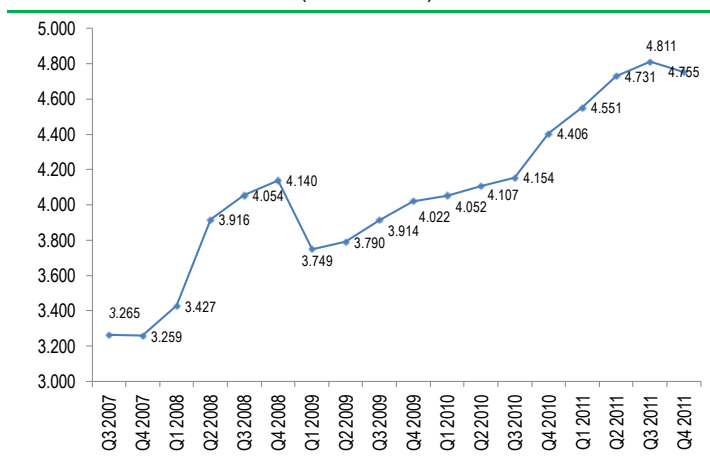


Il patrimonio globale dei fondi sovrani

(mld. di Usd)



Fonte: Sovereign Wealth Funds Institute

I **fondi sovrani** assumono un ruolo di sempre maggior rilevanza tra gli attori della finanza internazionale. La loro ricchezza a fine 2010 si stima nell'ordine dei 4.700 mld di Usd. Circa il 40% del totale dei fondi appartiene a paesi mediorientali, il 37% a paesi asiatici mentre i fondi di provenienza europea ammontano al 16%. Nell'ultimo decennio le operazioni di mercato dei fondi sovrani hanno registrato valori di crescita considerevoli. A fronte di un controvalore di 4 mld di Usd nel 2000, nel solo 2010 sono state effettuate operazioni per circa 52 mld di Usd. Nel 2010 la quinta operazione per importo e la più importante verso un'economia avanzata ha avuto come target una società italiana. La presenza dei fondi sovrani in Italia si concentra prevalentemente nei settori dell'energia e delle infrastrutture, cui seguono quello finanziario, immobiliare e delle telecomunicazioni.

La posizione della **Svizzera** nello scenario economico è sotto molti profili unica: la crisi ha avuto un impatto limitato, il rapporto debito pubblico/Pil ha registrato una riduzione e molti degli altri principali indicatori economici mostrano andamenti altrettanto positivi. Sotto il profilo bancario-finanziario la situazione è più complessa. Negli ultimi anni l'andamento dei due maggiori gruppi bancari svizzeri ha risentito degli effetti della crisi internazionale: gli utili conseguiti da inizio 2009 ad oggi sono inferiori alle perdite registrate nel solo 2008. Per limitare il possibile rischio sistemico il Parlamento svizzero ha definitivamente approvato la proposta governativa che impone requisiti patrimoniali molto severi ai due gruppi bancari maggiori.

50

16 dicembre

2011

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro - Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Il ruolo dei fondi sovrani nella finanza globale

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

I fondi sovrani da alcuni anni stanno assumendo un ruolo di sempre maggior rilevanza tra gli attori della finanza internazionale. La loro ricchezza a fine 2010 si stima nell'ordine dei 4.700 miliardi di dollari. Complessivamente circa il 40% del totale dei fondi sovrani appartiene a paesi mediorientali, il 37% a paesi asiatici mentre i fondi di provenienza europea ammontano al 16%.

Il mercato dei fondi sovrani appare piuttosto concentrato. I primi dieci fondi a livello globale detengono circa l'80% delle risorse finanziarie, di questi la maggior parte sono originati nei paesi mediorientali o in quelli emergenti dell'Asia. Il principale fondo a livello globale è l'ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) con un patrimonio pari a 627 mld di Usd, seguito dal fondo cinese SAFE con 568 mld di Usd e dal fondo del governo norvegese con 560 mld di Usd.

Nell'ultimo decennio le operazioni di mercato dei fondi sovrani hanno registrato valori di crescita considerevoli. A fronte di un controvalore di poco inferiore a 4 mld di Usd nel 2000, nel solo 2010 sono state effettuate operazioni per circa 52 mld di Usd. Il controvalore delle prime 10 è stato pari a circa 30 mld di Usd. La quinta operazione per importo e la più importante verso un'economia avanzata ha avuto come target una società italiana.

L'Italia è stata progressivamente interessata da operazioni legate ai fondi sovrani. La presenza di questi investitori in Italia si concentra prevalentemente nei settori dell'energia e delle infrastrutture, cui seguono quello finanziario, immobiliare e delle telecomunicazioni.

I fondi sovrani: caratteristiche e finalità

I fondi sovrani da alcuni anni stanno assumendo un ruolo di sempre maggior rilevanza tra gli attori della finanza internazionale. Il Fondo Monetario stima la loro ricchezza a fine 2010 in 4.700 mld di Usd, un valore di rilievo considerando che il totale delle riserve valutarie estere internazionali ammonta a circa 9.000 mld di Usd. L'approssimazione della stima deriva dalla scarsa trasparenza di alcuni fondi che rende difficile quantificare in modo preciso la reale consistenza patrimoniale.

I fondi sovrani possono essere definiti come veicoli di investimento pubblici direttamente controllati dai paesi ed utilizzati per raccogliere ed investire in strumenti finanziari i proventi derivanti dalla vendita di materie prime (principalmente gas e petrolio), nel caso dei fondi di tipo *commodity*, oppure da un surplus della bilancia commerciale, nel caso dei fondi di tipo *non commodity*. Il loro ambito di investimento non si limita alla partecipazione azionaria ma si estende anche al finanziamento di progetti e programmi di maggiore complessità.

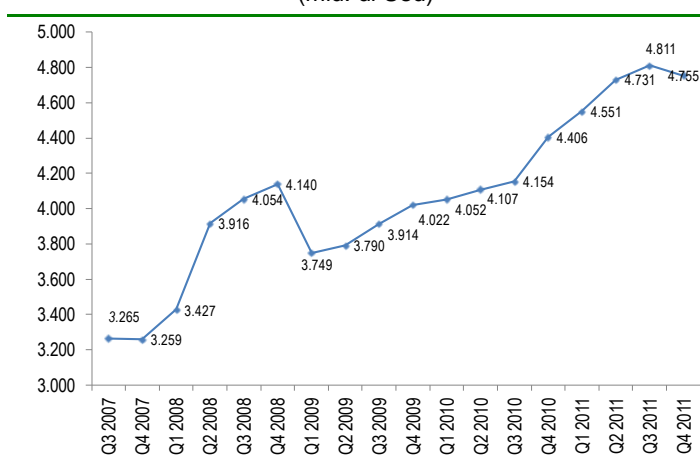
I fondi sovrani sono nati con l'intento di proteggere e stabilizzare l'economia nazionale dalla volatilità dei prezzi delle materie prime e dell'export. Obiettivo principale è quello di isolare i conti pubblici e le politiche fiscali dalle fluttuazioni nel prezzo di una risorsa naturale o di una materia prima che è particolarmente importante per l'economia del Paese, in modo da stabilizzare nel tempo il gettito fiscale.

Nonostante la recente ascesa di questi strumenti, la nascita della prima istituzione di questo tipo risale al 1953, quando lo sceicco Abdullah Al-Salem Al-Sabah istituì a Londra il Kuwait Investment Board, con l'obiettivo di investire i proventi derivanti dall'esportazione del petrolio e limitare gli effetti sul bilancio del paese legati alle fluttuazioni di prezzo del greggio. Anche il più grande fondo sovrano per capitale a

livello mondiale, l'Abu Dhabi Investment Authority, opera da oltre trent'anni; la nascita risale al 1976, lo stesso anno in cui un fondo sovrano libico (Libyan Arab Foreign Investment Company) acquistò il 9,1% della Fiat realizzando il primo investimento da parte di un fondo sovrano in Italia.

Il patrimonio globale dei fondi sovrani

(mld. di Usd)



Fonte: Sovereign Wealth Funds Institute

La struttura del mercato e i principali player

I fondi sovrani vengono generalmente classificati in funzione della fonte di accumulo delle risorse finanziarie o in base agli obiettivi di investimento che intendono perseguire. Con riferimento al primo tipo di classificazione è possibile distinguere tra fondi di tipo *commodity*, che derivano le proprie attività dallo sfruttamento di risorse naturali (in particolare pozzi petroliferi e i giacimenti di gas naturale, presenti nello stato sovrano, come nel caso dell'ADIA appartenente agli Emirati Arabi o il Government Pension Fund norvegese) e fondi di tipo *non-commodity* le cui disponibilità derivano tipicamente dall'accumulo di riserve in valuta estera nei bilanci delle Banche Centrali.

Il secondo tipo di classificazione distingue invece tra fondi di: a) stabilizzazione, con l'obiettivo principale di rendere l'economia di un paese indipendente dalle fluttuazioni del prezzo di materie prime; b) risparmio, il cui obiettivo è un trasferimento di ricchezza intergenerazionale per garantire che anche le generazioni future di un paese possano godere dei proventi dello sfruttamento di risorse non rinnovabili; c) investimento, impiego delle riserve in valuta estera con lo scopo di investire gli eccessi di liquidità; d) sviluppo, il cui obiettivo è il finanziamento dello sviluppo socio-economico del paese attraverso il finanziamento delle infrastrutture.

Il mercato dei fondi sovrani appare piuttosto concentrato. I primi dieci fondi a livello globale detengono circa l'80% delle risorse finanziarie, di questi la maggior parte sono originati nei paesi mediorientali o in quelli emergenti dell'Asia. Il principale fondo a livello globale è l'ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) con un patrimonio pari a 627 mld di Usd), seguito dal fondo cinese SAFE con 568 mld di Usd e dal fondo del governo norvegese con 560 mld di Usd.

Primi 10 fondi sovrani per patrimonio

Paese di origine	Fondo	Patrimonio (mld di \$)	Anno di creazione	Tipo di fondo
Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	627,0	1976	Oil
Cina	SAFE Investment Company	567,9	1997	Non commodity
Norvegia	Government Pension Funds - Global	560,0	1990	Oil
Arabia Saudita	SAMA Foreign Holdings	472,5	nd	Oil
Cina	China Investment Corporation	409,6	2007	Non commodity
Kuwait	Kuwait Investment Authority	296,0	1953	Oil
Cina - Hong kong	Hong Kong Monetary Authority Investment	293,3	1993	Non commodity
Singapore	Government of Singapore Investment Corp.	247,5	1981	Non commodity
Singapore	Temasek Holdings	157,2	1974	Non commodity
Cina	National Social Security Fund	134,5	2000	Non commodity

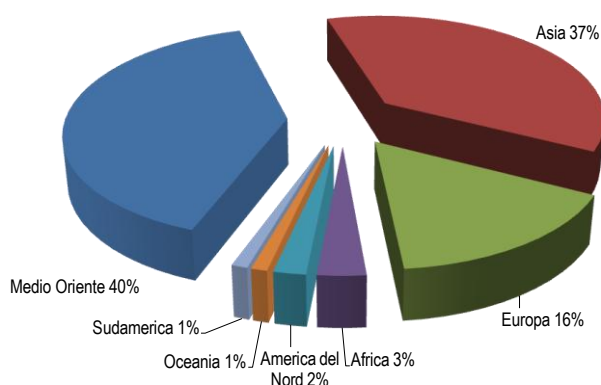
Fonte: Sovereign Wealth Funds Institute

Circa il 60% del patrimonio è detenuto dai fondi di tipo *commodity*, con una diffusione geografica concentrata principalmente nell'area del Golfo, ma sono presenti fondi di questa tipologia anche in Norvegia, Libia, Algeria, Nigeria, Canada, Cile, Russia e Kazakistan. Il 40% del patrimonio totale è invece ascrivibile ai fondi di tipo *non commodity*, la loro localizzazione territoriale si concentra principalmente in Asia con i fondi di Singapore e quelli cinesi, e in Oceania.

Complessivamente circa il 40% del totale dei fondi sovrani appartiene a paesi mediorientali, il 37% a paesi asiatici mentre i fondi di provenienza europea ammontano al 16%. La parte rimanente del patrimonio è attribuibile per il 3% all'Africa, per il 2% al Nord America (con i Fondi dell'Alaska e dell'Alberta) e per l'1% all'Oceania e al Sud America. La presenza dei fondi sovrani di investimento in Italia si concentra prevalentemente nei settori dell'energia e delle infrastrutture, a cui seguono quello finanziario, del real estate e delle telecomunicazioni.

Paesi di origine dei fondi sovrani

(Quote % sul patrimonio totale)



Fonte: Sovereign Wealth Funds Institute

Nei giorni scorsi la banca centrale cinese ha deciso inoltre di istituire due nuovi fondi sovrani, uno destinato a cercare opportunità negli Stati Uniti e l'altro in Europa, con un potenziale complessivo di 300 mld di Usd e con l'obiettivo di ottimizzare il rendimento realizzabile dall'investimento delle sue riserve di divisa estera. Il fondo destinato agli

investimenti realizzati nel mercato statunitense sarà denominato Hua Mei (Cina-Usa), mentre quello destinato a investire in Europa sarà denominato Hua Ou (Cina-Europa).

Crescono gli interventi dei fondi sovrani sui mercati

Nell'ultimo decennio le operazioni di mercato dei fondi sovrani hanno registrato valori di crescita considerevoli. A fronte di un controvalore di poco inferiore a 4 mld di Usd nel 2000, nel solo 2010 sono state effettuate operazioni per oltre 50 mld di Usd. Ad accrescere il potenziale dei fondi ha contribuito l'accumulazione delle riserve valutarie, che nel 2010 hanno superato a livello globale i 9.000 mld, mentre dal lato degli impieghi di risorse molti capitali sono confluiti nel settore bancario statunitense, che fino al 2008 ha registrato un afflusso di 90 miliardi di dollari di investimento da parte dei fondi sovrani.

Fondi sovrani: prime 10 transazioni dirette per importo nel 2010

Data	Target	Settore	Fondo	Paese	mIn Usd
24-set	Petrobras (Brasile)	Energia	FSB	Brasile	7.077
16-lug	Agricultural Bank of China	Finanziario	QIA	Qatar	6.000
18-ott	Banco Santander Brazil SA	Finanziario	QIA	Qatar	2.719
18-ago	Parkway Holdings Ltd (Singapore)	Sanitario	Khaznah	Malesia	2.600
16-giu	Unicredit SpA (Italia)	Finanziario	IPIC	Arabia Saudita	2.300
07-mag	Harrods Ltd. (Regno Unito)	Commercio	QIA	Qatar	2.227
14-lug	Agricultural Bank of China	Finanziario	NCSSF	Cina	2.195
16-lug	Agricultural Bank of China	Finanziario	KIA	Kuwait	1.900
09-gen	Arabtec Holdings PJSC (Arabia Saudita)	Materiali	IPIC	Arabia Saudita	1.748
15-mar	AES Corporation (Stati Uniti)	Energia	CIC	Cina	1.581

Fonte: Sovereign Wealth Funds Institute

Le perdite registrate dai fondi sovrani, specie nel 2009, hanno contribuito a un riorientamento delle strategie di asset allocation di questi investitori, che ha portato a un progressivo ridimensionamento dell'investimento verso gli Stati Uniti e verso il settore finanziario. Nell'ultimo triennio hanno acquisito un rilievo crescente gli investimenti nei settori dell'energia delle risorse naturali e nel settore tecnologico. Da un punto di vista geografico i fondi sovrani stanno prestando maggior attenzione ai mercati europei che detengono una quota pari al 30% del portafoglio investito.

Nel 2010 su un ammontare complessivo di transazioni pari a 52 mld di Usd, il controvalore delle prime 10 è stato pari a circa 30 mld di Usd. La quinta operazione per ammontare è stata quella del fondo arabo IPIC che ha acquisito il 4,99% di Unicredit per un ammontare pari 2,3 mld di Usd. Si è trattato della principale operazione del 2010 verso un paese avanzato, di poco superiore a quella effettuata lo stesso anno dal fondo del Qatar QIA nei confronti della società britannica Harrods (2,2 mld di Usd.). Le due più importanti transazioni del 2010 in termini assoluti sono state comunque di importo assai più rilevante. La prima di 7,1 mld di Usd è stata operata dal fondo brasiliano FSB nei confronti della società brasiliana Petrobras, nel settore dell'energia, la seconda di importo pari a 6 mld di Usd è stata condotta dal fondo QIA del Qatar ed ha avuto come target l'Agricultural Bank of China.

I principali fondi e le operazioni con l'Italia

L'Italia è stata progressivamente interessata da operazioni legate ai fondi sovrani. La presenza di questi investitori in Italia si concentra prevalentemente nei settori dell'energia e delle infrastrutture, cui seguono quello finanziario, immobiliare e delle

telecomunicazioni anche se esistono legami con numerosi settori. Tra le principali operazioni possiamo annoverare nel settore automobilistico una partecipazione del 2% di Fiat in possesso della Lybian Investment Authority ed il 5% di Ferrari acquisito da Mubadala, il secondo Fondo di Abu Dhabi presente in Italia, che ha poi rivenduto questa alla Fiat a marzo del 2011.

Il fondo libico LIA ha acquisito nel corso del 2011 il 2% di Finmeccanica e detiene anche una quota del 4,99% di Unicredit e un accordo preliminare stipulato con Mediobanca nel 2009 per un joint fund da 500 milioni di dollari da investire in imprese italiane operanti nei settori delle costruzioni, dell'IT, del settore immobiliare e del farmaceutico. Il fondo libico detiene inoltre alcuni investimenti in ambito sportivo tra cui il 7,5% della Juventus Football Club. Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), conta anche una partecipazione in Mediaset del 2%.

Sempre al settore finanziario è ascrivibile la già ricordata partecipazione con una quota del 4,99% al capitale di Unicredit da parte del fondo degli emirati IPIC.

Nel complesso se da un lato la presenza dei fondi sovrani sui mercati sta acquisendo una dimensione crescente, il giudizio sull'operato degli stessi è oscillato nel tempo. Si è passati da una generale diffidenza verso questi investitori da arginare per proteggere i sistemi industriali nazionali, a un entusiasmo per il sostegno al sistema finanziario statunitense con l'immissione di ingenti quantità di capitali durante la fase più accentuata della crisi. Secondo i risultati di alcuni studi tuttavia gli investimenti dei fondi sovrani non riescono a creare valore, l'analisi evidenzia come nei due anni successivi all'acquisizione di un fondo sovrano, il titolo della società target perda in media dal 6 al 10%, con una performance peggiore al crescere della partecipazione acquisita.

L'intreccio economico-finanziario della Svizzera

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

La collocazione della Svizzera nel difficile scenario di questi anni è sotto molti profili unica. Dal punto di vista macroeconomico la crisi ha avuto su questo paese un impatto solo limitato. Posto pari a 100 il Pil a fine 2006, nel 2011 la Svizzera è a 107,4, la Germania a 105,5, l'insieme dell'area euro a 102,4, la Francia a 102,3, l'Italia a 97,5.

Insieme a Svezia e Norvegia, la Svizzera è tra i pochi paesi OCSE ad aver registrato in questi anni una riduzione del rapporto debito pubblico/Pil. Molti degli altri principali riferimenti economici sono altrettanto positivi: saldo delle partite correnti strutturalmente in attivo, un tasso d'inflazione nullo, un tasso di disoccupazione da tempo intorno al 4%, un tasso di occupazione di oltre 15 punti percentuali superiore a quello medio dell'area OCSE.

Sotto il profilo bancario-finanziario la situazione è decisamente più complessa. La Svizzera è al vertice della graduatoria che considera il rapporto tra totale delle attività dei gruppi bancari maggiori e Pil. D'altra parte, in questi ultimi anni l'andamento dei due maggiori operatori bancari svizzeri non è stato complessivamente favorevole: gli utili conseguiti da inizio 2009 ad oggi sono inferiori alle perdite registrate nel solo 2008.

Per limitare il possibile rischio sistemico insito in questo scenario nelle settimane scorse il Parlamento svizzero ha definitivamente approvato la proposta governativa che impone ai due gruppi maggiori di posizionare il loro coefficiente patrimoniale Tier 1 al di sopra del 10% e di detenere un ulteriore 9% di risorse patrimoniali del tipo CoCo bonds.

Una performance economica brillante

La collocazione della Svizzera nel difficile scenario di questi anni è sotto molti profili unica. Dal punto di vista macroeconomico, infatti, la crisi ha avuto su questo paese un impatto limitato. Nel 2009, l'anno di più intensa recessione, il Pil ha registrato una flessione di appena l'1,9%, meno della metà di quanto avvenuto in media nell'area euro (-4,2%). Posto pari a 100 il Pil a fine 2006, nel 2011 (a prezzi costanti) la Svizzera è a 107,4, la Germania a 105,5, l'insieme dell'area euro a 102,4, la Francia a 102,3, l'Italia a 97,5.

A sostenere la dinamica economica hanno contribuito in misura non secondaria gli investimenti non residenziali (+12,5% nell'arco del quinquennio 2007-11) e le esportazioni di beni e servizi (+17% in volume nello stesso arco di tempo). Secondo l'OCSE¹, la crescita reale del Pil nel 2011 (+1,8%) sarebbe attribuibile alla domanda finale interna per 1,7 punti percentuali e alle esportazioni nette per 1,3 pp, mentre le scorte avrebbero sottratto 1,2 pp. Per il prossimo anno si ipotizza un significativo rallentamento della crescita (a +0,8%) addebitabile largamente al negativo contributo delle esportazioni nette (-0,9%) su cui pesa, oltre al peggioramento della congiuntura internazionale, anche il continuo processo di rivalutazione della moneta nazionale tradizionalmente considerata come possibile "valuta rifugio". Il cambio tra franco svizzero ed euro, sopra quota 1,5 a metà 2009, si posizionava a 1,24 a inizio dicembre 2011, un risultato che peraltro beneficia della dichiarata volontà delle autorità di non

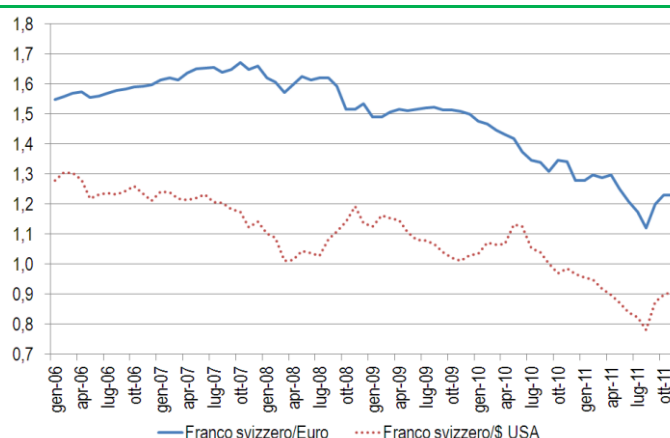
¹ Cfr. OCSE, *Economic Outlook*, novembre 2011.

consentire più una discesa di questo rapporto di cambio al di sotto di quota 1,20². Se anche il rallentamento economico ipotizzato trovasse conferma, la crescita della Svizzera risulterebbe comunque largamente migliore di quanto previsto per l'eurozona (+0,2%), area verso la quale la Svizzera indirizza (2010) la metà delle sue esportazioni.

Ancora più unica è la posizione della Svizzera dal lato della finanza pubblica. Negli ultimi sei anni i conti pubblici si sono chiusi con un saldo positivo e rispetto al 2006, ultimo anno pre-crisi, il rapporto debito pubblico/Pil risulta diminuito di quasi 8 punti percentuali (al 42% nel 2011) mentre è viceversa aumentato di 11 punti in Italia, di 17 in Germania, di 27 in Francia, di 21 nella media dell'area euro. Nell'area OCSE, Svezia e Norvegia sono i soli altri paesi ad aver registrato nello stesso periodo una riduzione del rapporto debito pubblico/Pil

Alla favorevole dinamica economica e al brillante quadro della finanza pubblica si affiancano dati altrettanto positivi nei conti con l'estero (saldo delle partite correnti strutturalmente in attivo, +\$327mld dal 2006 al 2011), un tasso d'inflazione nullo (negativo nel 2009), un tasso di disoccupazione da tempo posizionato intorno al 4%, un tasso di occupazione di oltre 15 punti percentuali superiore a quello medio dell'area OCSE.

Il rafforzamento del franco svizzero



Fonte: Datastream

Un Paese esposto ad un effettivo rischio sistemico

Sotto il profilo bancario-finanziario la situazione è decisamente più complessa, conseguenza del rilevante impatto della recente crisi internazionale. Prima di procedere è opportuno ricordare che il sistema bancario svizzero è costituito da oltre 300 operatori ma oltre due terzi delle attività totali (a fine 2010 poco meno di Sfr 3.600 mld pari a € 2.850 mld circa) sono riferibili ai soli due gruppi maggiori, UBS e Crédit Suisse, posizionati rispettivamente al 22° e al 25° posto della graduatoria mondiale³. Entrambi i gruppi si caratterizzano per una forte proiezione internazionale tanto che nel

² La dichiarazione delle autorità svizzere (inizio settembre 2011) ha determinato un'immediata svalutazione del franco svizzero di poco inferiore al 9%. Tra la metà 2009 e l'inizio di dicembre 2011 la parità con il dollaro è passata da 1,09 a 0,93.

³ Cfr: The Banker, luglio 2010. Graduatoria costruita avendo come riferimento i bilanci a fine 2010

mercato creditizio nazionale la loro quota è pari solo al 32%, con il resto diviso tra le 22 Banche cantonali (29%) e altre istituzioni di credito.

La crisi finanziaria internazionale ha colpito pesantemente i due gruppi maggiori che nel solo 2008 hanno registrato una perdita complessiva prossima a Sfr 30mld (€ 20 mld circa). Nell'ottobre di quell'anno, subito dopo il fallimento della Lehman Brothers, il governo svizzero fu costretto a fornire un urgente sostegno a UBS sottoscrivendo un prestito obbligazionario convertibile di Sfr 6 mld e finanziando la costituzione di una società incaricata di rilevare titoli illiquidi per \$60 mld. La presenza pubblica nel capitale di UBS (9%) è durata meno di un anno con una plusvalenza per lo stato svizzero di Sfr 1,2 mld.

Ad una massiccia ricapitalizzazione (Sfr 10 mld) fu costretto nell'ottobre 2008 anche il Crédit Suisse. In questo caso a sottoscrivere l'aumento di capitale fu in ampia misura il fondo sovrano del Qatar che all'inizio del 2011 ha scambiato una parte delle sue azioni con CoCo bond (Contingent Convertible bonds), titoli obbligazionari a lunga scadenza (o anche perpetui) che possono svolgere una funzione patrimoniale perché al verificarsi di particolari condizioni di stress (ad esempio, discesa del Tier 1 ratio al disotto di una certa soglia) sono convertiti automaticamente in azioni ordinarie. Di questo tipo di titoli Crédit Suisse ha curato nel 2011 due distinte emissioni per un importo complessivo superiore a € 6 miliardi. Tanto UBS quanto il Crédit Suisse hanno ancora oggi alcuni fondi sovrani tra i loro principali azionisti⁴.

Successivamente i due gruppi svizzeri hanno messo a segno una piena ripresa ma gli utili complessivamente conseguiti nei quasi tre anni successivi (da inizio 2009 alla fine del terzo trimestre 2011) sono inferiori di oltre il 20% alle perdite registrate nel solo 2008⁵.

Nella graduatoria costruita considerando il rapporto tra totale delle attività bancarie e Pil la Svizzera (6,6) si posiziona subito dietro il Regno Unito (a 7,0). Francia, Germania, Belgio e Svezia propongono valori pari a circa la metà di quello svizzero; il Giappone (2), l'Italia (1,6) e gli Stati Uniti (1,1) si posizionano su valori contenuti. Se al numeratore del rapporto si considerano le attività dei soli gruppi bancari maggiori, la specificità della Svizzera (a 4,3) diventa evidente: i paesi con i valori più prossimi, infatti, sono i Paesi Bassi (3,3), il Belgio (2,6), il Regno Unito (2,5).

Tra la fine del 2008 e settembre 2011 le attività totali di UBS e di Crédit Suisse considerate congiuntamente sono diminuite del 21% (quasi Sfr 680mld), quelle ponderate per il rischio anche di più (-25%). Il rapporto tra totale attivo e patrimonio di migliore qualità (capitale Tier 1) è sceso di quasi un terzo (da 47 a 33 volte) ma rimane comunque molto alto sia in assoluto (il patrimonio Tier 1 è pari al 3% dell'attivo totale) sia rispetto alla media dei concorrenti internazionali⁶.

⁴ Il QIA (Qatar Investment Authority) è il secondo azionista (6,2%) del Crédit Suisse; il Governo di Singapore, invece, detiene il 6,4% del capitale di UBS.

⁵ Più precisamente, la differenza è positiva per Sfr 6,2 mld nel caso di Crédit Suisse e negativa per Sfr 12,7 mld per Ubs.

⁶ Basilea 3 prevede un coefficiente minimo di leva del 3%, calcolato come rapporto tra il patrimonio tier 1 e un denominatore ove oltre al totale dell'attivo non ponderato per il rischio è inserito anche il totale delle esposizioni fuori bilancio. Nel caso dei due gruppi svizzeri queste ultime rappresentano (fine settembre 2011) il 14% circa del totale delle attività in bilancio.

Per l'indice di leva finanziaria Basilea 3 prevede una fase sperimentale che inizierà nel 2013 e si concluderà nel 2017, con l'obiettivo di una piena applicazione dal 1° gennaio 2018, subordinatamente a una revisione e a un'appropriata calibrazione. Nel frattempo continuerà (se prevista) ad applicarsi la normativa nazionale che nel caso della Svizzera concede la possibilità di dedurre dal totale dell'attivo i prestiti concessi alla clientela nazionale.

Per una più completa valutazione della solidità patrimoniale dei due gruppi è comunque opportuno considerare anche altre circostanze. Di segno favorevole è la constatazione che la già invidiabile qualità del portafoglio prestiti è ulteriormente migliorata (l'incidenza dei prestiti *non performing* è scesa nel 2010 allo 0,4%, dallo 0,9% del 2009). Di natura negativa, invece, sono altri due aspetti: a) la riduzione delle attività totali è in misura non secondaria conseguenza del ridimensionamento delle attività estere indotto dal forte apprezzamento della valuta nazionale; b) a metà 2011 nei bilanci dei due gruppi risultavano presenti attività di "classe 3" per circa € 55 mld, importo pari al 71,5% del patrimonio netto⁷.

I passi per limitare il rischio sistemico

Le vicende di questi ultimi anni hanno riproposto alle autorità svizzere il problema di come evitare che eventuali difficoltà dei due gruppi maggiori possano determinare conseguenze rovinose per l'intero Paese. A metà 2009⁸ Philipp Hildebrand, attuale presidente della Banca Nazionale Svizzera, sottolineò con forza la necessità di mettere a punto misure idonee a disincentivare una ulteriore crescita dei bilanci dei due gruppi bancari "too big to fail".

Nelle settimane scorse questo processo è arrivato ad un primo importante risultato con l'approvazione definitiva da parte del Parlamento di una proposta governativa che impone ai due gruppi maggiori di posizionare il loro coefficiente patrimoniale Tier 1 al di sopra del 10% e di detenere a fronte dell'attivo ponderato per il rischio un ulteriore 9% di risorse patrimoniali del tipo CoCo bonds. I tempi concessi per il completo adeguamento alla disposizione sono analoghi a quelli di Basilea 3 (entro il 2018).

Alla fine di settembre 2011, il coefficiente di patrimonializzazione Tier 1 dei due gruppi si posizionava intorno al 18%, quello totale al di sopra del 20%. Tuttavia, una quota significativa del patrimonio Tier 1 di entrambi i gruppi risulta costituita da strumenti finanziari ibridi con caratteristiche non contemplate dalle norme di Basilea 3.

Per effetto della difficile congiuntura ma anche di questi obblighi normativi entrambi i gruppi hanno deciso di ridimensionare l'attività di *investment banking*, accrescendo contestualmente l'attività di gestione dei patrimoni, attività che propone una redditività più stabile e richiede un presidio patrimoniale molto meno rilevante. Con oltre € 1.100 mld di attività Ubs è il secondo gestore al mondo (dietro Bank of America Merrill Lynch). Crédit Suisse ha in gestione un ammontare di attività sensibilmente inferiore (€ 625 mld) ma superiore a quello di UBS se quest'ultimo gruppo viene considerato al netto della sua controllata negli Stati Uniti.

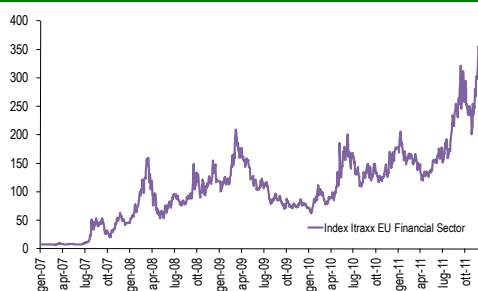
Nel campo dell'attività di gestione dei patrimoni la Svizzera mantiene un'elevata reputazione per quanto concerne la qualità del servizio offerto e la discrezione. Tuttavia, per effetto di una crescente e diffusa pressione internazionale in questi ultimi anni le autorità hanno dovuto accettare un significativo ammorbidimento del segreto bancario soddisfacendo in modo più ampio le richieste della magistratura di altri paesi e restringendo sensibilmente i vantaggi fiscali della clientela straniera.

⁷ Le attività di classe/livello 3 sono una eredità della crisi finanziaria apertasi a metà 2007. Prive di un qualsiasi mercato di riferimento, queste attività (c.d. tossiche) sono valutate utilizzando parametri non direttamente osservabili sul mercato, con modelli interni predisposti dalla banca (c.d. mark-to-model approach). Il valore con cui sono iscritte nel bilancio è quindi largamente discrezionale. Di fatto non hanno alcuna certezza di liquidabilità.

⁸ "Current state of the financial system in Switzerland", Berna, 20 giugno 2009.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

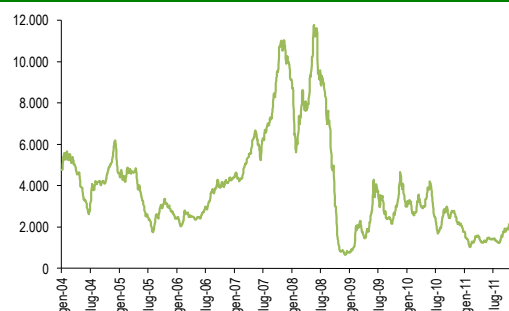
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Datastream

I premi al rischio nell'ultima settimana tornano oltre quota 300.

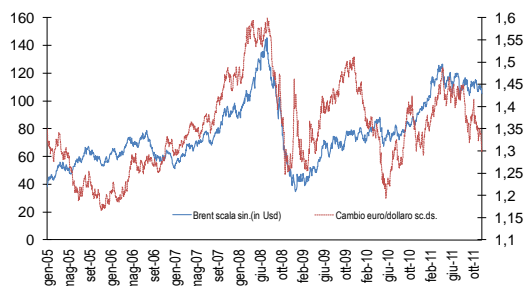
Indice Baltic Dry



Fonte: Datastream

L'indice dei noli marittimi si avvicina a 1.900.

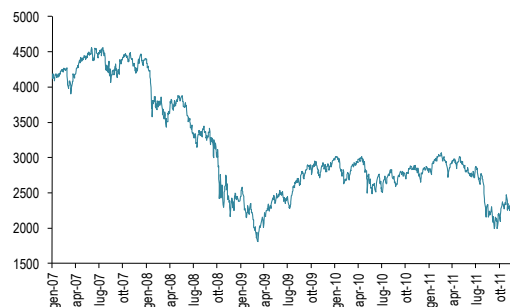
Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Datastream

Il tasso di cambio €/€ a 1,30. Il petrolio qualità Brent quota 105\$ al barile, il Wti a 93\$ al barile.

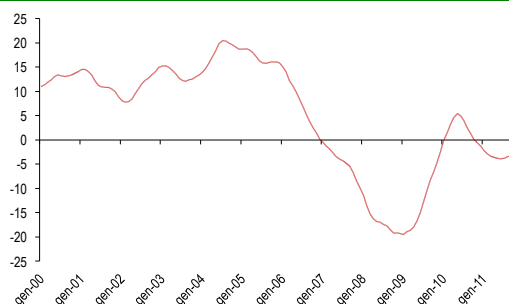
Borse europee: indice Eurostoxx 50



Fonte: Datastream

L'indice nell'ultima settimana scende sotto 2.300.

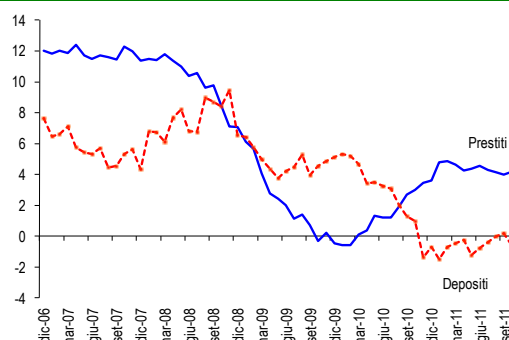
**Usa: indice dei prezzi delle abitazioni
Case-Shiller composite 10**
(var. % a/a)



Fonte: Datastream

A settembre 2011, per il 12° mese consecutivo, le variazioni dei prezzi delle abitazioni Usa restano negative (-3,3% su base annua).

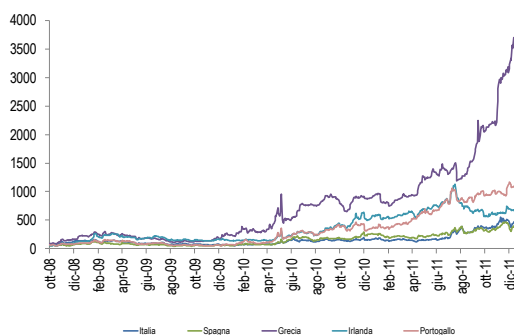
Italia: prestiti e depositi
(var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

A ottobre 2011 il trend di crescita dei prestiti si conferma stabile intorno al 4% a/a mentre la variazione dei depositi torna negativa.

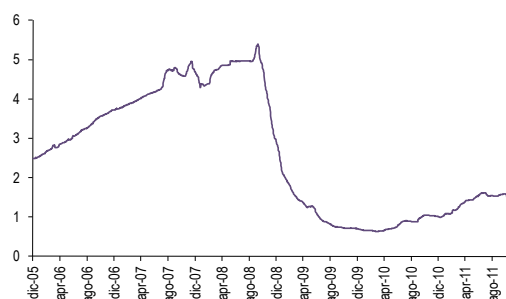
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania**
(punti base)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

I differenziali con il Bund, sono pari a 3.476 pb per la Grecia, 1.094 pb per il Portogallo, 677 pb per l'Irlanda, 470 pb per l'Italia e 395 pb per la Spagna.

Tasso euribor a 3 mesi
(val.%)



Fonte: Banca d'Italia

Il tasso euribor poco sopra a 1,40%.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.