget. Relativamente alle spese di amministrazione, il sottoimpiego delle risorse stanziato è principalmente attribuibile alle spese minori del previsto sostenute per le pensioni, le tecnologie informatiche e le telecomunicazioni⁵.

Nel 2009/10 le spese di amministrazione e in conto capitale riflettevano la priorità principale del budget, ossia il rafforzamento della risposta della Banca alla crisi finanziaria internazionale mediante le seguenti misure:

- incremento delle risorse assegnate alle questioni di stabilità finanziaria mediante il potenziamento degli effettivi a supporto del lavoro del Financial Stability Board (FSB), del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) e del Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG);
- gestione dell'impatto della crisi finanziaria sull'attività bancaria della BRI, anche quest'anno prioritaria per il Dipartimento bancario e le unità Controllo rischi, Finanze e Conformità; nell'ambito dell'attività bancaria, controllo delle dimensioni e miglioramento della gestione delle operazioni bancarie tramite iniziative volte a realizzare una gestione integrata del rischio e a ottimizzare la contabilità di gestione.

Il budget 2009/10 prevedeva altresì un ulteriore consolidamento della portata globale della Banca, tramite il sostegno al Consiglio consultivo per le Americhe e la creazione di un'unità di ricerca economica permanente presso l'Ufficio asiatico dopo il completamento del programma triennale di ricerca per l'Asia nel settembre 2009.

Nel marzo 2010 il Consiglio ha approvato un aumento dello 0,9% del budget per le spese di amministrazione dell'esercizio finanziario 2010/11, salito a CHF 261,6 milioni, e un incremento di CHF 1,6 milioni, a CHF 23,5 milioni, delle spese in conto capitale.

⁴ Alcune infrastrutture della sede principale della BRI sono state rinnovate quest'anno dopo oltre trent'anni di utilizzo.

⁵ La contabilità budgetaria della Banca è basata sulla liquidità e non considera taluni aggiustamenti di contabilità finanziaria, principalmente relativi alle obbligazioni del sistema pensionistico, che tengono conto degli sviluppi attuariali e dei mercati finanziari. Questi fattori addizionali sono considerati sotto la voce "Costi operativi" nel conto economico (cfr. "Utile netto e sua ripartizione").

Il piano operativo della Banca, su cui si basa il budget amministrativo proposto per il 2010/11, muove da quello dello scorso anno e continua a dare priorità al rafforzamento della risposta della BRI alla crisi finanziaria internazionale. Il relativo budget prevede pertanto un ulteriore aumento delle risorse umane e finanziarie dedicate alla stabilità finanziaria, in particolare per potenziare il sostegno all'FSB e al CBVB.

La gestione dei postumi della crisi finanziaria sarà la priorità per il Dipartimento bancario e le unità Controllo rischi, Finanze e Conformità. L'attività bancaria della BRI continuerà a essere improntata a una gestione attenta del bilancio, al miglioramento della gestione dei rischi, dei controlli operativi e della contabilità direzionale, nonché al rafforzamento delle attività di gestione dei portafogli.

Politica retributiva della BRI

Le funzioni svolte dal personale della BRI sono valutate in base a una serie di criteri oggettivi, tra cui le qualifiche, l'esperienza e le responsabilità, e sono classificate in distinte categorie associate a una struttura di fasce retributive. Con cadenza triennale viene condotta un'indagine esaustiva per raffrontare le retribuzioni con quelle di istituzioni o segmenti di mercato comparabili. In questo raffronto, la Banca si orienta sulle classi retributive della fascia superiore per attirare personale altamente qualificato. L'analisi tiene inoltre conto della diversa imposizione fiscale cui sono soggetti gli emolumenti erogati dalle istituzioni considerate. L'ultima indagine di questo tipo ha avuto luogo nella seconda metà del 2007. Negli anni in cui non viene effettuato un riesame completo delle retribuzioni, la struttura degli stipendi è adeguata principalmente in funzione del tasso di inflazione in Svizzera e dell'aumento medio ponderato dei salari reali nei paesi industriali. L'adeguamento applicato con decorrenza 1° luglio 2009 è stato del 2,1%. Gli aggiustamenti degli stipendi dei singoli dipendenti all'interno di ciascuna fascia della struttura retributiva sono basati sul merito.

I dipendenti della Banca hanno accesso a un sistema contributivo di assicurazione sanitaria e a un sistema pensionistico contributivo a prestazione definita. I dipendenti della sede centrale non assunti in loco e di nazionalità diversa da quella svizzera, inclusi i membri dell'alta Direzione, hanno diritto a un'indennità di espatrio che attualmente ammonta al 14% della retribuzione annua per i dipendenti non coniugati e al 18% per quelli coniugati, e che comunque non supera un certo massimale. Nel rispetto di determinate condizioni, ai dipendenti espatriati spetta parimenti un'indennità di istruzione per i figli a carico.

Per quanto riguarda le condizioni di impiego negli Uffici di rappresentanza, viene effettuata una distinzione fra i dipendenti distaccati dalla sede centrale e quelli assunti specificamente per ricoprire una posizione in uno degli Uffici. Nel primo caso le condizioni di impiego sono definite in base alla politica della Banca sulle assegnazioni di personale all'estero, mentre nel secondo sono allineate a quelle del mercato in cui è ubicata la Rappresentanza. Tutti i dipendenti della Banca, indipendentemente dalla sede di lavoro, usufruiscono dei medesimi sistemi di assicurazione sanitaria e pensionistico.

Gli emolumenti dell'alta Direzione sono periodicamente raffrontati con quelli di istituzioni e segmenti di mercato comparabili. La più recente indagine al riguardo è stata condotta nella seconda metà del 2007, parallelamente a quella sulle retribuzioni degli altri dipendenti. I risultati hanno confermato la validità della presente prassi di adeguamento annuo all'inflazione in Svizzera.

Al 1° luglio 2009 la remunerazione annua dei dirigenti della Banca, al netto dell'indennità di espatrio, si basava sui seguenti livelli:

- Direttore generale⁶ CHF 758 600
- Condirettore generale CHF 641 900
- Capi di Dipartimento CHF 583 550

L'Assemblea generale ordinaria approva le retribuzioni dei membri del Consiglio di amministrazione; i relativi adeguamenti vengono effettuati ogni tre anni. Al 1° aprile 2010 la remunerazione annua fissa complessiva del Consiglio di amministrazione ammontava a CHF 1 049 520. Inoltre, i Consiglieri percepiscono un gettone di presenza per ogni riunione del Consiglio cui partecipano. Nell'ipotesi di una loro partecipazione a tutte le riunioni, il totale annuo dei gettoni di presenza ammonterebbe a CHF 973 788.

Utile netto e sua ripartizione

La Banca ha registrato per l'80° esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2010 un utile netto eccezionalmente elevato di DSP 1 859,8 milioni, a fronte di un utile di DSP 446,1 milioni per il precedente esercizio. Tale risultato, che probabilmente non si ripeterà negli esercizi finanziari a venire, è stato conseguito in un contesto di ripresa dei mercati finanziari internazionali, e in particolare di quelli creditizi, dove gli spread rispetto al Libor si sono in molti casi ristretti riportandosi su livelli non più osservati da prima del settembre 2008. L'utile più modesto dell'esercizio precedente era invece stato realizzato in circostanze di eccezionale turbolenza dei mercati a seguito degli eventi del settembre 2008, quando varie importanti società finanziarie risultavano fallite o a rischio di fallimento. Nella sezione seguente vengono analizzati i principali fattori all'origine dei risultati per il 2009/10.

Principali determinanti dell'utile per il 2009/10

Il reddito netto da interessi nell'esercizio finanziario 2009/10 è stato pari a DSP 1 431,2 milioni, in calo rispetto ai DSP 1 601,9 milioni dell'esercizio precedente. La diminuzione è attribuibile principalmente al minore volume medio di depositi in valuta della clientela. I margini di intermediazione, che nei primi sei mesi dell'esercizio erano risultati ampi, si sono ristretti con il venir meno delle turbolenze di mercato nella seconda metà dell'esercizio finanziario. In condizioni di mercato più normali sono scesi sia i differenziali di interesse sopra al Libor percepiti sulle attività ponderate per il rischio, sia quelli sotto il Libor corrisposti sulle passività della Banca.

⁶ In aggiunta allo stipendio di base, il Direttore generale percepisce un'indennità di rappresentanza annua e gode di un regime pensionistico particolare.

Le variazioni nette di valutazione hanno prodotto una plusvalenza di DSP 520,5 milioni, a fronte di una perdita di DSP 1 181,7 milioni nell'esercizio finanziario precedente. Il risultato dell'esercizio più recente è dovuto all'impatto del restringimento degli spread creditizi (quantificabile in DSP 670 milioni), che ha innalzato il valore equo (*fair value*) delle obbligazioni dei portafogli crediti della Banca. Gran parte della plusvalenza si è materializzata nella prima metà dell'esercizio finanziario. Specularmente, la minusvalenza dell'esercizio precedente era scaturita soprattutto dall'impatto di un ampliamento eccezionale degli spread creditizi sulle obbligazioni dei portafogli in cui la Banca investe i fondi ricevuti in prestito, verificatosi sullo sfondo della turbolenza finanziaria che si era abbattuta sui mercati all'epoca.

I costi operativi (nota 25 relativa ai conti) sono ammontati a DSP 190,8 milioni, in aumento del 14,6% rispetto ai DSP 166,5 milioni dell'anno precedente. In termini di franchi svizzeri, moneta in cui è sostenuta la maggior parte dei costi di amministrazione della Banca, le spese operative sono salite del 10,6%. Le spese di amministrazione al netto degli ammortamenti erano pari a DSP 177,7 milioni, in rialzo del 15,1% dai DSP 154,4 milioni dell'esercizio precedente. Gli ammortamenti, pari a DSP 13,1 milioni, sono stati superiori di DSP 1,0 milioni rispetto al 2008/09 (DSP 12,1 milioni).

Tenuto conto dei fattori di cui sopra, l'utile operativo è stato di DSP 1 754,4 milioni, in aumento di DSP 1 509,1 milioni rispetto all'esercizio precedente (DSP 245,3 milioni).

Una plusvalenza netta di DSP 105,4 milioni è stata realizzata nel corso dell'esercizio sulla vendita di titoli dei portafogli di investimento che la Banca aveva acquistato allorché i tassi di interesse erano più elevati. Nel 2008/09 la vendita di titoli dei portafogli di investimento aveva prodotto una plusvalenza netta di DSP 123,8 milioni, proveniente in parte dalla cessione di titoli realizzata quando la *duration* di riferimento del portafoglio era stata ridotta da quattro a tre anni.

Nel 2009/10 non sono state effettuate vendite di attività auree del portafoglio di investimento, mentre nel 2008/09 la vendita di cinque tonnellate di oro si era tradotta in una plusvalenza (DSP 77,0 milioni).

Per effetto di questi fattori, l'utile netto per l'esercizio finanziario 2009/10 è ammontato a DSP 1 859,8 milioni, in aumento di DSP 1 413,7 milioni rispetto ai DSP 446,1 milioni dell'esercizio precedente.

Evoluzione del patrimonio netto

Oltre alle poste riportate nel conto economico, le plus/minusvalenze non realizzate sulle disponibilità della Banca in oro e titoli di debito sono imputate, rispettivamente, al conto rivalutazione oro e al conto rivalutazione titoli, facenti parte del patrimonio netto della Banca.

Il conto rivalutazione titoli è diminuito di DSP 112,5 milioni per effetto delle minusvalenze nette non realizzate sui titoli dei portafogli di investimento (-DSP 7,1 milioni) e del trasferimento al conto economico delle plusvalenze realizzate sulla vendita di titoli (-DSP 105,4 milioni).

Il conto rivalutazione oro è invece cresciuto di DSP 456,8 milioni a seguito di plusvalenze non realizzate sulle 120 tonnellate di disponibilità auree proprie della Banca, dovute all'impatto prodotto dall'apprezzamento del metallo rispetto all'anno precedente.

Tenuto conto di tali plusvalenze, il rendimento totale⁷ della Banca per il 2009/10 è stato di DSP 2 204,1 milioni, corrispondente a un rendimento del 14,9% del capitale medio (DSP 14 795 milioni). Nel 2008/09 il rendimento totale era stato di DSP 757,6 milioni e quello del capitale medio (DSP 13 149 milioni) del 5,8%. Al netto della distribuzione del dividendo per il 2008/09, il patrimonio netto della Banca è cresciuto di DSP 2 059,4 milioni nell'esercizio chiuso il 31 marzo 2010, a fronte di un aumento di DSP 612,9 milioni nell'esercizio precedente.

Dividendo proposto

Nell'esercizio 2009/10 il Consiglio di amministrazione ha riesaminato la politica dei dividendi della BRI tenendo conto delle esigenze patrimoniali della Banca e dell'aspettativa degli azionisti di ottenere una remunerazione adeguata e sostenibile. Al fine di inquadrare la nuova politica dei dividendi, il Consiglio ha adottato alcuni principi generali, ossia:

- in primo luogo, occorre che la Banca mantenga una solida base patrimoniale in qualunque momento, incluso durante periodi di tensione finanziaria;
- in secondo luogo, il dividendo dovrebbe essere relativamente stabile, fissato a un livello sostenibile e modificato ogni anno in modo prevedibile;
- in terzo luogo, all'interno della cornice data dalla politica dei dividendi della Banca, che fornisce un indirizzo per il medio periodo, il dividendo dovrebbe continuare a riflettere la situazione finanziaria corrente della Banca e rimanere il risultato di una decisione annuale del Consiglio di amministrazione.

La nuova politica dei dividendi, che sarà riesaminata dal Consiglio di amministrazione fra cinque anni, fa riferimento ai requisiti di adeguatezza patrimoniale della Banca piuttosto che al rapporto di distribuzione (*payout ratio*). Essa prevede:

- un dividendo ordinario sostenibile, conforme alla politica dei dividendi per il medio periodo, fissato *ex ante* e maggiorato ciascun anno di DSP 10;
- un dividendo supplementare, fissato *ex post* mantenendo la leva finanziaria e il capitale economico all'interno dei valori desiderati.

La politica adottata garantirà che siano trattenuti utili tali da accrescere il patrimonio della Banca a un ritmo sufficiente per sostenere l'attività della stessa e preservare la sua posizione patrimoniale in relazione alle dimensioni del bilancio e alle esigenze di capitale economico. In circostanze normali

⁷ Il rendimento totale è riportato come "Utile complessivo totale" nella tabella intitolata "Prospetto dell'utile complessivo" a pagina 165 delle situazioni dei conti.

essa darà luogo a una progressione costante dei dividendi annuali, senza pregiudicare la flessibilità necessaria per mantenere l'operabilità a prescindere dall'ammontare dei profitti. Inoltre, l'approvazione definitiva del dividendo in maggio avverrà in concomitanza con la conclusione del processo di allocazione del capitale economico annuo (cfr. la nota 2 nella sezione sull'adeguatezza patrimoniale all'interno delle situazioni dei conti), consentendo così al Consiglio di amministrazione di determinare un dividendo appropriato e garantire al tempo stesso che la base patrimoniale della Banca resti solida.

Conformemente con la nuova politica dei dividendi, viene proposto per l'esercizio finanziario 2009/10:

- un dividendo ordinario di DSP 285 per azione, superiore di DSP 20 al dividendo del 2008/09. In precedenza, il dividendo era stato aumentato annualmente di DSP 10, in base alla politica di medio periodo concordata dal Consiglio di amministrazione nel 2005. L'incremento unitario di DSP 20 riflette il consueto aumento di DSP 10 per azione e una maggiorazione di DSP 10 volta a compensare l'assenza di incrementi nell'esercizio 2008/09;
- un dividendo supplementare di DSP 400 per azione, versato in considerazione dell'utile netto eccezionalmente elevato conseguito nel 2009/10.

Proposta di ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario

In conformità dell'Articolo 51 dello Statuto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale ordinaria di ripartire l'utile netto per l'esercizio finanziario 2009/10, pari a DSP 1 859,8 milioni, nel modo seguente:

- a) un importo di DSP 374,1 milioni per il pagamento di:
 - un dividendo ordinario di DSP 285 per azione, per complessivi DSP 155,6 milioni;
 - un dividendo supplementare di DSP 400 per azione, per complessivi DSP 218,5 milioni;
- b) un importo di DSP 148,6 milioni al Fondo di riserva generale⁸;
- c) un importo di DSP 12,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
- d) un importo di DSP 1 325,1 milioni, che rappresenta il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero.

Ove approvati, i due dividendi saranno versati in un'unica soluzione di DSP 685 per azione l'8 luglio 2010 secondo le istruzioni dei singoli azionisti in una qualsiasi delle valute costituenti il DSP, oppure in franchi svizzeri, agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 31 marzo 2010.

Il dividendo integrale sarà corrisposto su 546 125 azioni. Le azioni emesse e liberate sono 547 125. Di queste, 1 000 rappresentano le azioni proprie in portafoglio al 31 marzo 2010, ossia le azioni sospese dell'emissione albanese. Nessun dividendo sarà pagato su tali azioni.

⁸ Al 31 marzo 2010 il Fondo di riserva generale era pari a oltre il quadruplo del capitale versato della Banca. Secondo quanto disposto dall'Articolo 51 dello Statuto, a tale Fondo andrà destinato il 10% degli utili al netto del pagamento dei dividendi finché il suo saldo non avrà raggiunto il quintuplo del capitale versato.

Relazione della Società di revisione

I conti della Banca sono stati debitamente certificati da Deloitte AG. I Revisori hanno confermato che i conti forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della BRI al 31 marzo 2010, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data. La loro relazione è riportata in calce ai conti.

Situazioni dei conti

al 31 marzo 2010

Le situazioni dei conti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2010 riportate alle pagg. 164-223 sono state approvate il 10 maggio 2010 per la presentazione all'Assemblea generale ordinaria del 28 giugno 2010. I conti sono presentati nella forma approvata dal Consiglio di amministrazione conformemente all'Articolo 49 dello Statuto della Banca e sottoposti all'Assemblea generale ordinaria per l'approvazione degli azionisti. Essi, unitamente alle Note integrative, sono stati redatti in lingua inglese. In caso di dubbio, si rimanda alla versione originale.

Jaime Caruana
Direttore generale

Hervé Hannoun
Condirettore generale

Stato patrimoniale

Situazione al 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2010	2009
Attività			
Cassa e conti a vista presso banche	3	1 516,2	915,2
Oro e prestiti in oro	4	43 039,8	25 416,2
Buoni del Tesoro	5	84 714,8	96 421,9
Titoli acquistati pronti contro termine	5	42 305,9	38 594,4
Prestiti e anticipazioni	6	19 288,6	18 512,7
Titoli di Stato e altri titoli	5	53 687,7	55 763,7
Strumenti finanziari derivati	7	10 114,7	13 749,1
Partite in corso di ricezione	8	4 035,7	5 822,5
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	9	189,9	191,0
Totale attività		258 893,3	255 386,7
Passività			
Depositi in valuta	10	195 755,1	197 222,2
Depositi in oro	11	32 064,1	23 052,1
Strumenti finanziari derivati	7	4 187,4	6 816,8
Partite in corso di pagamento	13	10 792,4	14 211,5
Altre passività	14	319,0	368,2
Totale passività		243 118,0	241 670,8
Patrimonio netto			
Capitale	15	683,9	683,9
Riserve statutarie	16	10 668,7	10 367,3
Conto economico		1 859,8	446,1
Meno: azioni proprie	17	(1,7)	(1,7)
Altri conti di capitale	18	2 564,6	2 220,3
Totale patrimonio netto		15 775,3	13 715,9
Totale passività e patrimonio netto		258 893,3	255 386,7

Conto economico

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2010	2009
Reddito da interessi	20	4 051,9	8 254,9
Oneri da interessi	21	(2 620,7)	(6 653,0)
Reddito netto da interessi		1 431,2	1 601,9
Variazioni nette di valutazione	22	520,5	(1 181,7)
Reddito netto da interessi e variazioni di valutazione		1 951,7	420,2
Reddito netto da commissioni e provvigioni	23	10,7	0,4
Minusvalenze valutarie nette	24	(17,2)	(8,8)
Totale ricavi operativi		1 945,2	411,8
Costi operativi	25	(190,8)	(166,5)
Utile operativo		1 754,4	245,3
Plusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita	26	105,4	123,8
Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento	27	–	77,0
Utile netto dell'esercizio finanziario		1 859,8	446,1
Utile base e utile diluito per azione (in DSP per azione)	28	3 405,4	816,8

Prospetto dell'utile complessivo

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2010	2009
Utile netto dell'esercizio finanziario		1 859,8	446,1
Plus/(minus)valenze su titoli disponibili per la vendita	18A	(112,5)	159,1
Plusvalenze non realizzate sulle disponibilità in oro dei portafogli di investimento	18B	456,8	152,4
Utile complessivo totale per l'esercizio finanziario		2 204,1	757,6

Rendiconto finanziario

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2010	2009
Flussi finanziari generati/(assorbiti) dall'attività operativa			
Interessi attivi e redditi equiparabili		4 875,0	6 710,8
Interessi passivi e oneri equiparabili		(2 522,8)	(4 802,1)
Reddito netto da commissioni e provvigioni	23	10,7	0,4
Reddito da operazioni valutarie	24	0,3	11,6
Esborsi per spese operative		(177,6)	(154,4)
Poste di altra natura incluse nell'utile operativo			
Variazioni di valutazione su attività e passività operative	22	520,5	(1 181,7)
Perdite da conversioni valutarie	24	(17,5)	(20,4)
Onere per riduzioni durevoli di valore delle attività in oro		–	(18,3)
Variazione di ratei e ammortamenti		(921,2)	(288,4)
Variazione nelle attività e passività operative			
Depositi passivi in valuta al valore equo rilevato a conto economico		3 220,0	(29 289,7)
Attività in valuta dei portafogli bancari		6 472,1	44 724,0
Depositi passivi su conti a vista e con termine di preavviso		(2 839,8)	(8 910,2)
Depositi in oro		9 012,0	(6 049,3)
Attività e prestiti in oro dei portafogli bancari		(17 170,5)	6 055,2
Partite in corso di ricezione		(0,7)	(0,3)
Altre passività/partite in corso di pagamento		339,9	41,8
Strumenti finanziari derivati netti		1 005,0	(5 733,6)
Flussi finanziari netti assorbiti dall'attività operativa		1 805,4	1 095,4
Flussi finanziari generati/(assorbiti) dall'attività di investimento			
Variazione netta delle attività in valuta dei portafogli di investimento disponibili per la vendita	5B	(606,4)	1 021,2
Variazione netta delle attività in valuta dei portafogli di investimento al valore equo rilevato a conto economico		131,1	15,0
Variazione netta dei titoli ceduti pronti contro termine		–	(1 894,1)
Variazione netta nelle disponibilità in oro dei portafogli di investimento	4B	3,7	295,7
Acquisti netti di terreni, immobili, arredi e attrezzature	9	(12,1)	(12,7)
Flussi finanziari assorbiti dall'attività di investimento		(483,7)	(574,9)

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2010	2009
Flussi finanziari assorbiti dall'attività di finanziamento			
Dividendi versati		(144,7)	(144,7)
Azioni riacquistate nel 2001 – versamenti agli ex azionisti		–	(0,1)
Flussi finanziari netti assorbiti dall'attività di finanziamento		(144,7)	(144,8)
Totale flussi finanziari netti			
		1 177,0	375,7
Effetto netto delle oscillazioni di cambio su cassa ed equivalenti di cassa		49,8	(23,2)
Movimenti netti di cassa ed equivalenti di cassa		1 127,2	398,9
Variazione netta di cassa ed equivalenti di cassa		1 177,0	375,7
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo a inizio esercizio	29	1 311,8	936,1
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo a fine esercizio	29	2 488,8	1 311,8

Evoluzione del patrimonio netto della Banca

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	Note	Capitale	Riserve statutarie	Profitti e perdite	Azioni proprie	Altri conti di capitale	Totale patri- monio netto
Patrimonio netto al 31 marzo 2008		683,9	9 967,3	544,7	(1,7)	1 908,8	13 103,0
Utile complessivo totale	18	-	-	446,1	-	311,5	757,6
Pagamento del dividendo 2007/08		-	-	(144,7)	-	-	(144,7)
Ripartizione dell'utile 2007/08		-	400,0	(400,0)	-	-	-
Patrimonio netto al 31 marzo 2009		683,9	10 367,3	446,1	(1,7)	2 220,3	13 715,9
Utile complessivo totale	18	-	-	1 859,8	-	344,3	2 204,1
Pagamento del dividendo 2008/09		-	-	(144,7)	-	-	(144,7)
Ripartizione dell'utile 2008/09		-	301,4	(301,4)	-	-	-
Situazione come da bilancio al 31 marzo 2010 prima della ripartizione dell'utile proposta		683,9	10 668,7	1 859,8	(1,7)	2 564,6	15 775,3
Dividendo ordinario proposto	15	-	-	(155,6)	-	-	(155,6)
Dividendo supplementare proposto	15	-	-	(218,5)	-	-	(218,5)
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva		-	1 485,7	(1 485,7)	-	-	-
Situazione al 31 marzo 2010 dopo la ripartizione dell'utile proposta		683,9	12 154,4	-	(1,7)	2 564,6	15 401,2

Al 31 marzo 2010 le riserve statutarie comprendevano il sovrapprezzo emissione azioni per DSP 811,7 milioni (2009: DSP 811,7 milioni).

Ripartizione dell'utile proposta

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2010
Utile netto dell'esercizio finanziario		1 859,8
Trasferimento al Fondo di riserva legale	16	–
Dividendo proposto su 546 125 azioni:		
Ordinario – DSP 285 per azione		(155,6)
Supplementare – DSP 400 per azione		(218,5)
Totale dividendi proposti		(374,1)
Trasferimenti proposti agli altri fondi di riserva		
Fondo di riserva generale	16	(148,6)
Fondo speciale di riserva per i dividendi	16	(12,0)
Fondo di riserva libero	16	(1 325,1)
Utile residuo dopo i trasferimenti ai fondi di riserva		–

La ripartizione dell'utile proposta è conforme all'Articolo 51 dello Statuto della Banca.

Evoluzione delle riserve statutarie della Banca

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	Note	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero	2010 Totale riserve statutarie
Situazione al 31 marzo 2009		68,3	3 049,8	154,0	7 095,2	10 367,3
Ripartizione dell'utile 2008/09	16	–	30,1	–	271,3	301,4
Situazione come da bilancio al 31 marzo 2010 prima della ripartizione dell'utile proposta		68,3	3 079,9	154,0	7 366,5	10 668,7
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva	16	–	148,6	12,0	1 325,1	1 485,7
Situazione al 31 marzo 2010 dopo la ripartizione dell'utile proposta		68,3	3 228,5	166,0	8 691,6	12 154,4

Criteria contabili

Salvo diversa indicazione, i criteri contabili di seguito esposti si applicano a entrambi gli esercizi finanziari considerati.

1. Ambito di rilevazione dei documenti contabili

Nelle presenti situazioni contabili sono riportate tutte le attività e le passività rientranti sotto il controllo della BRI, e i cui benefici economici, nonché i connessi diritti e obblighi, competono alla Banca.

Le attività e passività intestate alla BRI, ma che non rientrano sotto il suo controllo e i cui benefici economici, nonché i connessi diritti e obblighi, non competono alla Banca, non sono riportate nelle presenti situazioni contabili. Informazioni sulle attività e le passività fuori bilancio sono contenute alla nota 32.

2. Valuta funzionale e di presentazione

La Banca adotta come valuta funzionale e di presentazione il diritto speciale di prelievo (DSP), così come definito dal Fondo monetario internazionale (FMI).

Il DSP è calcolato sulla base di un paniere di importanti valute conformemente alla Regola O-1 adottata dal Comitato esecutivo dell'FMI il 30 dicembre 2005 con decorrenza dal 1° gennaio 2006. Secondo il calcolo attuale, un DSP equivale alla somma di USD 0,632, EUR 0,410, JPY 18,4 e GBP 0,0903. La composizione del paniere valutario è soggetta a revisione quinquennale da parte dell'FMI. La prossima revisione è prevista per il dicembre 2010.

Tutti gli importi delle presenti situazioni contabili sono espressi in milioni di DSP, se non altrimenti indicato.

3. Conversione valutaria

Le attività e passività monetarie vengono convertite in DSP ai tassi di cambio vigenti alla data di chiusura dei conti. Le altre attività e passività sono contabilizzate in DSP ai tassi di cambio vigenti alla data della transazione. I profitti e le perdite sono convertiti in DSP sulla base di un tasso medio. Le differenze di cambio derivanti dalla riconversione delle attività e delle passività monetarie e dal regolamento delle transazioni vengono contabilizzate nel conto economico come plus/minusvalenze valutarie nette.

4. Classificazione degli strumenti finanziari

In sede di rilevazione iniziale, ciascuno strumento finanziario viene assegnato dalla Banca a una delle seguenti categorie:

- finanziamenti e crediti;
- attività e passività finanziarie al valore equo (*fair value*) rilevato a conto economico;
- attività finanziarie disponibili per la vendita;
- passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

L'assegnazione si basa sulla natura dello strumento finanziario e sulla finalità per la quale è utilizzato, come descritto nella successiva sezione 5.

La classificazione che ne deriva determina la metodologia contabile da applicarsi, descritta più avanti. La Banca provvederà a non modificare la classificazione degli strumenti finanziari ricompresi tra le attività/passività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico.

5. Struttura dell'attivo e del passivo

Attività e passività sono suddivise in due serie distinte di portafogli.

A. Portafogli bancari

Comprendono i depositi passivi in valuta e oro, nonché le attività bancarie e gli strumenti derivati a essi collegati.

La Banca effettua operazioni in valute e in oro per conto della sua clientela. Nel corso di questa attività la Banca assume limitati rischi in termini di tasso di interesse, prezzo dell'oro e tassi di cambio.

La Banca classifica tra gli strumenti finanziari al valore equo rilevato a conto economico tutti gli strumenti finanziari in valuta appartenenti ai portafogli bancari (eccetto cassa e conti a vista e con termine di preavviso presso banche, e depositi passivi su conti a vista e con termine di preavviso). L'utilizzo del valore equo nei portafogli bancari in valuta è descritto di seguito nella sezione 9.

Tutte le attività e le passività finanziarie in oro all'interno di questi portafogli sono classificate rispettivamente come finanziamenti e crediti e come passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

B. Portafogli di investimento

Comprendono attività, passività e strumenti derivati connessi principalmente all'investimento del capitale della Banca.

La maggior parte del capitale della Banca è investita in strumenti finanziari denominati nelle valute componenti il DSP, gestiti facendo riferimento a un indice obbligazionario con obiettivo prefissato di durata media finanziaria.

Fatta eccezione per quelle indicate nel seguente paragrafo, le attività in valuta (eccetto cassa e conti a vista e con termine di preavviso presso banche) sono classificate come disponibili per la vendita. I titoli collegati ceduti pronti contro termine sono classificati tra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

La Banca detiene inoltre parte del suo capitale all'interno di portafogli gestiti più attivamente. Le attività in valuta di questi portafogli sono attività di negoziazione e, in quanto tali, sono riportate al valore equo rilevato a conto economico.

La parte restante del capitale della Banca è detenuta in oro. Le disponibilità in oro di proprietà della Banca sono classificate come disponibili per la vendita.

6. Cassa e conti a vista presso banche

Questa posta è contabilizzata in bilancio al valore nominale, più gli eventuali interessi maturati.

7. Conti con termine di preavviso

I conti con termine di preavviso sono attività monetarie a breve termine. Prevedono di solito un termine di preavviso pari o inferiore a tre giorni e sono riportati in bilancio alla voce "Prestiti e anticipazioni".

In ragione della loro scadenza a breve termine, questi strumenti finanziari sono classificati tra i finanziamenti e crediti. Essi sono contabilizzati in bilancio al valore nominale, più interessi maturati. Questi ultimi vengono contabilizzati nel reddito da interessi su una base di competenza.

8. Depositi passivi su conti a vista e con termine di preavviso

I depositi su conti a vista e con termine di preavviso sono passività monetarie a breve termine. Prevedono di solito un termine di preavviso pari o inferiore a tre giorni e sono riportati in bilancio alla voce "Depositi in valuta".

In ragione della loro scadenza a breve termine, questi strumenti finanziari sono classificati come passività finanziarie al costo ammortizzato. Essi sono contabilizzati in bilancio al valore nominale, più interessi maturati. Questi ultimi vengono contabilizzati negli oneri da interessi su una base di competenza.

9. Uso del valore equo nei portafogli bancari in valuta

Nella sua operatività bancaria la Banca agisce come *market-maker* per taluni dei suoi depositi passivi in valuta. In conseguenza di tale attività essa può realizzare profitti o incorrere in perdite.

Conformemente alle politiche di gestione del rischio della Banca, il rischio di mercato attinente a tale attività è gestito in base al valore equo complessivo, accorpando tutte le relative poste in bilancio e fuori bilancio dei portafogli bancari in valuta della Banca. I profitti o le perdite realizzati e non realizzati sui depositi passivi in valuta vengono pertanto ampiamente compensati dalle perdite e dai profitti realizzati e non realizzati sulle relative attività in valuta e sugli strumenti derivati, o sugli altri depositi passivi in valuta.

Per limitare le incongruenze contabili che deriverebbero dalla contabilizzazione dei profitti e delle perdite realizzati e non realizzati sulla base di altri criteri, la Banca riporta le pertinenti attività, passività e strumenti derivati dei portafogli bancari in valuta al valore equo rilevato a conto economico.

10. Depositi passivi in valuta al valore equo rilevato a conto economico

Conformemente a quanto sopra descritto, tutti i depositi passivi in valuta, a eccezione dei conti a vista e con termine di preavviso, sono riportati al valore equo rilevato a conto economico.

Essi sono inizialmente iscritti in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi passivi successivamente maturati e l'ammortamento dei premi incassati e degli sconti sborsati sono iscritti alla voce "Oneri da interessi" sulla base del tasso di interesse effettivo.

Successivamente alla data contabile i depositi passivi in valuta vengono rivalutati al valore equo, e tutte le rettifiche di valore realizzate e non realizzate imputate alla voce "Variazioni nette di valutazione" del conto economico.

11. Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico

Le attività in valuta includono buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, prestiti e anticipazioni, titoli di Stato e altri titoli.

Conformemente a quanto sopra descritto, la Banca riporta tutte le attività pertinenti dei portafogli bancari in valuta al valore equo rilevato a conto economico. La Banca gestisce inoltre attivamente alcuni portafogli di investimento. Le attività in valuta di questi portafogli sono attività di negoziazione e, in quanto tali, sono riportate al valore equo rilevato a conto economico.

Queste attività in valuta sono inizialmente iscritte in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi successivamente maturati e l'ammortamento dei premi corrisposti e degli sconti ricevuti sono iscritti alla voce "Reddito da interessi" sulla base del tasso di interesse effettivo.

Dopo la data contabile le attività in valuta vengono rivalutate al valore equo, e tutte le variazioni di valore realizzate e non realizzate imputate alla voce "Variazioni nette di valutazione" del conto economico.

12. Attività in valuta disponibili per la vendita

Le attività in valuta includono buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, prestiti e anticipazioni, titoli di Stato e altri titoli.

Conformemente a quanto sopra descritto, la Banca classifica come disponibili per la vendita tutte le attività pertinenti dei portafogli di investimento in valuta, eccetto quelle appartenenti ai portafogli gestiti più attivamente.

Queste attività in valuta sono inizialmente iscritte in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi successivamente maturati e l'ammortamento dei premi corrisposti e degli sconti ricevuti sono iscritti alla voce "Reddito da interessi" sulla base del tasso di interesse effettivo.

Dopo la data contabile le attività in valuta sono rivalutate al valore equo e le relative plus/minusvalenze non realizzate imputate al conto rivalutazione titoli, iscritto in bilancio alla voce "Altri conti di capitale". La variazione del valore equo è contabilizzata all'interno del prospetto dell'utile complessivo, alla voce "Plus/(minus)valenze su titoli disponibili per la vendita". I profitti realizzati sulle cessioni sono contabilizzati nel conto economico, alla voce "Plusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita".

13. Posizioni corte in attività in valuta

Le posizioni corte in attività in valuta sono iscritte in bilancio alla voce "Altre passività" in base alla data contabile e al valore di mercato.

14. Oro

Confluisce in questa posta l'oro in barre detenuto in custodia o su conti a vista. La Banca considera l'oro alla stregua di uno strumento finanziario.

L'oro è iscritto in bilancio al suo peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA). Gli acquisti e le vendite di oro sono contabilizzati in base alla data di regolamento. Gli acquisti e le vendite di oro a termine sono considerati alla stregua di strumenti derivati fino al giorno del regolamento.

Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro è descritto di seguito alla sezione 17.

15. Prestiti in oro

In questa voce sono riportati i prestiti in oro a scadenza fissa concessi a banche commerciali. La Banca considera l'oro alla stregua di uno strumento finanziario.

I prestiti in oro sono iscritti in bilancio alla data contabile in base al peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA), più gli interessi maturati.

Gli interessi maturati sui prestiti in oro vengono contabilizzati nel reddito da interessi sulla base del tasso di interesse effettivo. Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro è descritto di seguito alla sezione 17.

16. Depositi in oro

I depositi in oro consistono in depositi di oro a vista e a scadenza fissa effettuati da banche centrali. La Banca considera l'oro alla stregua di uno strumento finanziario.

I depositi in oro sono iscritti in bilancio alla data contabile in base al peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA), più gli interessi maturati.

Gli interessi maturati sui depositi in oro vengono contabilizzati negli oneri da interessi sulla base del tasso di interesse effettivo. Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro è descritto di seguito alla sezione 17.

17. Plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro

Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro si basa sulla classificazione descritta di seguito.

A. Portafogli bancari, comprendenti depositi in oro e attività bancarie in oro collegate

All'interno di questi portafogli, la Banca classifica i prestiti in oro dei suoi portafogli bancari fra i finanziamenti e crediti e i depositi in oro fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato. I derivati sull'oro rientranti in questi portafogli sono riportati al valore equo rilevato a conto economico.

Le plus/minusvalenze derivanti da queste operazioni in oro vengono imputate al conto economico, alla voce "Plus/(minus)valenze valutarie nette" alla stregua di utili o perdite nette da transazioni.

Le plus/minusvalenze derivanti dalla riconversione della posizione netta in oro dei portafogli bancari vengono parimenti imputate al conto economico, alla voce "Plus/(minus)valenze valutarie nette", alla stregua di utili o perdite nette da conversioni.

B. Portafogli di investimento, comprendenti attività di investimento in oro

Le disponibilità in oro di proprietà della Banca sono classificate e trattate alla stregua di attività finanziarie disponibili per la vendita.

Le plus/minusvalenze non realizzate sulle attività in oro dei portafogli di investimento della Banca rispetto al loro costo stimato vengono imputate al conto rivalutazione oro, iscritto in bilancio alla voce "Altri conti di capitale". La variazione del valore equo è contabilizzata all'interno del prospetto dell'utile complessivo, alla voce "Plusvalenze non realizzate sulle disponibilità in oro dei portafogli di investimento".

Per le attività in oro dei portafogli di investimento detenute al 31 marzo 2003 (data in cui la BRI ha modificato la valuta funzionale e di presentazione dal franco oro al DSP) il costo stimato si aggira intorno ai DSP 151 per oncia di fino; tale ammontare deriva dalla conversione di USD 208 – valore che era stato applicato tra il 1979 e il 2003 in osservanza di quanto stabilito dal Consiglio di amministrazione della Banca – al tasso di cambio vigente al 31 marzo 2003.

Le plus/minusvalenze realizzate su cessioni di attività in oro nei portafogli di investimento sono imputate al conto economico, alla voce "Plus/minusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento".

18. Titoli ceduti pronti contro termine

Queste poste passive, se collegate alla gestione di attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico, vengono anch'esse classificate come strumenti finanziari al valore equo rilevato a conto economico. Qualora siano invece collegate alla gestione delle attività in valuta disponibili per la vendita, sono classificate tra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

Gli strumenti derivati sono inizialmente iscritti in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi successivamente maturati sono iscritti alla voce "Oneri da interessi" sulla base del tasso di interesse effettivo.

Dopo la data contabile le passività riportate al valore equo rilevato a conto economico vengono rivalutate al valore equo e le relative plus/minusvalenze non realizzate imputate alla voce "Variazioni nette di valutazione" del conto economico.

19. Strumenti derivati

Gli strumenti derivati sono impiegati per la gestione del rischio di mercato della Banca oppure a fini di negoziazione. Essi sono classificati fra gli strumenti finanziari riportati al valore equo rilevato a conto economico.

Gli strumenti derivati sono inizialmente iscritti in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi successivamente maturati e l'ammortamento dei premi corrisposti e degli sconti ricevuti sono iscritti alla voce "Reddito da interessi" sulla base del tasso di interesse effettivo.

Dopo la data contabile gli strumenti derivati vengono rivalutati al valore equo e tutte le rettifiche di valore realizzate e non realizzate imputate alla voce "Variazioni nette di valutazione" del conto economico.

I derivati sono contabilizzati fra le attività o le passività a seconda che il contratto abbia un valore equo positivo o negativo per la Banca.

Laddove il contratto derivato è incorporato in un contratto "ospite" non valutato al valore equo rilevato a conto economico, ai fini contabili il primo è separato dal secondo e trattato quale strumento derivato a sé stante, secondo quanto descritto in precedenza.

20. Criteri di valutazione

I criteri di valutazione della Banca sono stati approvati dal Consiglio di amministrazione. Essi definiscono il modo in cui è operata la classificazione degli strumenti finanziari, da cui dipendono la base di valutazione e il trattamento contabile applicati ai medesimi. Tali criteri sono integrati da procedure dettagliate di valutazione.

La maggior parte degli strumenti finanziari in bilancio è contabilizzata al valore equo (*fair value*). La Banca definisce il valore equo di uno strumento finanziario come corrispettivo al quale lo strumento potrebbe essere scambiato in una libera transazione fra controparti consenzienti e informate.

L'uso del valore equo assicura che le segnalazioni finanziarie al Consiglio di amministrazione e agli azionisti rispecchino il modo in cui è gestita l'attività bancaria e siano coerenti con i risultati economici e della gestione rischi comunicati alla Direzione.

La Banca ritiene che la migliore rappresentazione del valore equo sia data dalle quotazioni pubbliche dei prezzi in mercati attivi. Qualora non esistano quotazioni di questo tipo, la Banca determina il valore equo dei singoli strumenti finanziari in base a opportune tecniche di valutazione che possono comportare l'impiego di prezzi di mercato ricavati da libere transazioni avvenute di recente su strumenti analoghi, ovvero il ricorso a modelli finanziari. In quest'ultimo caso, la Banca cerca di utilizzare quanto più possibile input di mercato osservabili (quali tassi di interesse e volatilità), minimizzando l'impiego di stime proprie. Fra le tecniche di valutazione utilizzate figurano il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (*discounted cash flow*) e i modelli di determinazione del prezzo delle opzioni (*option pricing*).

Laddove la determinazione del valore equo preveda l'impiego di tecniche di valutazione, i relativi modelli sono sottoposti a un'approvazione iniziale e a una verifica periodica in linea con i requisiti previsti dalla politica della Banca in materia di convalida dei modelli.

La Banca dispone di un'unità indipendente di controllo delle valutazioni, la quale rivede regolarmente la valutazione dei vari strumenti finanziari, tenendo conto sia dell'accuratezza delle valutazioni, sia delle metodologie di valutazione utilizzate. Fra le verifiche supplementari figurano inoltre il monitoraggio e l'analisi dei profitti e delle perdite giornalieri.

La Banca valuta le attività al prezzo denaro (*bid price*) e le passività al prezzo lettera (*offer price*). Gli strumenti finanziari derivati sono valutati in base al prezzo denaro-lettera, e le eventuali riserve di valutazione iscritte fra le passività finanziarie derivate. Le attività e passività finanziarie non contabilizzate al valore equo sono iscritte a bilancio al costo ammortizzato.

21. Riduzione durevole di valore delle attività finanziarie

Alla data di chiusura del bilancio le attività finanziarie non classificate fra quelle detenute al valore equo rilevato a conto economico sono sottoposte a una verifica volta a individuare eventuali indicazioni di una riduzione durevole del loro valore. Si ritiene che un'attività finanziaria abbia subito una riduzione durevole di valore allorché vi sono obiettive evidenze che i suoi flussi finanziari futuri stimati siano diminuiti in conseguenza di uno o più eventi verificatisi successivamente alla rilevazione iniziale dell'attività. La riduzione durevole di valore potrebbe essere evidenziata ad esempio da situazioni di difficoltà finanziarie significative, insolvenza, probabile fallimento o ristrutturazione finanziaria della controparte o dell'emittente.

Le perdite per riduzioni durevoli di valore sono imputate al conto economico alla voce "Variazioni nette di valutazione" laddove si consideri che il calo del valore equo al disotto del costo ammortizzato non sia temporaneo. Qualora l'ammontare della perdita diminuisca in un momento successivo, viene effettuata una ripresa di valore con imputazione a conto economico nella misura in cui il valore contabile dell'investimento determinato dal ripristino di valore non superi quello che lo stesso investimento avrebbe avuto se non si fosse rilevata alcuna perdita per riduzione durevole di valore.

22. Partite in corso di ricezione e di pagamento

Le partite in corso di ricezione e di pagamento consistono principalmente di poste a brevissimo termine collegate al regolamento di transazioni finanziarie. Esse sono inizialmente contabilizzate al valore equo e successivamente iscritte in bilancio al costo ammortizzato.

23. Terreni, immobili, arredi e attrezzature

Il costo relativo a immobili, arredi e attrezzature della Banca viene capitalizzato e ammortizzato a quote costanti sulla vita utile stimata delle relative immobilizzazioni, nel modo seguente:

- immobili – 50 anni
- impianti e macchinari – 15 anni
- attrezzature informatiche – fino a 4 anni
- arredi e altre attrezzature – da 4 a 10 anni

Il costo dei terreni non viene ammortizzato. La Banca verifica con cadenza annuale lo stato di deterioramento di terreni, immobili, arredi e attrezzature. Nel caso in cui il valore contabile di un'immobilizzazione ecceda il presumibile valore di realizzo, la differenza viene portata in detrazione della corrispondente voce dello stato patrimoniale.

24. Accantonamenti

La Banca effettua accantonamenti in vista di eventuali spese connesse con obblighi di legge risultanti da eventi verificatisi prima della data di chiusura dei conti e per il cui regolamento si rendano verosimilmente necessarie risorse finanziarie, purché sia possibile ottenere una stima affidabile del loro ammontare. Ai fini della determinazione dell'importo da accantonare vengono utilizzate stime e ipotesi ottimali.

25. Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro

La BRI gestisce tre sistemi di erogazioni successive al rapporto di lavoro, a titolo di pensioni dei dipendenti, di pensioni dei Consiglieri e di assicurazione malattia e infortunio per il personale in servizio e per gli ex dipendenti. Una valutazione attuariale indipendente viene effettuata annualmente per ciascuno dei tre sistemi.

A. Pensioni dei dipendenti

La Banca offre al suo personale un sistema pensionistico a prestazione definita basato sull'ultimo stipendio, che si avvale di un fondo privo di personalità giuridica propria a valere sul quale vengono corrisposte le prestazioni. Le attività del fondo sono amministrare dalla Banca nel solo interesse dei beneficiari presenti e futuri del sistema. La Banca è responsabile ultima di tutte le prestazioni dovute nel quadro del sistema pensionistico.

Le passività a fronte del fondo pensione del personale sono stimate sulla base del valore attuale dell'obbligazione a prestazione definita alla data di chiusura dei conti, dedotto il valore equo delle attività del fondo alla stessa data, tenuto conto delle rettifiche per utili e perdite attuariali non riconosciuti e dei passati costi di servizio. Il valore dell'obbligazione a prestazione definita è calcolato secondo il metodo *projected unit credit* (spettanza maturata nell'esercizio). Il suo valore attuale viene determinato dalle stime dei flussi in uscita futuri, mentre il tasso utilizzato a tal fine viene determinato dalla Banca in base al rendimento di mercato di titoli di debito societari ad alto rating denominati in franchi svizzeri e aventi una durata residua prossima a quella della corrispondente passività.

L'ammontare imputato al conto economico rappresenta la somma dei costi per il servizio corrente a fronte delle prestazioni maturate per l'anno in base al sistema, più gli interessi al tasso di sconto sull'obbligazione a prestazione definita. In aggiunta, utili e perdite attuariali derivanti da rettifiche basate sull'esperienza (laddove il risultato effettivo sia diverso dalle ipotesi attuariali formulate in precedenza), variazioni nelle ipotesi attuariali e modifiche al regolamento del fondo pensione vengono imputati al conto economico lungo l'intero periodo di servizio dei dipendenti interessati conformemente al principio del

"corridoio" (si veda oltre). Le risultanti passività sono incluse in bilancio alla voce "Altre passività".

B. Pensioni dei Consiglieri

La Banca gestisce per i membri del Consiglio di amministrazione un fondo pensionistico a ripartizione e a prestazione definita. La passività, l'obbligazione a prestazione definita e l'importo imputato a tale titolo al conto economico vengono calcolati con un metodo analogo a quello utilizzato per il fondo pensione dei dipendenti.

C. Erogazioni a titolo di malattia e infortunio

La Banca gestisce per il suo personale un fondo a ripartizione per le erogazioni successive al rapporto di lavoro a titolo di malattia e infortunio. La passività, l'obbligazione a fronte delle prestazioni e l'importo imputato a tale titolo nel conto economico sono calcolati con un metodo analogo a quello utilizzato per il fondo pensione dei dipendenti.

D. Principio del "corridoio"

I guadagni e le perdite attuariali originano da correzioni apportate alla luce dell'esperienza diretta (allorché i risultati effettivi si discostano dalle ipotesi attuariali formulate in precedenza), da variazioni delle ipotesi attuariali e da modifiche al regolamento del fondo pensione. Nel caso in cui i guadagni o le perdite attuariali cumulati non riconosciuti eccedano l'obbligazione a fronte delle prestazioni o, se di importo più elevato, le eventuali attività impiegate per finanziare l'obbligazione stessa per un ammontare maggiore a un "corridoio" del 10%, l'eccedenza che ne risulta viene ammortizzata nell'arco del periodo di servizio residuo atteso dei dipendenti interessati.

26. Rendiconto finanziario

Il rendiconto finanziario della Banca è redatto utilizzando un metodo indiretto. Esso si basa sui movimenti intervenuti nel bilancio della Banca, corretti per le variazioni delle transazioni finanziarie in attesa di regolamento.

La cassa e gli equivalenti di cassa corrispondono a cassa e a conti a vista e con termine di preavviso presso banche, che rappresentano attività finanziarie a brevissimo termine e sono mobilizzabili con un preavviso di norma pari o inferiore a tre giorni.

Note integrative

1. Introduzione

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI, "la Banca") è un'istituzione finanziaria internazionale costituita in applicazione dell'Accordo dell'Aja del 20 gennaio 1930, della Carta costitutiva della Banca e del suo Statuto. La Banca ha sede in Centralbahnplatz 2, 4002 Basilea, Svizzera. Essa dispone di un Ufficio di rappresentanza per l'Asia e il Pacifico a Hong Kong, Regione amministrativa a statuto speciale della Repubblica popolare cinese, e uno per le Americhe a Città del Messico, Messico.

Le finalità della BRI, secondo quanto disposto dall'Articolo 3 del suo Statuto, consistono nel promuovere la cooperazione tra le banche centrali, nel fornire facilitazioni aggiuntive per le operazioni finanziarie internazionali e nell'operare come fiduciario (*trustee*) o come agente in regolamenti finanziari internazionali. Attualmente 56 banche centrali sono membri della Banca. I diritti di rappresentanza e di voto alle Assemblee generali vengono esercitati in proporzione al numero di azioni della BRI emesse nei rispettivi paesi. Il Consiglio di amministrazione della BRI è costituito dai Governatori e dai Consiglieri nominati dalle banche centrali fondatrici, ossia quelle di Belgio, Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Stati Uniti d'America, nonché dai Governatori delle banche centrali di Brasile, Canada, Cina, Giappone, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera, e dal Presidente della Banca centrale europea.

2. Utilizzo delle stime

La preparazione dei rendiconti finanziari postula l'elaborazione da parte della Direzione della Banca di alcune stime per ottenere gli importi delle poste attive e passive di bilancio, l'informativa sulle attività e passività eventuali alla data di chiusura dei conti, nonché l'ammontare dei ricavi e delle spese contabilizzati per l'anno finanziario. Per elaborare queste stime la Direzione ricorre alle informazioni disponibili, esercita le sue capacità di giudizio e formula ipotesi.

La capacità di giudizio è esercitata in fase di selezione e applicazione dei criteri contabili della Banca. Le decisioni assunte in merito alla classificazione e alla valutazione degli strumenti finanziari costituiscono un elemento fondamentale della preparazione delle situazioni contabili.

Le ipotesi formulate comprendono stime prospettiche finalizzate, ad esempio, alla valutazione di attività e passività, obbligazioni rivenienti dai sistemi previdenziali e assistenziali, accantonamenti e passività eventuali.

I risultati effettivi possono discostarsi in misura sensibile da tali stime.

A. Valutazione delle attività e passività finanziarie

Per determinate attività e passività finanziarie della Banca non esistono mercati secondari attivi. La loro valutazione è pertanto effettuata ricorrendo a tecniche che implicano discrezionalità di giudizio nel determinare i parametri di riferimento appropriati. Eventuali modifiche delle ipotesi alla base di tali parametri potrebbero influire considerevolmente sul valore equo segnalato. La tabella seguente riporta ad esempio l'impatto che produrrebbe una variazione di un punto base dei differenziali di rendimento ipotizzati.

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

In milioni di DSP	2010	2009
Buoni del Tesoro	0,3	-
Titoli acquistati pronti contro termine	0,1	0,1
Prestiti e anticipazioni	0,3	0,2
Titoli di Stato e altri titoli	9,8	9,5
Depositi in valuta	15,0	18,5
Strumenti finanziari derivati	5,6	8,9

B. Valutazione delle obbligazioni societarie

Nelle condizioni che caratterizzavano il mercato finanziario al 31 marzo 2009 il grado di discrezionalità di giudizio applicato nella valutazione degli strumenti finanziari era stato significativo. Poiché per alcune attività finanziarie detenute dalla Banca le contrattazioni effettive di mercato erano scarse, si era reso necessario selezionare discrezionalmente i parametri di riferimento all'interno di un ampio ventaglio di potenziali ipotesi alternative. Ciò era valso in particolare per le obbligazioni societarie detenute dalla Banca (e riportate in bilancio alla voce "Titoli di Stato e altri titoli"), per le quali la forbice delle ipotesi di spread alternative era nell'ordine di decine di punti base. Grazie al miglioramento delle condizioni di mercato, il grado di incertezza prevalente al 31 marzo 2010 era inferiore.

La Direzione ritiene che tutti i parametri di riferimento applicati dalla Banca riflettano in modo appropriato e prudente le condizioni di mercato alla data del bilancio.

C. Accantonamenti per riduzioni durevoli di valore – attività finanziarie

I prestiti in oro comprendono un accantonamento di DSP 23,5 milioni per riduzioni durevoli di valore appurate in occasione della verifica condotta il 31 marzo 2010 (31 marzo 2009: DSP 18,3 milioni). La verifica, effettuata a livello di singole controparti, ha portato all'individuazione delle controparti che in tale data si trovavano in gravi

difficoltà finanziarie. L'aumento dell'importo accantonato durante l'esercizio finanziario in rassegna è dovuto ai movimenti dei prezzi dell'oro, imputati al conto economico alla voce "Minusvalenze valutarie nette". Nel corso dell'esercizio non sono stati contabilizzati altri accantonamenti per riduzioni durevoli di valore (2009: DSP 18,3 milioni). Allorché vengono riconosciuti, gli oneri per riduzioni durevoli di valore sono iscritti al conto economico alla voce "Reddito netto da interessi".

D. Ipotesi attuariali e crescita dei costi di assistenza sanitaria

La valutazione dei sistemi previdenziali e assistenziali della Banca si fonda su ipotesi attuariali e aspettative riguardo ai tassi di inflazione e di interesse. Le variazioni di tali ipotesi producono un impatto sulla valutazione delle passività del fondo pensione della Banca e sugli importi contenuti nelle situazioni contabili.

3. Cassa e conti a vista presso banche

La voce "Cassa e conti a vista presso banche" comprende i saldi liquidi presso banche centrali e commerciali di cui la Banca può disporre senza preavviso.

4. Oro e prestiti in oro

A. Disponibilità complessive in oro

La tabella seguente mostra la composizione delle disponibilità complessive in oro della Banca.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Oro in barre presso banche centrali	41 596,9	22 616,5
Totale prestiti in oro	1 442,9	2 799,7
Totale attività e prestiti in oro	43 039,8	25 416,2
Di cui:		
disponibilità in oro dei portafogli di investimento	2 811,2	2 358,1
attività e prestiti in oro dei portafogli bancari	40 228,6	23 058,1

La voce "Oro in barre presso banche centrali" comprende DSP 8 160,1 milioni (346 tonnellate) (2009: zero) di oro detenuti dalla Banca in relazione a operazioni di swap in oro nell'ambito delle quali la Banca scambia valute contro oro in barre. La Banca è tenuta a restituire tale oro alla scadenza del contratto.

B. Disponibilità in oro dei portafogli di investimento

Le disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca sono iscritte in bilancio al loro peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA), più il rateo interessi maturato. La differenza positiva fra questo valore e il valore di costo stimato è contabilizzata al conto rivalutazione oro iscritto in bilancio alla voce "Altri conti di capitale", mentre le variazioni di tale valore sono riportate nel prospetto dell'utile complessivo alla voce "Plusvalenze non realizzate sulle disponibilità in oro dei portafogli di investimento". Le plus/minusvalenze realizzate su cessioni di attività in oro nei portafogli di investimento sono imputate al conto economico, alla voce "Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento".

Nelle note 18 e 27 vengono rispettivamente analizzati, con maggior grado di dettaglio, il conto rivalutazione oro e le plusvalenze nette su vendite di disponibilità in oro dei portafogli di investimento.

La tabella seguente illustra i movimenti delle disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca.

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Saldo a inizio esercizio	2 358,1	2 424,4
Variazione netta nelle disponibilità in oro dei portafogli di investimento		
Cessioni di oro	-	(102,0)
Riduzioni durevoli di valore, conti a vista e altri movimenti netti	(3,7)	(193,7)
	(3,7)	(295,7)
Movimenti nel prezzo dell'oro	456,8	229,4
Saldo a fine esercizio	2 811,2	2 358,1

Al 31 marzo 2010 le disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca ammontavano a 120 tonnellate di fino (2009: 120 tonnellate).

5. Attività in valuta

A. Disponibilità complessive

Le attività in valuta includono buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, prestiti a scadenza fissa, titoli di Stato e altri titoli.

Le attività in valuta riportate al valore equo rilevato a conto economico includono le attività bancarie in valuta corrispondenti al reimpiego di depositi della clientela, nonché le attività in valuta dei portafogli di investimento gestiti più attivamente. Le attività in valuta disponibili per la vendita consistono nella parte restante delle attività in valuta dei portafogli di investimento della Banca e corrispondono, per la maggior parte, all'investimento del capitale della Banca.

I *buoni del Tesoro* sono titoli di debito a breve termine delle amministrazioni centrali emessi sotto la pari.

I *titoli acquistati pronti contro termine* ("PcT attivi") rappresentano transazioni per mezzo delle quali la Banca eroga a favore di una controparte un prestito a scadenza fissa contro una garanzia in titoli. Il tasso sul prestito viene determinato all'inizio della transazione, che prevede un impegno irrevocabile a restituire i titoli equivalenti subordinatamente al rimborso del prestito. Per tutta la durata dell'operazione il valore equo dei titoli in garanzia viene monitorato richiedendo, se necessario, la consegna di garanzie aggiuntive per coprire l'esposizione creditoria.

I *prestiti a scadenza fissa* sono investimenti effettuati principalmente presso banche commerciali, ma anche presso banche centrali, organizzazioni internazionali e altre istituzioni del settore pubblico. Essi comprendono le anticipazioni concesse nel quadro di linee *standby* revocabili e non revocabili. La voce "Prestiti e anticipazioni" include inoltre i conti con termine di preavviso (nota 6).

I *titoli di Stato e altri titoli* sono titoli di debito emessi da amministrazioni pubbliche, organizzazioni internazionali e altre istituzioni del settore pubblico, nonché da banche commerciali e imprese. Essi comprendono obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile, così come titoli garantiti da attività.

Le tabelle seguenti contengono i dettagli delle attività in valuta della Banca.

Situazione al 31 marzo 2010	Attività portafogli bancari		Attività portafogli di investimento		Totale attività in valuta
	Al valore equo rilevato a conto economico	Disponibili per la vendita	Al valore equo rilevato a conto economico	Totale	
<i>In milioni di DSP</i>					
Buoni del Tesoro	84 652,5	–	62,3	62,3	84 714,8
Titoli acquistati pronti contro termine	42 305,9	–	–	–	42 305,9
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni	18 316,0	–	–	–	18 316,0
Titoli di Stato e altri titoli					
Titoli di Stato	7 863,1	9 563,8	8,9	9 572,7	17 426,9
Titoli di istituzioni finanziarie	18 878,3	677,7	543,2	1 220,9	20 108,1
Altri (fra cui titoli del settore pubblico)	14 838,0	1 314,7	–	1 314,7	16 152,7
	41 579,4	11 556,2	552,1	12 108,3	53 687,7
Totale attività in valuta	186 853,8	11 556,2	614,4	12 170,6	199 024,4

Situazione al 31 marzo 2009	Attività portafogli bancari	Attività portafogli di investimento			Totale attività in valuta
	Al valore equo rilevato a conto economico	Disponibili per la vendita	Al valore equo rilevato a conto economico	Totale	
<i>In milioni di DSP</i>					
Buoni del Tesoro	96 399,2	–	22,7	22,7	96 421,9
Titoli acquistati pronti contro termine	38 594,4	–	–	–	38 594,4
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni	18 116,1	–	–	–	18 116,1
Titoli di Stato e altri titoli					
Titoli di Stato	3 024,1	8 211,8	–	8 211,8	11 235,9
Titoli di istituzioni finanziarie	22 548,1	707,6	710,7	1 418,3	23 966,4
Altri (fra cui titoli del settore pubblico)	18 621,5	1 939,9	–	1 939,9	20 561,4
	44 193,7	10 859,3	710,7	11 570,0	55 763,7
Totale attività in valuta	197 303,4	10 859,3	733,4	11 592,7	208 896,1

B. Attività in valuta disponibili per la vendita

Le attività in valuta dei portafogli di investimento sono collegate principalmente all'investimento del capitale della Banca. Esse sono classificate come disponibili per la vendita, salvo se appartenenti a un portafoglio negoziato attivamente.

La tabella seguente illustra i movimenti delle attività in valuta della Banca disponibili per la vendita.

Ulteriori dettagli sul conto rivalutazione titoli e sulle plusvalenze nette da cessioni di titoli classificati come disponibili per la vendita sono contenuti rispettivamente alle note 18 e 26.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Saldo a inizio esercizio	10 859,3	11 707,4
Variazione netta delle attività in valuta disponibili per la vendita		
Acquisizioni	5 233,1	10 805,7
Cessioni	(3 941,1)	(4 633,8)
Altri movimenti netti	(685,6)	(7 193,1)
	606,4	(1 021,2)
Variazione netta nelle transazioni in attesa di regolamento	97,6	(109,8)
Valore equo e altre variazioni	(7,1)	282,9
Saldo a fine esercizio	11 556,2	10 859,3

6. Prestiti e anticipazioni

I prestiti e le anticipazioni comprendono i prestiti a scadenza fissa e i conti con termine di preavviso.

I prestiti a scadenza fissa sono riportati al valore equo rilevato a conto economico. I conti con termine di preavviso sono classificati come finanziamenti e crediti e compresi nella posta "Cassa ed equivalenti di cassa". Si tratta di attività finanziarie a brevissimo termine, con un preavviso di norma pari o inferiore a tre giorni. Essi sono iscritti in bilancio al costo ammortizzato.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni	18 316,0	18 116,1
Conti con termine di preavviso	972,6	396,6
Totale prestiti e anticipazioni	19 288,6	18 512,7

L'importo della variazione del valore equo rilevato a conto economico per i prestiti a scadenza fissa e le anticipazioni è pari a DSP 38,5 milioni (2009: DSP -50,0 milioni).

7. Strumenti finanziari derivati

La Banca impiega i seguenti tipi di strumenti derivati a fini di copertura e di negoziazione.

Futures su tassi di interesse e titoli obbligazionari – Obbligazioni contrattuali a ricevere o corrispondere a una data futura e a un prezzo prestabilito un importo netto determinato in base alle fluttuazioni di tassi di interesse o quotazioni obbligazionarie su un mercato organizzato. I contratti futures sono regolati giornalmente in borsa; il versamento dei margini corrispondenti si effettua in contante o mediante titoli negoziabili.

Opzioni su valute e oro – Accordi contrattuali con cui il venditore conferisce all'acquirente, dietro pagamento di un premio, il diritto, ma non l'obbligo, di ritirare (opzione *call*) o di consegnare (opzione *put*) a un prezzo prestabilito una determinata quantità di valuta o di oro a, ovvero entro, una certa data.

Swap su valute, oro, tassi di interesse a valute incrociate e tassi di interesse – Impegni a scambiarsi flussi di pagamento diversi. Possono riguardare valute, oro o tassi di interesse (ad esempio, tasso fisso contro variabile), oppure una combinazione di tassi di interesse e valute (swap su tassi di interesse a valute incrociate). Fatta eccezione per taluni contratti su valute, oro o tassi di interesse a valute incrociate, gli swap non originano scambi in linea capitale.

Contratti a termine su valute e su oro – Impegni ad acquistare una determinata quantità di valuta estera o di oro a una data futura. Comprendono le transazioni a pronti senza obbligo di consegna.

Forward rate agreement – Contratti a termine su tassi di interesse, negoziati su base singola, che comportano l'impegno a liquidare per contanti a una data futura la differenza fra il tasso concordato e quello corrente di mercato.

Swaption – Opzioni in cui il venditore, in cambio del versamento di un premio, conferisce all'acquirente il diritto, ma non l'obbligo, di attivare uno swap su valute o su tassi di interesse a, ovvero entro, una certa data e a un prezzo prestabilito.

La Banca offre inoltre alla clientela prodotti che incorporano strumenti derivati (nota 10). A fini contabili, i derivati incorporati sono separati dal contratto "ospite" e trattati alla stregua di strumenti derivati ordinari qualora il contratto "ospite" non sia valutato al valore equo. Pertanto, le opzioni su valute e su oro incorporate nei Dual Currency Deposit in oro sono contabilizzate fra i derivati alla voce "Opzioni su valute e su oro".

La tabella seguente riporta il valore equo degli strumenti finanziari derivati.

Situazione al 31 marzo	2010			2009		
	Valore nozionale	Valore equo		Valore nozionale	Valore equo	
		Attività	Passività		Attività	Passività
<i>In milioni di DSP</i>						
Futures su titoli obbligazionari	754,9	0,8	-	1 862,4	1,2	(1,4)
Swap su tassi di interesse a valute incrociate	345,8	56,1	(401,9)	2 708,0	95,6	(400,7)
Contratti a termine su valute e su oro	736,2	2,7	(1,1)	3 047,4	7,3	(173,0)
Opzioni su valute e su oro	6 034,1	47,9	(47,2)	5 030,1	156,6	(158,2)
Swap su valute e su oro	108 476,1	3 282,5	(199,8)	99 578,6	2 860,4	(1 294,1)
<i>Forward rate agreement</i>	7 975,6	0,7	(2,9)	10 875,9	20,0	(13,3)
Futures su tassi di interesse	2 015,9	-	-	12 430,4	0,3	(0,9)
Swap su tassi di interesse	309 000,7	6 721,1	(3 532,8)	393 413,7	10 600,8	(4 761,2)
<i>Swaption</i>	845,2	2,9	(1,7)	2 016,9	6,9	(14,0)
Totale degli strumenti finanziari derivati a fine esercizio	436 184,5	10 114,7	(4 187,4)	530 963,4	13 749,1	(6 816,8)
Saldo degli strumenti finanziari derivati a fine esercizio			5 927,3			6 932,3

8. Partite in corso di ricezione

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Transazioni finanziarie in attesa di regolamento	4 023,9	5 811,5
Altre attività	11,8	11,0
Totale partite in corso di ricezione	4 035,7	5 822,5

Le "Transazioni finanziarie in attesa di regolamento" riguardano partite in corso di ricezione a breve termine (in genere entro un massimo di tre giorni) relative a transazioni poste in essere, ma per le quali non vi è stato ancora trasferimento di contante. Fra di esse figurano le vendite di attività e le emissioni di passività già effettuate.

9. Terreni, immobili, arredi e attrezzature

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

				2010	2009
	Terreni	Immobili	Arredi e attrezzature (informatiche e di altra natura)	Totale	Totale
<i>In milioni di DSP</i>					
Costo storico					
Saldo a inizio esercizio	41,2	238,5	81,9	361,6	349,1
Spesa in conto capitale	-	5,4	6,7	12,1	12,7
Dismissioni e smobilizzi	-	-	-	-	(0,2)
Saldo a fine esercizio	41,2	243,9	88,6	373,7	361,6
Ammortamenti					
Ammortamento cumulativo a inizio esercizio	-	107,8	62,8	170,6	158,7
Ammortamenti	-	7,4	5,8	13,1	12,1
Dismissioni e smobilizzi	-	-	-	-	(0,2)
Saldo a fine esercizio	-	115,2	68,6	183,7	170,6
Valore contabile netto a fine esercizio	41,2	128,7	20,0	189,9	191,0

Gli ammortamenti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2010 comprendono un onere aggiuntivo di DSP 0,1 milioni derivante da una verifica sullo stato di deterioramento delle immobilizzazioni informatiche e di altra natura (2009: DSP 0,4 milioni).

10. Depositi in valuta

I depositi in valuta sono crediti scritturali nei confronti della Banca. Gli strumenti di deposito in valuta sono analizzati nella tabella seguente.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di uno o due giorni		
Medium-Term Instrument (MTI)	52 420,8	86 243,7
MTI riscattabili	1 717,3	2 652,9
FIXBIS	34 223,7	32 664,4
	88 361,8	121 561,0
Altri depositi in valuta		
FRIBIS	116,9	204,3
Depositi a scadenza fissa	78 434,1	43 633,2
Dual Currency Deposit (DCD)	95,8	237,4
Depositi su conti a vista e con termine di preavviso	28 746,5	31 586,3
	107 393,3	75 661,2
Totale depositi in valuta	195 755,1	197 222,2
Di cui:		
classificati al valore equo rilevato a conto economico	167 008,6	165 635,9
classificati fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato	28 746,5	31 586,3

I *Medium-Term Instrument* (MTI) sono investimenti a tasso fisso con scadenze trimestrali fino a dieci anni.

Gli *MTI riscattabili* sono una sottocategoria di MTI, riscattabili a discrezione della Banca a un prezzo di esercizio alla pari, in date comprese fra giugno e dicembre 2010 (2009: giugno e dicembre 2009). Il totale di bilancio per gli MTI riscattabili comprende il valore equo dell'opzione di tasso di interesse incorporata.

I *FIXBIS* sono investimenti a tasso fisso con scadenza minima di una settimana e massima di un anno.

I *FRIBIS* sono investimenti a tasso variabile con scadenza minima di un anno, e prevedono il ricalcolo del tasso per allinearli alle condizioni prevalenti sul mercato.

I *depositi a scadenza fissa* sono investimenti a tasso fisso con scadenza di norma inferiore a un anno.

I *Dual Currency Deposit* (DCD) sono depositi con durata prestabilita rimborsabili a scadenza nella valuta originaria o, a discrezione della Banca, in valuta diversa con importo prefissato. Il totale di bilancio per i DCD comprende il valore equo dell'opzione valutaria incorporata. Questi depositi sono tutti giunti a scadenza fra il 21 aprile e il 12 maggio 2010 (2009: fra il 2 aprile e il 15 maggio 2009).

I *depositi su conti a vista e con termine di preavviso* sono passività finanziarie a brevissimo termine, con un preavviso di norma pari o inferiore a tre giorni. Essi sono classificati fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

La Banca agisce come *market-maker* unico per taluni dei suoi depositi passivi in valuta e si è impegnata a rimborsare, in tutto o in parte, alcuni di questi strumenti di deposito al valore equo con un preavviso di uno o due giorni lavorativi.

A. Valutazione dei depositi in valuta

I depositi in valuta (diversi da quelli su conti a vista e con termine di preavviso) sono contabilizzati in bilancio al valore equo. Tale valore differisce da quello che la Banca è contrattualmente tenuta a pagare alla scadenza al titolare del deposito. Al 31 marzo 2010, per il totale dei depositi in valuta, la Banca era contrattualmente tenuta a pagare alla scadenza DSP 193 896,3 milioni, comprensivi degli interessi maturati a tale data (2009: DSP 193 629,2 milioni).

Per stimare il valore equo dei depositi in valuta la Banca ricorre a tecniche di valutazione quali i modelli di *discounted cash flow* o quelli di *option pricing*. I primi determinano il valore atteso dei flussi di cassa relativi agli strumenti finanziari mediante fattori di sconto ricavati in parte da tassi di interesse quotati (come il Libor e i tassi swap) e in parte da ipotesi sui differenziali denaro-lettera per ciascuno strumento.

Le ipotesi utilizzate si fondano sulle transazioni di mercato recenti che hanno avuto a oggetto tali strumenti. Qualora una serie di prodotti sia preclusa a nuovi investitori (e non esistano pertanto transazioni di mercato recenti), quale base per parametrare il modello la Banca utilizza l'ultimo spread quotato per la serie in questione.

I modelli di *option pricing* comportano ipotesi sulla volatilità ricavate dalle quotazioni di mercato.

B. Impatto di eventuali variazioni del merito di credito della Banca

Il valore equo delle passività della Banca risentirebbe di un'eventuale variazione del suo merito di credito. In caso di deterioramento, il valore delle passività diminuirebbe, e la corrispondente variazione sarebbe riportata come variazione di valutazione nel conto economico. La Banca valuta periodicamente il proprio merito di credito nell'ambito delle procedure di gestione dei rischi. Durante l'esercizio sotto rassegna, questa valutazione non ha evidenziato variazioni tali da produrre un impatto sul valore equo delle passività della Banca.

11. Depositi in oro

Tutti i depositi in oro presso la Banca provengono da banche centrali e sono classificati fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato.

12. Titoli ceduti pronti contro termine

I titoli ceduti pronti contro termine ("PcT passivi") rappresentano transazioni per mezzo delle quali la Banca riceve da una controparte un deposito a scadenza fissa contro una garanzia in titoli. Il tasso sul deposito viene fissato all'inizio della transazione, che prevede un impegno irrevocabile a rimborsare il deposito stesso previa restituzione di titoli equivalenti. Queste operazioni sono attivate esclusivamente da banche commerciali.

Al 31 marzo 2010 non sussistevano operazioni di cessione titoli pronti contro termine (2009: zero).

13. Partite in corso di pagamento

Le partite in corso di pagamento consistono in transazioni finanziarie in attesa di regolamento a breve termine (in genere, entro un massimo di tre giorni) già poste in essere, ma per le quali non vi è ancora stato trasferimento di contante. Fra di esse figurano gli acquisti di attività e i riacquisti di passività effettuati.

14. Altre passività

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Obbligazioni a fronte delle prestazioni successive al rapporto di lavoro (nota 19)		
Pensioni dei dipendenti	12,1	2,4
Pensioni dei Consiglieri	5,2	4,8
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	217,5	191,6
Posizioni corte in attività in valuta	66,0	151,6
Passività verso ex azionisti	0,5	0,5
Altre	17,7	17,3
Totale altre passività	319,0	368,2

15. Capitale

Il capitale azionario della Banca si compone di:

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Capitale autorizzato: 600 000 azioni, del valore nominale unitario di DSP 5 000, versato per DSP 1 250	3 000,0	3 000,0
Capitale emesso: 547 125 azioni	2 735,6	2 735,6
Capitale versato (25%)	683,9	683,9

Il numero di azioni aventi diritto al dividendo è:

Situazione al 31 marzo	2010	2009
Azioni emesse	547 125	547 125
Meno: azioni proprie	(1 000)	(1 000)
Azioni in circolazione con diritto a dividendo integrale	546 125	546 125
Dividendo unitario (in DSP)		
Normale	285	265
Supplementare	400	-
Dividendo unitario totale	685	265

16. Riserve statutarie

Lo Statuto della BRI dispone che, su proposta del Consiglio di amministrazione e con deliberazione dell'Assemblea generale ordinaria, l'utile netto annuo della Banca sia destinato a tre specifici fondi di riserva: il Fondo di riserva legale, il Fondo di riserva generale e il Fondo speciale di riserva per i dividendi. La parte dell'utile netto rimanente dopo il pagamento dei dividendi è solitamente destinata al Fondo di riserva libero.

Fondo di riserva legale – Questo fondo ha raggiunto il livello massimo di capitalizzazione, pari al 10% del capitale versato della Banca.

Fondo di riserva generale – Una volta eseguito il pagamento del dividendo, l'utile netto residuo deve essere destinato per il 10% al Fondo di riserva generale. Quando il saldo di questo fondo raggiunge il quintuplo del capitale versato, tale contribuzione annua scende al 5%.

Fondo speciale di riserva per i dividendi – Una parte dell'utile netto residuo può essere accantonata al Fondo speciale di riserva per i dividendi, destinato, ove necessario, al pagamento di tutto o parte del dividendo deliberato. I dividendi vengono di norma corrisposti a valere sull'utile netto della Banca.

Fondo di riserva libero – Dopo aver effettuato i suddetti trasferimenti, l'eventuale utile netto non ancora distribuito è generalmente accreditato al Fondo di riserva libero.

Gli introiti derivanti dalla sottoscrizione di azioni della Banca vengono attribuiti al Fondo di riserva legale nella misura necessaria a mantenerne la piena capitalizzazione; la parte restante viene accreditata al Fondo di riserva generale.

Il Fondo di riserva libero, il Fondo di riserva generale e il Fondo di riserva legale sono utilizzabili, in quest'ordine, per far fronte a eventuali perdite subite dalla Banca. In caso di liquidazione della BRI, i saldi dei fondi di riserva (dopo il regolamento di tutte le passività della Banca e delle spese di liquidazione) sarebbero ripartiti fra gli azionisti.

17. Azioni proprie

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	2010	2009
Numero di azioni a inizio esercizio	1 000	1 000
Variazioni in corso di esercizio	–	–
Numero di azioni a fine esercizio	1 000	1 000

Le azioni proprie constano di 1 000 titoli dell'emissione albanese sospesi nel 1977.

18. Altri conti di capitale

Gli altri conti di capitale rappresentano i conti rivalutazione delle attività in valuta disponibili per la vendita e di quelle in oro dei portafogli di investimento, descritti in maggior dettaglio alle note 4 e 5, rispettivamente.

Essi comprendono i conti seguenti:

Situazione al 31 marzo	2010	2009
<i>In milioni di DSP</i>		
Conto rivalutazione titoli	318,6	431,1
Conto rivalutazione oro	2 246,0	1 789,2
Totale altri conti di capitale	2 564,6	2 220,3

A. Conto rivalutazione titoli

A questo conto è imputata la differenza tra il valore equo e il costo ammortizzato delle attività in valuta della Banca disponibili per la vendita.

La tabella seguente riporta i movimenti del conto rivalutazione titoli.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	2010	2009
<i>In milioni di DSP</i>		
Saldo a inizio esercizio	431,1	272,0
Variazioni nette di valutazione		
Plus/(minus)valenze nette su cessioni	(105,4)	(123,8)
Valore equo e altre variazioni	(7,1)	282,9
	(112,5)	159,1
Saldo a fine esercizio	318,6	431,1

Le tabelle seguenti riportano i saldi del conto rivalutazione titoli.

Situazione al 31 marzo 2010	Valore equo delle attività	Costo storico	Conto rivalutazione titoli	Plusvalenze lorde	Minusvalenze lorde
<i>In milioni di DSP</i>					
Titoli di Stato e altri titoli e totale	11 556,2	11 237,6	318,6	322,2	(3,6)

Situazione al 31 marzo 2009	Valore equo delle attività	Costo storico	Conto rivalutazione titoli	Plusvalenze lorde	Minusvalenze lorde
<i>In milioni di DSP</i>					
Titoli di Stato e altri titoli e totale	10 859,3	10 428,2	431,1	447,3	(16,2)

B. Conto rivalutazione oro

Questo conto riporta la differenza tra il valore contabile e il costo stimato delle disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca. Per quanto concerne le disponibilità in oro al 31 marzo 2003 (data in cui la Banca ha modificato la propria valuta funzionale e di presentazione dal franco oro al DSP), il costo stimato è di circa DSP 151 per oncia di fino; tale ammontare deriva dalla conversione di USD 208 – valore che era stato applicato tra il 1979 e il 2003 in osservanza di quanto stabilito dal Consiglio di amministrazione della Banca – al tasso di cambio vigente al 31 marzo 2003.

La tabella seguente riporta la variazione del conto rivalutazione oro.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Saldo a inizio esercizio	1 789,2	1 636,8
Variazioni nette di valutazione		
Plusvalenze nette su cessioni	–	(77,0)
Movimenti nel prezzo dell'oro	456,8	229,4
	456,8	152,4
Saldo a fine esercizio	2 246,0	1 789,2

19. Obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro

La Banca gestisce tre sistemi previdenziali e assistenziali.

1. Un sistema pensionistico a prestazione definita per il personale, basato sull'ultimo stipendio, che si avvale di un fondo privo di personalità giuridica propria mediante il quale vengono corrisposte le prestazioni. Le attività del fondo sono amministrare dalla Banca nel solo interesse dei beneficiari presenti e futuri del sistema. La Banca è responsabile ultima di tutte le prestazioni dovute nel quadro del sistema pensionistico.
2. Un fondo pensione a ripartizione e a prestazione definita per i membri del Consiglio di amministrazione, la cui fruizione è subordinata a un periodo minimo di servizio di quattro anni.
3. Un fondo a ripartizione per le erogazioni successive al rapporto di lavoro a titolo di malattia e infortunio in favore del personale della Banca. La fruizione del sistema è subordinata in linea di principio alla permanenza in servizio del dipendente fino al cinquantesimo anno di età e per un periodo non inferiore a dieci anni.

I tre sistemi sono valutati annualmente da attuari indipendenti.

A. Importi iscritti in bilancio

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	Pensioni dei dipendenti				
	2010	2009	2008	2007	2006
Valore attuale dell'obbligazione	(913,1)	(747,4)	(709,7)	(653,7)	(606,4)
Valore equo delle attività del fondo	762,4	619,6	714,3	648,6	602,2
Livello di capitalizzazione	(150,7)	(127,8)	4,6	(5,1)	(4,2)
Perdite attuariali non riconosciute	138,6	125,4	41,2	47,3	46,8
Passati costi di servizio non riconosciuti	-	-	(45,8)	(42,2)	(42,6)
Passivo a fine esercizio	(12,1)	(2,4)	-	-	-

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	Pensioni dei Consiglieri				
	2010	2009	2008	2007	2006
Valore attuale dell'obbligazione	(6,5)	(5,7)	(5,4)	(4,6)	(4,6)
Valore equo delle attività del fondo	-	-	-	-	-
Livello di capitalizzazione	(6,5)	(5,7)	(5,4)	(4,6)	(4,6)
Perdite attuariali non riconosciute	1,3	0,9	0,6	0,3	0,3
Passati costi di servizio non riconosciuti	-	-	-	-	-
Passivo a fine esercizio	(5,2)	(4,8)	(4,8)	(4,3)	(4,3)

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	Erogazioni a titolo di malattia e infortunio				
	2010	2009	2008	2007	2006
Valore attuale dell'obbligazione	(284,2)	(225,4)	(208,0)	(186,3)	(183,8)
Valore equo delle attività del fondo	-	-	-	-	-
Livello di capitalizzazione	(284,2)	(225,4)	(208,0)	(186,3)	(183,8)
Perdite attuariali non riconosciute	72,3	40,1	30,3	42,0	57,2
Passati costi di servizio non riconosciuti	(5,6)	(6,3)	(7,7)	(7,8)	(8,6)
Passivo a fine esercizio	(217,5)	(191,6)	(185,4)	(152,1)	(135,2)

B. Valore attuale dell'obbligazione

La riconciliazione fra il valore attuale dell'obbligazione a inizio e a fine esercizio è la seguente:

Situazione al 31 marzo	Pensioni dei dipendenti			Pensioni dei Consiglieri			Erogazioni a titolo di malattia e infortunio		
	2010	2009	2008	2010	2009	2008	2010	2009	2008
<i>In milioni di DSP</i>									
Valore attuale dell'obbligazione a inizio esercizio	747,4	709,7	653,7	5,7	5,4	4,6	225,4	208,0	186,3
Costi di servizio correnti	32,0	29,8	30,5	0,2	0,2	0,2	8,5	7,9	8,2
Contributi dei partecipanti	4,5	3,9	3,7	-	-	-	-	0,1	-
Oneri da interessi	24,5	24,9	21,3	0,2	0,2	0,1	7,5	7,4	6,1
(Utili)/perdite attuariali	84,3	29,3	(55,7)	-	0,3	-	30,2	11,5	(13,9)
Prestazioni erogate	(28,3)	(24,5)	(23,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(2,2)	(1,9)	(1,8)
Differenze di cambio	48,7	(25,7)	79,3	0,7	(0,1)	0,9	14,8	(7,5)	23,1
Valore attuale dell'obbligazione a fine esercizio	913,1	747,4	709,7	6,5	5,7	5,4	284,2	225,4	208,0

C. Valore equo delle attività del fondo pensione del personale

La riconciliazione fra il valore equo delle attività del fondo pensione del personale a inizio e a fine esercizio è la seguente:

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009	2008
Valore equo delle attività del fondo a inizio esercizio	619,6	714,3	648,6
Rendimento atteso sulle attività del fondo	31,8	34,0	33,1
Utili/(perdite) attuariali	74,4	(99,3)	(44,8)
Contributi della Banca	20,0	18,3	17,3
Contributi dei partecipanti	4,5	3,9	3,7
Prestazioni erogate	(28,3)	(24,5)	(23,1)
Differenze di cambio	40,4	(27,1)	79,5
Valore equo delle attività del fondo a fine esercizio	762,4	619,6	714,3

D. Importi imputati al conto economico

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

Pensioni dei dipendenti	Pensioni dei Consiglieri			Erogazioni a titolo di malattia e infortunio					
	2010	2009	2008	2010	2009	2008			
<i>In milioni di DSP</i>									
Costi di servizio correnti	32,0	29,8	30,5	0,2	0,2	0,2	8,5	7,9	8,2
Oneri da interessi	24,5	24,9	21,3	0,2	0,2	0,1	7,5	7,4	6,1
Meno: rendimento atteso sulle attività del fondo	(31,8)	(34,0)	(33,1)	-	-	-	-	-	-
Meno: passati costi di servizio	-	-	(1,5)	-	-	-	(1,1)	(6,3)	(1,0)
Perdite attuariali nette riconosciute nell'esercizio finanziario	4,4	-	-	0,1	-	-	1,4	-	1,6
Totale imputato ai costi operativi	29,1	20,7	17,2	0,5	0,4	0,3	16,3	9,0	14,9

La Banca prevede che nell'esercizio finanziario 2010/11 i contributi da essa versati per i sistemi sopra descritti ammontano a DSP 24,1 milioni.

E. Categorie principali di attività in percentuale delle attività totali del fondo

Situazione al 31 marzo

<i>Quote percentuali</i>	2010	2009
Azioni europee	7,1	7,4
Altre azioni	33,4	16,8
Reddito fisso europeo	18,5	49,9
Altro reddito fisso	30,9	21,8
Altre attività	10,1	4,1
Rendimento effettivo sulle attività del fondo	14,4%	-10,5%

Il fondo pensione del personale non investe in strumenti finanziari emessi dalla Banca.

F. Principali ipotesi attuariali impiegate nelle presenti situazioni contabili

Situazione al 31 marzo	2010	2009
Applicabile ai tre sistemi previdenziali e assistenziali		
Tasso di sconto – tasso di mercato di obbligazioni societarie svizzere di prima qualità	2,75%	3,25%
Applicabile ai sistemi pensionistici del personale e dei Consiglieri		
Aumento atteso delle prestazioni pensionistiche	1,50%	1,50%
Applicabile unicamente al sistema pensionistico del personale		
Rendimento atteso sulle attività del fondo	5,00%	5,00%
Tasso di incremento salariale atteso	4,10%	4,10%
Applicabile unicamente al sistema pensionistico dei Consiglieri		
Tasso di incremento atteso della remunerazione pensionabile dei Consiglieri	1,50%	1,50%
Applicabile unicamente al sistema di erogazioni successive al rapporto di lavoro a titolo di malattia e infortunio		
Tasso atteso di crescita a lungo termine dei costi dell'assistenza sanitaria	5,00%	5,00%

Le ipotesi di incremento formulate riguardo agli stipendi del personale, alla remunerazione pensionabile dei Consiglieri e alle prestazioni pensionistiche pagabili incorporano al 31 marzo 2010 un tasso ipotizzato di inflazione dell'1,5% (2009: 1,5%).

Il rendimento atteso sulle attività del fondo si basa sulle aspettative di lungo periodo concernenti l'inflazione, i tassi di interesse, i premi al rischio e l'allocazione dell'attivo. Le stime tengono conto dei rendimenti storici e vengono calcolate in collaborazione con gli attuari indipendenti del fondo.

L'ipotesi relativa all'incremento dei costi dell'assistenza sanitaria produce effetti significativi sugli importi imputati al conto economico. Una variazione pari all'1% rispetto ai valori utilizzati nel calcolo per l'esercizio 2009/10 comporterebbe gli effetti di seguito riportati.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Aumento/(calo) dei costi complessivi per il servizio e gli interessi		
Aumento assistenza sanitaria: 6%	5,2	5,0
Aumento assistenza sanitaria: 4%	(3,9)	(3,6)

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Aumento/(calo) dell'obbligazione		
Aumento assistenza sanitaria: 6%	70,0	56,3
Aumento assistenza sanitaria: 4%	(53,1)	(42,5)

20. Reddito da interessi

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Attività in valuta disponibili per la vendita		
Titoli acquistati pronti contro termine	–	18,5
Titoli di Stato e altri titoli	317,7	365,0
	317,7	383,5
Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico		
Buoni del Tesoro	529,9	1 253,1
Titoli acquistati pronti contro termine	156,7	1 880,8
Prestiti e anticipazioni	101,7	1 321,1
Titoli di Stato e altri titoli	959,1	1 766,8
	1 747,4	6 221,8
Attività classificate tra i finanziamenti e crediti		
Conti a vista e con termine di preavviso	2,0	16,0
Disponibilità in oro dei portafogli di investimento	2,7	6,4
Disponibilità in oro dei portafogli bancari	3,1	5,0
Onere per riduzioni durevoli di valore delle attività in oro dei portafogli bancari	–	(18,3)
	7,8	9,1
Strumenti finanziari derivati riportati al valore equo rilevato a conto economico	1 979,0	1 640,5
Totale reddito da interessi	4 051,9	8 254,9

21. Oneri da interessi

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Passività al valore equo rilevato a conto economico		
Depositi in valuta	2 573,8	6 160,4
Passività classificate fra le passività finanziarie misurate al costo ammortizzato		
Depositi in oro	2,0	3,3
Depositi su conti a vista e con termine di preavviso	44,9	472,0
Titoli ceduti pronti contro termine	–	17,3
	46,9	492,6
Totale oneri da interessi	2 620,7	6 653,0

22. Variazioni nette di valutazione

Le variazioni nette di valutazione si riferiscono unicamente agli strumenti finanziari riportati al valore equo rilevato a conto economico. La tabella seguente comprende per il 2009 DSP 4,6 milioni di svalutazioni nette per perdite su crediti dovute a insolvenza (2010: zero).

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico		
Variazioni di valutazione non realizzate su attività in valuta	698,6	59,8
Plusvalenze realizzate su attività in valuta	53,2	34,8
	751,8	94,6
Passività in valuta al valore equo rilevato a conto economico		
Variazioni di valutazione non realizzate su passività finanziarie	1 977,4	(1 549,1)
Minusvalenze realizzate su passività finanziarie	(928,4)	(1 139,6)
	1 049,0	(2 688,7)
Variazioni di valutazione su strumenti finanziari derivati	(1 280,3)	1 412,4
Variazioni nette di valutazione	520,5	(1 181,7)

23. Reddito netto da commissioni e provvigioni

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Proventi per commissioni e provvigioni	18,8	8,1
Oneri per commissioni e provvigioni	(8,1)	(7,7)
Reddito netto da commissioni e provvigioni	10,7	0,4

24. Minusvalenze valutarie nette

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Plusvalenze nette su transazioni	0,3	11,6
Minusvalenze nette da conversione	(17,5)	(20,4)
Minusvalenze valutarie nette	(17,2)	(8,8)

25. Costi operativi

La tabella seguente analizza i costi operativi della Banca in franchi svizzeri (CHF), moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di CHF</i>	2010	2009
Consiglio di amministrazione		
Compensi ai Consiglieri	2,3	2,0
Pensioni a ex Consiglieri	0,6	0,5
Trasferte, riunioni esterne del Consiglio e altre spese	1,3	1,6
	4,2	4,1
Direzione e personale		
Stipendi	118,8	114,1
Pensioni	51,8	34,3
Altre spese relative al personale	44,2	45,4
	214,8	193,8
Funzionamento degli uffici e altre spese	73,7	65,8
Spese di amministrazione in milioni di CHF	292,7	263,7
Spese di amministrazione in milioni di DSP	177,7	154,4
Ammortamenti in milioni di DSP	13,1	12,1
Costi operativi in milioni di DSP	190,8	166,5

Durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2010 il numero medio di posizioni equivalenti a tempo pieno era di 540 unità (2009: 532).

26. Plusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Introiti da cessioni	3 941,1	4 633,8
Costo ammortizzato	(3 835,7)	(4 510,0)
Plusvalenze nette	105,4	123,8
Di cui:		
plusvalenze lorde realizzate	107,7	128,9
minusvalenze lorde realizzate	(2,3)	(5,1)

27. Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Introiti da cessioni	-	102,0
Costo stimato (nota 18B)	-	(25,0)
Plusvalenze nette realizzate	-	77,0

28. Utile unitario

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

	2010	2009
Utile netto per l'esercizio finanziario (in milioni di DSP)	1 859,8	446,1
Numero medio ponderato di azioni aventi diritto al dividendo	546 125	546 125
Utile base e utile diluito per azione (DSP per azione)	3 405,4	816,8

I dividendi proposti per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2010 comprendono un dividendo unitario ordinario di DSP 285 (2009: DSP 265) e un dividendo unitario supplementare di DSP 400 (2009: zero), per complessivi DSP 685 per azione (2009: DSP 265).

29. Cassa ed equivalenti di cassa

Ai fini del rendiconto finanziario, la cassa e gli equivalenti di cassa comprendono:

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Cassa e conti a vista presso banche	1 516,2	915,2
Conti con termine di preavviso	972,6	396,6
Totale cassa ed equivalenti di cassa	2 488,8	1 311,8

30. Imposte e tasse

Lo speciale status giuridico della Banca in Svizzera è stabilito anzitutto dall'Accordo di sede con il Consiglio federale svizzero. Ai sensi di tale Accordo, la Banca è esentata sul territorio elvetico dal pagamento della quasi totalità delle imposte dirette e indirette a livello sia federale che locale.

Accordi analoghi sono stati conclusi con il Governo della Repubblica popolare cinese per l'Ufficio asiatico di Hong Kong SAR e con il Governo del Messico per l'Ufficio delle Americhe.

31. Tassi di cambio

La tabella seguente riporta i tassi e i prezzi principali usati per la conversione in DSP dei conti in valute e in oro.

	Tasso a pronti al 31 marzo		Tasso medio per l'esercizio finanziario chiuso nel	
	2010	2009	2010	2009
USD	0,658	0,670	0,644	0,648
EUR	0,889	0,890	0,909	0,908
JPY	0,00704	0,00677	0,00694	0,00654
GBP	0,998	0,962	1,027	1,088
CHF	0,625	0,590	0,606	0,584
Oro (in onces)	732,9	614,6	657,4	560,4

32. Partite fuori bilancio

Le operazioni fiduciarie sono effettuate a nome della BRI, ma per conto e a rischio della sua clientela, senza diritto di rivalsa verso la Banca. Esse non figurano in bilancio e comprendono:

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Contratti di custodia	11 115,6	11 082,0
Contratti di pegno	88,8	90,0
Mandati di gestione di portafoglio	8 981,2	6 919,0
Oro in barre detenuto in custodia	5 003,9	4 078,9
Totale	25 189,5	22 169,9

La tabella precedente riporta il valore nominale dei titoli detenuti nel quadro di accordi di custodia e di pegno e il valore netto di inventario dei mandati di gestione di portafoglio. I mandati di gestione di portafoglio comprendono i BIS Investment Pool (BISIP), ossia strumenti di investimento collettivo destinati alle banche centrali, e i mandati specifici concordati con singole banche centrali clienti.

L'oro in barre detenuto in custodia è iscritto in bilancio in base al peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA). Al 31 marzo 2010 l'oro in barre detenuto in custodia ammontava a 212 tonnellate di fino (2009: 212 tonnellate).

Gli strumenti finanziari detenuti a fronte degli accordi di cui sopra sono custoditi presso depositari esterni (banche centrali o istituzioni commerciali).

33. Impegni

La Banca fornisce alla clientela aperture di credito *standby* irrevocabili. Al 31 marzo 2010 gli impegni di questo tipo in essere erano pari a DSP 4 919,8 milioni (2009: DSP 8 646,8 milioni), di cui DSP 2 420,7 milioni non assistiti da garanzia (2009: DSP 234,5 milioni).

34. Gerarchia del valore equo

La Banca classifica le stime del valore equo degli strumenti finanziari secondo una gerarchia che riflette la rilevanza dei dati di input utilizzati nell'effettuare la valutazione. La classificazione di ciascuna stima è determinata in base ai dati di livello più basso rilevanti per il calcolo del valore equo nella sua interezza. La gerarchia del valore equo adottata dalla Banca fa riferimento ai seguenti livelli di classificazione dei dati:

livello 1: quotazioni non rettificata espresse su mercati attivi per strumenti finanziari identici;

livello 2: dati di input, diversi dalle quotazioni di cui al livello 1, che sono osservabili per lo strumento finanziario sia direttamente (come nel caso dei prezzi), sia indirettamente (ad esempio ricavati dai prezzi di strumenti finanziari simili). Questi comprendono i valori osservabili di tassi di interesse, spread e volatilità;

livello 3: dati non osservabili nei mercati finanziari utilizzati come input in modelli di valutazione.

A. Attività valutate al valore equo

Situazione al 31 marzo 2010

In milioni di DSP	Livello 1	Livello 2	Livello 3	Totale
Attività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico				
Buoni del Tesoro	62 644,6	22 070,2	-	84 714,8
Titoli acquistati pronti contro termine	-	42 305,9	-	42 305,9
Prestiti a scadenza fissa	-	18 316,0	-	18 316,0
Titoli di Stato e altri titoli	13 354,7	28 685,4	91,4	42 131,5
Strumenti finanziari derivati	2,5	10 112,2	-	10 114,7
Attività finanziarie classificate come disponibili per la vendita				
Titoli di Stato e altri titoli	10 699,4	856,8	-	11 556,2
Totale attività finanziarie contabilizzate al valore equo	86 701,2	122 346,5	91,4	209 139,1
Passività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico				
Depositi in valuta	-	(167 008,6)	-	(167 008,6)
Strumenti finanziari derivati	(12,6)	(4 174,8)	-	(4 187,4)
Altre passività (posizioni corte in attività in valuta)	-	(66,0)	-	(66,0)
Totale passività finanziarie contabilizzate al valore equo	(12,6)	(171 249,4)	-	(171 262,0)

La Banca ritiene che la migliore rappresentazione del valore equo sia data dalle quotazioni pubbliche dei prezzi in mercati attivi. Gli strumenti finanziari valutati in base alle quotazioni espresse in mercati attivi sono classificate al livello 1.

Qualora non esistano quotazioni affidabili di questo tipo, la Banca determina il valore equo dei singoli strumenti finanziari in base a tecniche di valutazione standard di mercato che comportano l'impiego di modelli di *discounted cash flow* o di altri metodi comunemente utilizzati nel mercato. In caso di utilizzo di modelli finanziari, la Banca cerca di impiegare quanto più possibile input di mercato osservabili. Gli strumenti finanziari valutati in questo modo sono classificati al livello 2.

Una quota esigua delle valutazioni di strumenti finanziari della Banca è effettuata in base a tecniche di valutazione che impiegano in misura rilevante dati di input non osservabili. Gli strumenti finanziari valutati in questo modo sono classificati al livello 3. Al 31 marzo 2009 e 2010 gli strumenti finanziari classificati al livello 3 erano costituiti da obbligazioni societarie illiquide.

L'accuratezza delle valutazioni effettuate dalla Banca viene garantita da una verifica indipendente di prezzo condotta dalla funzione di controllo delle valutazioni.

B. Riconciliazione delle attività e passività valutate al valore equo di livello 3

Situazione al 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico	Attività finanziarie classificate come disponibili per la vendita	Totale
Saldo a inizio esercizio	566,6	28,5	595,1
Plus/minusvalenze nel conto economico	109,0	-	109,0
Plus/minusvalenze nel patrimonio netto	-	1,0	1,0
Plus/minusvalenze totali	109,0	1,0	110,0
Cessioni	(40,5)	-	(40,5)
Trasferimenti dal livello 3	(617,5)	(29,5)	(647,0)
Trasferimenti verso il livello 3	73,8	-	73,8
Saldo a fine esercizio	91,4	-	91,4
Plus/minusvalenze nel conto economico relative alle attività e passività detenute alla fine del periodo di segnalazione	28,2	-	28,2

35. Tassi di interesse effettivi

Il tasso di interesse effettivo è il tasso di sconto che uguaglia i flussi di cassa futuri attesi di uno strumento finanziario al suo valore contabile attuale.

Le tabelle seguenti riportano i tassi di interesse effettivi per gli strumenti finanziari pertinenti, suddivisi per le principali valute.

Situazione al 31 marzo 2010

<i>Quote percentuali</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
Attività					
Prestiti in oro	–	–	–	–	0,49
Buoni del Tesoro	0,31	0,72	0,49	0,11	2,19
Titoli acquistati pronti contro termine	0,12	0,21	0,47	0,05	–
Prestiti e anticipazioni	0,41	0,40	0,51	0,07	0,07
Titoli di Stato e altri titoli	1,96	2,66	2,19	0,66	4,75
Passività					
Depositi in valuta	1,03	0,73	1,34	0,12	0,28
Depositi in oro	–	–	–	–	0,42
Posizioni corte in attività in valuta	1,68	–	–	–	–

Situazione al 31 marzo 2009

<i>Quote percentuali</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
Attività					
Prestiti in oro	–	–	–	–	0,54
Buoni del Tesoro	0,88	1,83	0,69	0,23	–
Titoli acquistati pronti contro termine	0,16	0,62	0,63	0,10	–
Prestiti e anticipazioni	0,84	1,29	0,87	0,08	0,40
Titoli di Stato e altri titoli	2,50	3,24	3,26	0,86	3,88
Passività					
Depositi in valuta	2,00	2,00	2,05	0,16	2,05
Depositi in oro	–	–	–	–	0,38
Posizioni corte in attività in valuta	4,96	–	–	–	–

36. Analisi geografica

A. Passività totali

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Africa ed Europa	93 697,7	109 733,3
Asia-Pacifico	100 001,4	82 770,5
Americhe	40 988,6	40 344,5
Organizzazioni internazionali	8 430,3	8 822,5
Totale	243 118,0	241 670,8

B. Partite fuori bilancio

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Africa ed Europa	6 107,7	5 361,6
Asia-Pacifico	17 911,3	16 165,1
Americhe	1 170,5	643,2
Totale	25 189,5	22 169,9

La nota 32 illustra in maggior dettaglio le partite fuori bilancio della Banca. Un'analisi geografica delle attività della Banca è fornita nella sezione "Gestione dei rischi" (nota 3C).

C. Impegni di credito

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Africa ed Europa	2 861,7	1 073,3
Asia-Pacifico	2 058,1	7 573,5
Americhe	-	-
Totale	4 919,8	8 646,8

La nota 33 illustra in maggior dettaglio gli impegni di credito della BRI.

37. Soggetti collegati

La Banca considera come soggetti collegati:

- i membri del Consiglio di amministrazione;
- l'alta Direzione della BRI;
- i familiari stretti delle persone suddette;
- le entità che possono influire in misura significativa su un membro del Consiglio o su un Dirigente, o viceversa sulle quali costoro possono influire in misura significativa;
- i sistemi di prestazioni successive al rapporto di lavoro della Banca;
- le banche centrali il cui Governatore è membro del Consiglio di amministrazione e le istituzioni a esse collegate.

Un elenco dei membri del Consiglio di amministrazione e dei Dirigenti è riportato nella sezione "Governance e amministrazione della BRI" della presente Relazione annuale. La nota 19 fornisce dettagli in merito ai sistemi di prestazioni successive al rapporto di lavoro della BRI.

A. Persone fisiche collegate

Gli emolumenti complessivamente corrisposti ai membri dell'alta Direzione e imputati al conto economico sono i seguenti:

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di CHF</i>	2010	2009
Stipendi, indennità e copertura sanitaria	6,9	6,4
Erogazioni successive al rapporto di lavoro	1,9	1,7
Emolumenti totali in milioni di CHF	8,8	8,1
Equivalenti in DSP	5,5	4,7

Nella nota 25 sono contenuti ragguagli in merito agli emolumenti complessivamente erogati ai membri del Consiglio di amministrazione.

La Banca offre a tutti i membri del personale e della Direzione conti personali di deposito. Essi sono fruttiferi di interesse al tasso determinato dalla BRI in base a quello corrisposto dalla Banca nazionale svizzera sui conti intestati ai suoi dipendenti. Le movimentazioni e il saldo complessivo dei conti personali di deposito accessi a nome dei membri del Consiglio di amministrazione e dell'alta Direzione della Banca sono riportati di seguito.

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di CHF</i>	2010	2009
Saldo a inizio esercizio	12,8	18,0
Depositi passivi, inclusi gli interessi maturati (al netto della ritenuta alla fonte) e i depositi di nuova costituzione	8,6	3,4
Prelievi ed estinzioni	(1,7)	(8,6)
Saldo a fine esercizio in milioni di CHF	19,7	12,8
Equivalente in DSP	12,3	7,6
Interessi corrisposti sui depositi in milioni di CHF	0,4	0,7
Equivalente in DSP	0,2	0,4

I saldi relativi ai membri del Consiglio di amministrazione e dell'alta Direzione della Banca nominati nel corso dell'esercizio finanziario sono inclusi nella tabella precedente fra i depositi passivi, mentre quelli dei membri del Consiglio e dell'alta Direzione, il cui servizio è cessato nello stesso periodo, figurano fra i prelievi.

La Banca gestisce inoltre conti personali di deposito vincolati, intestati a dipendenti che partecipavano al piano di risparmio della BRI soppresso il 1° aprile 2003. Tali conti, su cui non è possibile effettuare ulteriori versamenti, verranno liquidati ai rispettivi titolari al momento della cessazione del servizio presso la Banca. Essi sono fruttiferi di interesse al tasso determinato dalla BRI in base a quello corrisposto dalla Banca nazionale svizzera sui conti intestati ai suoi dipendenti, maggiorato dell'1%. Al 31 marzo 2010 il saldo complessivo di tali conti vincolati era pari a DSP 20,0 milioni (2009: DSP 19,2 milioni). Questi conti sono iscritti in bilancio alla voce "Depositi in valuta".

B. Banche centrali collegate e istituzioni connesse

La BRI offre i suoi servizi bancari a una clientela composta prevalentemente da banche centrali, autorità monetarie e organizzazioni finanziarie internazionali. A tal fine, nel normale corso della sua operatività, essa conclude transazioni con banche centrali collegate e istituzioni connesse. Tali transazioni includono la concessione di anticipazioni e la raccolta di depositi in valuta e in oro.

La politica della Banca prevede che le transazioni con banche centrali collegate e istituzioni connesse siano concluse alle stesse condizioni delle operazioni effettuate con altri clienti non collegati.

Depositi in valuta da parte di banche centrali collegate e istituzioni connesse

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Saldo a inizio esercizio	50 475,4	53 998,3
Depositi passivi	356 011,2	120 912,0
Depositi in scadenza, rimborsi e variazioni del valore equo	(351 789,4)	(123 325,4)
Movimenti netti sui conti con termine di preavviso	2 815,4	(1 109,5)
Saldo a fine esercizio	57 512,6	50 475,4
Quota percentuale sui depositi complessivi in valuta a fine esercizio	29,4%	25,6%

Depositi in oro da parte di banche centrali collegate e istituzioni connesse

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Saldo a inizio esercizio	19 468,7	26 336,1
Depositi passivi	40,8	55,0
Prelievi netti e movimenti del prezzo dell'oro	(40,8)	(218,8)
Movimenti netti sui conti a vista in oro	8 220,0	(6 703,6)
Saldo a fine esercizio	27 688,7	19 468,7
Quota percentuale sui depositi complessivi in oro a fine esercizio	86,4%	84,5%

Titoli acquistati pronti contro termine da banche centrali collegate e istituzioni connesse

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Saldo a inizio esercizio	4 602,5	3 271,9
Depositi attivi garantiti	903 642,0	889 828,4
Partite in scadenza e variazioni del valore equo	(903 301,8)	(888 497,8)
Saldo a fine esercizio	4 942,7	4 602,5
Quota percentuale sul totale dei titoli acquistati pronti contro termine a fine esercizio	11,7%	11,9%

Altri conti con banche centrali collegate e istituzioni connesse

La Banca detiene presso banche centrali collegate e istituzioni connesse conti a vista in valuta, che al 31 marzo 2010 ammontavano a DSP 1 417,9 milioni (2009: DSP 881,5 milioni). Alla stessa data l'oro detenuto su conti a vista presso banche centrali collegate e istituzioni connesse era pari a DSP 41 575,7 milioni (2009: DSP 22 605,8 milioni).

Transazioni in strumenti derivati con banche centrali collegate e istituzioni connesse

La Banca conclude con banche centrali collegate e istituzioni connesse transazioni in strumenti derivati, fra cui contratti su valute e swap su tassi di interesse. Il valore nominale complessivo di queste transazioni nell'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2010 era pari a DSP 19 431,3 milioni (2009: DSP 6 510,0 milioni).

38. Passività eventuali

Al 31 marzo 2010 la Banca non presentava passività eventuali di rilievo.

Adeguatezza patrimoniale

1. Patrimonio

La tabella seguente riporta la composizione del patrimonio di base (*tier 1*) e del patrimonio totale al 31 marzo 2010.

Situazione al 31 marzo		
<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Capitale	683,9	683,9
Riserve statutarie come da bilancio	10 668,7	10 367,3
Meno: azioni proprie	(1,7)	(1,7)
Patrimonio di base	11 350,9	11 049,5
Conto economico	1 859,8	446,1
Altri conti di capitale	2 564,6	2 220,3
Capitale totale	15 775,3	13 715,9

La Banca valuta in via continuativa la propria adeguatezza patrimoniale, avvalendosi del supporto dei processi di pianificazione annuale del capitale e dell'operatività.

Lo schema di gestione dei rischi adottato dalla BRI è conforme alla versione rivista del documento *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali* (Basilea 2), pubblicata dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nel giugno 2006. Esso recepisce tutti e tre i pilastri del Basilea 2, tenendo in considerazione la portata e la natura particolare delle attività della Banca. Poiché la BRI non è soggetta alle regolamentazioni nazionali in materia di vigilanza bancaria, l'attuazione del secondo pilastro si limita a un'autovalutazione dell'adeguatezza patrimoniale da parte della Banca. La metodologia utilizzata nella valutazione del capitale economico è più esauriente di quella prevista dal primo pilastro del Basilea 2 e mira a garantire un livello di solvibilità sostanzialmente più elevato.

2. Capitale economico

L'autovalutazione dell'adeguatezza patrimoniale effettuata dalla Banca si basa sui modelli del capitale economico per i rischi di mercato, di credito, operativo e per le altre tipologie di rischio. Tali modelli sono costruiti in modo da determinare l'ammontare di capitale necessario ad assorbire eventuali perdite sulle esposizioni al rischio, a un livello di confidenza statistica coerente con l'obiettivo di mantenere un grado superiore di qualità creditizia. Tali modelli misurano il capitale economico con un intervallo di confidenza del 99,995% e ipotizzando un periodo di detenzione di un anno, fatta eccezione per le altre tipologie di rischio. La porzione di capitale economico destinata alle altre tipologie di rischio è determinata sulla base della valutazione condotta dalla Direzione in merito ai rischi che (in tutto o in parte) non trovano riflesso nel computo del capitale economico.

La tabella seguente presenta una sintesi del capitale economico assorbito dai rischi di credito, di mercato, operativo e dalle altre tipologie di rischio.

Situazione al 31 marzo		
<i>In milioni di DSP</i>	2010	2009
Rischio di credito	5 659,8	5 673,7
Rischi di mercato	2 708,7	3 099,8
Rischio operativo	475,0	425,0
Altre tipologie di rischio	300,0	300,0
Totale capitale economico assorbito	9 143,5	9 498,5

3. Attività ponderate per il rischio e coefficienti patrimoniali minimi ai sensi dello schema Basilea 2

Lo schema Basilea 2 contiene vari metodi per il calcolo delle attività ponderate per il rischio e dei corrispondenti coefficienti patrimoniali minimi. In linea di principio, tali coefficienti sono pari all'8% delle attività ponderate per il rischio.

La tabella seguente presenta una sintesi dei vari tipi di esposizioni e di metodologie rilevanti, nonché delle attività ponderate per il rischio e dei coefficienti patrimoniali minimi relativamente ai rischi di credito, di mercato e operativo.

Situazione al 31 marzo		2010			2009		
	Metodologia impiegata	Ammontare dell'esposizione	Attività ponderate (A)	Coefficienti minimi (B)	Ammontare dell'esposizione	Attività ponderate (A)	Coefficienti minimi (B)
<i>In milioni di DSP</i>							
Rischio di credito							
Esposizione verso soggetti sovrani, banche e imprese	Metodo avanzato del sistema basato sui rating interni, dove (B) è pari ad (A) x 8%	207 871,9	9 027,4	722,2	225 017,7	10 114,8	809,2
Esposizioni collegate a cartolarizzazioni, portafogli gestiti esternamente e altre attività	Metodo standardizzato, dove (B) è pari ad (A) x 8%	2 820,7	1 159,5	92,8	3 342,2	1 291,0	103,3
Rischi di mercato							
Esposizione al rischio di cambio e al rischio di prezzo dell'oro	Metodo dei modelli interni, dove (A) è pari a (B)/8%	–	10 768,1	861,4	–	15 783,5	1 262,7
Rischio operativo							
	Metodo avanzato di misurazione, dove (A) è pari a (B)/8%	–	2 256,3	180,5	–	2 250,0	180,0
Totale			23 211,3	1 856,9		29 439,3	2 355,2

Relativamente al rischio di credito la Banca ha adottato il metodo avanzato del sistema basato sui rating interni per gran parte delle esposizioni. Esso prevede che il coefficiente di rischio di una transazione sia determinato in base alla pertinente funzione di ponderazione del rischio prevista dal Basilea 2, utilizzando le stime interne della Banca per quanto riguarda i parametri principali. Per alcune esposizioni la Banca ha optato per il metodo standardizzato. In questo caso, i coefficienti sono stabiliti in base al tipo di esposizione.

Le attività ponderate per i rischi di mercato sono calcolate secondo il metodo dei modelli interni, mentre per il rischio operativo è stato adottato il metodo avanzato di misurazione. Entrambi questi metodi prevedono il ricorso a metodologie VaR (*Value-at-Risk* o valore a rischio). I coefficienti patrimoniali minimi sono ricavati a partire dai valori del VaR e convertiti in attività ponderate per il rischio tenendo conto del coefficiente patrimoniale minimo dell'8%.

Maggiori dettagli sulle ipotesi sottostanti questi calcoli sono forniti nelle sezioni sui rischi di credito, di mercato e operativo.

4. Quoziente del patrimonio di base

Il quoziente del patrimonio di base misura l'adeguatezza dei mezzi propri raffrontando il patrimonio di base della Banca con le sue attività ponderate per il rischio. La tabella seguente riporta il quoziente calcolato conformemente alle disposizioni del Basilea 2.

Situazione al 31 marzo	2010	2009
<i>In milioni di DSP</i>		
Patrimonio di base	11 350,9	11 049,5
Meno: perdite attese	-	(13,9)
Patrimonio di base al netto delle perdite attese (A)	11 350,9	11 035,6
Totale attività ponderate per il rischio (B)	23 211,3	29 439,3
Quoziente del patrimonio di base (A)/(B)	48,9%	37,5%

Secondo quanto previsto dal Basilea 2, le perdite attese sulle esposizioni al rischio di credito sono calcolate in base al metodo avanzato del sistema sui rating interni. Il calcolo è effettuato alla data di chiusura del bilancio tenendo conto degli accantonamenti per riduzioni durevoli di valore riportati nelle situazioni contabili della Banca. La nota 2 fornisce maggiori dettagli in merito. Conformemente con le disposizioni del Basilea 2, le perdite attese vengono raffrontate con gli accantonamenti per riduzioni durevoli di valore, e le eventuali carenze accertate sono portate in deduzione dal patrimonio di base della Banca. Al 31 marzo 2010 gli accantonamenti per riduzioni durevoli di valore superavano le perdite attese.

La Banca mantiene un elevatissimo merito di credito ed effettua valutazioni esaustive della sua adeguatezza patrimoniale alla luce delle proprie specificità. Essa conserva in effetti una dotazione patrimoniale sostanzialmente più elevata di quella minima richiesta.

Gestione dei rischi

1. Rischi incorsi dalla Banca

La Banca assiste la sua clientela – formata prevalentemente da banche centrali, autorità monetarie e organizzazioni finanziarie internazionali – nella gestione delle riserve e nelle attività finanziarie collegate.

Le attività bancarie sono fondamentali per il conseguimento degli obiettivi della Banca e le permettono di conservare solidità e indipendenza finanziaria. La BRI intraprende operazioni bancarie sia per conto della clientela, sia per l'investimento dei suoi mezzi propri; in entrambi i casi, queste attività possono generare rischi finanziari, fra cui rischi di credito, di mercato e di liquidità. La Banca è inoltre esposta al rischio operativo.

All'interno del quadro definito dal Consiglio di amministrazione, la Direzione della Banca ha elaborato politiche di gestione dei rischi volte a garantire che questi siano individuati, adeguatamente misurati e contenuti, e siano oggetto di monitoraggio e segnalazioni.

2. Approccio e organizzazione della gestione dei rischi

Approccio generale

La Banca mantiene un grado superiore di qualità creditizia e adotta un approccio prudente nell'assunzione di rischi finanziari:

- mantenendo una posizione patrimoniale eccezionalmente solida;
- investendo i suoi attivi prevalentemente in strumenti finanziari di elevata qualità creditizia;
- cercando di diversificare su più settori le proprie attività finanziarie;
- adottando un approccio prudente nell'assunzione tattica di rischi di mercato e gestendo attentamente i rischi di mercato associati alle sue posizioni strategiche, incluse le disponibilità in oro;
- mantenendo un livello elevato di liquidità.

A. Organizzazione

Ai termini dell'Articolo 39 dello Statuto della Banca, il Direttore generale, assistito dal Condirettore generale, risponde al Consiglio dell'amministrazione della Banca. Il Condirettore generale è responsabile delle funzioni indipendenti di controllo dei rischi e di controllo della conformità della Banca. Il Direttore generale e il Condirettore generale sono coadiuvati dai comitati consultivi dell'alta Direzione.

I principali comitati consultivi sono il Comitato esecutivo, il Comitato finanziario e il Comitato per la conformità e il rischio operativo. I primi due sono presieduti dal Direttore generale, il terzo dal Condirettore generale, e tutti includono altri membri dell'alta Direzione della Banca. Il Comitato esecutivo assiste il Direttore generale principalmente nelle questioni di pianificazione strategica e allocazione delle risorse, nonché nelle decisioni relative agli obiettivi finanziari generali dell'attività bancaria e della gestione del rischio operativo. Il Comitato finanziario coadiuva il Direttore generale per quanto riguarda la gestione finanziaria e le questioni di *policy* collegate all'attività bancaria, compresa l'allocazione del capitale economico fra le varie categorie di rischio. Il Comitato per la conformità e il rischio operativo fornisce consulenza al Condirettore generale garantendo il coordinamento delle attività di conformità e di gestione del rischio operativo in tutta la Banca.

La funzione indipendente di controllo per i rischi finanziari è affidata alla sezione Controllo rischi, mentre per il rischio operativo tale funzione è ripartita fra il Controllo rischi, che si occupa di quantificare questa fattispecie di rischio, e l'unità Conformità e rischio operativo. Entrambe le unità riferiscono direttamente al Condirettore generale.

La funzione del controllo di conformità della Banca è affidata all'unità Conformità e rischio operativo, il cui obiettivo è di assicurare con ragionevole certezza che le attività svolte dalla Banca e dal suo personale siano conformi alle leggi e ai regolamenti vigenti, allo Statuto della BRI, al Codice di condotta della Banca, alle altre prescrizioni e politiche interne, nonché alle prassi ottimali applicabili.

L'unità Conformità e rischio operativo individua e gestisce i rischi di mancata conformità e si occupa di guidare e formare il personale della Banca al riguardo. Il responsabile dell'unità, inoltre, riferisce direttamente al Comitato di revisione, uno dei comitati consultivi del Consiglio di amministrazione.

L'unità Finanze e il Servizio giuridico completano l'organizzazione della gestione dei rischi della Banca. L'unità Finanze ha una funzione indipendente di controllo in materia di valutazioni, predispone le situazioni contabili della Banca e controlla le spese formulando il budget annuo e monitorandone l'attuazione. La sua funzione indipendente di controllo delle valutazioni ha lo scopo di assicurare che, in sede di valutazione finanziaria, la Banca osservi le politiche e procedure vigenti al riguardo e che i processi e le procedure che influiscono sulle valutazioni effettuate dalla Banca siano conformi alle prassi ottimali. L'unità Finanze riferisce direttamente al Segretario generale.

Il Servizio giuridico fornisce consulenza e assistenza legale su un'ampia gamma di questioni relative alle attività della Banca. Esso riferisce direttamente al Direttore generale.

L'Audit interno verifica le procedure di controllo della Banca e riferisce sulla loro conformità agli standard interni e alle prassi ottimali di settore. Fra i suoi compiti figurano la revisione delle procedure di gestione del rischio, dei sistemi di controllo interni, dei sistemi informativi e delle prassi di governo societario. L'Audit interno riferisce direttamente al Comitato di revisione e risponde del proprio operato al Direttore generale e al Condirettore generale.

B. Monitoraggio e rendicontazione dei rischi

Il profilo, la posizione e i risultati della Banca in materia di rischi finanziari e operativi sono monitorati in via continuativa dalle unità competenti. Periodicamente vengono stilati rapporti sui rischi finanziari e sulla conformità al fine di consentire alla Direzione di valutare correttamente il profilo di rischio e le condizioni finanziarie della Banca.

Con cadenza bimestrale la Direzione informa a sua volta il Consiglio di amministrazione relativamente alle questioni finanziarie e di gestione dei rischi. Il Comitato di revisione riceve inoltre regolari rapporti dall'Audit interno, dall'unità Conformità e rischio operativo e dall'unità Finanze. Annualmente il Comitato per le operazioni bancarie e la gestione dei rischi, altro comitato consultivo del Consiglio di amministrazione, riceve rapporti dall'unità Controllo rischi e dal Dipartimento bancario. La predisposizione di questi rapporti è disciplinata da direttive e procedure dettagliate che garantiscono controlli rigorosi.

C. Metodologie applicate al rischio

La Banca impiega una vasta gamma di metodologie quantitative al fine di valutare gli strumenti finanziari e misurare il rischio per l'utile netto e il capitale. Essa rivede tali metodologie alla luce dei cambiamenti nel contesto operativo e dell'evoluzione delle prassi ottimali.

La politica di convalida dei modelli adottata dalla Banca definisce i ruoli e le responsabilità e i processi da applicare per l'introduzione di modelli di rischio nuovi o sostanzialmente modificati.

Una delle principali metodologie utilizzate dalla Banca per misurare e gestire i rischi è il calcolo del capitale economico in base a tecniche VaR (*Value-at-Risk*, o valore a rischio). Il VaR esprime la stima statistica della perdita potenziale massima sulle posizioni correnti della Banca, misurata a un determinato livello di confidenza su un orizzonte temporale specifico.

Il computo del capitale economico della Banca è concepito in modo da determinare l'ammontare di capitale necessario ad assorbire eventuali perdite sulle esposizioni al rischio, a un livello di confidenza statistica tale da preservare il massimo merito di credito della Banca.

La BRI valuta la propria adeguatezza patrimoniale sulla base di modelli del capitale economico per i rischi di mercato, di credito, operativo e di altro tipo integrati da analisi di sensitività e dei fattori di rischio. Tali modelli misurano il capitale economico con un intervallo di confidenza del 99,995% e ipotizzando un periodo di detenzione di un anno.

Il capitale economico della Banca è ripartito fra le categorie di rischio summenzionate. È inoltre accantonato un importo addizionale di capitale economico determinato in base alla valutazione formulata dalla Direzione in merito ai rischi che non sono o non sono pienamente considerati in sede di computo del capitale.

La valutazione dei rischi della Banca è integrata da un sistema esauriente di prove di stress riguardanti, fra l'altro, il calcolo del VaR e del capitale economico per i rischi finanziari. Sono sottoposti a prove di stress i principali fattori di rischio di mercato e le esposizioni al rischio di credito. Tali prove contemplano l'analisi di scenari macroeconomici avversi storici e ipotetici di elevata gravità, nonché analisi di sensitività di variazioni estreme ma comunque plausibili dei principali fattori di rischio individuati. La Banca effettua inoltre prove di stress relativamente al rischio di liquidità.

3. Rischio di credito

Il rischio di credito deriva dalla possibilità che una controparte non adempia i propri obblighi secondo quanto pattuito contrattualmente.

La Banca gestisce tale rischio nel quadro dell'assetto e delle politiche definiti dal Consiglio di amministrazione e dalla Direzione. A questi vanno ad aggiungersi linee guida e procedure più dettagliate al livello della funzione indipendente di controllo dei rischi.

A. Valutazione del rischio di credito

Il rischio di credito è monitorato in via continuativa a livello sia di controparte sia aggregato. Nell'ambito della funzione indipendente di controllo dei rischi, le valutazioni delle esposizioni creditorie verso le singole controparti sono effettuate in base a un sistema ben definito di rating interni comprendente 18 graduazioni. Il sistema prevede l'analisi delle situazioni contabili e delle informazioni di mercato disponibili sulle controparti nonché l'applicazione di metodologie di rating diverse in funzione della natura della controparte. Sulla scorta del rating interno e delle specificità delle controparti, la Banca definisce una serie di massimali creditizi per le singole controparti e i singoli paesi. Tutte le controparti ricevono un rating interno. In linea di principio, i rating e i massimali collegati sono rivisti con cadenza almeno annuale, in particolare alla luce della capacità della controparte di onorare tempestivamente gli obblighi di pagamento in linea capitale e interessi.

I massimali di esposizione creditizia a livello di controparte vengono approvati dalla Direzione della Banca nell'ambito delle linee generali stabilite dal Consiglio di amministrazione.

A livello aggregato il rischio di credito, comprendente i rischi di inadempienza e di trasferimento, è misurato, monitorato e attenuato sulla base del calcolo del capitale economico a fronte del rischio in questione. Ai fini di questo calcolo, la Banca impiega un modello VaR di portafoglio. La Direzione limita l'esposizione complessiva della Banca al rischio di credito tramite l'allocation a tale categoria di rischio di un determinato ammontare di capitale economico.

B. Attenuazione del rischio di credito

Il rischio di credito è attenuato mediante il ricorso a garanzie reali e ad accordi di *netting* o compensazione giuridicamente efficaci. Le attività e le passività corrispondenti non sono compensate in bilancio.

La Banca ottiene garanzie reali a fronte di operazioni pronti contro termine, determinati contratti finanziari derivati e alcune aperture di credito, al fine di attenuare il rischio di inadempienza delle controparti conformemente alle politiche e procedure applicabili. Il valore delle garanzie è monitorato in via continuativa, richiedendo se del caso garanzie supplementari.

La Banca riduce il rischio di regolamento avvalendosi di stanze di compensazione affermate e utilizzando, per quanto possibile, meccanismi di regolamento del tipo consegna contro pagamento. I massimali giornalieri relativi al rischio di regolamento sono monitorati in via continuativa.

C. Rischio di inadempienza

Le esposizioni presentate nella tabella seguente si basano sul valore contabile corrente delle attività in bilancio ripartite per settore, area geografica e qualità creditizia. L'oro e i prestiti in oro non comprendono l'oro detenuto in custodia, e le partite in corso di ricezione non includono le passività emesse non ancora regolate, poiché tali voci non costituiscono esposizioni della Banca al rischio di credito. Il valore contabile corrente corrisponde al valore equo degli strumenti finanziari, compresi i derivati, con l'eccezione degli strumenti finanziari a brevissimo termine (conti a vista e con termine di preavviso) e dell'oro, per i quali è riportato il costo ammortizzato al netto di eventuali oneri per riduzioni durevoli di valore. Gli impegni figurano al valore nozionale.

Rischio di inadempienza per categorie di attività e di emittenti

Le tabelle seguenti non tengono conto di eventuali garanzie reali o di altre forme di rafforzamento del credito a favore della Banca.

Situazione al 31 marzo 2010	Soggetti sovrani e banche centrali	Settore pubblico	Banche	Imprese	Cartolariz- zazioni	Totale
<i>In milioni di DSP</i>						
In bilancio						
Cassa e conti a vista presso banche	1 419,9	–	96,3	–	–	1 516,2
Oro e prestiti in oro	–	–	1 440,6	23,5	–	1 464,1
Buoni del Tesoro	84 714,8	–	–	–	–	84 714,8
Titoli acquistati pronti contro termine	4 942,7	–	35 497,5	1 865,7	–	42 305,9
Prestiti e anticipazioni	2 887,0	655,4	15 746,2	–	–	19 288,6
Titoli di Stato e altri titoli	24 325,0	12 411,4	12 464,5	2 378,4	2 108,4	53 687,7
Strumenti derivati	48,7	139,1	9 926,1	0,8	–	10 114,7
Partite in corso di ricezione	182,6	–	378,8	9,4	–	570,8
Totale esposizioni in bilancio	118 520,7	13 205,9	75 550,0	4 277,8	2 108,4	213 662,8
Impegni						
Aperture di credito non garantite non utilizzate	2 420,7	–	–	–	–	2 420,7
Aperture di credito garantite non utilizzate	2 499,1	–	–	–	–	2 499,1
Totale impegni	4 919,8	–	–	–	–	4 919,8
Totale esposizioni	123 440,5	13 205,9	75 550,0	4 277,8	2 108,4	218 582,6

Situazione al 31 marzo 2009	Soggetti sovrani e banche centrali	Settore pubblico	Banche	Imprese	Cartolariz- zazioni	Totale
<i>In milioni di DSP</i>						
In bilancio						
Cassa e conti a vista presso banche	884,6	-	30,6	-	-	915,2
Oro e prestiti in oro	-	-	2 672,1	138,3	-	2 810,4
Buoni del Tesoro	96 421,9	-	-	-	-	96 421,9
Titoli acquistati pronti contro termine	4 691,5	-	32 970,0	932,9	-	38 594,4
Prestiti e anticipazioni	7 542,6	502,0	10 468,1	-	-	18 512,7
Titoli di Stato e altri titoli	20 437,1	11 889,9	19 161,3	1 849,3	2 426,1	55 763,7
Strumenti derivati	102,0	49,9	13 597,2	-	-	13 749,1
Partite in corso di ricezione	-	-	722,5	11,0	-	733,5
Totale esposizioni in bilancio	130 079,7	12 441,8	79 621,8	2 931,5	2 426,1	227 500,9
Impegni						
Aperture di credito non garantite non utilizzate	234,5	-	-	-	-	234,5
Aperture di credito garantite non utilizzate	8 412,3	-	-	-	-	8 412,3
Totale impegni	8 646,8	-	-	-	-	8 646,8
Totale esposizioni	138 726,5	12 441,8	79 621,8	2 931,5	2 426,1	236 147,7

La stragrande maggioranza delle attività della Banca è investita in titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche del G10 e da istituti finanziari con rating non inferiore ad A- in base ad almeno una delle principali istituzioni esterne di valutazione del merito di credito. Il numero relativamente limitato di controparti di elevata qualità in questi settori comporta che la Banca sia esposta a un rischio di concentrazione per nominativi.

Rischio di inadempienza per area geografica

Le tabelle seguenti non tengono conto di eventuali garanzie reali o di altre forme di rafforzamento del credito a favore della Banca.

Situazione al 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	Africa ed Europa	Asia-Pacifico	Americhe	Organizzazioni internazionali	Totale
In bilancio					
Cassa e conti a vista presso banche	1 425,4	0,8	90,0	–	1 516,2
Oro e prestiti in oro	967,5	258,8	237,8	–	1 464,1
Buoni del Tesoro	43 846,7	40 642,0	226,1	–	84 714,8
Titoli acquistati pronti contro termine	37 363,3	4 777,9	164,7	–	42 305,9
Prestiti e anticipazioni	14 323,0	3 554,4	822,5	588,7	19 288,6
Titoli di Stato e altri titoli	33 323,6	4 219,2	9 656,9	6 488,0	53 687,7
Strumenti derivati	7 106,0	237,3	2 771,4	–	10 114,7
Partite in corso di ricezione	99,7	91,6	379,5	–	570,8
Totale esposizioni in bilancio	138 455,2	53 782,0	14 348,9	7 076,7	213 662,8
Impegni					
Aperture di credito non garantite non utilizzate	2 223,4	197,3	–	–	2 420,7
Aperture di credito garantite non utilizzate	638,3	1 860,8	–	–	2 499,1
Totale impegni	2 861,7	2 058,1	–	–	4 919,8
Totale esposizioni	141 316,9	55 840,1	14 348,9	7 076,7	218 582,6

Situazione al 31 marzo 2009

<i>In milioni di DSP</i>	Africa ed Europa	Asia-Pacifico	Americhe	Organizzazioni internazionali	Totale
In bilancio					
Cassa e conti a vista presso banche	882,9	0,4	31,9	–	915,2
Oro e prestiti in oro	2 087,9	345,1	377,4	–	2 810,4
Buoni del Tesoro	45 541,2	43 128,2	7 752,5	–	96 421,9
Titoli acquistati pronti contro termine	33 522,9	4 273,9	797,6	–	38 594,4
Prestiti e anticipazioni	13 573,1	2 417,3	2 278,7	243,6	18 512,7
Titoli di Stato e altri titoli	32 430,8	5 750,7	11 008,1	6 574,1	55 763,7
Strumenti derivati	9 835,8	185,4	3 727,9	–	13 749,1
Partite in corso di ricezione	232,5	119,0	382,0	–	733,5
Totale esposizioni in bilancio	138 107,1	56 220,0	26 356,1	6 817,7	227 500,9
Impegni					
Aperture di credito non garantite non utilizzate	33,5	201,0	–	–	234,5
Aperture di credito garantite non utilizzate	1 039,8	7 372,5	–	–	8 412,3
Totale impegni	1 073,3	7 573,5	–	–	8 646,8
Totale esposizioni	139 180,4	63 793,5	26 356,1	6 817,7	236 147,7

Le esposizioni sono assegnate alle varie aree geografiche in base al paese in cui hanno sede i soggetti giuridici considerati.

Rischio di inadempienza per categorie di attività finanziarie

Le tabelle seguenti non tengono conto di eventuali garanzie reali o di altre forme di rafforzamento del credito a favore della Banca.

Situazione al 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	AAA	AA	A	BBB	BB e inferiore	Prive di rating	Totale
Esposizioni in bilancio							
Cassa e conti a vista presso banche	1 418,2	6,6	90,7	0,6	–	0,1	1 516,2
Oro e prestiti in oro	–	347,4	1 093,2	23,5	–	–	1 464,1
Buoni del Tesoro	29 892,4	45 901,5	8 920,9	–	–	–	84 714,8
Titoli acquistati pronti contro termine	164,8	9 935,1	32 206,0	–	–	–	42 305,9
Prestiti e anticipazioni	1 731,9	3 962,9	12 705,2	230,8	657,8	–	19 288,6
Titoli di Stato e altri titoli	33 369,9	12 306,2	7 710,4	301,2	–	–	53 687,7
Strumenti derivati	147,4	1 563,4	8 365,3	1,4	37,2	–	10 114,7
Partite in corso di ricezione	467,7	91,6	–	–	–	11,5	570,8
Totale esposizioni in bilancio	67 192,3	74 114,7	71 091,7	557,5	695,0	11,6	213 662,8
<i>Quote percentuali</i>	<i>31,4%</i>	<i>34,7%</i>	<i>33,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>–</i>	<i>100%</i>
Impegni							
Non garantiti	2 223,4	–	–	197,3	–	–	2 420,7
Garantiti	219,1	468,3	700,1	871,7	239,9	–	2 499,1
Totale impegni	2 442,5	468,3	700,1	1 069,0	239,9	–	4 919,8
Totale esposizioni	69 634,8	74 583,0	71 791,8	1 626,5	934,9	11,6	218 582,6

Situazione al 31 marzo 2009

	AAA	AA	A	BBB	BB e inferiore	Prive di rating	Totale
<i>In milioni di DSP</i>							
Esposizioni in bilancio							
Cassa e conti a vista presso banche	883,3	4,6	5,8	0,4	–	21,1	915,2
Oro e prestiti in oro	–	685,9	1 986,2	138,3	–	–	2 810,4
Buoni del Tesoro	38 974,5	48 490,5	8 956,9	–	–	–	96 421,9
Titoli acquistati pronti contro termine	328,6	18 359,8	19 816,9	89,1	–	–	38 594,4
Prestiti e anticipazioni	4 482,1	3 403,7	7 322,8	167,5	3 136,6	–	18 512,7
Titoli di Stato e altri titoli	32 972,5	13 715,2	8 988,2	87,8	–	–	55 763,7
Strumenti derivati	383,8	1 999,4	11 268,0	–	97,9	–	13 749,1
Partite in corso di ricezione	397,7	–	221,5	103,3	–	11,0	733,5
Totale esposizioni in bilancio	78 422,5	86 659,1	58 566,3	586,4	3 234,5	32,1	227 500,9
<i>Quote percentuali</i>	<i>34,5%</i>	<i>38,1%</i>	<i>25,8%</i>	<i>0,2%</i>	<i>1,4%</i>	<i>–</i>	<i>100,0%</i>
Impegni							
Non garantiti	–	–	–	234,5	–	–	234,5
Garantiti	–	2 432,9	4 178,5	1 572,3	228,6	–	8 412,3
Totale impegni	–	2 432,9	4 178,5	1 806,8	228,6	–	8 646,8
Totale esposizioni	78 422,5	89 092,0	62 744,8	2 393,2	3 463,1	32,1	236 147,7

I rating indicati corrispondono ai rating interni della Banca, espressi in termini di rating esterni equivalenti. La grande maggioranza delle esposizioni della Banca ha un rating non inferiore ad A–.

Un'attività finanziaria è da considerarsi scaduta allorché la controparte non adempie le proprie obbligazioni di pagamento alla scadenza pattuita. La Banca ricalcola il valore equo di praticamente tutte le sue attività finanziarie su base giornaliera, e rivede le proprie valutazioni mensilmente, effettuando gli opportuni aggiustamenti per

le eventuali riduzioni durevoli di valore. Alla data di chiusura dei conti nessuna attività finanziaria era considerata scaduta.

I prestiti in oro comprendono un accantonamento di DSP 23,5 milioni per riduzioni durevoli di valore appurate in occasione della verifica condotta il 31 marzo 2010 (31 marzo 2009: DSP 18,3 milioni). L'aumento dell'importo accantonato durante l'esercizio finanziario in rassegna è dovuto ai movimenti dei prezzi dell'oro.

D. Attenuazione del rischio di credito e garanzie reali

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2010		2009	
	Valore equo dei contratti	Valore equo delle garanzie	Valore equo dei contratti	Valore equo delle garanzie
Garanzie ricevute per				
titoli acquistati pronti contro termine	34 301,6	35 055,3	33 625,0	33 725,5
prestiti e anticipazioni	1 512,8	2 170,6	3 136,5	5 013,4
strumenti derivati	4 144,6	4 425,2	4 957,3	4 542,4
Totale	39 959,0	41 651,1	41 718,8	43 281,3

Al 31 marzo 2010 la Banca non forniva alcuna garanzia reale a fronte dei suoi contratti finanziari (2009: zero).

La tabella precedente riporta le garanzie reali ricevute dalla Banca. Essa non tiene conto delle operazioni in attesa di regolamento (per le quali non vi è stato scambio né di liquidità né di garanzie). La Banca riceve garanzie reali nel quadro di pronti contro termine attivi e accordi di garanzia per determinati strumenti derivati. Essa può vendere o impegnare tali garanzie, ma alla scadenza del contratto è tenuta a consegnare strumenti finanziari equivalenti. Inoltre, la Banca concede ai propri clienti prestiti garantiti e anticipazioni nel quadro di linee *standby* revocabili e non revocabili.

La Banca accetta in garanzia per gli strumenti derivati titoli pubblici. Le garanzie idonee per i contratti PcT attivi comprendono i titoli di debito di emittenti sovrani e sovranazionali, nonché quelli delle agenzie federali statunitensi. Le garanzie idonee per i prestiti e le anticipazioni comprendono i depositi in valuta presso la Banca e le quote dei BIS Investment Pools (BISIP), nonché i titoli appartenenti a portafogli gestiti dalla BRI. Al 31 marzo 2010 l'importo totale delle aperture di credito non revocabili non utilizzate a disposizione delle controparti dietro deposito di garanzia era pari a DSP 2 499,1 milioni (2009: DSP 8 412,3 milioni).

A fronte dell'insolvenza di una controparte durante l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2009 si era proceduto all'espropriazione e alla vendita di DSP 735,5 milioni di buoni del Tesoro USA ricevuti in garanzia. Non essendosi verificate insolvenze durante l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2010, nel periodo in rassegna la Banca non ha effettuato alcuna espropriazione di garanzie.

E. Capitale economico per il rischio di credito

La Banca determina il capitale economico per il rischio di credito impiegando una metodologia VaR, sulla base di un modello VaR di portafoglio che ipotizza un orizzonte temporale di un anno e un intervallo di confidenza del 99,995%. La tabella seguente riporta i dati principali relativi all'esposizione della Banca al rischio di credito in termini di utilizzo del capitale economico per gli ultimi due esercizi finanziari.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2010				2009			
	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo
Capitale economico assorbito dal rischio di credito	5 653,2	6 072,9	5 110,5	5 659,8	6 080,1	6 596,3	5 389,1	5 673,7

F. Requisiti patrimoniali minimi per il rischio di credito

Esposizioni verso soggetti sovrani, banche e imprese

Ai fini del calcolo delle attività ponderate per il rischio relative alle esposizioni verso banche, soggetti sovrani e imprese la Banca ha adottato per gran parte delle esposizioni un metodo in linea con il metodo avanzato del sistema basato sui rating interni.

In linea generale, questo metodo prevede che le attività ponderate per il rischio siano calcolate moltiplicando le esposizioni al rischio di credito per i coefficienti di ponderazione ricavati dalle corrispondenti funzioni di ponderazione specificate dal Basilea 2, utilizzando stime proprie della Banca per determinarne i parametri principali. Queste stime sono inoltre utilizzate nel calcolo del capitale economico della Banca a fronte del rischio di credito.

L'esposizione al rischio di credito relativa a una transazione o a una posizione è definita esposizione al momento dell'inadempienza (*exposure at default*, EAD). La Banca calcola l'EAD come valore nozionale di tutte le esposizioni in bilancio e fuori bilancio, a eccezione dei derivati. L'EAD per i derivati è determinata utilizzando un approccio conforme al metodo dei modelli interni descritto nel Basilea 2. In linea con tale metodologia, la Banca computa le esposizioni positive attese effettive, le quali sono poi moltiplicate per il fattore alfa specificato nel Basilea 2.

I principali parametri delle funzioni di ponderazione del rischio sono la stima della probabilità di inadempienza (*probability of default*, PD) a un anno della controparte e quella della perdita in caso di inadempienza (*loss-given-default*, LGD), nonché la scadenza della transazione.

In ragione dell'elevata qualità creditizia dei suoi investimenti e della prudente gestione del rischio di credito, la Banca non può basarsi sull'esperienza storica di inadempienza delle controparti per stimare la PD e l'LGD. Essa determina la PD stimata delle controparti rapportando i propri rating a valutazioni esterne del merito di credito, tenuto conto degli indici di inadempienza esterni. Analogamente, le stime dell'LGD sono ricavate da fonti statistiche esterne. Ove opportuno, queste stime sono corrette per l'effetto di attenuazione del rischio derivante dalle garanzie reali ricevute, considerando la volatilità del prezzo di mercato, l'adeguamento dei margini e la frequenza di rivalutazione.

La tabella seguente riporta i dettagli del calcolo delle attività ponderate per il rischio. Le esposizioni sono misurate tenendo conto degli eventuali accordi di *netting* e delle garanzie reali. Al 31 marzo 2010 l'ammontare totale delle esposizioni riportate in tabella comprendeva DSP 4 687,7 milioni (2009: DSP 7 024,8 milioni) di contratti su tassi di interesse e DSP 6 028,4 milioni (2009: DSP 5 108,0 milioni) di contratti su cambi e oro.

Situazione al 31 marzo 2010

Rating interni espressi in termini di rating esterni equivalenti	Ammontare dell'esposizione	PD ponderata per l'esposizione	LGD media ponderata per l'esposizione	Coefficiente di rischio medio ponderato per l'esposizione	Attività ponderate per il rischio
In percentuale/milioni di DSP	In milioni di DSP	%	%	%	In milioni di DSP
AAA	64 185,5	0,006	31,8	2,7	1 705,0
AA	70 006,0	0,02	28,3	3,8	2 689,4
A	70 804,3	0,06	21,0	5,9	4 147,2
BBB	1 916,2	0,31	16,9	12,0	230,8
BB e inferiore	959,9	9,85	6,2	26,6	255,0
Totale	207 871,9				9 027,4

Situazione al 31 marzo 2009

Rating interni espressi in termini di rating esterni equivalenti	Ammontare dell'esposizione	PD ponderata per l'esposizione	LGD media ponderata per l'esposizione	Coefficiente di rischio medio ponderato per l'esposizione	Attività ponderate per il rischio
<i>In percentuale/milioni di DSP</i>	<i>In milioni di DSP</i>	%	%	%	<i>In milioni di DSP</i>
AAA	73 642,3	0,005	30,8	2,4	1 803,0
AA	86 205,5	0,02	25,3	3,6	3 109,3
A	59 283,3	0,05	23,9	6,9	4 119,8
BBB	3 848,8	0,62	11,8	11,0	425,3
BB e inferiore	2 037,8	11,34	7,7	32,3	657,4
Totale	225 017,7				10 114,8

Esposizioni collegate a cartolarizzazioni

Gli investimenti della Banca in cartolarizzazioni si limitano a esposizioni con rating elevato create tramite strutture di cartolarizzazione tradizionali, ossia non sintetiche. Le attività ponderate per il rischio relative a queste esposizioni sono determinate in base al metodo standardizzato.

Data la portata delle attività della Banca, le attività ponderate per il rischio ai termini del Basilea 2 sono determinate secondo il metodo standardizzato per le cartolarizzazioni, il quale prevede l'utilizzo di ponderazioni di rischio corrispondenti a valutazioni esterne del merito di credito. Le agenzie di rating utilizzate a questo scopo sono Moody's Investors Service, Standard & Poor's e Fitch Ratings. Le attività ponderate per il rischio sono quindi calcolate come prodotto del valore nozionale delle esposizioni per le ponderazioni di rischio corrispondenti.

La tabella seguente riporta gli investimenti della Banca in operazioni di cartolarizzazione, ripartiti per tipo di attività.

Situazione al 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	Rating esterno	Importo dell'esposizione	Ponderazione di rischio	Attività ponderate
Attività garantite da ipoteche residenziali	AAA	471,6	20%	94,3
Titoli garantiti da saldi attivi di carte di credito	AAA	857,6	20%	171,5
Titoli garantiti da altri crediti (sotto egida governativa)	AAA	747,2	20%	149,5
Totale		2 076,4		415,3

Situazione al 31 marzo 2009

<i>In milioni di DSP</i>	Rating esterno	Importo dell'esposizione	Ponderazione di rischio	Attività ponderate
Attività garantite da ipoteche residenziali	AAA	649,3	20%	129,9
Titoli garantiti da saldi attivi di carte di credito	AAA	1 176,8	20%	235,3
Titoli garantiti da altri crediti (sotto egida governativa)	AAA	737,9	20%	147,6
Totale		2 564,0		512,8

4. Rischi di mercato

La Banca è esposta al rischio di movimenti sfavorevoli dei prezzi di mercato, e principalmente al rischio di prezzo dell'oro, al rischio di tasso di interesse e al rischio di cambio. Essa misura i rischi di mercato e calcola il capitale economico sulla base di una metodologia VaR utilizzando una tecnica di simulazione Monte Carlo. Le volatilità e le correlazioni dei fattori di rischio sono stimate su un periodo di osservazione di un anno. La Banca calcola inoltre le sensitività verso certi fattori di rischio di mercato.

In linea con l'obiettivo di preservare il suo livello superiore di qualità creditizia, la Banca misura il capitale economico con un intervallo di confidenza del 99,995% e ipotizzando un periodo di detenzione di un anno. La Direzione gestisce l'utilizzo del capitale economico a fronte dei rischi di mercato nel quadro delle linee generali fissate dal Consiglio di amministrazione. I massimali in termini di VaR sono integrati da limiti operativi.

I modelli VaR dipendono dagli assunti statistici utilizzati e dalla qualità dei dati di mercato disponibili e, sebbene orientati al futuro, si basano su estrapolazioni di eventi passati.

Al fine di garantire che tali modelli forniscano un indicatore affidabile delle perdite potenziali sull'orizzonte di un anno, la Banca ha istituito un programma dettagliato di test retrospettivi periodici volti a raffrontare gli andamenti giornalieri con le corrispondenti stime del VaR. I risultati dei test sono quindi analizzati e comunicati alla Direzione.

A complemento della misurazione dei rischi di mercato basata sui modelli VaR e i relativi calcoli del capitale economico, la Banca effettua una serie di prove di stress, basate ad esempio su scenari storici di elevata gravità, scenari macroeconomici ipotetici avversi e test di sensitività in relazione alle oscillazioni del prezzo dell'oro, dei tassi di interesse e dei tassi di cambio.

A. Rischio di prezzo dell'oro

Il rischio di prezzo dell'oro è il rischio che movimenti avversi delle quotazioni del metallo influiscano negativamente sulle condizioni finanziarie della Banca.

L'esposizione della Banca a tale rischio riguarda principalmente le disponibilità in oro dei portafogli di investimento, pari a 120 tonnellate di fino (2009: 120 tonnellate). Queste sono detenute in custodia o depositate presso banche commerciali. Al 31 marzo 2010 le attività nette di investimento in oro della Banca erano pari a DSP 2 811,2 milioni (2009: DSP 2 358,1 milioni), ossia al 18% circa del suo patrimonio (2009: 17%). La BRI è altresì limitatamente esposta a tale rischio nelle attività bancarie condotte con banche centrali e commerciali. Il rischio di prezzo dell'oro è quantificato nel quadro della metodologia VaR della Banca, comprendente lo schema per il capitale economico e prove di stress.

B. Rischio di tasso di interesse

Il rischio di tasso di interesse è il rischio che movimenti avversi dei tassi di interesse del mercato, compresi gli spread creditizi, influiscano negativamente sulle condizioni finanziarie della Banca.

La Banca è esposta a questo rischio attraverso le attività fruttifere di interesse collegate alla gestione del capitale detenuto all'interno dei portafogli di investimento e degli investimenti relativi ai portafogli bancari. I portafogli di investimento sono amministrati facendo riferimento a un indice obbligazionario con obiettivo prefissato di durata media finanziaria.

La Banca misura e monitora il rischio di tasso di interesse sulla base di una metodologia VaR e di analisi di sensitività che tengono conto delle oscillazioni dei tassi del mercato monetario, dei rendimenti dei titoli di Stato, dei tassi swap e degli spread creditizi.

Le tabelle seguenti mostrano l'impatto prodotto sul capitale della Banca da uno spostamento verso l'alto dell'1% nel segmento della curva dei rendimenti corrispondente alle fasce di scadenza indicate.

Situazione al 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 6 mesi	Da 6 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 3 anni	Da 3 a 4 anni	Da 4 a 5 anni	Oltre 5 anni
Euro	(3,7)	(8,4)	(12,8)	(20,4)	(11,3)	(16,4)	(48,1)
Yen giapponese	0,3	(2,6)	(6,7)	(12,2)	(16,0)	(5,8)	(0,9)
Sterlina	0,6	(1,0)	(4,9)	(7,3)	(12,8)	(6,3)	-
Franco svizzero	0,2	(0,2)	(0,4)	(0,6)	(0,7)	(2,9)	4,6
Dollaro USA	16,8	(18,4)	(17,4)	(34,1)	(49,0)	(20,7)	(19,4)
Altre valute	16,9	15,5	(9,4)	0,5	(0,4)	(0,4)	-
Totale	31,1	(15,1)	(51,6)	(74,1)	(90,2)	(52,5)	(63,8)

Situazione al 31 marzo 2009

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 6 mesi	Da 6 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 3 anni	Da 3 a 4 anni	Da 4 a 5 anni	Oltre 5 anni
Euro	(5,4)	(5,5)	(11,9)	(16,5)	(24,0)	(15,1)	(13,9)
Yen giapponese	1,0	(1,3)	(6,6)	(11,3)	(14,6)	(5,1)	(1,7)
Sterlina	0,2	(1,3)	(3,6)	(12,9)	(8,7)	(1,7)	(1,9)
Franco svizzero	(0,1)	(0,2)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(1,4)	2,7
Dollaro USA	(0,6)	(7,6)	(41,5)	(13,8)	(29,1)	(22,6)	(29,3)
Altre valute	(0,1)	(6,0)	(1,2)	(10,8)	(0,8)	-	-
Totale	(5,0)	(21,9)	(65,4)	(65,9)	(77,9)	(45,9)	(44,1)

C. Rischio di cambio

La valuta funzionale della Banca, il DSP, è una moneta panierata composta da quantità fisse di dollari USA, euro, yen e sterline. Il rischio di cambio è il rischio che movimenti avversi dei tassi di cambio influiscano negativamente sulle condizioni finanziarie della Banca. La Banca incorre in tale rischio soprattutto attraverso le poste attive collegate alla gestione del suo capitale, ma anche attraverso la gestione dei depositi della clientela e la sua attività di intermediario nelle operazioni in cambi fra banche centrali e banche commerciali. La Banca riduce l'esposizione al rischio di cambio facendo corrispondere periodicamente la composizione valutaria delle attività pertinenti a quella del paniere del DSP e limitando le esposizioni collegate ai depositi della clientela e all'attività di intermediazione in cambi.

Il rischio di cambio è misurato e monitorato in base alla metodologia VaR della Banca e ad analisi di sensitività sulle oscillazioni dei principali tassi di cambio.

Le tabelle seguenti evidenziano le attività e le passività della Banca per singola valuta e in oro. La posizione netta in valuta e oro ivi riportata comprende le attività in oro dei portafogli di investimento della Banca. Al fine di determinare l'esposizione netta della Banca al rischio di cambio vanno rimosse le poste in oro. Successivamente, si deduce dalla posizione netta in cambi escluso l'oro la posizione neutrale rispetto al DSP, ottenendo l'esposizione netta in valuta della Banca su base neutrale rispetto al DSP.

Situazione al 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	DSP	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Altre valute	Totale
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	-	92,1	110,2	6,7	-	1 303,0	-	4,2	1 516,2
Oro e prestiti in oro	-	11,1	-	-	-	-	43 028,7	-	43 039,8
Buoni del Tesoro	-	226,1	37 727,4	3 309,1	40 642,0	374,8	-	2 435,4	84 714,8
Titoli acquistati pronti contro termine	-	164,8	33 618,8	3 744,4	4 777,9	-	-	-	42 305,9
Prestiti e anticipazioni	474,0	8 424,2	4 049,1	552,6	460,2	4 492,9	-	835,6	19 288,6
Titoli di Stato e altri titoli	-	24 646,8	22 876,5	3 088,0	1 587,0	32,6	-	1 456,8	53 687,7
Strumenti finanziari derivati	3,3	92 178,4	(34 182,7)	455,8	(41 264,4)	(661,0)	(5 295,8)	(1 118,9)	10 114,7
Partite in corso di ricezione	0,1	2 300,2	1 456,2	66,4	92,7	8,6	-	111,5	4 035,7
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	185,8	-	-	-	-	4,1	-	-	189,9
Totale	663,2	128 043,7	65 655,5	11 223,0	6 295,4	5 555,0	37 732,9	3 724,6	258 893,3
Passività									
Depositi in valuta	(1 821,3)	(132 064,1)	(43 134,8)	(10 403,6)	(4 423,6)	(1 240,5)	-	(2 667,2)	(195 755,1)
Depositi in oro	-	(7,1)	-	-	-	-	(32 057,0)	-	(32 064,1)
Strumenti finanziari derivati	12,1	12 211,3	(8 789,8)	515,2	99,4	(4 305,3)	(2 867,1)	(1 063,2)	(4 187,4)
Partite in corso di pagamento	-	(2 064,0)	(8 619,2)	(17,6)	(91,6)	-	-	-	(10 792,4)
Altre passività	-	(67,2)	(0,3)	-	-	(251,5)	-	-	(319,0)
Totale	(1 809,2)	(121 991,1)	(60 544,1)	(9 906,0)	(4 415,8)	(5 797,3)	(34 924,1)	(3 730,4)	(243 118,0)
Posizione netta in valuta e in oro	(1 146,0)	6 052,6	5 111,4	1 317,0	1 879,6	(242,3)	2 808,8	(5,8)	15 775,3
Aggiustamento per le attività in oro dei portafogli di investimento	-	-	-	-	-	-	(2 808,8)	-	(2 808,8)
Posizione netta in valuta	(1 146,0)	6 052,6	5 111,4	1 317,0	1 879,6	(242,3)	-	(5,8)	12 966,5
Posizione neutrale rispetto al DSP	1 146,0	(5 866,7)	(5 145,9)	(1 272,2)	(1 827,7)	-	-	-	(12 966,5)
Esposizione netta in valuta su base neutrale rispetto al DSP	-	185,9	(34,5)	44,8	51,9	(242,3)	-	(5,8)	-

Situazione al 31 marzo 2009

<i>In milioni di DSP</i>	DSP	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Altre valute	Totale
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	-	28,9	175,2	6,4	-	696,2	-	8,5	915,2
Oro e prestiti in oro	-	19,1	-	-	-	-	25 397,1	-	25 416,2
Buoni del Tesoro	-	7 752,5	43 738,8	1 802,4	43 128,2	-	-	-	96 421,9
Titoli acquistati pronti contro termine	-	797,6	27 986,9	5 536,0	4 273,9	-	-	-	38 594,4
Prestiti e anticipazioni	243,7	8 999,5	7 619,1	1 077,5	4,0	443,5	-	125,4	18 512,7
Titoli di Stato e altri titoli	-	27 233,4	22 706,3	2 704,9	1 437,8	30,6	-	1 650,7	55 763,7
Strumenti finanziari derivati	21,0	65 576,9	(12 368,7)	370,2	(41 023,4)	191,4	-	981,7	13 749,1
Partite in corso di ricezione	0,1	3 719,7	959,8	988,6	110,1	11,1	-	33,1	5 822,5
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	183,1	-	-	-	-	7,9	-	-	191,0
Totale	447,9	114 127,6	90 817,4	12 486,0	7 930,6	1 380,7	25 397,1	2 799,4	255 386,7
Passività									
Depositi in valuta	(2 015,5)	(134 278,9)	(41 524,2)	(11 597,5)	(3 935,6)	(1 220,8)	-	(2 649,7)	(197 222,2)
Depositi in oro	-	(13,0)	-	-	-	-	(23 039,1)	-	(23 052,1)
Strumenti finanziari derivati	2,2	26 485,3	(34 192,0)	2 970,0	(1 846,9)	(144,5)	-	(90,9)	(6 816,8)
Partite in corso di pagamento	-	(532,0)	(10 482,5)	(2 662,2)	(442,3)	-	-	(92,5)	(14 211,5)
Altre passività	-	(153,3)	(0,4)	-	-	(214,5)	-	-	(368,2)
Totale	(2 013,3)	(108 491,9)	(86 199,1)	(11 289,7)	(6 224,8)	(1 579,8)	(23 039,1)	(2 833,1)	(241 670,8)
Posizione netta in valuta e in oro	(1 565,4)	5 635,7	4 618,3	1 196,3	1 705,8	(199,1)	2 358,0	(33,7)	13 715,9
Aggiustamento per le attività in oro dei portafogli di investimento	-	-	-	-	-	-	(2 358,0)	-	(2 358,0)
Posizione netta in valuta	(1 565,4)	5 635,7	4 618,3	1 196,3	1 705,8	(199,1)	-	(33,7)	11 357,9
Posizione neutrale rispetto al DSP	1 565,4	(5 472,6)	(4 718,3)	(1 122,7)	(1 609,7)	-	-	-	(11 357,9)
Esposizione netta in valuta su base neutrale rispetto al DSP	-	163,1	(100,0)	73,6	96,1	(199,1)	-	(33,7)	-

D. Capitale economico per i rischi di mercato

La Banca misura i rischi di mercato tramite una metodologia VaR che impiega una tecnica di simulazione Monte Carlo e tenendo conto delle correlazioni fra i vari fattori di rischio. Il capitale economico per i rischi di mercato è anch'esso calcolato utilizzando un intervallo di confidenza del 99,995% e ipotizzando un periodo di detenzione di un anno. Il rischio di prezzo dell'oro è quantificato in relazione alla quotazione del metallo in termini di dollari USA. La componente di rischio di cambio derivante dalle oscillazioni del tasso di cambio del dollaro nei confronti del DSP è incorporata nella misurazione del rischio di cambio. La tabella seguente riporta i dati principali relativi all'esposizione della Banca ai rischi di mercato in termini di utilizzo del capitale economico per gli ultimi due esercizi finanziari.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2010				2009			
	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo
Capitale economico assorbito dai rischi di mercato	2 803,0	3 097,8	2 374,1	2 708,7	2 614,0	3 386,9	1 928,0	3 099,8

La tabella seguente fornisce un'ulteriore analisi delle esposizioni della Banca ai rischi di mercato, suddivise per categoria di rischio.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2010				2009			
	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo
Rischio di prezzo dell'oro	1 870,9	2 013,0	1 721,9	1 900,9	1 690,5	2 325,1	1 312,6	2 009,1
Rischio di tasso di interesse	1 790,8	2 182,7	1 434,4	1 647,9	1 972,7	2 519,9	1 404,8	2 209,1
Rischio di cambio	715,2	800,4	651,3	658,4	502,7	769,0	301,6	769,0
Effetti di correlazione e diversificazione	(1 573,9)	(1 815,3)	(1 454,9)	(1 498,5)	(1 551,9)	(2 073,7)	(1 164,2)	(1 887,4)

E. Requisiti patrimoniali minimi per i rischi di mercato

Ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali minimi per i rischi di mercato secondo lo schema Basilea 2, la Banca ha adottato per i portafogli bancari un approccio in linea con la portata e la natura delle sue operazioni. Essa computa pertanto le attività ponderate per i rischi di mercato relativamente al rischio di prezzo dell'oro e al rischio di cambio, ma non al rischio di tasso di interesse. I corrispondenti requisiti patrimoniali minimi sono ricavati secondo la metodologia dei modelli interni basata sul VaR. Essa prevede che il calcolo sia effettuato utilizzando la metodologia VaR della Banca, ipotizzando un intervallo di confidenza del 99%, un periodo di detenzione di dieci giorni e un periodo di osservazione storico di un anno.

Il requisito patrimoniale minimo risulta dal valore più elevato fra il VaR nel giorno del calcolo e la sua media giornaliera in ciascuno dei 60 giorni operativi precedenti (compreso il giorno del calcolo), applicando un fattore di moltiplicazione pari a 3, e un'eventuale maggiorazione in funzione dei risultati dei test retrospettivi. Per il periodo sotto rassegna, il numero di osservazioni anomale nei test retrospettivi è rimasto all'interno di un intervallo tale da non richiedere l'applicazione di alcuna maggiorazione. La tabella seguente riporta gli andamenti dei rischi di mercato pertinenti ai fini del calcolo dei coefficienti patrimoniali minimi nell'arco del periodo di segnalazione, unitamente al requisito patrimoniale minimo della Banca per i rischi di mercato e alle corrispondenti attività ponderate per il rischio al 31 marzo 2010.

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2010			2009		
	VaR	Attività ponderate (A)	Coefficienti minimi (B)	VaR	Attività ponderate (A)	Coefficienti minimi (B)
Rischi di mercato, dove (A) è pari a (B)/8%	287,1	10 768,1	861,4	420,9	15 783,5	1 262,7

5. Rischio di liquidità

La Banca è soggetta al rischio di liquidità nella misura in cui potrebbe non essere in grado di far fronte a esigenze di cassa e di garanzia attuali o future, attese o impreviste, senza influire sulla sua operatività giornaliera o sulle sue condizioni finanziarie.

I saldi in essere dei depositi in valuta e in oro provenienti da banche centrali, organizzazioni internazionali e altre istituzioni pubbliche costituiscono le determinanti fondamentali delle dimensioni del bilancio della Banca. La BRI si è impegnata a riacquistare al valore equo taluni dei suoi strumenti di deposito in valuta con preavviso di uno o due giorni. La gestione della Banca è volta a preservare un elevato grado di liquidità, così da permetterle di far fronte in ogni momento alle richieste della clientela.

Per gestire la liquidità la BRI ha elaborato uno schema basato su un modello statistico fondato su ipotesi prudenti riguardo ai flussi di cassa in entrata e alla liquidità del passivo. All'interno di questo schema il Consiglio di amministrazione ha fissato una soglia per l'indice di liquidità, secondo cui le attività liquide devono essere pari ad almeno il 100% delle potenziali esigenze di liquidità. Sono inoltre condotte prove di stress che ipotizzano scenari estremi di prelievo dei fondi. Le simulazioni specificano requisiti aggiuntivi da soddisfare mediante la detenzione di attività liquide. La liquidità della Banca si è costantemente mantenuta ben al di sopra del quoziente minimo e dei requisiti imposti dalle prove di stress condotte.

I depositi in valuta e oro, principalmente da banche centrali e organizzazioni internazionali, costituiscono il 93% (2009: 91%) delle passività totali della Banca. Al 31 marzo 2010 tali depositi provenivano da 174 clienti (2009: 161), e si caratterizzavano per un grado di concentrazione significativo in termini di depositanti: a ciascuno dei sei clienti principali era infatti riconducibile oltre il 5% dei depositi totali in base alla data di regolamento (2009: sette clienti).

Le tabelle seguenti mostrano la configurazione per scadenze dei flussi di cassa relativi ad attività e passività. Gli importi segnalati sono i flussi di cassa non attualizzati corrispondenti agli impegni della Banca.

Situazione al 31 marzo 2010

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 1 mese	Da 1 a 3 mesi	Da 3 a 6 mesi	Da 6 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 5 anni	Da 5 a 10 anni	Oltre 10 anni	Totale
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	1 516,2	-	-	-	-	-	-	-	1 516,2
Oro e prestiti in oro	41 621,2	188,2	0,2	233,8	285,6	743,1	-	-	43 072,1
Buoni del Tesoro	18 983,6	44 817,9	10 718,1	10 160,9	-	-	-	-	84 680,5
Titoli acquistati pronti contro termine	30 810,0	2 779,5	749,9	-	-	-	-	-	34 339,4
Prestiti e anticipazioni	8 977,2	9 138,4	132,8	3,7	17,2	957,9	-	-	19 227,2
Titoli di Stato e altri titoli	1 798,3	3 172,6	5 605,1	10 821,8	9 349,3	18 426,1	7 214,9	533,3	56 921,4
Totale	103 706,5	60 096,6	17 206,1	21 220,2	9 652,1	20 127,1	7 214,9	533,3	239 756,8
Passività									
Depositi in valuta									
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni									
	(7 600,9)	(15 852,5)	(10 355,5)	(9 688,4)	(16 571,6)	(27 601,1)	(3 398,3)	-	(91 068,3)
Altri depositi in valuta	(78 823,0)	(17 938,3)	(6 997,4)	(1 095,1)	-	-	-	-	(104 853,8)
Depositi in oro	(31 382,9)	-	-	(232,7)	(66,6)	(386,5)	-	-	(32 068,7)
Titoli venduti allo scoperto	(0,3)	(0,7)	(2,0)	(1,0)	(4,0)	(12,0)	(20,2)	(78,9)	(119,1)
Totale	(117 807,1)	(33 791,5)	(17 354,9)	(11 017,2)	(16 642,2)	(27 999,6)	(3 418,5)	(78,9)	(228 109,9)
Strumenti derivati									
<i>Regolati su base netta</i>									
Contratti su tassi di interesse	863,1	376,2	625,1	573,6	899,0	609,7	36,8	-	3 983,5
<i>Regolati su base lorda</i>									
Contratti su tassi di cambio e prezzo dell'oro									
Afflussi	31 532,0	50 905,4	15 319,8	10 702,2	-	-	-	-	108 459,4
Deflussi	(30 879,9)	(49 419,5)	(14 768,8)	(10 284,6)	-	-	-	-	(105 352,8)
Totale parziale	652,1	1 485,9	551,0	417,6	-	-	-	-	3 106,6
Contratti su tassi di interesse – regolati su base lorda									
Afflussi	35,7	219,0	203,8	136,1	110,8	1 013,0	373,9	-	2 092,3
Deflussi	(42,9)	(248,5)	(253,6)	(166,4)	(139,2)	(1 148,2)	(417,0)	-	(2 415,8)
Totale parziale	(7,2)	(29,5)	(49,8)	(30,3)	(28,4)	(135,2)	(43,1)	-	(323,5)
Totale derivati	1 508,0	1 832,6	1 126,3	960,9	870,6	474,5	(6,3)	-	6 766,6
Totale flussi di cassa futuri non attualizzati	(12 592,6)	28 137,7	977,5	11 163,9	(6 119,5)	(7 398,0)	3 790,1	454,4	18 413,5

Situazione al 31 marzo 2009

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 1 mese	Da 1 a 3 mesi	Da 3 a 6 mesi	Da 6 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 5 anni	Da 5 a 10 anni	Oltre 10 anni	Totale
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	915,2	-	-	-	-	-	-	-	915,2
Oro e prestiti in oro	22 856,0	458,0	265,1	630,6	375,3	698,4	167,0	-	25 450,4
Buoni del Tesoro	17 346,9	48 193,3	15 306,8	15 178,4	-	-	-	-	96 025,4
Titoli acquistati pronti contro termine	25 396,5	240,8	1 444,0	-	-	-	-	-	27 081,3
Prestiti e anticipazioni	9 533,3	7 931,7	804,1	-	-	-	-	-	18 269,1
Titoli di Stato e altri titoli	3 800,4	7 106,2	3 880,8	4 934,0	12 920,3	17 782,8	9 247,2	921,8	60 593,5
Totale	79 848,3	63 930,0	21 700,8	20 743,0	13 295,6	18 481,2	9 414,2	921,8	228 334,9
Passività									
Depositi in valuta									
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni									
	(11 144,1)	(19 693,4)	(15 143,3)	(20 590,2)	(18 218,1)	(29 301,2)	(7 309,7)	-	(121 400,0)
Altri depositi in valuta	(68 805,4)	(4 635,1)	(1 348,5)	(22,6)	-	-	-	-	(74 811,6)
Depositi in oro	(21 768,0)	(200,1)	(216,8)	(296,7)	(195,7)	(216,3)	(165,4)	-	(23 059,0)
Titoli venduti allo scoperto	(0,8)	(1,7)	(2,5)	(4,9)	(9,8)	(29,7)	(49,9)	(185,4)	(284,7)
Totale	(101 718,3)	(24 530,3)	(16 711,1)	(20 914,4)	(18 423,6)	(29 547,2)	(7 525,0)	(185,4)	(219 555,3)
Strumenti derivati									
<i>Regolati su base netta</i>									
Contratti su tassi di interesse	(1 304,0)	588,3	940,4	1 049,2	1 483,8	1 486,7	187,4	0,1	4 431,9
<i>Regolati su base lorda</i>									
Contratti su tassi di cambio e prezzo dell'oro									
Afflussi	29 504,3	53 304,7	8 576,4	10 940,4	-	-	-	-	102 325,8
Deflussi	(28 771,1)	(52 297,6)	(8 568,4)	(11 221,9)	-	-	-	-	(100 859,0)
Totale parziale	733,2	1 007,1	8,0	(281,5)	-	-	-	-	1 466,8
Contratti su tassi di interesse - regolati su base lorda									
Afflussi	2,8	53,4	320,9	164,5	610,2	665,5	841,1	-	2 658,4
Deflussi	(2,1)	(67,1)	(339,2)	(197,2)	(695,6)	(747,4)	(920,3)	-	(2 968,9)
Totale parziale	0,7	(13,7)	(18,3)	(32,7)	(85,4)	(81,9)	(79,2)	-	(310,5)
Totale derivati	(570,1)	1 581,7	930,1	735,0	1 398,4	1 404,8	108,2	0,1	5 588,2
Totale flussi di cassa futuri non attualizzati	(22 440,1)	40 981,4	5 919,8	563,6	(3 729,6)	(9 661,2)	1 997,4	736,5	14 367,8

Nel corso della sua normale attività bancaria, la Banca vende contratti di opzione. La tabella seguente presenta il valore equo delle opzioni vendute, suddivise in base alla data di esercizio.

Opzioni vendute

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 1 mese	Da 1 a 3 mesi	Da 3 a 6 mesi	Da 6 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 5 anni	Da 5 a 10 anni	Oltre 10 anni	Totale
Situazione al 31 marzo 2010	–	(5,9)	(8,4)	(32,0)	(1,2)	(1,4)	–	–	(48,9)
Situazione al 31 marzo 2009	(1,2)	(10,2)	(8,4)	(138,4)	(1,8)	(7,9)	(4,3)	–	(172,2)

La tabella seguente riporta le scadenze contrattuali degli impegni creditizi alla data di chiusura del bilancio.

Scadenza contrattuale

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 1 mese	Da 1 a 3 mesi	Da 3 a 6 mesi	Da 6 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 5 anni	Da 5 a 10 anni	Non definita	Totale
Situazione al 31 marzo 2010	2 683,8	–	–	375,2	–	–	–	1 860,8	4 919,8
Situazione al 31 marzo 2009	33,5	335,0	–	6 601,2	–	–	–	1 677,1	8 646,8

6. Rischio operativo

La Banca definisce il rischio operativo come il rischio di perdite finanziarie e/o di danni alla reputazione della Banca derivanti da una o più fonti di rischio come di seguito specificato:

- fattori umani: personale insufficiente o privo delle conoscenze, delle competenze o dell'esperienza richieste, formazione o sviluppo carenti, controlli inadeguati, perdita di personale chiave, insufficiente pianificazione delle sostituzioni, mancanza di integrità o di principi deontologici;
- carenze o disfunzioni a livello di procedure: politiche o procedure lacunose, inadeguate o non appropriatamente documentate, recepite, applicate, seguite o fatte rispettare;
- carenze o disfunzioni a livello di sistemi: sistemi lacunosi, inadeguati o non disponibili oppure non operanti come previsto;
- eventi esterni: il verificarsi di un evento che si ripercuote in modo avverso sulla Banca e che sfugge al suo controllo.

Il rischio operativo comprende il rischio legale, ma non quello strategico.

Il quadro, le politiche e le procedure di gestione del rischio operativo adottati dalla Banca comprendono la gestione e la misurazione del rischio stesso, inclusi la determinazione dei principali parametri e input rilevanti, la programmazione della continuità operativa e il monitoraggio dei principali indicatori di rischio.

La Banca ha istituito una procedura di segnalazione immediata degli incidenti collegati al rischio operativo. L'unità Conformità e rischio operativo elabora piani di azione per le singole unità e verifica regolarmente la loro applicazione.

Nel caso del rischio operativo, ai fini della misurazione del capitale economico e delle attività ponderate per il rischio la Banca ha adottato una metodologia VaR che impiega una tecnica di simulazione Monte Carlo e che è conforme ai metodi avanzati di misurazione proposti nell'ambito dello schema Basilea 2. Coerentemente con quanto postulato dal Basilea 2, la quantificazione del rischio operativo non tiene conto del rischio di reputazione. Nel calcolo vengono considerati i dati di perdita interni ed esterni e le stime ottenute da analisi di scenario e da autovalutazioni volte a vagliare i cambiamenti nel contesto operativo e di controllo della Banca. Non sono invece considerate eventuali protezioni ottenute mediante assicurazione.

A. Capitale economico per il rischio operativo

Così come per il calcolo del capitale economico a fronte dei rischi finanziari, la Banca misura il capitale economico per il rischio operativo a un intervallo di confidenza del 99,995% su un orizzonte temporale di un anno. La tabella seguente riporta i dati principali relativi all'esposizione della Banca al rischio operativo in termini di utilizzo del capitale economico per gli ultimi due esercizi finanziari.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2010				2009			
	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo	Media	Massimo	Minimo	Al 31 marzo
Capitale economico assorbito dal rischio operativo	460,4	475,0	450,0	475,0	412,5	425,0	400,0	425,0

B. Requisiti patrimoniali minimi per il rischio operativo

In linea con i parametri principali definiti dallo schema Basilea 2, il calcolo del requisito patrimoniale minimo a fronte del rischio operativo è effettuato ipotizzando un intervallo di confidenza del 99,9% e un orizzonte temporale di un anno. La tabella seguente sintetizza i dati principali relativi all'esposizione della Banca al rischio operativo in termini di requisiti patrimoniali minimi per gli ultimi due esercizi finanziari.

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2010			2009		
	VaR	Attività ponderate (A)	Coefficienti minimi (B)	VaR	Attività ponderate (A)	Coefficienti minimi (B)
Rischio operativo, dove (A) è pari a (B)/8%	180,5	2 256,3	180,5	180,0	2 250,0	180,0

Relazione della Società di revisione

al Consiglio di amministrazione e all'Assemblea generale
della Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea

Abbiamo effettuato la revisione delle allegate situazioni contabili della Banca dei Regolamenti Internazionali, costituite, in conformità dello Statuto della Banca, dallo stato patrimoniale al 31 marzo 2010 e dal conto economico per l'esercizio finanziario concluso in tale data, nonché dal rendiconto finanziario e dalle note integrative. Le situazioni dei conti sono state predisposte dalla Direzione della Banca in conformità dello Statuto e dei principi di valutazione adottati in base ai criteri contabili descritti nelle note integrative. La Direzione della Banca è responsabile dell'impostazione, dell'attuazione e del mantenimento di un sistema di controlli interni funzionale alla predisposizione e alla corretta rappresentazione di situazioni contabili esenti da inesattezze sostanziali dovute a frode o a errore. La Direzione è inoltre responsabile della selezione e dell'applicazione di criteri adeguati di rilevazione contabile e della formulazione di stime ragionevoli in relazione alle circostanze. Il nostro mandato ai sensi dello Statuto della Banca è quello di formulare, in base alla nostra revisione, un giudizio indipendente sullo stato patrimoniale e sul conto economico, e di riferire tale giudizio al Consiglio di amministrazione e all'Assemblea generale.

Abbiamo effettuato le verifiche conformemente ai principi internazionali in materia di revisione, i quali prevedono che la revisione sia condotta nel rispetto delle norme deontologiche e sia pianificata e svolta in modo da poter stabilire con ragionevole certezza che le informazioni contenute nelle situazioni dei conti sono esenti da inesattezze sostanziali. La revisione si fonda su procedimenti atti a ottenere gli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nelle situazioni contabili. Le procedure concretamente adottate dipendono dal giudizio del revisore, il quale valuta fra l'altro il rischio di inesattezze sostanziali dovute a frode o errore. A questo scopo, il revisore considera i controlli interni applicati ai fini della redazione e della corretta rappresentazione delle situazioni dei conti, non per esprimere un'opinione sull'efficacia di tali controlli, bensì per poter adottare procedure di revisione adeguate alle circostanze. Il procedimento di revisione comprende altresì la valutazione dell'adeguatezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli organi direttivi, nonché quella della presentazione complessiva delle situazioni contabili. Abbiamo ricevuto tutte le informazioni e le spiegazioni da noi richieste al fine di accertare che lo stato patrimoniale e il conto economico siano esenti da errori sostanziali, e riteniamo che la revisione svolta fornisca una base adeguata per il nostro giudizio.

Riteniamo che le situazioni contabili, comprese le relative note, siano state redatte in modo appropriato e forniscano un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca dei Regolamenti Internazionali al 31 marzo 2010, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, conformemente allo Statuto della Banca e ai criteri contabili descritti nelle note integrative.

Deloitte AG

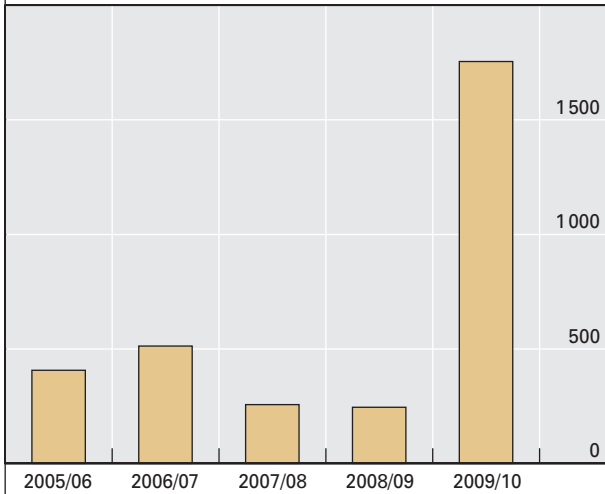
Mark D. Ward

Erich Schaerli

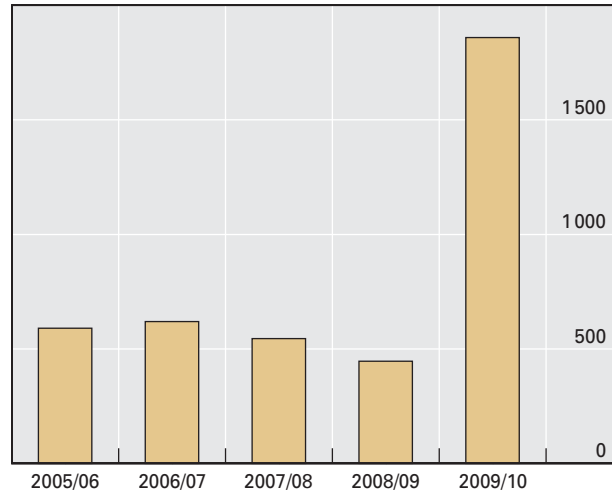
Zurigo, 10 maggio 2010

Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni

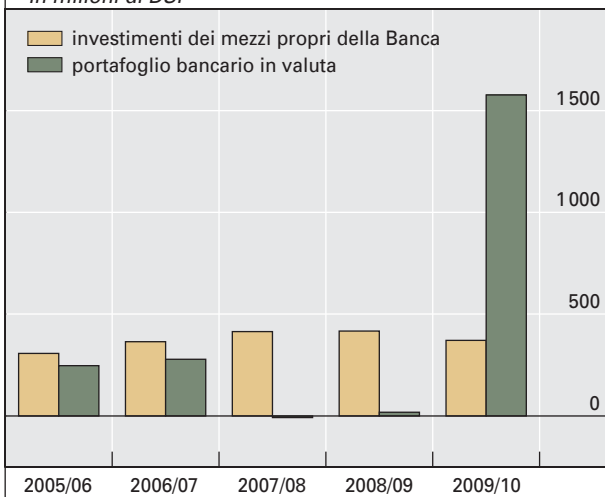
Utile operativo
In milioni di DSP



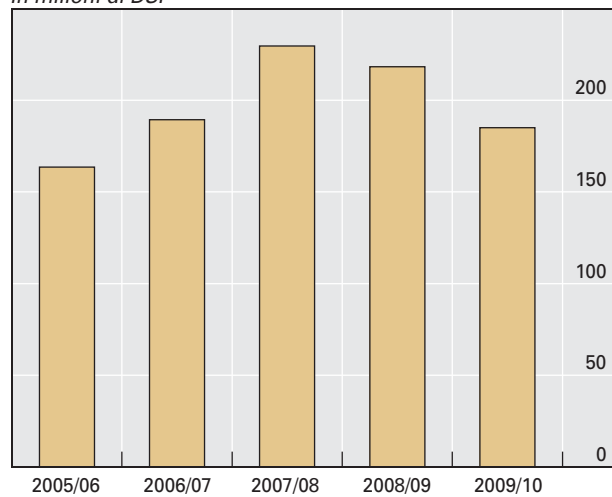
Utile netto
In milioni di DSP



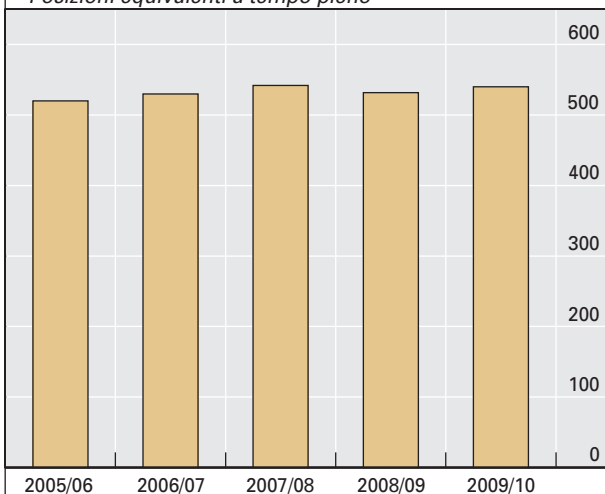
Interessi netti sugli investimenti in valuta
In milioni di DSP



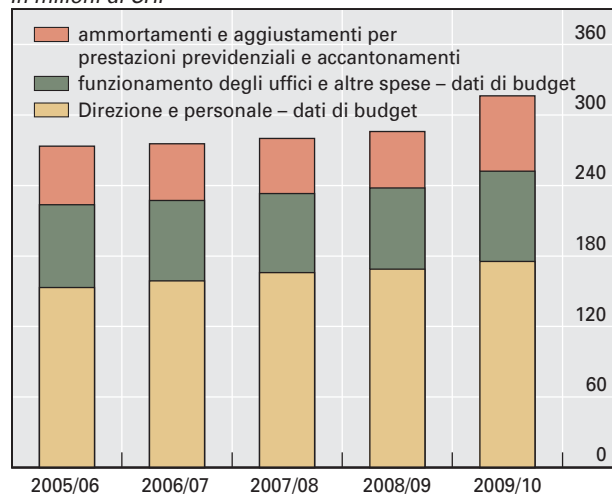
Depositi in valuta (media; in base alla data di regolamento)
In milioni di DSP



Numero medio di dipendenti
Posizioni equivalenti a tempo pieno



Costi operativi
In milioni di CHF



I dati finanziari riportati nei quattro diagrammi superiori sono stati rettificati a seguito della modifica dei criteri contabili introdotta negli esercizi finanziari precedenti.

