

**IL SISTEMA DEI PAGAMENTI, I MERCATI  
E LE LORO INFRASTRUTTURE**



## 20. LE INFRASTRUTTURE DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI ALL'INGROSSO E DEI MERCATI MONETARIO E FINANZIARIO

La crisi finanziaria del 2008 si è accompagnata a un progressivo deterioramento delle condizioni di liquidità dei mercati finanziari. In seguito al dissesto di Lehman Brothers, avvenuto in settembre, sui mercati interbancari si sono accentuati i premi per il rischio e sul mercato dei titoli governativi si sono ampliati i differenziali tra i rendimenti dei titoli dei Paesi con merito creditizio più basso e quelli dei titoli benchmark (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*).

Nonostante le turbolenze, i sistemi di regolamento e i meccanismi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari hanno continuato a operare in maniera ordinata, anche grazie all'abbondante liquidità messa a disposizione dalle banche centrali. I maggiori e più frequenti margini di garanzia richiesti dalle controparti centrali a fronte dell'aumentata volatilità dei mercati sono stati corrisposti dai partecipanti senza difficoltà di rilievo; solo nei giorni immediatamente successivi al dissesto di Lehman Brothers si è verificato un aumento delle transazioni in titoli in attesa di regolamento.

In Italia le infrastrutture di negoziazione dei titoli di Stato e dei depositi interbancari (MTS ed e-MID), del sistema di regolamento titoli (Monte Titoli) e di controparte centrale (Cassa di compensazione e garanzia) hanno risentito, nei volumi trattati, del calo dell'attività registrata sui mercati finanziari. La percezione dei rischi di controparte e di liquidità si è riflessa soprattutto sul mercato interbancario e, in particolare, sulle scadenze più lunghe per le quali gli scambi si sono decisamente rarefatti. La Banca d'Italia, consapevole della rilevanza del mercato interbancario ai fini della conduzione della politica monetaria e della stabilità finanziaria, ha promosso la costituzione di un nuovo segmento del mercato interbancario con caratteristiche idonee a superare i fattori che, nell'attuale fase, ostacolano la fluidità degli scambi.

Lo sviluppo dei prodotti derivati trattati over-the-counter, in particolare dei credit default swap, conferma l'esigenza di rafforzarne i meccanismi di regolamento e garanzia, ora prevalentemente basati su sistemi bilaterali e non standardizzati. Dopo le indicazioni espresse in questo senso dal Financial Stability Forum già nell'aprile del 2008, nuove sollecitazioni sono state rivolte da parte di banche centrali e autorità politiche; due controparti centrali hanno attivato iniziative in tal senso tra la fine del 2008 e il primo trimestre del 2009. Alla metà del mese in corso il Tesoro americano ha presentato al Congresso la proposta di un ampio intervento legislativo nel quale è anche previsto l'utilizzo di controparti centrali per la compensazione dei derivati over-the-counter standardizzati.

Il 19 maggio 2008 è stata completata, nel rispetto dei tempi previsti, la migrazione del terzo e ultimo gruppo di paesi, fra cui l'Italia, a TARGET2, il nuovo sistema di

regolamento lordo realizzato e gestito congiuntamente dalla Banque de France, dalla Deutsche Bundesbank e dalla Banca d'Italia per conto dell'Eurosistema. Con la migrazione della piazza finanziaria italiana a TARGET2, il sistema di regolamento lordo BI-Rel è stato dismesso e sostituito dalla componente italiana di TARGET2 (TARGET2-Banca d'Italia).

La valutazione condotta dalla Banca centrale europea (BCE) e dalle altre banche centrali dell'Eurosistema, nell'ambito delle funzioni di sorveglianza sul sistema dei pagamenti, approvata dal Governing Council nello scorso dicembre, ha confermato la piena rispondenza del nuovo sistema TARGET2 agli standard di sorveglianza adottati dall'Eurosistema (i Core Principles for Systemically Important Payment Systems pubblicati dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) e le Business Continuity Oversight Expectations approvate dalla BCE).

Per favorire l'integrazione del sistema dei pagamenti europeo, l'Eurosistema ha avviato nel 2009 la fase realizzativa dei progetti TARGET2-Securities (T2S), per il regolamento in euro in moneta di banca centrale delle transazioni in titoli, e Collateral Central Bank Management (CCBM2), per la gestione in un sistema unico delle garanzie utilizzate nelle operazioni con l'Eurosistema. Con TARGET2-Securities verrà migliorata l'efficienza e la concorrenza dei servizi di post-trading, anche grazie allo sfruttamento delle sinergie conseguibili con TARGET2 che consentiranno di ridurre i costi e di avere soluzioni avanzate per la business continuity. Con il CCBM2 le banche potranno utilizzare servizi armonizzati nella gestione delle garanzie, con guadagni di efficienza anche nella gestione della liquidità. I progetti permetteranno infine agli operatori di gestire in modo integrato nell'area dell'euro la liquidità, le posizioni in titoli e le garanzie impiegate nelle operazioni con l'Eurosistema.

Nell'Unione europea (UE) sono stati rafforzati gli accordi di cooperazione tra autorità. Nel giugno del 2008 è stato definito il "Memorandum of Understanding on co-operation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries of the European Union on cross border financial stability" per la gestione e la risoluzione delle crisi cross border.

### *Il regolamento in base monetaria*

Nel 2008 TARGET2 ha trattato in media giornaliera quasi 370.000 pagamenti per un controvalore di circa 2.670 miliardi, rispettivamente il 59 e il 90 per cento dei trasferimenti di fondi eseguiti attraverso i principali sistemi della UE. La crescita dei pagamenti regolati in TARGET2 è stata pari all'1 per cento in termini di numero e al 10 per cento in termini di importo. I pagamenti regolati in Euro1, il maggiore tra i sistemi alternativi, sono stati pari in media giornaliera a 287 miliardi, con un incremento del 26 per cento rispetto al 2007. La crescita nei due sistemi è da attribuire anche alla chiusura del sistema Paris Net Settlement (PNS) i cui flussi sono confluiti per due terzi in Euro1 e per circa un terzo in TARGET2.

*La crescita degli importi nel 2008 è stata fortemente influenzata dall'ampio ricorso nell'ultimo trimestre al deposito overnight e alle rilevanti operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. L'incremento ha inoltre risentito dell'inclusione nei dati di TARGET2 di pagamenti di natura "tecnica" (trasferimenti di liquidità tra due conti detenuti dallo stesso operatore presso la stessa banca centrale),*

introdotti con il nuovo sistema, che hanno contribuito ad aumentare artificialmente il valore dei pagamenti, in particolare di quelli domestici per i quali l'incremento è stato del 18 per cento circa.

Nel 2008 i flussi trattati dai sistemi italiani di compensazione e di regolamento gestiti dalla Banca d'Italia, inclusi quelli regolati nel nuovo sistema TARGET2-Banca d'Italia, sono stati pari a oltre 54.000 miliardi, in riduzione di oltre il 4 per cento rispetto all'anno precedente; i flussi si sono commisurati a 34,4 volte il PIL (tav. 20.1).

Tavola 20.1

Flussi trattati nei sistemi di compensazione e regolamento (miliardi di euro)						
ANNI	Sistemi di compensazione (1)			Regolamento lordo (2) (c)	Totale flussi	
	Flussi lordi (a) BI-Comp	Saldi multilaterali			(d)=(a+b+c)	(d)/PIL (3)
		BI-Comp	Liquidazione dei titoli ed Express II (b)			
2001	2.449	266	2.252	34.980	39.681	31,8
2002	2.598	276	1.954	32.145	36.697	28,3
2003	2.839	291	2.116	30.873	35.828	26,8
2004	3.011	323	2.190	31.650	36.851	26,4
2005	3.181	376	2.531	37.656	43.368	30,3
2006	3.402	420	2.818	43.635	49.855	33,5
2007	3.376	415	3.123	49.902	56.401	36,5
2008	3.449	444	4.111	46.476	54.036	34,4

Fonte: elaborazioni su dati SIA-SSB, Istat e Banca d'Italia. Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
 (1) Comprese le operazioni della Banca d'Italia, delle Sezioni di tesoreria provinciale e delle Poste Italiane spa. Dal 19 maggio 2008, in corrispondenza della migrazione al sistema TARGET2, i saldi delle Sezioni di tesoreria provinciale sono compresi in quelli della Banca d'Italia. Il sistema Express II è stato avviato l'8 dicembre 2003. La Liquidazione dei titoli ha cessato di operare il 23 gennaio 2004. –  
 (2) Operazioni al netto dei saldi dei sistemi multilaterali ancillari. Include i pagamenti transfrontalieri sia in entrata sia in uscita al netto delle operazioni con la Banca d'Italia. Non sono incluse le operazioni regolate sui conti accentrati esterni a BI-Rel/TARGET2-Banca d'Italia. – (3) Per i valori del PIL cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

La riduzione dei flussi ha trovato riscontro nella contrazione del 9,1 per cento del traffico SWIFT, più marcata in Italia che negli altri principali paesi. Nel primo trimestre del 2009 la contrazione è risultata del 36,8 per cento rispetto all'anno precedente.

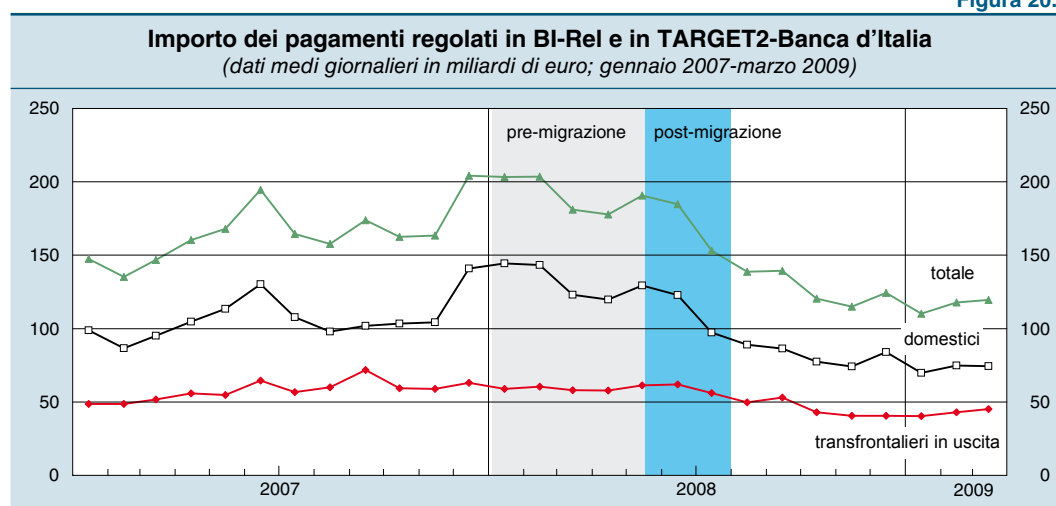
Nel sistema di regolamento lordo italiano, rispetto al 2007, i flussi si sono ridotti, in media giornaliera, di circa 7 miliardi. La riduzione ha riguardato i pagamenti interbancari, diminuiti dell'11,9 per cento, mentre le operazioni disposte dalla clientela sono risultate in aumento del 17,8 per cento.

*Nel sistema di regolamento lordo vengono regolati anche i saldi dei sistemi ancillari domestici (i sistemi di compensazione dei pagamenti al dettaglio, il mercato interbancario, i sistemi di regolamento dei titoli, i sistemi di controparte centrale), nonché quelli delle banche italiane operative nei sistemi ancillari internazionali (Euro1 e il sistema di regolamento multivalutario Continuous Linked Settlement). I primi hanno mostrato un incremento significativo rispetto all'anno precedente (circa il 24 per cento), quasi interamente attribuibile al regolamento dei saldi della liquidazione netta di Express II. L'importo giornaliero dei pagamenti relativi ai saldi dei sistemi ancillari internazionali è risultato pari a circa 2,4 miliardi, in linea con i valori dell'anno precedente (2,5 miliardi).*

La riduzione dei flussi regolati nell'anno è riconducibile da un lato alla migrazione a TARGET2-Banca d'Italia, dall'altro all'accentuarsi della crisi nell'ultimo trimestre

dell'anno (cfr. più avanti *Gli effetti della crisi sui flussi nel sistema dei pagamenti*). In particolare, la migrazione a TARGET2-Banca d'Italia ha favorito un processo di accentramento delle tesorerie presso la casa madre da parte delle banche estere operative in Italia. Confrontando i flussi regolati nel periodo precedente la migrazione (2 gennaio-16 maggio 2008) con quelli dei primi mesi di operatività di TARGET2-Banca d'Italia (19 maggio-31 luglio 2008) il valore medio giornaliero dei pagamenti domestici e di quelli transfrontalieri in uscita dall'Italia si è ridotto da 192 a 171 miliardi; la flessione ha riguardato esclusivamente i pagamenti domestici (da 133 a 112 miliardi di euro), mentre i flussi transfrontalieri sono rimasti sostanzialmente stabili (fig. 20.1).

Figura 20.1



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

L'utilizzo della liquidità infragiornaliera è stato in media di circa 6,4 miliardi al giorno, in aumento di quasi 2 miliardi rispetto al 2007. L'utilizzo infragiornaliero massimo nel corso della giornata, pari in media a 12,6 miliardi (9,8 miliardi nel 2007) continua a verificarsi nelle prime ore della mattinata, in concomitanza con il regolamento delle operazioni in scadenza sull'e-MID. Il ricorso alla liquidità infragiornaliera è risultato concentrato presso un numero limitato di operatori; quasi l'85 per cento dell'utilizzo e il 35 per cento delle garanzie depositate, infatti, fa capo a tre intermediari.

Il valore delle attività depositate nel corso della giornata a garanzia delle anticipazioni è sensibilmente cresciuto, da 16 a circa 28 miliardi. Il fenomeno ha riguardato tutte le principali banche e riflette esigenze di tipo precauzionale, accentuatesi nel periodo della crisi finanziaria. All'incremento delle garanzie hanno concorso sia le attività negoziabili, aumentate in media giornaliera da 9,1 miliardi nel 2007 a 13,9 miliardi nel 2008, sia i prestiti bancari, il cui valore è progressivamente cresciuto da 1,9 miliardi nel 2007 sino a superare nel primo trimestre del 2009 i 12 miliardi, depositati per tre quarti da una sola banca. Nello stesso trimestre il sensibile aumento dei titoli domestici è invece associato al deposito da parte di alcuni intermediari di garanzie rivenienti dalla cartolarizzazione di propri crediti, recentemente rese stanziabili dall'Eurosistema.

*Nel 2008 circa la metà dei titoli a garanzia è stata costituita da titoli esteri che, specie nel secondo semestre dell'anno, sono stati mobilitati in prevalenza attraverso i collegamenti tra depositari centralizzati (cosiddetti links; tav. 20.2). L'utilizzo transfrontaliero delle garanzie è cresciuto sensibilmente in Europa in relazione all'evolvere della crisi finanziaria; nell'ambito del Correspondent Central Banking*

Model (CCBM), la Banca d'Italia ha effettuato mediamente ogni mese circa 400 operazioni su titoli italiani a favore delle banche centrali del SEBC (meno di 300 nel 2007), con oltre 1.000 nel solo mese di ottobre, dopo il dissesto della Lehman Brothers. Le giacenze di titoli gestite per conto delle suddette banche centrali hanno superato nel quarto trimestre i 73 miliardi; l'utilizzo su base transfrontaliera di prestiti bancari erogati in Italia è rimasto invece contenuto (1,1 miliardi).

Tavola 20.2

Attività a garanzia in deposito presso la Banca d'Italia (consistenze medie; milioni di euro)											
PERIODI	Anticipazione infragiornaliera				Pronti contro termine di politica monetaria				Titoli italiani a garanzia delle BCN estere via CCBM		
	Titoli			Totale	Prestiti bancari	Titoli				Totale	Prestiti bancari
	Italiani	CCBM	Links			Italiani	CCBM	Links			
2007	4.739	2.682	1.729	9.150	1.932	6.786	–	8.973	15.758	4.002	47.176
2008	7.051	3.208	3.720	13.979	9.059	11.431	8	5.507	16.947	5.535	58.373
2008 – 1° trim.	4.279	2.676	2.382	9.336	6.957	4.646	–	5.925	10.572	6.304	50.145
2° trim.	5.855	3.004	3.295	12.154	7.928	4.683	–	3.708	8.391	5.424	50.851
3° trim.	9.877	3.565	4.509	17.951	9.455	6.975	–	3.315	10.290	3.169	59.231
4° trim.	8.149	3.579	4.676	16.404	8.865	29.274	31	9.065	38.370	4.985	73.095
2009 – 1° trim.	12.715	3.345	5.300	21.360	12.089	29.576	37	8.222	37.834	7.793	63.678

Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

*Gli effetti della crisi sui flussi nel sistema dei pagamenti.* – Gli effetti sui flussi di pagamento indotti dall'acuirsi della crisi finanziaria a partire dall'ultimo trimestre del 2008 perdurano ancora. La disponibilità di funzioni avanzate per l'attività di tesoreria ha favorito una efficace gestione dei pagamenti anche in una situazione di crisi di liquidità, contribuendo in tal modo a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario. Il sistema TARGET2 ha fatto registrare una disponibilità del 100 per cento nell'ultimo trimestre del 2008; non si sono, quindi, verificati impatti sull'utilizzo dei servizi forniti dall'Eurosistema.

In TARGET2-Banca d'Italia, nello stesso trimestre, si è registrata un'ulteriore diminuzione rispetto ai mesi precedenti dei flussi domestici (35 miliardi) e transfrontalieri (15 miliardi) in uscita dall'Italia (oltre 50 miliardi in media giornaliera, da 171 a 120 miliardi; fig. 20.1). Il decremento ha riflesso la contrazione dell'attività sui mercati finanziari. La sensibile riduzione dei flussi regolati è derivata quindi in misura prevalente dalla diminuzione dell'attività nel sistema di liquidazione titoli Express II, al quale partecipano, inoltre, operatori esteri di grande dimensione: il valore medio giornaliero dei flussi rivenienti da tale sistema si è ridotto, nell'ultimo trimestre del 2008, da 75 a 40 miliardi (cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

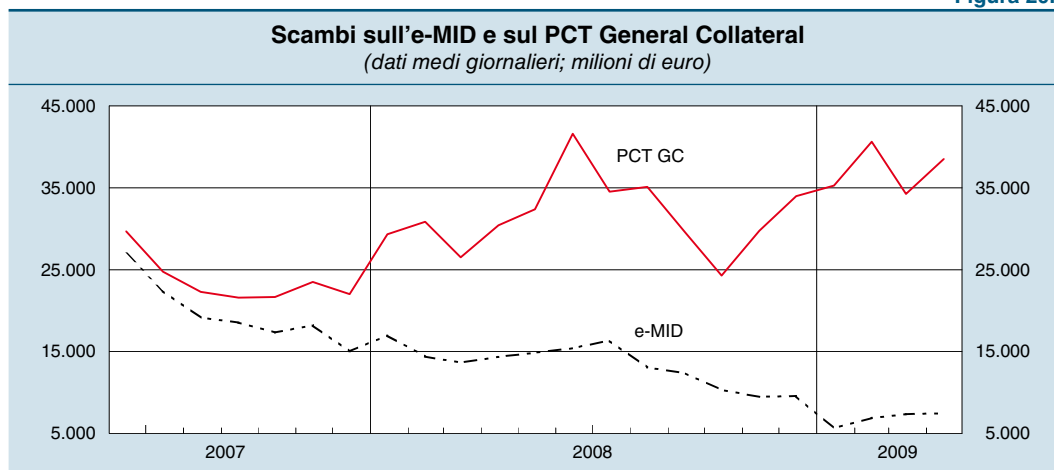
Con riferimento ai giorni immediatamente successivi al dissesto di Lehman Brothers (15 settembre), il comportamento degli operatori nel sistema TARGET2-Banca d'Italia non ha mostrato variazioni significative. In particolare, nel periodo 15-30 settembre il tempo medio di attesa dei pagamenti nelle liste di attesa prima del regolamento si è mantenuto su valori prossimi al minuto, in linea con il periodo precedente; l'importo medio giornaliero dei pagamenti regolati si è lievemente ridotto (di circa 5 miliardi) rispetto alla prima metà del mese; il ricorso alle operazioni di deposito overnight è apparso estremamente contenuto, mentre è diventato significativo a partire da ottobre (8 miliardi in media giornaliera).

## Il mercato interbancario dei depositi (e-MID)

L'ammontare delle negoziazioni sul mercato dei depositi interbancari scambiati sulla piattaforma elettronica e-MID ha subito una contrazione dell'ordine del 40 per cento nel 2008 ed è rimasto su valori contenuti anche nel primo trimestre dell'anno in corso. La flessione si è determinata nella fase più acuta della crisi finanziaria, allorché si è accentuata la percezione dei rischi ed è aumentato il timore di esporre richieste di fondi nella piattaforma di mercato. Ne è derivata una spinta all'aumento delle negoziazioni over-the-counter che consentono di scegliere anticipatamente la controparte e mantenere riservate le contrattazioni.

Alla contrazione degli scambi sul mercato interbancario unsecured si è accompagnato l'ampliamento delle negoziazioni sul segmento General Collateral del mercato dei pronti contro termine in titoli di Stato, in ragione della garanzia contro il rischio di controparte associata agli acquisti di titoli che, sulle scadenze diverse da quella overnight, viene rafforzata dalla interposizione della controparte centrale (fig. 20.2).

Figura 20.2



Fonte: e-MID SIM spa e MTS spa.

Nel 2008 gli scambi medi giornalieri sull'e-MID si sono attestati a 13,4 miliardi (22,4 nel 2007); l'importo è ulteriormente sceso, a 6,6 miliardi nel primo trimestre di quest'anno. La quota delle negoziazioni overnight è rimasta intorno al 90 per cento, in linea con quanto osservato negli anni precedenti. Il valore medio delle negoziazioni si è ridotto a 37 milioni, dai 51 milioni del 2007. Gli scambi cross border hanno rappresentato il 42 per cento di quelli complessivi, a fronte del 53 per cento nel 2007; nel primo trimestre del 2009 la percentuale è scesa ancora, al 36 per cento.

La forte volatilità e la discontinuità che hanno caratterizzato le quotazioni sul deposito overnight hanno reso scarsamente significativo il differenziale denaro-lettera espresso dal mercato. L'andamento infragiornaliero degli scambi ha mostrato, a partire dal dissesto di Lehman Brothers, un diverso profilo: sono sensibilmente aumentate le transazioni nella prima ora di contrattazione, per effetto della propensione dei partecipanti ad approvvigionarsi tempestivamente dei fondi necessari. Si è arrestata la tendenza alla diminuzione del numero dei partecipanti connessa con il processo di concentrazione dell'industria bancaria. Alla fine dello scorso anno al mercato aderivano 239 intermediari, 113 dei quali italiani; il numero degli operatori attivi nell'anno, tuttavia, è stato pari a 179 (di cui 104 italiani). Ai dieci operatori più attivi ha fatto capo il 30 per cento dei contratti, rispetto al 27,5 per cento del 2007; nel primo trimestre del 2009 la quota è salita al 39 per cento.

Nell'intento di intercettare parte della crescente quota di scambi conclusi over-the-counter, in novembre la e-MID SIM spa, che gestisce la piattaforma del mercato, ha avviato un segmento di negoziazioni per le operazioni bilaterali (request for quote) nel quale gli intermediari si scambiano preven-

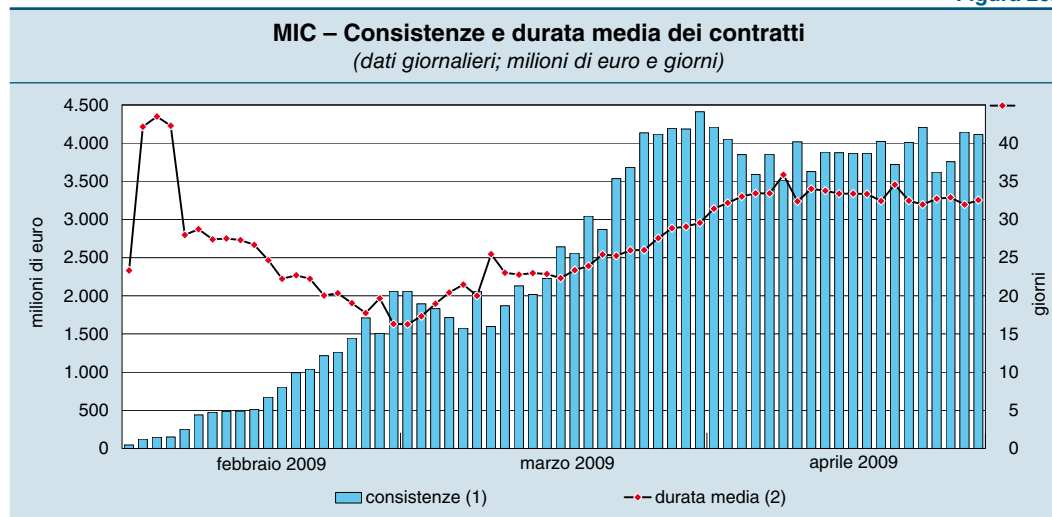
tivamente informazioni sul contratto da concludere senza doversi esporre in pagina. Nei primi mesi di operatività sono stati conclusi scambi pari in media a 680 milioni di euro al giorno.

*Il mercato interbancario collateralizzato.* – Transazioni interbancarie fluide e articolate sulle varie scadenze facilitano la pronta ed efficace trasmissione degli impulsi provenienti dalla politica monetaria, si riflettono sull'attività svolta nei mercati dei titoli e delle valute, contribuiscono all'efficienza del pricing delle operazioni di raccolta e di impiego di fondi con la clientela.

La Banca d'Italia ha valutato con preoccupazione il diradarsi degli scambi sull'e-MID a partire dal mese di settembre: ha per questo intrapreso, in collaborazione con la società mercato e con le associazioni delle banche e dei tesoreri bancari, un'iniziativa volta a costituire un nuovo comparto interbancario, nel quale fosse possibile scambiare depositi interbancari in condizioni tali da abbattere i rischi di liquidità e di controparte. Lo scorso 2 febbraio è divenuto operativo il Mercato interbancario collateralizzato (MIC), che si avvale della piattaforma di negoziazione della e-MID SIM spa e, per il regolamento delle operazioni, di TARGET2. Le transazioni vengono effettuate su base anonima e garantita e sono relative a scadenze comprese tra una settimana e sei mesi. Le esposizioni nette di ciascun partecipante sono commisurate al valore delle attività da esso conferite quale garanzia; è inoltre prevista una componente mutualistica della garanzia, pari per ciascun partecipante al 10 per cento delle attività conferite. La Banca d'Italia interviene assicurando il completo anonimato delle transazioni, custodendo, amministrando e valutando le garanzie versate dagli intermediari, gestendo l'eventuale inadempimento di un partecipante.

Al mercato hanno aderito oltre 52 gruppi bancari, fra i quali 4 di matrice estera, rappresentativi di oltre l'80 per cento delle attività complessive del sistema bancario in Italia; a esso possono partecipare banche estere anche in via remota, previa intesa delle rispettive banche centrali con la Banca d'Italia.

Figura 20.3



Fonte: elaborazioni su dati di e-MID SIM spa

(1) Scala di sinistra. – (2) Scala di destra. La durata media dei contratti è ponderata con il valore dei depositi negoziati.

*Fino al 30 aprile i volumi negoziati sono stati pari a 13 miliardi di euro, prevalentemente concentrati sulle scadenze a una settimana (34 per cento), a due settimane (26 per cento) e a un mese (23 per cento). Tutte le scadenze ammesse sono state quotate con continuità; il differenziale denaro-lettera*

medio giornaliero si è attestato su 10 punti base sulla scadenza a una settimana. Nello stesso periodo, per le stesse scadenze previste dal MIC nel segmento palese dell'e-MID sono stati scambiati contratti per un valore sostanzialmente equivalente (12 miliardi). Dal suo avvio l'attività del MIC è gradualmente aumentata nelle prime settimane, per poi stabilizzarsi dalla fine di marzo, quando le consistenze dei crediti hanno raggiunto i 4,1 miliardi; la scadenza originaria media dei contratti si è assestata su 32 giorni (fig. 20.3). I tassi medi ponderati a una settimana sono risultati inferiori a quelli del segmento dell'e-MID non garantito di circa 14 punti base. Al 15 maggio le consistenze si sono ridotte a 3,3 miliardi e la durata media dei contratti è aumentata a 38 giorni.

### *I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato*

Le turbolenze dei mercati monetario e finanziario hanno interessato anche quello dei titoli di Stato italiani (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*). La liquidità sulla piattaforma MTS ne è risultata fortemente condizionata in termini di minori volumi scambiati e differenziali denaro-lettera più ampi.

Al fine di mantenere condizioni ordinate di quotazione e negoziazione, a marzo del 2008 la società mercato MTS ha deciso di ampliare gli obblighi di quotazione, rendendo quindi meno onerosa la relativa attività per gli operatori principali. La scarsa liquidità dei mercati dei titoli governativi si è manifestata anche sulla piattaforma paneuropea EuroMTS.

Gli scambi medi giornalieri sono scesi a 3,4 miliardi, dai 6,5 del 2007; la contrazione è proseguita nel primo trimestre dell'anno in corso, nel quale l'importo medio giornaliero dei contratti si è collocato intorno ai 2 miliardi.

*Si è ridotta la quota delle negoziazioni di titoli a breve termine a vantaggio di quella relativa ai BTP indicizzati all'inflazione, aumentata dal 4 all'8 per cento; fra i titoli a lungo termine, i BTP hanno rappresentato il 54 per cento degli scambi complessivi. La quota delle negoziazioni riconducibile ai primi cinque operatori è rimasta al 26 per cento, mentre è aumentata quella dei primi dieci (49 per cento rispetto al 44,5 per cento del 2007). Il differenziale medio denaro-lettera si è ampliato significativamente, passando dai 5 punti base del 2007 ai 16 del 2008. Rispetto alla fase più acuta della crisi, tra ottobre e dicembre, nei mesi più recenti il differenziale medio si è tuttavia ridotto, da 29 a 24 punti base. Il numero dei partecipanti all'MTS è ulteriormente diminuito a 101 unità, dai 108 del 2007. Le due controparti centrali attive sull'MTS – Cassa di compensazione e garanzia e ICH.Clearnet SA – hanno garantito negoziazioni per circa l'80 per cento degli scambi complessivi, rispetto al 75 del 2007.*

*Dalle segnalazioni degli operatori specialisti in titoli di Stato emerge che gli scambi tra banche avvenuti al di fuori del mercato regolamentato hanno rappresentato una quota piuttosto contenuta sui titoli italiani, dove MTS resta il mercato di riferimento (negoziando l'87 per cento degli scambi complessivi). La ripartizione tra circuiti elettronici e negoziazioni via telefono ha visto una leggera prevalenza delle piattaforme elettroniche con una quota pari al 52 per cento.*

Il mercato dei pronti contro termine ha risentito della crisi internazionale in misura relativamente contenuta: gli scambi si sono complessivamente ridotti del 4 per cento, scendendo in termini di volume medio giornaliero a 61 miliardi di euro. La riduzione dell'attività, in larga parte bilanciata dal maggior peso assunto dal General Collateral, è riconducibile al segmento Special Repo, in linea con una tendenza già manifestatasi a partire dal 2007 e favorita dalla difficile situazione del mercato a pronti.

*Nel complesso degli scambi pronti contro termine quelli sul segmento General Collateral sono risultati pari al 52 per cento, a fronte di una quota pari al 39 per cento nel 2007. In particolare, sono fortemente aumentati gli scambi overnight, passati in media giornaliera da 9,4 a 15,9 miliardi. Di conseguenza si è ridotta, dal 62 al 59 per cento, la quota delle negoziazioni assistite dalla controparte centrale.*

*Sul circuito BondVision si è arrestata la tendenza all'aumento dell'attività che aveva contraddistinto la piattaforma del gruppo MTS negli anni precedenti. La media degli scambi giornalieri in titoli di Stato italiani è stata pari a poco più di 1 miliardo; nel 2007 le transazioni effettuate sugli stessi titoli ammontavano, in media giornaliera, a 1,38 miliardi.*

### ***Il sistema multivalutario Continuous Linked Settlement (CLS)***

Il sistema CLS, che dal 2002 regola transazioni in cambi attraverso un meccanismo di Payment versus Payment e che di recente ha esteso l'operatività ai pagamenti connessi con contratti su derivati over-the-counter, ha operato in maniera ordinata nel periodo di turbolenza dei mercati. Al sistema partecipano, attraverso modalità dirette o indirette, numerose banche italiane, che possono così giovare della protezione nei confronti del rischio di regolamento delle operazioni in cambi offerta da CLS.

Il sistema ha sostenuto efficacemente punte inusitate di operatività: nella sola settimana seguita al dissesto di Lehman Brothers il controvalore in dollari delle operazioni giornaliere è risultato pari in media a circa 5.400 miliardi.

*Nel 2008 si sono aggiunte due valute alle quindici già trattate dal sistema; il valore medio giornaliero delle operazioni regolate è stato di circa 3.900 mila miliardi di dollari equivalenti, con un incremento di quasi il 10 per cento rispetto al 2007. Alla fine dello scorso aprile partecipavano al sistema in qualità di agenti di regolamento 61 azionisti, fra cui due banche italiane; 4.790 istituti (soprattutto fondi di investimento) vi accedevano in via indiretta. CLS è, in termini di volumi, il secondo sistema per il regolamento delle operazioni in euro dopo TARGET2.*

La crescente rilevanza del sistema e la sua operatività globale hanno indotto le banche centrali del Gruppo dei Dieci (G10) e le altre che emettono le valute trattate nel sistema a rafforzare l'organizzazione della sorveglianza cooperativa alla quale esso è sottoposto. È stato messo a punto un Protocollo, entrato in vigore nel dicembre scorso, che meglio definisce i meccanismi di sorveglianza incentrati sulla responsabilità primaria che la Riserva federale esercita in considerazione della nazionalità statunitense di CLS Bank International. L'Eurosistema e altre banche centrali hanno inoltre definito principi specifici ai quali il sistema CLS è chiamato ad attenersi nel dispiegare l'attività nelle relative valute.

### ***I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia***

Il mercato dei servizi di gestione accentrata, regolamento e garanzia dei valori mobiliari è attualmente caratterizzato da una molteplicità di iniziative, la più importante delle quali è, in Europa, la realizzazione, su iniziativa dell'Eurosistema, di TARGET2-Securities, sulla base della decisione assunta dal Consiglio direttivo della BCE nello scorso luglio. Presso le società italiane del post-trading, Cassa di compensazione e garanzia e Monte Titoli, sono in corso le attività di revisione degli assetti organizzativi a seguito dell'acquisizione del gruppo Borsa Italiana da parte di London Stock Exchange.

Sotto il profilo regolamentare si stanno sviluppando, in ambito internazionale ed europeo, i lavori per armonizzare la disciplina dei servizi di post-trading.

*Sono proseguiti i lavori promossi dall'Unidroit volti a definire regole condivise sulla tenuta dei conti titoli presso gli intermediari. L'argomento dei conti titoli è stato affrontato in ambito comunitario dal gruppo di esperti costituito dalla Commissione per individuare le soluzioni volte a rimuovere gli ostacoli legali all'integrazione (Legal Certainty Group). Alla luce del parere (Second Advice) ricevuto nell'agosto del 2008 la Commissione ha di recente annunciato l'intenzione di proporre entro la fine del 2009 misure legislative per l'introduzione di regole comuni sulle acquisizioni e disposizioni di titoli effettuate sui relativi conti e sui diritti spettanti ai titolari dei conti stessi. In vista di tale iniziativa la Commissione ha avviato una consultazione pubblica.*

Nella seconda metà dello scorso anno, il Sistema europeo delle banche centrali ha collaborato con il Committee of European Securities Regulators (CESR) per definire un insieme di raccomandazioni che le autorità dovranno integrare nell'azione di supervisione volta a rafforzare la sicurezza e l'efficienza dei sistemi di regolamento dei titoli e delle controparti centrali. Per quanto riguarda le banche depositarie, su richiesta del Consiglio Ecofin è stato interpellato il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (Committee of European Banking Supervisors), che ha espresso l'opinione secondo cui la regolamentazione bancaria già offre presidi sufficienti contro il rischio associato all'attività di regolamento o di clearing svolta dalle banche. È previsto che le raccomandazioni, già sottoposte a pubblica consultazione, vengano pubblicate prima dell'estate, dopo l'approvazione del Consiglio direttivo della BCE e del CESR.

*Nell'agosto del 2008 la Commissione europea ha invitato il CESR a effettuare una rilevazione sugli assetti regolamentari per le infrastrutture di regolamento e garanzia a livello europeo. Dalla rilevazione, pubblicata a febbraio 2009, è emersa una pluralità di approcci regolamentari adottati in caso di richieste di accesso o di interoperabilità ricevute da sistemi esteri e per l'offerta di servizi in altre giurisdizioni. Nel novembre 2008 è stato pubblicato il rapporto del Gruppo Cesame (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group), costituito nel 2004 su iniziativa della Commissione europea per seguire il processo di rimozione delle barriere di natura operativa individuate nei due "rapporti Giovannini".*

*I servizi di gestione accentrata.* – L'attività di gestione accentrata svolta dalla Monte Titoli si è ampliata nel 2008: sono aumentati il valore nominale degli strumenti finanziari, gli aderenti al sistema e i trasferimenti dei titoli. La crisi si è invece riflessa in una diminuzione del valore di mercato dei titoli gestiti.

*I titoli custoditi hanno avuto un incremento pari in valore nominale al 12,4 per cento nel 2008, raggiungendo alla fine dell'anno la consistenza di 2.300 miliardi; le operazioni di trasferimento di titoli sono aumentate del 7,5 per cento; il numero degli emittenti si è accresciuto di 64 unità, a 2.161 (cfr. nell'Appendice la tav. a20.8). Il valore di mercato degli stessi strumenti finanziari è invece diminuito del 4,2 per cento. La Monte Titoli resta al terzo posto in Europa per valore dei titoli gestiti, dietro ai depositari internazionali Euroclear e Clearstream (rispettivamente 18.000 e 11.000 miliardi).*

*Il regolamento delle transazioni in titoli.* – Nel sistema di regolamento titoli Express II, articolato in una componente netta e in una lorda, si sono ridotti sia il numero sia l'importo complessivo delle operazioni. Nel 2008 le transazioni immesse giornalmente sono state in media oltre 94.000, per un valore di 182 miliardi, con una diminuzione sul 2007 rispettivamente del 15 e del 9 per cento.

*Tale tendenza è frutto di un andamento differenziato: le operazioni immesse nella componente netta, utilizzata prevalentemente per il regolamento delle operazioni stipulate sui mercati, sono diminuite da 108.000 a 90.000 per un valore ridotto da 163 a 139 miliardi. La componente lorda invece, impiegata principalmente per operazioni over-the-counter e di politica monetaria, è aumentata sia per il numero delle transazioni gestite (da 6.800 a 7.400) sia per il valore (da 38 a 43 miliardi).*

Prosegue la diminuzione del numero degli aderenti (da 122 a 115) soprattutto a causa della crescente specializzazione del settore; nell'anno è invece cresciuto di due unità il numero delle controparti centrali che utilizzano il sistema.

Nel corso del 2008, nonostante le turbolenze sui mercati finanziari, in Express II la percentuale delle operazioni immesse nella componente netta e regolate nella giornata prevista è rimasta del 99 per cento; è ulteriormente salita, al 99,5 per cento, nel primo trimestre dell'anno in corso, presumibilmente in connessione con il divieto di condurre operazioni allo scoperto stabilito dalla Consob per i mercati azionari. Anche in Italia, nei giorni successivi al dissesto di Lehman Brothers si è verificato un aumento, temporaneo, delle transazioni in titoli in attesa di regolamento.

*Il funzionamento del ciclo notturno di compensazione ha continuato a beneficiare dell'utilizzo dei meccanismi automatici di concessione del credito infragiornaliero della Banca d'Italia ai partecipanti: i finanziamenti sono aumentati, rispetto al 2007, da 4,6 a 6,2 miliardi di euro al giorno e hanno coperto il 58 per cento dei saldi a debito dei partecipanti. È rimasta sostanzialmente stabile, intorno al 70 per cento, la quota delle transazioni provenienti dai mercati regolamentati italiani; si è ampliata, dal 36 al 41 per cento, quella relativa alle operazioni garantite dalle controparti centrali. Nella componente lorda le transazioni relative ai pronti contro termine dell'MTS sono salite al 41,7 del valore regolato (erano il 29,3 nel 2007); continua invece a diminuire la quota di attività derivante dal regolamento delle operazioni in attesa di regolamento provenienti dalla componente netta (dal 29,6 al 18,1 per cento).*

Si è accentuata la concentrazione dell'operatività del sistema: i tre maggiori operatori nel 2008 hanno intermediato il 56,5 per cento dei flussi regolati (a fronte del 53,2 nel 2007); la quota dei primi cinque operatori è stata del 75,2 per cento (70,4 nel 2007). È ulteriormente cresciuta al 65,4 per cento (62,9 nel 2007) la quota di attività facente capo a intermediari esteri (filiali italiane di banche estere e intermediari italiani controllati da gruppi esteri).

*I servizi di compensazione e garanzia.* – Il dissesto di Lehman Brothers ha coinvolto solo indirettamente la Cassa di compensazione e garanzia: la filiazione inglese dell'intermediario americano aderiva alla controparte centrale italiana attraverso due partecipanti generali che hanno fatto fronte ai suoi obblighi senza riflessi patrimoniali per la Cassa.

Il numero dei partecipanti è salito a 137, da 130 alla fine del 2007; all'operatività sui mercati azionari e sui derivati si è aggiunta quella sui contratti futures su energia elettrica nel mercato IDEX avviato nello scorso novembre, al quale aderiscono 16 operatori.

In connessione con l'evoluzione dei corsi di mercato, nel 2008 si è ridotto il controvalore dei contratti gestiti su tutti i comparti; la contrazione è proseguita nel primo trimestre dell'anno in corso.

*La Cassa di compensazione e garanzia ha gestito 70,6 milioni di contratti sui mercati azionari a pronti (73,6 milioni nel 2007), con una contrazione da 6,3 a 4,1 miliardi di euro del controvalore medio giornaliero. Nel settore dei derivati l'Idem ha registrato per la prima volta una diminuzione sia dei volumi negoziati, con 35,9 milioni (3,2 per cento), sia dei controvalori (26,5 per cento). Sul mercato dei titoli di Stato il controvalore garantito dalla Cassa è diminuito del 3,3 per cento. Nei primi tre mesi del 2009 si è confermato l'andamento negativo: il controvalore medio giornaliero scambiato sui mercati azionari sia a pronti sia dei derivati ha registrato una diminuzione superiore al 60 per cento rispetto allo stesso periodo del 2008. Sul nuovo segmento IDEX nei primi due mesi di operatività sono stati eseguiti 634 contratti standard per un controvalore pari a quasi 129 milioni di euro. Il grado di*

*concentrazione dell'attività complessiva della Cassa resta elevato anche se in flessione rispetto agli anni precedenti. Ai primi cinque aderenti fa capo circa il 39 per cento dei margini totali medi giornalieri rispetto al 46 per cento del 2007.*

La pronunciata volatilità dei mercati ha comportato un aumento dell'ammontare dei margini iniziali richiesti in media dalla Cassa. Il servizio di controparte centrale offerto sul mercato MTS congiuntamente a LCH.Clearnet SA ha contribuito al totale dei margini raccolti con una quota pari a circa il 14 per cento.

*Nel 2008, le garanzie richieste dalla Cassa sono state pari a 2,7 miliardi di euro (2,6 nel 2007). La crisi dei mercati ha indotto la Cassa a rivedere più volte i parametri utilizzati per il calcolo dei margini, basati sulla stima della volatilità giornaliera degli strumenti finanziari garantiti. Nel primo trimestre del 2009 i margini giornalieri versati mediamente dai partecipanti sono risultati di 3,1 miliardi di euro, il 71 per cento in più rispetto a un anno prima.*