BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

dicembre 2010

numero 1

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 1 Dicembre 2010

Le altre pubblicazioni economiche della Banca d'Italia sono le seguenti:

Relazione annuale
Un resoconto annuale dei principali sviluppi dell'economia italiana e internazionale

Bollettino economico
Un resoconto trimestrale degli andamenti congiunturali dell'economia italiana e internazionale

Economie regionali
Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)
Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)
Una miscellanea di studi su tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica
Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di Storia Economica
Collana di analisi storica dell'economia italiana

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo www.bancaditalia.it
oppure in formato cartaceo presso la Biblioteca (Via Nazionale 91, 00184 Roma) e presso le Filiali della Banca d'Italia

© Banca d'Italia, 2010
Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale civile di Roma n. 209/2010 del 13 maggio 2010
Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale civile di Roma n. 212/2010 del 13 maggio 2010

Direttore responsabile
Dr. Fabio Panetta

Comitato di redazione
Fabio Panetta (coordinamento), Ugo Albertazzi, Salvatore Luigi Alonzo, Paolo Angelini, Laura Bartiloro, Paolo Bernardini, Martina Bignami, Francesco Cannata, Angela Caporrini, Mario Cappabianca, Francesco Cataldi, Pietro Catte, Luigi Guerino Chiusolo, Francesco Ciarniello, Simona D'Andrea, Alessio De Vincenzo, Antonio Di Cesare, Nicola Di Iasio, Fabrizio Fabi, Luca Filidi, Andrea Finicelli, Roberta Fiori, Antonella Foglia, Pietro Franchini, Andrea Generale, Raffaela Giordano, Carlo Gola, Giuseppe Grande, Mariagrazia Granturco, Giovanni Guazzarotti, Andrea Ianni, Aviram Levy, Alberto Locarno, Michele Manna, Gaetano Marseglia, Katia Mastrodomenico, Marco Moscadelli, Sergio Nicoletti Altimari, Gerardo Palazzo, Nicola Pellegrini, Giovanni Pepe, Marcello Pericoli, Antonio Scalia, Paolo Sestito, Sergio Sinisi, Francesco Zollino
Rosanna Visca e Rita Tosi (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Indirizzo
Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

Telefono
+39 0647921

Sito internet
http://www.bancaditalia.it

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici
e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

Aggiornato con i dati disponibili alla seconda metà del mese di novembre del 2010, salvo diversa indicazione

Stampato nel mese di dicembre 2010 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma

INDICE

PRESENTAZIONE 5

SINTESI 7

1 I RISCHI MACROECONOMICI E I MERCATI INTERNAZIONALI 10

1.1 Le prospettive e i rischi macroeconomici 10

1.2 I rischi nei mercati finanziari 14

1.3 I mercati immobiliari 21

1.4 Le condizioni finanziarie di imprese e famiglie italiane 23

2 IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO 28

2.1 La valutazione del mercato sulle banche italiane 28

2.2 Il credito in Italia 30

2.3 Gli altri rischi 37

2.4 La redditività 44

2.5 Il patrimonio 47

2.6 Gli intermediari finanziari non bancari 50

3 I MERCATI, IL SISTEMA DEI PAGAMENTI E LE INFRASTRUTTURE 55

3.1 Il mercato interbancario 56

3.2 Il ricorso delle banche italiane al rifinanziamento presso l'Eurosistema 58

3.3 Il mercato azionario 59

3.4 Il mercato dei titoli di Stato 60

3.5 Il mercato dei credit default swap 63

3.6 Il ruolo della controparte centrale 65

3.7 I sistemi di regolamento dei titoli e del contante 66

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia.

Segni convenzionali:

–	il fenomeno non esiste;
....	il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
..	i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;
::	i dati sono statisticamente non significativi;
()	i dati sono provvisori; quelli in corsivo sono stimati.

PRESENTAZIONE

Con questo primo numero la Banca d'Italia avvia la pubblicazione periodica del Rapporto sulla stabilità finanziaria*, che analizza i fattori di rischio per il sistema finanziario, valutandone i possibili effetti.*

La crisi ha colpito solo indirettamente le banche italiane, riparate da un modello di intermediazione fondamentalmente sano – basato sull'attività di intermediazione creditizia in favore di famiglie e imprese – nonché da un quadro regolamentare e da un modello di vigilanza prudenti. I rischi per gli intermediari derivano soprattutto dalle debolezze dell'economia italiana, prima fra tutte la bassa crescita; emerge, ancora una volta, il legame inscindibile che unisce la stabilità finanziaria alla crescita economica. Le analisi contenute nel Rapporto sottolineano la forte connessione, a livello internazionale, tra la solidità del settore finanziario e quella dei conti pubblici.

Al fine di preservare la stabilità del sistema finanziario, la priorità oggi è adottare politiche che aumentino il potenziale di crescita dell'economia italiana. Di fronte alle forti tensioni che proprio in questi giorni colpiscono più paesi europei, è essenziale proseguire nelle politiche di consolidamento dei conti pubblici.

Con questo Rapporto, che verrà anche utilizzato nei lavori del Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board), la Banca d'Italia mette a disposizione di intermediari, risparmiatori e autorità le sue analisi sulle condizioni del sistema finanziario nazionale e internazionale.

Mario Draghi

Dicembre 2010

SINTESI

La crescita mondiale prosegue ma rallenta; permangono rischi

La crescita dell'economia mondiale prosegue ma rallenta, con andamenti diseguali tra aree. La dinamica del prodotto nel 2011 si prospetta sostenuta nei paesi emergenti e in via di sviluppo, moderata nelle economie avanzate. In Italia il PIL si espanderebbe a ritmi inferiori alla media dell'area dell'euro.

Nelle economie avanzate l'intensità della ripresa è connotata da rischi. La domanda mondiale potrebbe risentire del rientro delle misure straordinarie di sostegno attuate durante la crisi; le decisioni di spesa di famiglie e imprese potrebbero essere frenate dall'esigenza di ridurre l'indebitamento e dalla lentezza della ripresa dell'occupazione. Le tensioni nell'offerta di credito potrebbero riemergere.

I mercati risentono del deterioramento dei conti pubblici…

Nell'area dell'euro i mercati risentono del peggioramento dei conti pubblici; nei paesi con acuti problemi di bilancio i premi per il rischio sono molto elevati. I rischi di contagio sono stati contenuti dalle misure eccezionali attuate dalle autorità europee.

In prospettiva, il persistere degli squilibri di finanza pubblica nei paesi avanzati rischia di frenare gli investimenti, di alimentare timori di inflazione, di ampliare ancora i premi per il rischio sul debito sovrano. Ne potrebbero derivare rialzi significativi dei tassi a medio e a lungo termine, con effetti negativi sulla ripresa e sui mercati dei capitali.

…e dell'incertezza sulla solidità della ripresa

Le favorevoli aspettative sugli utili delle imprese e il calo dei tassi di interesse hanno sostenuto la ripresa dei mercati azionari e obbligazionari a livello globale. La solidità di questo miglioramento dovrà trovare conferma nelle condizioni di fondo dell'economia, poiché l'abbondante offerta di liquidità a basso costo da parte delle banche centrali è destinata nel tempo a venire meno.

Il basso livello dei tassi di interesse nei paesi avanzati può spingere gli investitori ad assumere rischi elevati, al fine di conseguire rendimenti anch'essi elevati. Crescenti afflussi di capitali si indirizzano verso i paesi emergenti, spingendovi al rialzo i prezzi delle attività finanziarie.

La redditività delle maggiori banche internazionali potrebbe ridursi

Il recente recupero di redditività delle maggiori banche internazionali potrebbe essere in parte temporaneo. Le misure pubbliche di sostegno varate in molti paesi sono state eliminate o si stanno esaurendo; i ricavi da negoziazione, legati alle favorevoli condizioni di mercato nei mesi scorsi, potrebbero diminuire; il margine di interesse, compresso dal basso livello dei tassi, potrebbe risentire dell'attenuazione della pendenza della curva dei rendimenti indotta dalle nuove misure di stimolo monetario avviate in più paesi. Nel prossimo biennio le banche dovranno rifinanziare un ingente ammontare di obbligazioni, in una fase di forte aumento del ricorso al mercato da parte di imprese ed emittenti sovrani.

Per il complesso dell'area dell'euro la domanda di rifinanziamento da parte delle banche presso la banca centrale è in calo; la liquidità in eccesso rispetto all'obbligo di riserva si è ridimensionata. Alcuni intermediari incontrano difficoltà di accesso ai mercati, cui fanno fronte grazie al ricorso all'Eurosistema. La rimozione delle misure straordinarie di offerta di liquidità richiederà in prospettiva modifiche nei canali di raccolta di fondi.

In Italia la situazione di famiglie e imprese è ancora influenzata dalla crisi

In Italia la situazione finanziaria e la redditività delle imprese sono in miglioramento, ma risentono ancora degli effetti della crisi. Le tensioni emerse durante la recessione si sono propagate all'interno del sistema produtti-

vo attraverso l'allungamento dei tempi di pagamento tra imprese. Il grado di indebitamento delle aziende non è fuori linea nel confronto internazionale, ma l'alta quota di debiti a breve termine e la prevalenza tra le passività a lunga scadenza di contratti a tasso variabile accrescono, in prospettiva, i rischi connessi con un rialzo dei tassi di mercato.

La situazione finanziaria delle famiglie italiane rimane nel complesso solida, grazie al contenuto indebitamento e all'elevata quota di attività a basso rischio. Tuttavia, la rapida crescita dei mutui a tasso variabile aumenta i potenziali effetti di un incremento degli oneri finanziari. Inoltre, l'indebitamento per l'acquisto di abitazioni, pur rimanendo concentrato tra le famiglie a più alto reddito e maggiore solvibilità, prima della crisi era cresciuto significativamente anche tra i meno abbienti, per i quali il servizio del debito incide maggiormente sul reddito.

La valutazione dei mercati sulla solidità delle banche italiane risente dei rischi sul debito sovrano nell'area dell'euro

In Italia, come in altri paesi dell'area dell'euro, la valutazione degli investitori circa la solidità delle maggiori banche risente delle tensioni sui titoli sovrani di alcuni paesi. Gli indicatori di mercato e le misure di rischio sistemico mostrano tuttavia che gli effetti sulle nostre banche sono nel complesso contenuti.

La dinamica dei prestiti è in ripresa

È tornato a crescere il credito alle imprese, soprattutto quello erogato dalle banche maggiori; vi contribuisce la ripresa della domanda, oltre che il rientro delle tensioni nell'offerta. Anche il credito alle famiglie è in accelerazione. In base alle nostre analisi, queste tendenze proseguirebbero nell'anno venturo.

La qualità del credito mostra segni di miglioramento

La qualità del credito risente ancora della recessione del 2009, ma i dati più recenti forniscono segnali di stabilizzazione del flusso di nuove sofferenze. In base a stime coerenti con l'evoluzione attesa delle principali variabili macroeconomiche, nel 2011 il tasso di ingresso in sofferenza dei prestiti diminuirebbe sia per le famiglie sia per le imprese. Queste previsioni sono connotate da incertezza, legata soprattutto all'evoluzione del quadro macroeconomico.

L'esposizione estera è stabile

L'esposizione estera degli intermediari italiani è nel complesso stabile. Aumenti si registrano nei confronti di paesi dell'Europa centrale e orientale, caratterizzati da un miglioramento delle condizioni economiche e finanziarie ma anche da rischi di credito elevati. È limitata l'esposizione verso le banche estere. Il basso peso dei prestiti ai paesi dell'area dell'euro con situazioni deteriorate di finanza pubblica contiene gli effetti di bilancio delle tensioni sui debitori sovrani.

La posizione di liquidità è equilibrata

La posizione di liquidità a breve termine delle nostre banche è equilibrata; l'elevato peso della raccolta al dettaglio conferisce stabilità alla provvista; il funding gap *si mantiene favorevole. Il ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema è molto contenuto, anche nel confronto con gli altri paesi dell'area dell'euro. Nel prossimo biennio, tuttavia, le banche italiane, al pari delle altre, dovranno rifinanziare volumi ingenti di titoli in scadenza.*

Sono scesi i rischi di mercato e sono stabili quelli di controparte

I rischi di mercato sono in flessione. Un aumento dei tassi di interesse avrebbe effetti limitati, in più casi positivi. I rischi di controparte sono rimasti bassi, dato che le posizioni positive e negative sul mercato dei derivati sono bilanciate a livello di singolo intermediario.

Le prospettive di redditività restano incerte

I risultati economici delle banche risentono ancora degli effetti della recessione. Nei prossimi mesi la redditività bancaria potrà beneficiare della ripresa dei prestiti e del possibile graduale miglioramento della qualità del credito. Le prospettive sono rese però incerte dal basso livello dei tassi, dai timori circa l'intensità della crescita dell'economia e da possibili, nuove tensioni sul mercato dei titoli sovrani. In futuro, un duraturo innalzamento della redditività richiederà di incidere stabilmente sui costi, che in rapporto ai ricavi risultano ancora superiori alla media europea.

Il patrimonio dovrà essere ancora rafforzato

Le banche italiane hanno rafforzato il patrimonio attraverso molteplici interventi: aumenti di capitale, patrimonializzazione degli utili, emissione di titoli sottoscritti dal Ministero dell'Economia e delle finanze, cessioni di attività. In una fase di ripresa ciclica caratterizzata da rischi rilevanti, sia finanziari sia creditizi, è essenziale consolidare la crescita dei mezzi propri.

In una prospettiva di più lungo periodo, i nostri maggiori intermediari, così come le principali banche internazionali, dovranno compiere uno sforzo rilevante per adeguarsi ai più stringenti requisiti di capitale varati dal Comitato di Basilea. La lunga fase transitoria attenuerà le ricadute delle nuove regole sia sulle banche sia sull'economia reale.

Le assicurazioni fronteggiano gli oneri connessi con i bassi tassi di interesse

Nel complesso, le compagnie assicurative italiane presentano una esposizione contenuta alla possibile instabilità dei mercati finanziari. Esse devono tuttavia fronteggiare gli oneri connessi con il basso livello dei tassi di interesse.

Sono mutati i comportamenti degli intermediari sui mercati

Sui mercati italiani gli operatori mostrano una crescente attenzione ai rischi di credito e di liquidità. È aumentata la quota degli scambi garantiti a scapito di quella delle transazioni non garantite. È aumentata la percentuale delle negoziazioni over-the-counter (OTC). È diminuita l'incidenza degli scambi con operatori esteri. Queste trasformazioni hanno consentito agli intermediari di contenere i rischi, in una fase di instabilità del sistema finanziario globale. Tuttavia, il ricorso massiccio a transazioni OTC può danneggiare la trasparenza del mercato; la tendenza a negoziare con operatori nazionali può limitare il novero delle potenziali controparti.

Il mercato dei titoli di Stato ha garantito liquidità agli scambi

Nel 2010 il mercato secondario telematico ha garantito continuità agli scambi di titoli di Stato anche nelle fasi di maggiore tensione. La domanda di titoli pubblici italiani si è mantenuta elevata, consentendo al Tesoro di proseguire nella politica di allungamento della durata media del debito.

Le infrastrutture di pagamento hanno garantito affidabilità e continuità

Le infrastrutture di pagamento hanno fornito un decisivo contributo all'ordinato svolgimento delle negoziazioni sui mercati italiani. Nel 2010 sia il sistema di regolamento lordo dell'area dell'euro, TARGET2, sia le infrastrutture nazionali hanno garantito piena continuità di funzionamento.

1 I RISCHI MACROECONOMICI E I MERCATI INTERNAZIONALI

1.1 LE PROSPETTIVE E I RISCHI MACROECONOMICI

La crescita dell'economia mondiale prosegue ma rallenta

La crescita dell'economia mondiale prosegue ma rallenta (fig. 1.1), con andamenti eterogenei tra le diverse aree. L'attività economica è sostenuta nei paesi emergenti e in via di sviluppo – soprattutto in Cina, India e Brasile – grazie alla robusta espansione della domanda privata; è più contenuta nei paesi avanzati, con un indebolimento nella seconda metà del 2010, in particolare negli Stati Uniti. La ripresa congiunturale non si è sin qui tradotta in una significativa riduzione del tasso di disoccupazione, prossimo al 10 per cento sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (cfr. *Bollettino economico*, n. 62, 2010).

Figura 1.1

Indici PMI dell'economia mondiale (1)
(dati mensili; numero indice)

Fonte: Markit.
(1) Indici desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI) e relativi all'andamento dell'attività economica nel settore manifatturiero e in quello dei servizi a livello mondiale. Dati destagionalizzati. – (2) Indicatore sintetico dell'andamento degli ordini, della produzione, dell'occupazione, dei tempi di consegna dei fornitori e delle scorte di beni acquistati.

In base alle previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI), nel 2011 il prodotto dei paesi emergenti e in via di sviluppo crescerebbe del 6,4 per cento, un ritmo di poco inferiore a quello del 2010; la situazione migliorerebbe nell'Europa centrale e orientale (cfr. il riquadro: *Le prospettive economiche nei paesi dell'Europa centrale e orientale*). Nelle economie avanzate il rallentamento in corso, legato alla debolezza dei consumi privati, proseguirebbe nei primi mesi del prossimo anno soprattutto a causa della graduale correzione delle politiche di bilancio e dell'esaurirsi della spinta proveniente dal ciclo delle scorte; complessivamente, la dinamica del PIL mondiale sarebbe del 2,2 per cento nel 2011 (dal 2,7 del 2010). L'inflazione si manterrebbe stabile, poco sopra l'1 per cento

LE PROSPETTIVE ECONOMICHE NEI PAESI DELL'EUROPA CENTRALE E ORIENTALE

Le condizioni macroeconomiche dei paesi dell'Europa centrale e orientale – che rappresentano un'area di attività particolarmente importante per i principali gruppi bancari italiani (cfr. il par. 2.2) – sono in miglioramento grazie alla ripresa della domanda estera e alla stabilizzazione dei mercati finanziari locali. Nei paesi che avevano mostrato maggiori difficoltà (i paesi baltici, la Bulgaria, la Romania e l'Ungheria) la recessione si è interrotta lasciando spazio a una debole ripresa, anche per effetto del sostegno delle istituzioni internazionali. La crescita è più sostenuta nella Repubblica Ceca, che ha risentito in misura minore della crisi, e in Polonia, dove il PIL non ha mai smesso di crescere grazie alla tenuta della domanda interna.

Secondo l'FMI, nel 2011 la crescita si diffonderebbe all'intera area e diverrebbe più omogenea, con ritmi di sviluppo intorno al 3 per cento in media. La ripresa risentirebbe dell'elevata disoccupazione, ancora in crescita e in più casi prossima o superiore al 10 per cento.

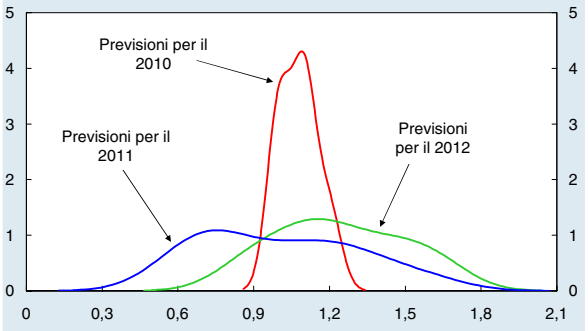
nelle economie avanzate e intorno al 5 in quelle emergenti e in via di sviluppo.

In Italia la crescita prosegue a ritmi moderati

Secondo le previsioni delle organizzazioni internazionali e dei principali analisti privati, in Italia il PIL crescerebbe nel 2010 e nel 2011 attorno all'1 per cento, accelerando lievemente (all'1,2 per cento) nel 2012. Il rallentamento del commercio mondiale e l'intonazione meno espansiva della politica fiscale frenerebbero la ripresa produttiva nella prima metà del 2011. Come nelle altre economie avanzate, anche in Italia l'intensità e i tempi della ripresa sono largamente incerti (fig.1.2).

Figura 1.2

Crescita del PIL dell'Italia nel biennio 2011-12, secondo i principali organismi internazionali e previsori privati (1)
(distribuzione delle previsioni)



Fonte: elaborazioni su dati di Commissione europea, Consensus Economics, FMI, OCSE, CER, Prometeia e Ref.
(1) Tassi di variazione medi annui; valori percentuali. Sull'asse verticale sono riportati i valori della densità di probabilità che approssima la distribuzione delle previsioni: valori più alti corrispondono a previsioni su cui concordano un maggior numero di analisti. Per il 2010 e 2011 si utilizzano le previsioni di Commissione europea, Consensus Economics, FMI e OCSE; per il 2012 quelle di Commissione europea, OCSE, CER, Prometeia e Ref.

I rischi per la ripresa nei paesi avanzati sono legati alla domanda interna…

Nelle economie avanzate i rischi per la ripresa sono legati in primo luogo all'evoluzione della domanda interna. I consumi potrebbero risentire in modo significativo dell'esigenza di ridurre ulteriormente l'indebitamento del settore privato, in più paesi tuttora elevato; in particolare, negli Stati Uniti il riequilibrio in atto potrebbe essere accentuato dalle deboli prospettive macroeconomiche e da ulteriori cadute dei prezzi degli immobili (cfr. il par. 1.3). Sui consumi grava in particolare l'incertezza sulle prospettive occupazionali, che potrebbe ripercuotersi sulla fiducia dei consumatori e aumentare il risparmio precauzionale.

…allo stato dei conti pubblici…

L'eccezionale deterioramento delle finanze pubbliche solleva dubbi sulla sostenibilità dei conti pubblici in più economie avanzate (cfr. il riquadro: *La sostenibilità dei conti pubblici*), rischiando di condizionare la ripresa. In Europa le politiche di bilancio sono orientate a contenere i disavanzi e a ridurre il debito; in alcuni paesi i premi per il rischio sui titoli sovrani sono tuttavia molto elevati, con riflessi negativi sull'andamento dei mercati finanziari. Nelle scorse settimane le tensioni si sono acuite a causa delle preoccupazioni relative ai conti pubblici dell'Irlanda, su cui pesano le difficili condizioni del settore bancario; alla fine di novembre, in sede europea è stato approvato un programma triennale congiunto della Unione europea (UE) e dell'FMI di assistenza finanziaria all'Irlanda. Nei prossimi mesi il ricorso al mercato da parte degli emittenti sia pubblici sia privati nei paesi avanzati sarà elevato. Eventuali effetti sui tassi a lungo termine (cfr. il par. 1.2) finirebbero per ripercuotersi sulla spesa di famiglie e imprese, sull'attività produttiva e sul commercio mondiale.

LA SOSTENIBILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Secondo l'FMI, negli Stati Uniti il disavanzo pubblico inizierebbe a scendere già nell'anno in corso (all'11,1 per cento del PIL), per poi ridursi fino al 6,7 per cento nel 2012 (cfr. tavola); il rapporto debito/PIL, salito di 20 punti percentuali dal 2008 al 2010, crescerebbe di altri 10 punti nel prossimo biennio, al 102,9 per cento. Secondo la Commissione europea, per il complesso dei paesi dell'area dell'euro l'indebitamento netto inizierebbe a ridursi nel 2011 (al 4,6 per cento); il debito continuerebbe a salire, raggiungendo l'88,0 per cento del PIL nel 2012. Le previsioni scontano una

leggera ripresa dell'economia e l'adozione di decise misure di consolidamento, soprattutto dal lato della spesa. Per l'Italia, la Commissione prevede per il triennio 2010-12 un disavanzo in graduale miglioramento (al 3,5 per cento del PIL) e un rapporto tra il debito e il prodotto in lieve aumento (al 119,9 per cento); nel confronto internazionale, l'andamento dei conti pubblici italiani negli anni più recenti ha beneficiato del fatto che nel nostro paese non è stato necessario impegnare fondi pubblici per effettuare salvataggi bancari.

Tavola

Indicatori di sostenibilità finanziaria (1)
(in percentuale del PIL)

	Debito pubblico (2)		Disavanzo pubblico (2)		Indicatore di sostenibilità (3)	Debito privato 1° trim. 2010 (4)		Posizione verso l'estero 2009	
	2009	2012	2009	2012		Famiglie	Imprese non finanziarie	Saldo di parte corrente (5)	Posizione netta sull'estero
Italia	116,0	119,9	5,3	3,5	2,6	44,3	83,8	-3,2	-19,3
Germania	73,4	75,2	3,0	1,8	4,5	62,2	66,1	5,0	37,3
Francia	78,1	89,8	7,5	5,8	7,1	53,7	107,7	-1,9	-12,5
Spagna	53,2	73,0	11,1	5,5	15,3	85,7	139,7	-5,1	-92,1
Grecia	126,8	156,0	15,4	7,6	20,3	52,4	70,0	-10,0	-84,0
Portogallo	76,1	92,4	9,3	5,1	8,9	96,8	162,8	-7,5	-108,7
Irlanda	65,5	114,3	14,4	9,1	14,8	118,0	210,0	-3,8	-98,4
Area euro	79,2	88,0	6,3	3,9	6,8	65,4	102,9	-0,5	-16,2
Regno Unito	68,2	86,6	11,4	6,4	13,5	100,5	117,5	-1,0	-19,7
Stati Uniti (6)	84,3	102,9	12,9	6,7	14,0	92,0	74,5	-2,7	-19,4
Giappone (6)	217,6	238,6	10,2	8,1	....	65,6	95,4	2,7	56,1

Fonte: Commissione europea, FMI, conti finanziari e bilance dei pagamenti nazionali.
(1) Per il debito pubblico e privato e per la posizione netta sull'estero, dati di fine periodo. – (2) I dati sono tratti dall'*European Economic Forecast, Autumn 2010* della Commissione europea, per i paesi della UE, e dal *Fiscal Monitor* del novembre 2010 dell'FMI, per gli Stati Uniti e per il Giappone. – (3) Aumento del rapporto avanzo primario/PIL necessario a stabilizzare il rapporto debito/PIL. Per i paesi della UE le stime si basano su proiezioni demografiche e macroeconomiche concordate in sede europea. La stima per l'Italia non include gli effetti delle misure in materia pensionistica approvate la scorsa estate che, in base alle valutazioni ufficiali, produrranno risparmi crescenti fino allo 0,5 per cento del PIL nel 2030. I dati sono tratti da *Public Finances in EMU* dell'ottobre 2010 della Commissione europea, per i paesi della UE, e dal *Country Report* n. 10/248 del luglio 2010 dell'FMI, per gli Stati Uniti. – (4) Dati non consolidati. Per il Portogallo dati di fine 2009. Per il Regno Unito, gli Stati Uniti e il Giappone, dati riferiti al 2° trimestre 2010. – (5) Saldo di conto corrente e conto capitale. – (6) Statistiche non armonizzate. Per gli Stati Uniti, i dati per le imprese si riferiscono al settore *non financial business*.

Il deterioramento dei conti pubblici alimenta i timori sulla sostenibilità del debito e amplia i premi per il rischio di credito sovrano. Nell'area dell'euro, lo spread rispetto ai titoli pubblici tedeschi è molto elevato in Grecia, Irlanda e Portogallo, dove i tassi a lungo termine sono saliti in misura significativa. In Belgio, Francia, Italia e, in una certa misura, anche in Spagna, l'aumento del differenziale rispetto ai Bund ha in buona parte riflesso l'accresciuta preferenza degli investitori per attività a basso rischio (*flight to quality*), che ha contribuito a comprimere il rendimento dei titoli tedeschi. Nel nostro paese, i rendimenti dei titoli pubblici decennali si collocano attualmente al di sotto del valore medio dell'ultimo decennio.

Oltre che dal livello del debito, la sostenibilità dei conti pubblici dipende dal livello dei disavanzi nel lungo periodo (su cui influisce la dinamica delle spese legate alla demografia), dall'evoluzione della crescita potenziale e dall'andamento futuro dei tassi di interesse. Secondo la Commissione europea, la spesa *age-related* (che include quella per pensioni, sanità, cure di lungo termine e sussidi di disoccupazione) aumenterà nei prossimi cinquant'anni di 5,1 punti percentuali del PIL nell'area dell'euro nel suo complesso e di 1,6 punti in Italia. Nell'ipotesi che la crisi non abbia influenzato la crescita potenziale di lungo periodo, la Commissione stima che l'aumento dell'avanzo primario (rispetto al valore strutturale registrato nel 2009) necessario alla sola stabilizzazione del rapporto debito/PIL sia di 6,8 punti di PIL per l'area dell'euro e di 2,6 punti per l'Italia.

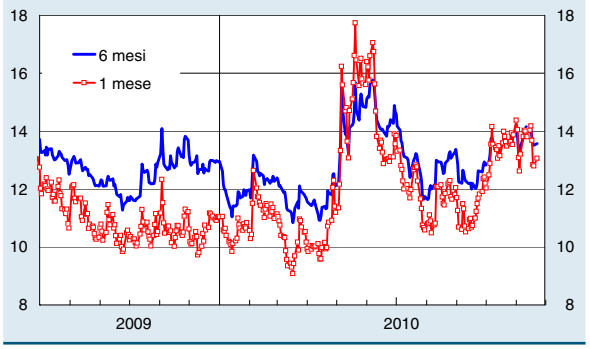
Come segnalato dalla crisi, anche l'esposizione debitoria complessiva dell'economia – che include l'indebitamento dei settori sia pubblico sia privato – e la posizione netta verso l'estero possono influire sulla valutazione della solidità dei conti pubblici da parte degli investitori. Nell'area dell'euro il complesso dei debiti finanziari delle famiglie e delle imprese non finanziarie ammonta al 168 per cento del PIL (128 in Italia), contro il 167 per cento negli Stati Uniti e il 218 per cento nel Regno Unito. La posizione debitoria netta verso l'estero è pari al 16 per cento del PIL per l'area dell'euro (19 in Italia), ma raggiunge valori molto elevati in Portogallo (109), in Irlanda (98) e in Grecia (84). Negli Stati Uniti essa si attesta al 19 per cento del PIL.

...e alla disponibilità di credito

Tra i fattori di rischio vi è la possibilità che il deterioramento della qualità del credito e le difficoltà di reperire finanziamenti sui mercati possano condizionare l'offerta di prestiti bancari, limitando le risorse disponibili per il rilancio dell'accumulazione e dei consumi (cfr. il par. 1.2).

Figura 1.3

Volatilità del tasso di cambio dollaro-euro (1)
(dati giornalieri; punti percentuali)



Fonte: Bloomberg.
(1) Volatilità implicita nelle opzioni *at-the-money* con scadenza a 1 mese e a 6 mesi.

I tassi di interesse nei paesi avanzati sono molto bassi...

Le politiche monetarie restano ovunque espansive, con tassi ufficiali ai minimi storici. Negli Stati Uniti, la Riserva federale ha avviato in novembre nuove misure di stimolo monetario, rinnovando il programma di acquisto di titoli pubblici a lungo termine; l'intervento mira a rafforzare la crescita e a ridurre il pericolo di deflazione, ma rischia di alimentare l'incertezza sui cambi (fig. 1.3) e, per questa via, sui mercati finanziari internazionali. Anche in Giappone la Banca centrale ha avviato nuove misure di espansione monetaria. Nell'area dell'euro le aspettative di inflazione sono stabili poco al di sotto del 2 per cento e i rischi di deflazione sono bassi.

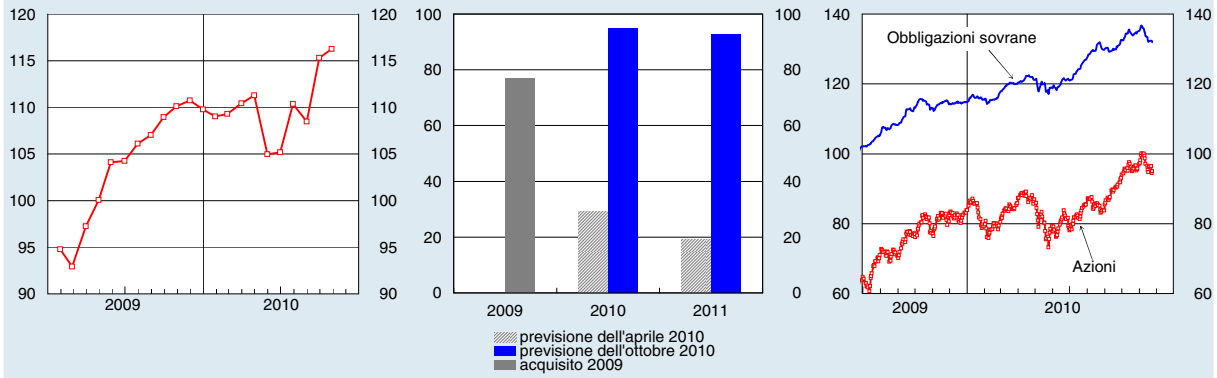
...e stimolano il flusso di capitali verso i mercati emergenti

L'abbondante offerta di liquidità e i bassi tassi di interesse possono spingere gli investitori ad assumere rischi elevati, al fine di conseguire rendimenti nominali anch'essi elevati. La convenienza ad avviare operazioni di *carry trade* (investimenti finanziati con indebitamento a breve termine in valute a basso tasso di interesse) è in aumento (fig. 1.4.a). Afflussi di capitali crescenti, superiori alle attese, si stanno indirizzando verso i paesi emergenti, soprattutto quelli con alte prospettive di crescita e differenziali di interesse più elevati (fig. 1.4.b), contribuendo all'espansione del credito e al rialzo dei prezzi delle attività finanziarie (fig. 1.4.c). In più paesi emergenti queste tendenze sono rafforzate dagli interventi delle autorità volti a contenere l'apprezzamento del cambio.

Figura 1.4

Convenienza delle operazioni di *carry trade*, afflussi di capitali e prezzo dei titoli nei paesi emergenti

(a) *rendimento cumulato di operazioni di* carry trade (1) — (b) *afflussi netti di finanziamenti privati nei paesi emergenti dell'Asia* (2) — (c) *indici azionari e obbligazionari dei paesi emergenti* (3)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, FMI, Institute of International Finance, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland e Thomson Reuters Datastream.
(1) Dati mensili; numero indice (dicembre 2008=100). Rendimento cumulato di una strategia che consiste in un investimento a breve termine in cinque valute ad alto tasso di interesse finanziato da un prestito a breve termine in cinque valute a basso tasso di interesse. – (2) Dati annuali; miliardi di dollari. Finanziamenti erogati sia da banche commerciali sia da altri operatori privati. Sono esclusi gli investimenti azionari (diretti e di portafoglio). Le previsioni, così come i dati acquisiti, sono a cura dell'Institute of International Finance. – (3) Indici giornalieri (31 dicembre 2007=100). Indici di capitalizzazione in dollari di obbligazioni sovrane e di azioni di paesi emergenti.

1.2 I RISCHI NEI MERCATI FINANZIARI

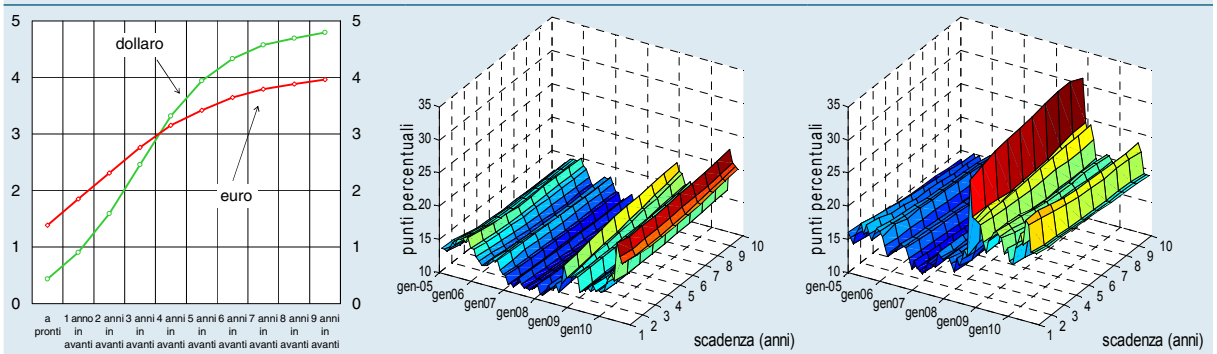
Vi sono rischi di rialzo dei tassi a lungo termine…

Negli ultimi mesi i timori circa le prospettive della ripresa economica hanno contribuito a far slittare in avanti e ad attenuare le aspettative di rimozione dello stimolo monetario, sia in Europa sia negli Stati Uniti. Gli investitori sembrano attendersi bassi tassi di interesse anche su orizzonti più lunghi (fig. 1.5.a). Queste aspettative sono circondate da incertezze crescenti, segnalate dall'innalzamento della volatilità attesa dei tassi a lungo termine (fig. 1.5.b e 1.5.c). In prospettiva, vi è il rischio di un significativo rialzo dei tassi a più lunga scadenza, soprattutto in relazione al forte deterioramento dei conti pubblici in più paesi (cfr. il riquadro: *Effetti del debito pubblico sui tassi a lungo termine*).

Figura 1.5

Tassi di interesse: livello e volatilità
(valori e punti percentuali)

(a) *curva dei tassi a termine a un anno* (1) — (b) *volatilità implicita dei tassi a termine in euro a 10 anni* (2) — (c) *volatilità implicita dei tassi a termine in dollari a 10 anni* (2)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Tassi a termine impliciti nei tassi swap. Dati relativi al 22 novembre 2010. – (2) Dati mensili; per novembre 2010, dati relativi al giorno 22 del mese. Per ciascun mese, il grafico mostra la volatilità implicita dei tassi a termine a 10 anni che decorrono a partire dall'anno indicato sull'asse orizzontale di destra. La volatilità è desunta dai prezzi delle *swaptions* (contratti di opzione su operazioni di swap di tasso di interesse).

EFFETTI DEL DEBITO PUBBLICO SUI TASSI A LUNGO TERMINE

Un peggioramento dei saldi di finanza pubblica può influenzare l'evoluzione futura dei rendimenti a medio e a lungo termine soprattutto attraverso tre canali. In primo luogo, in presenza di un'offerta non perfettamente elastica di risparmio, il finanziamento dei deficit pubblici entra in competizione con la domanda di fondi da parte del settore privato, spingendo al rialzo i tassi di interesse reali. Inoltre, la crescita del debito pubblico può generare timori di insolvenza degli stessi emittenti sovrani, dilatando i premi per il rischio di credito corrisposti sui titoli pubblici. Infine, l'aumento del disavanzo può alimentare aspettative di inflazione o di deprezzamento del cambio, con ulteriori ripercussioni sui tassi di interesse.

Le stime disponibili circa il possibile effetto di un aumento del disavanzo pubblico sui tassi di interesse a lungo termine differiscono considerevolmente a seconda del paese considerato e della metodologia utilizzata. Vi è consenso sul fatto che gli effetti sarebbero maggiori qualora il peggioramento dei saldi di bilancio fosse persistente nel tempo. Analisi relative agli Stati Uniti suggeriscono che un incremento permanente di un punto percentuale del debito pubblico in rapporto al prodotto comporterebbe un rialzo dei tassi reali a lungo termine compreso tra tre e cinque centesimi di punto percentuale; l'effetto di un aumento permanente del disavanzo pubblico sarebbe assai maggiore. Le stime disponibili per i paesi europei, ancorché differenziate, tendono a segnalare effetti più marcati.

Secondo le proiezioni degli organismi internazionali, negli anni prossimi il debito pubblico del complesso dei paesi avanzati sarebbe destinato a crescere ancora in misura significativa (cfr. il riquadro: *La sostenibilità dei conti pubblici*, in questo capitolo). Negli Stati Uniti, l'aumento sarebbe di altri 20 punti percentuali del prodotto interno fino al 2015. Sulla base delle stime appena richiamate, ciò comporterebbe un aumento dei tassi di interesse reali a lungo termine che, a parità di altre condizioni, sarebbe compreso tra 0,6 e 1,0 punti percentuali.

Nelle attuali circostanze il forte peggioramento dei conti pubblici potrebbe influenzare i tassi a lungo termine in misura maggiore rispetto all'esperienza passata. In primo luogo, l'ampliamento dei disavanzi pubblici potrebbe essere ritenuto dagli investitori, almeno in parte, persistente. Poiché l'aumento dell'offerta di titoli sarà di dimensioni assolute considerevoli, riguarderà simultaneamente tutte le economie avanzate e avverrà in concomitanza con un elevato fabbisogno di raccolta da parte degli emittenti privati, soprattutto società finanziarie (fig. 1.7), la relazione tra disavanzo e rendimenti di mercato potrebbe inoltre determinare rialzi crescenti all'aumentare dei fabbisogni. In particolare, potrebbe crescere il rischio di un circolo vizioso tra il costo e il livello del debito pubblico, in cui l'incremento del debito provoca un aumento della curva dei rendimenti, che a sua volta spinge al rialzo il disavanzo e il debito. Infine, la diffusa percezione che la crisi abbia ridotto il potenziale di crescita dell'economia dei paesi avanzati potrebbe generare dubbi sulla capacità degli emittenti sovrani di rimborsare il debito.

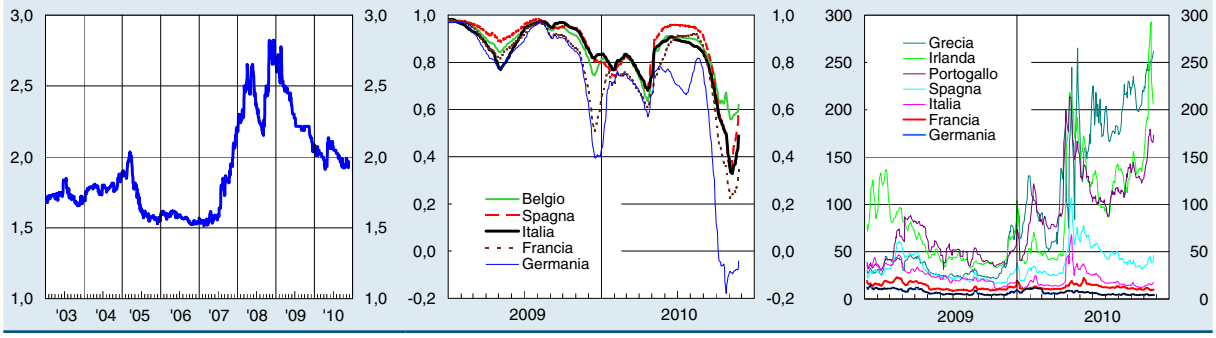
Anche la domanda di titoli potrebbe concorrere al rialzo dei tassi a lungo termine, col venir meno di quei fattori che l'hanno sostenuta in via temporanea. Dall'avvio della crisi finanziaria i titoli di Stato delle maggiori economie avanzate, in particolare quelli degli Stati Uniti, hanno a più riprese beneficiato della forte preferenza degli investitori per attività a basso rischio (*flight to quality*), alimentata da timori circa la solidità di emittenti sia privati, soprattutto banche, sia pubblici. In prospettiva, con la ripresa dell'economia reale e con l'uscita dalle attuali politiche monetarie eccezionalmente espansive, sono destinati a ridursi gli acquisti di titoli pubblici che alcune banche centrali hanno effettuato a più riprese, al fine di fornire sostegno all'economia e di stimolare l'offerta di credito (in particolare, nel Regno Unito e negli Stati Uniti) o di ristabilire la funzionalità nei mercati colpiti dalle tensioni sul debito pubblico (nell'area dell'euro).

Nel complesso, i fattori di domanda e di offerta appena illustrati accrescono il rischio che in un orizzonte temporale di medio periodo i tassi di interesse a lungo termine subiscano un significativo rialzo.

Figura 1.6

Indicatori di rischio di credito e di liquidità degli emittenti sovrani
(dati giornalieri)

(a) *indicatore di dipendenza tra gli spread sui titoli pubblici decennali in caso di tensione in un paese* (1)
(b) *correlazione dei premi sui CDS sovrani con quelli di Grecia, Irlanda e Portogallo* (2)
(c) *differenziali denaro-lettera su titoli di Stato* (3)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Numero di paesi, su sette considerati. L'indicatore si basa sugli spread di interesse con la Germania (sulla scadenza decennale) di sette paesi dell'area dell'euro (Belgio, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna) con un alto disavanzo o debito pubblico. Il valore dell'indicatore mostra il numero atteso di paesi che subirebbe un rialzo dello spread superiore al 95° percentile della sua distribuzione (stimata sui due anni precedenti) qualora un rialzo dello spread di quell'entità avvenisse in almeno uno dei paesi considerati. – (2) Indici di correlazione, calcolati su una finestra mobile di 6 mesi. Per ciascun paese, media semplice della correlazione a 6 mesi dei premi sui CDS a 5 anni di quel paese con i premi sui CDS sovrani di Grecia, Irlanda e Portogallo. – (3) Centesimi di punto percentuale.

...che accrescono i timori sulla sostenibilità dei conti pubblici

In presenza di ampi e persistenti disavanzi del settore pubblico in più paesi, di un possibile ridimensionamento del potenziale di crescita delle economie e di rischi di rialzo dei tassi di interesse a medio e a lungo termine, tensioni relative a un singolo paese possono ripercuotersi sul merito di credito di emittenti sovrani con fondamentali più solidi.

Nell'area dell'euro le tensioni emerse a più riprese nei paesi con acuti problemi di bilancio si sono riflesse su altri paesi. La trasmissione di queste tensioni, potenzialmente destabilizzante, è stata contenuta dalle misure di correzione dei conti pubblici avviate in più stati e dagli interventi di natura eccezionale effettuati dalle autorità attraverso il programma di acquisti di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema (Securities Markets Programme) e la definizione di un programma di finanziamento di paesi sottoposti a pressioni eccezionali (attraverso l'European Financial Stabilisation Mechanism e l'European Financial Stability Facility), integrati da interventi da parte dell'FMI. Nella seconda parte dell'anno la dipendenza tra i premi per il rischio sovrano in caso di tensione in un paese ha mostrato un andamento flettente (fig. 1.6.a); la correlazione tra credit default swap (CDS) sul rischio sovrano dei paesi soggetti a maggiori tensioni da un lato (Grecia, Portogallo e Irlanda) e quelli degli altri paesi, dall'altro, si è progressivamente ridotta (fig. 1.6.b); l'evoluzione dei differenziali denaro-lettera sui titoli di Stato, un indicatore del grado di liquidità, ha mostrato andamenti divergenti nei diversi mercati (fig. 1.6.c). Nella seconda parte di novembre le tensioni sono riemerse per effetto dei timori sulla condizione finanziaria dell'Irlanda, con effetti negativi sui premi per il rischio degli emittenti sia pubblici sia privati. Alla fine del mese, i Ministri dell'economia e delle finanze dei paesi dell'area dell'euro hanno concordato le caratteristiche principali del meccanismo permanente di gestione delle crisi volto a salvaguardare la stabilità finanziaria dell'area dell'euro nel suo insieme (European Stability Mechanism), che diverrà pienamente operativo non prima del luglio 2013.

Per gli emittenti privati vi è il rischio di un inasprimento delle condizioni di accesso ai mercati obbligazionari

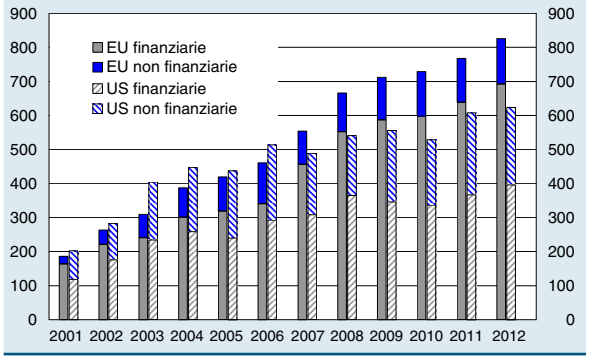
Negli anni più recenti gli operatori privati (banche e imprese non finanziarie) delle economie avanzate hanno emesso un volume lordo di obbligazioni molto elevato (3.300 miliardi di euro nel 2009-2010 per il complesso degli emittenti statunitensi ed europei). Mantenere un ammontare di emissioni di titoli così elevato e a basso costo potrebbe non essere agevole nel prossimo biennio, dato anche il forte aumento del ricorso al mercato che si profila da parte dei prendi-

tori sia pubblici sia privati. In particolare, per questi ultimi giungeranno a scadenza volumi di obbligazioni a medio e a lungo termine che non hanno precedenti nell'ultimo decennio (fig. 1.7).

Per le imprese, un ridimensionamento di questo canale di finanziamento limiterebbe la capacità di compensare la bassa crescita dei prestiti bancari, di allungare la scadenza del debito, di rilanciare gli investimenti e di finanziare operazioni di fusione e acquisizione. Per le banche, difficoltà di rinnovo dei titoli in scadenza potrebbero provocare nuove tensioni nella liquidità, soprattutto in presenza di una normalizzazione delle condizioni di offerta di finanziamenti da parte delle banche centrali.

Figura 1.7

Volumi di obbligazioni private in scadenza (1)
(dati annui; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.
(1) Obbligazioni con durata all'emissione di due o più anni emesse sui mercati interni o su quello internazionale e classificate sulla base della residenza e del settore di appartenenza della capogruppo. Gli emittenti finanziari si riferiscono a banche e ad altre istituzioni finanziarie.

I mercati hanno registrato una ripresa…

Dall'estate le condizioni dei mercati finanziari internazionali sono migliorate. Sono risaliti i corsi azionari; sono tornati a flettere i differenziali di interesse tra le obbligazioni societarie e i titoli pubblici. La ripresa ha beneficiato in primo luogo dell'attenuazione delle forti tensioni registrate sui mercati dei titoli di Stato in primavera, nonché della prosecuzione dell'espansione produttiva a livello mondiale. Negli ultimi mesi vi hanno contribuito le attese di un nuovo allentamento delle condizioni monetarie in più paesi avanzati. Sui mercati borsistici, un impulso è venuto dal buon andamento degli utili societari (fig. 1.8.a). Nei principali mercati i multipli di borsa corretti per il ciclo economico sono attualmente non discosti dai valori medi di lungo periodo (fig 1.8.b). Nella seconda metà di novembre si sono registrate tensioni, soprattutto in Europa, in connessione con la crisi dell'Irlanda.

…ma restano fragili

Un giudizio definitivo sulla solidità della ripresa dei mercati azionari e obbligazionari è prematuro. Essa riflette in misura significativa il calo dei tassi di interesse, che potrebbe però risultare effimero. La fiducia degli operatori e la loro attitudine al rischio potrebbero subire un ridimensionamento qualora non trovassero conferma in un duraturo rafforzamento delle condizioni di fondo dell'economia, ma rimanessero affidate all'abbondante offerta di liquidità a basso costo da parte delle banche centrali, destinata nel tempo a venire meno. Il riemergere di timori circa la sostenibilità dei conti pubblici e la solidità delle banche in più paesi avanzati potrebbe ampliare i premi per il rischio, deprimendo nuovamente i corsi azionari e obbligazionari.

Coerentemente con questo quadro di incertezza, sia in Europa sia negli Stati Uniti gli operatori si attendono che nei prossimi mesi la volatilità dei mercati borsistici aumenti in misura significativa (figg. 1.8.c e 1.8.d). L'eccezionale aumento della domanda di oro sui mercati internazionali costituisce anch'esso un sintomo dell'incertezza: gli operatori potrebbero avere infatti accresciuto gli investimenti anche al fine di acquisire attività in grado di offrire protezione dal rischio di caduta dei prezzi delle attività finanziarie.

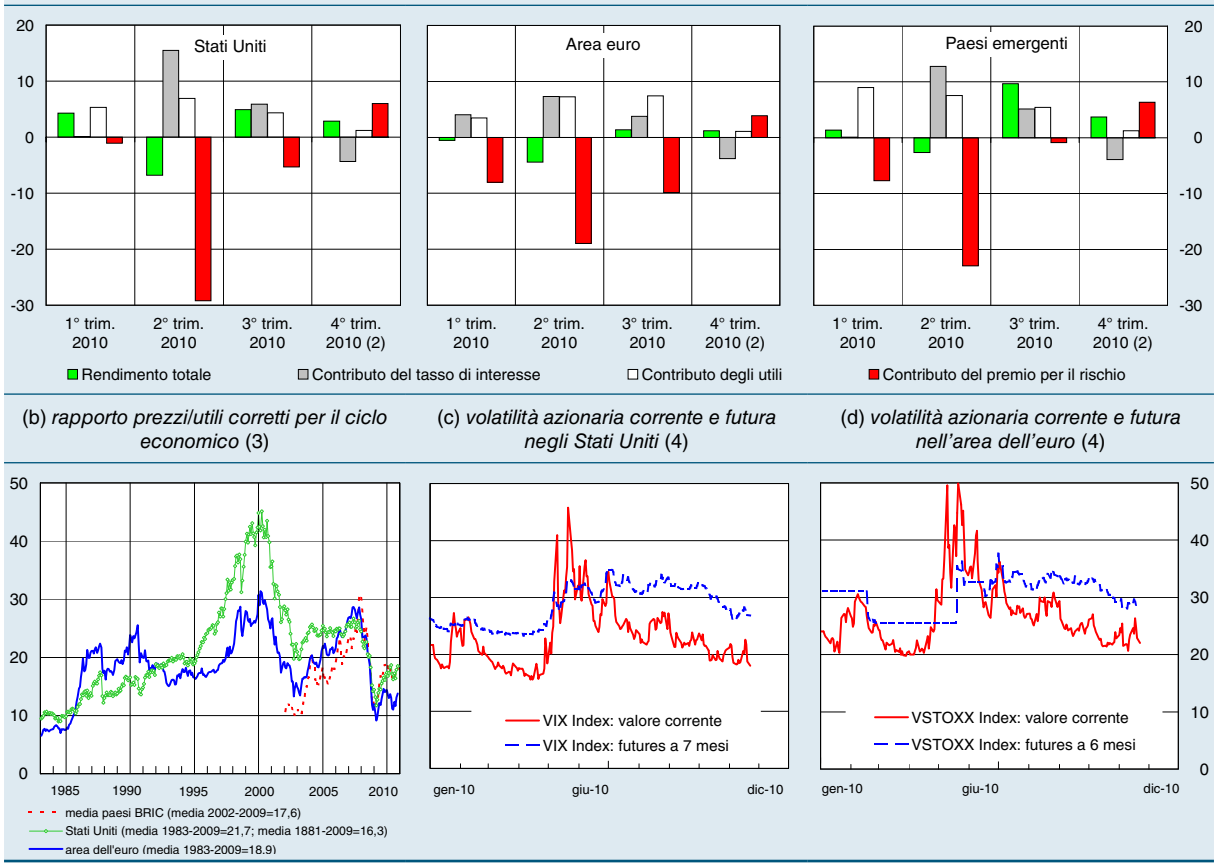
Le condizioni delle maggiori banche sono migliorate…

Le condizioni delle maggiori banche internazionali sono migliorate rispetto alle fasi più acute della crisi. Il margine di interesse e i ricavi da negoziazione sono cresciuti, pur registrando una flessione nei mesi più recenti (fig. 1.9.a); la redditività del capitale è aumentata (fig. 1.9.b); la leva finanziaria è nel complesso rimasta su valori inferiori a quelli pre-crisi (fig. 1.9.c), anche per effetto dei consistenti aumenti di capitale (circa 600 miliardi di dollari dal 2008).

Figura 1.8

Indicatori finanziari relativi ai mercati azionari

(a) *determinanti delle variazioni trimestrali dei corsi azionari nel 2010* (1)



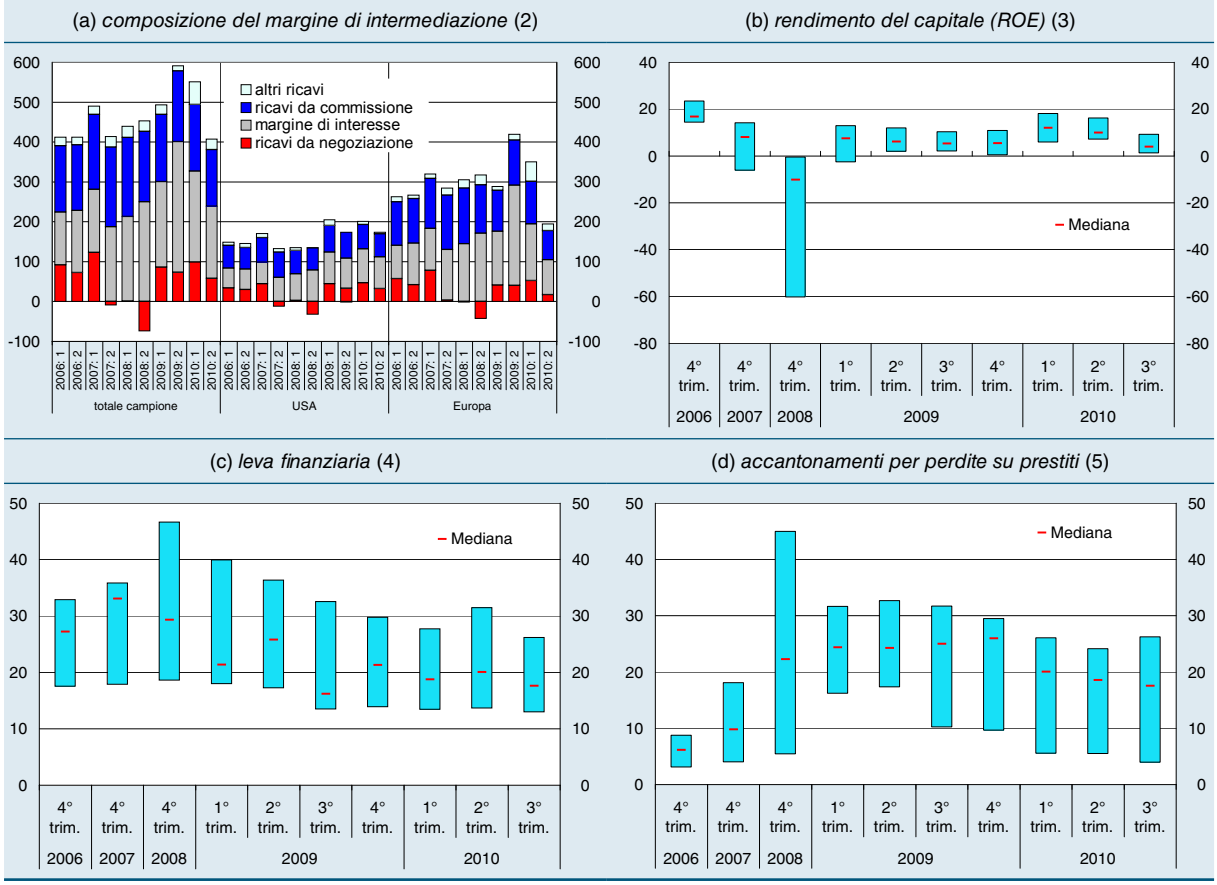
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, FMI, IBES, Morgan Stanley, Thomson Reuters Datastream e Robert Shiller (http://www.econ.yale.edu/~shiller/).
(1) Dati trimestrali; valori percentuali. La scomposizione del rendimento trimestrale nei contributi delle tre determinanti fondamentali (utili attesi, tassi a lungo termine e premio per il rischio) viene effettuata ipotizzando che il premio per il rischio sia pari alla differenza fra il rendimento nominale delle azioni (pari al rapporto fra gli utili per azione previsti dagli analisti finanziari del panel IBES per i 12 mesi successivi e l'indice azionario) e il tasso sui titoli di Stato decennali. – (2) Dati relativi al periodo ottobre-seconda decade di novembre. – (3) Dati mensili; rapporto prezzo/utili. Rapporto tra l'indice dei corsi azionari e la media mobile a 10 anni degli utili per azione, entrambi espressi a prezzi costanti. I paesi BRIC sono Brasile, Russia, India e Cina. – (4) Dati giornalieri; punti percentuali. Indice VIX per gli Stati Uniti e indice VSTOXX per l'area dell'euro della volatilità implicita a pronti dei corsi azionari e analoghi indicatori a termine tratti dai contratti futures sui due indici.

...ma il recupero della redditività potrebbe essere in parte temporaneo

Il miglioramento della redditività delle grandi banche internazionali potrebbe essere in parte temporaneo e difficilmente ripetibile nel 2011. Innanzitutto, la ripresa dei ricavi da negoziazione è legata alle condizioni particolarmente favorevoli che hanno caratterizzato i mercati finanziari nel 2009 e nella prima parte del 2010. Inoltre, nel corso del 2011 potrebbero venire meno, o essere ridimensionati, gli interventi pubblici varati a sostegno delle banche in molti paesi (cfr. il riquadro: *Gli interventi a sostegno del sistema finanziario*). È anche possibile prevedere che il margine di interesse nel 2011 sia frenato dalla crescita ancora contenuta dei prestiti bancari, nonché dal basso livello dei tassi di interesse e dall'appiattimento della curva dei rendimenti indotti dalle nuove misure di stimolo monetario avviate da più banche centrali. L'esperienza passata indica infine che i crediti inesigibili emergono con ritardo rispetto alla fase recessiva, ma restano poi elevati per un periodo che tende a protrarsi ben oltre l'avvio della ripresa, come confermato dall'andamento degli accantonamenti (fig. 1.9.d). Per di più, nel biennio 2011-12 le banche dovranno rifinanziare un ingente ammontare di obbligazioni, in una fase in cui si profila un forte aumento del ricorso al mercato anche da parte degli Stati sovrani e delle imprese (fig. 1.7).

Figura 1.9

Maggiori banche internazionali (1)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Ove non altrimenti specificato, dati trimestrali e in valore percentuale, con l'indicazione di mediana e scarto interquartile. Per alcune banche i dati di bilancio riportati nelle figure non sono tutti disponibili. L'insieme delle maggiori banche internazionali preso in considerazione comprende istituzioni finanziarie europee e statunitensi di grandi dimensioni che svolgono diverse tipologie di attività bancaria, anche su scala internazionale: Banco Santander, Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, ING, Intesa Sanpaolo, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS e UniCredit. – (2) Dati semestrali, in miliardi di dollari. Il dato relativo al secondo semestre del 2010 è stimato sulla base del dato del terzo trimestre. – (3) Rendimenti trimestrali annualizzati. – (4) Rapporto tra attività di bilancio e patrimonio netto. – (5) In percentuale del margine di interesse.

GLI INTERVENTI A SOSTEGNO DEL SISTEMA FINANZIARIO

Dopo il dissesto di Lehman Brothers nel settembre del 2008, in un contesto di elevata avversione al rischio da parte degli investitori e di gravi disfunzioni dei mercati monetari e finanziari, i governi dei paesi industriali hanno varato una serie di misure a sostegno di banche e di altre istituzioni finanziarie: iniezioni di capitale, garanzie sulle emissioni obbligazionarie, acquisti e garanzie su attività patrimoniali. Nel complesso, gli interventi hanno evitato il fallimento di banche caratterizzate da posizioni di liquidità precarie e da difficoltà di accesso ai finanziamenti esterni. Successivamente le condizioni dei mercati sono migliorate; i timori di insolvenza di intermediari si sono ridimensionati, comprimendo i premi per il rischio sulle passività bancarie e consentendo agli intermediari di tornare a finanziarsi sul mercato dei capitali.

Le misure di sostegno hanno tuttavia generato una serie di distorsioni che, su un orizzonte più esteso, potrebbero ripercuotersi sull'efficienza del sistema bancario. Analisi econometriche condotte su oltre

500 emissioni obbligazionarie con garanzia pubblica effettuate da banche provenienti da 13 paesi indicano che il costo delle emissioni riflette soprattutto (per circa due terzi) il merito di credito del garante, e non quello dell'intermediario emittente. In un contesto caratterizzato da un'elevata differenziazione dei rischi sovrani tra paesi, una tale situazione consente a banche con condizioni reddituali e patrimoniali problematiche, ma beneficiarie di garanzie pubbliche da parte di paesi con elevato merito di credito, di finanziarsi a costi assai inferiori rispetto a intermediari più solidi e meritevoli. Le banche italiane non si sono avvalse delle garanzie messe a disposizione dal Governo; pertanto, a differenza dei concorrenti di altri paesi della UE, nei prossimi anni esse non risentiranno del venire meno di questa forma di sostegno pubblico.

Oltre a ledere la concorrenza, gli interventi a favore delle banche possono distorcere l'allocazione delle risorse e abbassare la produttività del sistema bancario. In molti paesi le misure a sostegno del sistema creditizio hanno inoltre contribuito alla dilatazione dei disavanzi e all'accumulo degli oneri potenziali (*contingent liabilities*) dei settori pubblici: gli importi stanziati e, in misura minore, quelli effettivamente utilizzati per le varie forme di sostegno rappresentano infatti una quota elevata del prodotto lordo, in grado di contribuire in misura significativa al deterioramento del merito di credito degli emittenti sovrani. Infine, le misure attuate potrebbero generare attese di ulteriori interventi, condizionando e distorcendo le strategie aziendali delle banche e alimentando comportamenti improntati all'assunzione di rischi eccessivi.

Gli effetti collaterali degli interventi hanno indotto le autorità a stabilire, già dall'anno in corso, una "strategia di uscita" che porti a una rimozione graduale dei vari programmi di sostegno. Nella UE dal gennaio del 2010 circa metà dei paesi che avevano varato programmi di garanzie pubbliche alle obbligazioni bancarie li hanno interrotti; da luglio, i paesi nei quali i programmi sono ancora attivi hanno reso più restrittivi sia i requisiti per l'accesso alle garanzie sia le condizioni di prezzo. Le recenti tensioni sui mercati del debito sovrano e le possibili ricadute sulla capacità di raccolta delle banche hanno tuttavia indotto le autorità europee a prorogare, fino alla prima metà del 2011, le norme che permettono di concedere, in caso di necessità, garanzie alla raccolta obbligazionaria delle banche.

Le banche europee risentono delle tensioni sul mercato dei titoli sovrani

In Europa gli intermediari stanno inoltre risentendo delle turbolenze che hanno investito i mercati dei titoli sovrani di alcuni paesi. Gli indicatori di rischio sono nuovamente aumentati (fig. 1.10.a), alimentando tensioni sui mercati interbancari (fig. 1.10.b). Gli effetti sono accentuati per le banche dei paesi in cui maggiori sono i timori per il deterioramento dei conti pubblici (fig. 1.10.c).

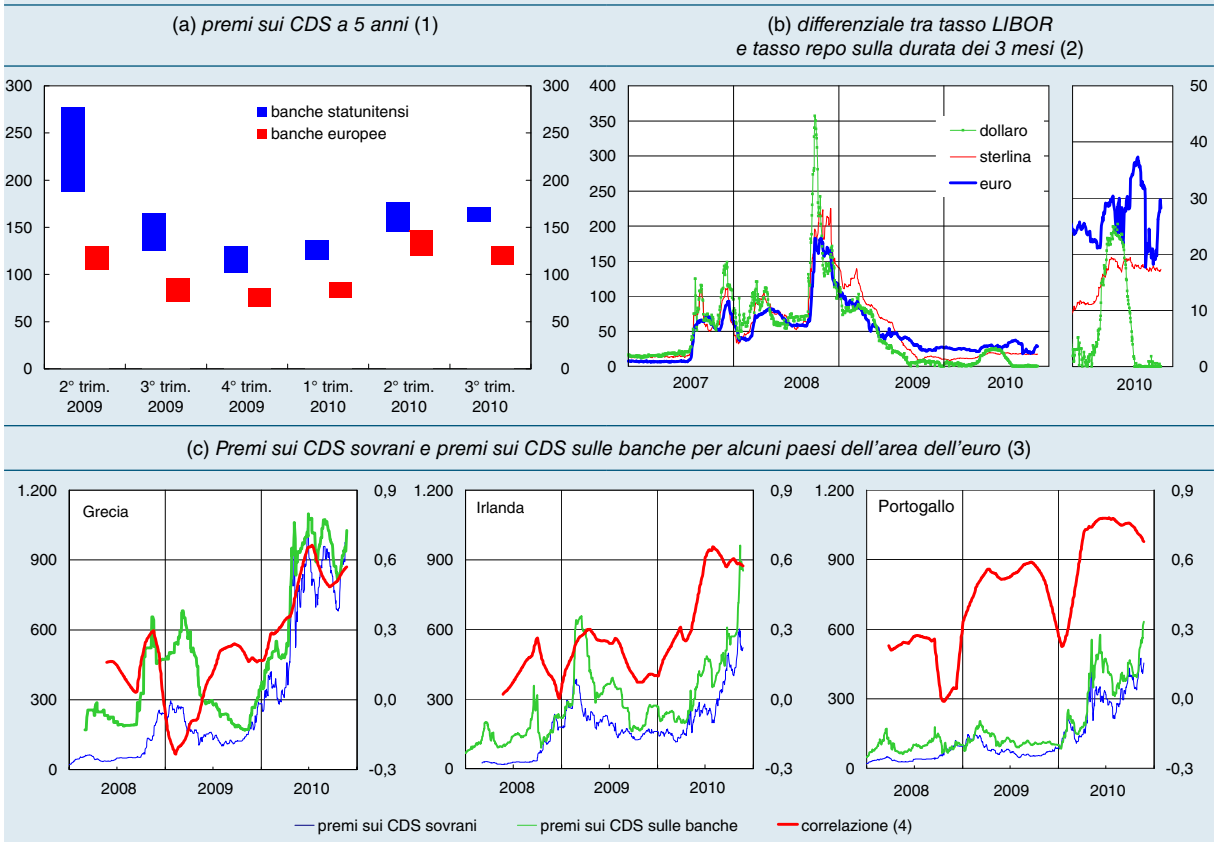
In luglio la pubblicazione degli stress test sulle 91 maggiori banche della UE ha attenuato temporaneamente ma non ha eliminato le tensioni, che tornano ad acuirsi non appena riaffiorano timori relativi ai rischi sovrani. Le banche più deboli e quelle dei paesi a rischio incontrano difficoltà di accesso ai mercati, cui fanno fronte grazie all'elevato ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema; in prospettiva, la rimozione delle misure straordinarie di offerta di liquidità potrà rendere arduo il reperimento di finanziamenti esterni da parte di questi intermediari.

Soprattutto, le ripercussioni dell'aumento del rischio di credito sovrano sui conti economici delle banche potrebbero essere ben superiori a quelle derivanti dall'esposizione diretta di queste ultime nei confronti dei paesi fiscalmente deboli. I titoli pubblici sono infatti utilizzati dalle banche come garanzia nelle transazioni interbancarie e nelle operazioni di rifinanziamento presso le banche centrali; i loro rendimenti inoltre influenzano il costo della raccolta all'ingrosso degli intermediari, in quanto i sottoscrittori di passività bancarie richiedono tipicamente una maggiorazione rispetto al rendimento dei titoli sovrani del paese di provenienza dell'emittente.

Figura 1.10

Premi sui CDS relativi alle maggiori banche internazionali e spread del mercato interbancario

(dati medi trimestrali e giornalieri; centesimi di punto percentuale e indici di correlazione)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Premi annui sui contratti di tipo CDS che assicurano contro il rischio di insolvenza di una banca. Il grafico mostra lo scarto interquartile. – (2) Differenza tra il tasso LIBOR a 3 mesi e il corrispondente tasso a 3 mesi delle operazioni pronti contro termine (repo). – (3) Per ciascun paese, il grafico mostra i premi sui contratti CDS relativi all'emittente sovrano, i premi sui contratti CDS relativi alle banche residenti in quel paese e un indice di correlazione. – (4) Asse di destra. Indice di correlazione. Media mobile a 3 mesi della correlazione tra le variazioni delle due serie storiche di premi sui CDS, calcolata sulla base di un modello statistico di tipo GARCH(1,1).

1.3 I MERCATI IMMOBILIARI

Negli Stati Uniti il mercato immobiliare mostra ancora segni di debolezza

Nel mercato immobiliare statunitense nei mesi scorsi si è esaurita la spinta degli incentivi fiscali all'acquisto di case concessi fino allo scorso aprile. Il significativo calo del volume delle compravendite di abitazioni (tav. 1.1) e il flusso fortemente negativo dei mutui al comparto residenziale segnalano la debolezza di fondo della domanda di immobili (oltre che possibili tensioni nell'offerta di credito) e prefigurano per i prossimi mesi un ulteriore calo dei prezzi. L'inclinazione negativa della curva dei futures sull'indice Case-Shiller dei prezzi delle abitazioni è coerente con questo scenario. Assai incerte appaiono anche le prospettive del mercato degli immobili non residenziali, i cui prezzi sono particolarmente sensibili al ciclo economico: dalla scorsa estate le quotazioni sono nuovamente in calo; il tasso di morosità è salito fino a sfiorare il 9 per cento.

Nell'area dell'euro si è interrotta la fase di correzione al ribasso

Nell'area dell'euro le condizioni del mercato immobiliare sono in miglioramento. La fase di riduzione dei prezzi delle case si è interrotta nel complesso dell'area e nei maggiori paesi, con l'eccezione della Spagna; è in recupero il numero di compra-

vendite di abitazioni. In Francia dalla metà del 2009 sono in aumento sia i nuovi permessi di costruzione sia, in misura più contenuta, i nuovi cantieri. Sulle prospettive del comparto immobiliare nel complesso dell'area pesano tuttavia le difficili condizioni del mercato del lavoro, il possibile impatto restrittivo dei programmi di risanamento fiscale avviati dai governi nazionali, nonché le tensioni all'offerta di credito che ancora si registrano in alcuni paesi.

Tavola 1.1

Quotazioni e compravendite di abitazioni
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

	Area euro	Francia	Spagna	Regno Unito	Stati Uniti
			Quotazioni		
2007	4,6	6,6	5,8	9,2	-4,5
2008	1,3	1,2	-1,5	-6,7	-16,7
2009	-2,9	-7,1	-6,7	-7,4	-12,9
2° sem. 2009	0,1	1,2	-1,3	5,8	3,1
1° sem. 2010	0,9	2,6	-0,7	3,4	0,1
			Numero di compravendite		
2007	....	-0,9	-12,4	-3,4	-15,0
2008	....	-19,7	-32,5	-44,2	-17,1
2009	....	-7,9	-17,8	-4,7	2,8
2° sem. 2009 (1)	....	1,0	6,4	35,3	19,5
1° sem. 2010 (1)	....	5,8	7,3	-10,5	-5,1

Fonte: BCE per l'area dell'euro, Insee e Banque de France per la Francia, Ine per la Spagna, HM Revenue & Customs e Thomson Reuters Datastream per il Regno Unito, Thomson Reuters Datastream per gli Stati Uniti.
(1) Per la Francia, compravendite di case nuove in aree metropolitane.

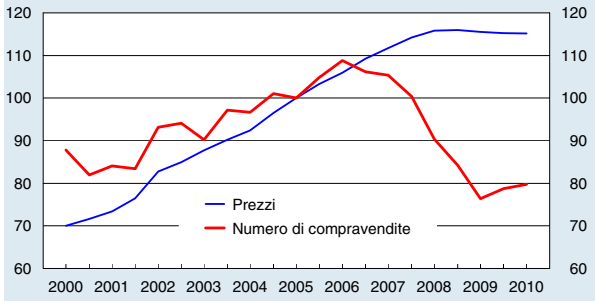
In Italia si rafforzano i segnali di ripresa...

In Italia i segnali di ripresa del settore immobiliare si sono rafforzati, in particolare nel comparto delle abitazioni. Gli investimenti in costruzioni hanno segnato in primavera il primo incremento da due anni. Nei trimestri più recenti il numero delle compravendite di immobili residenziali ha interrotto la tendenza al calo che era in atto dal 2006 (fig. 1.11.a); secondo il sondaggio immobiliare condotto dalla Banca d'Italia insieme con Tecnoborsa e l'Agenzia del Territorio presso un campione di agenzie immobiliari, nel corso dell'estate gli incarichi a vendere hanno continuato ad aumentare. I prezzi delle case, che nel 2009 avevano subito il primo calo in undici anni (-0,5 per cento), nel primo semestre del 2010 sono rimasti pressoché invariati. Il quadro congiunturale è meno favorevole per il comparto non residenziale, dove le compravendite sono ancora in calo e le quotazioni continuano a ridursi, pur se in misura contenuta (circa 0,5 per cento nel primo semestre del 2010, dopo le flessioni dell'1 per cento nel 2009 e del 13 per cento nel 2008).

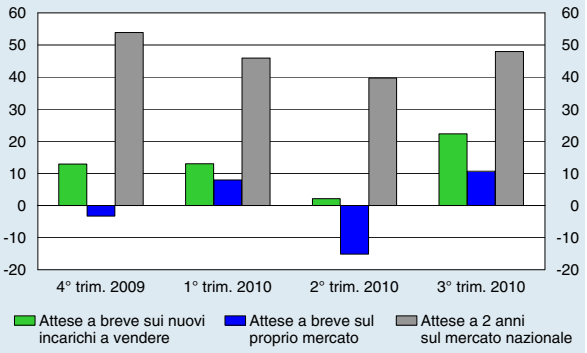
Figura 1.11

Il mercato immobiliare in Italia

a) *compravendite e prezzi delle abitazioni* (1)
(numeri indice 2005=100)



b) *attese degli agenti immobiliari* (2)
(saldi percentuali delle risposte)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Agenzia del Territorio, *Il Consulente Immobiliare* e Tecnoborsa.
(1) Dati semestrali; per i prezzi, valori nominali. – (2) Dati trimestrali, tratti dal sondaggio Banca d'Italia, Tecnoborsa e Agenzia del Territorio. Saldi fra le percentuali di risposte che indicano andamento favorevole e andamento sfavorevole. Le attese sui nuovi incarichi a vendere e sul proprio mercato si riferiscono al trimestre successivo a quello indicato; per quelle sul mercato nazionale l'orizzonte è di due anni in avanti.

...e, in prospettiva, di ulteriore miglioramento

Gli indicatori congiunturali più recenti, prevalentemente di natura qualitativa, prospettano per i prossimi mesi un ulteriore miglioramento del mercato immobiliare italiano, confermando però l'incertezza circa l'intensità della ripresa. L'indice

del clima di fiducia delle imprese edili, rilevato dall'ISAE, dall'estate ha mostrato un deciso recupero. La produzione dei settori industriali che forniscono i principali input al comparto delle costruzioni (cemento, calce, gesso e manufatti da essi derivati) ha interrotto una prolungata caduta ed è in netto rialzo rispetto ai minimi toccati all'inizio di quest'anno. Nell'inchiesta congiunturale condotta in settembre dalla Banca d'Italia presso un campione di imprese edili prevalgono indicazioni di una significativa ripresa del valore della produzione nel 2011. Nel sondaggio immobiliare di ottobre, sono tornati ad aumentare sia il saldo tra giudizi favorevoli e sfavorevoli circa le prospettive a breve del mercato di riferimento, sia quello relativo alle prospettive di medio periodo (due anni) del mercato nazionale (fig. 1.11.b).

Le quotazioni in Italia appaiono in linea con le determinanti di fondo

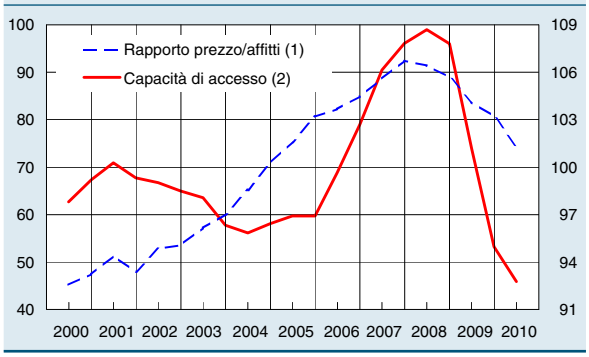
Il rapporto tra prezzi delle case e affitti – un indicatore del rischio di sopravvalutazione degli immobili – è in calo dal 2008, quando aveva interrotto un aumento lungo dieci anni (fig. 1.12); si stima che esso si collochi attualmente in prossimità del valore coerente con le sue principali determinanti di fondo.

L'assenza di segnali di sopravvalutazione delle case trova sostegno nell'andamento dell'indice della capacità di accesso al mercato da parte delle famiglie italiane (*affordability index*), in miglioramento dal secondo semestre del 2008 per l'effetto congiunto dell'indebolimento dei prezzi delle abitazioni e della diminuzione dei tassi di interesse; con riferimento al primo semestre del 2010, esso si attesta su valori ampiamente al di sotto della media di lungo periodo.

Figura 1.12

Capacità di accesso al mercato immobiliare e rapporto tra prezzi e canoni di locazione in Italia

(dati semestrali; numeri indice media 1992-2009=100)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e *Il Consulente Immobiliare*.
(1) Scala di destra. – (2) Scala di sinistra. L'indicatore è dato dal rapporto tra il servizio dei nuovi mutui ipotecari – approssimato dal prodotto tra quotazioni e tassi di interesse – e il reddito disponibile delle famiglie; un calo segnala un miglioramento della capacità di accesso al mercato delle abitazioni da parte delle famiglie.

Le valutazioni più recenti degli agenti immobiliari censiti nel sondaggio immobiliare confermano tale quadro: in particolare, le rilevazioni di ottobre mostrano un ulteriore aumento (al 67,0 per cento dal 65,8 del precedente sondaggio e dal 57,5 di un anno prima) della quota di agenti immobiliari che si attendono prezzi stabili nel prossimo futuro.

1.4 LE CONDIZIONI FINANZIARIE DI IMPRESE E FAMIGLIE ITALIANE

Le imprese

Le condizioni delle imprese mostrano un miglioramento

Le condizioni finanziarie delle imprese sono in miglioramento. Il margine operativo lordo (MOL) nel primo semestre dell'anno è aumentato di quasi il 7 per cento rispetto allo stesso periodo del 2009. Grazie anche al calo dei tassi di interesse, il peso degli oneri finanziari sul MOL è diminuito in misura significativa, rimanendo però superiore ai livelli precedenti la crisi (fig. 1.13). In base al sondaggio congiunturale della Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi, nello scorso settembre la percentuale di aziende che prevedeva di chiudere in utile il bilancio del 2010 è risalita al 56,1 per cento, pur rimanendo su livelli ancora significativamente inferiori rispetto al passato, soprattutto per le imprese di minori dimensioni.

Il fabbisogno finanziario resta elevato

Il fabbisogno finanziario, pur registrando un calo come conseguenza di una ripresa dell'autofinanziamento che supera quella degli investimenti, rimane elevato, anche in rapporto agli investimenti (intorno al 55 per cento). In base al sondaggio

congiunturale, la spesa per investimenti fissi è divenuta la motivazione principale della domanda di credito; meno rilevante risulta invece la carenza di fondi interni.

Permangono tensioni finanziarie all'interno del settore produttivo

Nonostante i miglioramenti in atto, le condizioni delle imprese continuano a risentire degli effetti della crisi. Le tensioni emerse nei mesi scorsi si sono propagate all'interno del sistema produttivo attraverso il forte allungamento dei tempi di pagamento nelle transazioni commerciali. Il sondaggio congiunturale della Banca d'Italia indica che nei primi nove mesi del 2010 il 54 per cento delle imprese ha registrato un aumento dei ritardi negli incassi. Andamenti analoghi emergono dai dati relativi ai crediti commerciali smobilizzati dalle imprese presso il sistema finanziario mediante operazioni di factoring, sconto di portafoglio o altre forme tecniche: rimane alta la quota di crediti riscossi in ritardo, soprattutto quelli nei confronti delle piccole imprese (fig. 1.14).

Ad accentuare le tensioni finanziarie delle imprese contribuisce il cospicuo ammontare dei pagamenti pendenti da parte delle Amministrazioni pubbliche, caratterizzati da una durata particolarmente elevata (pari nel 2009 a 218 giorni, il doppio della durata dei pagamenti tra imprese private, secondo i dati dell'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi della Banca d'Italia).

L'alto peso dei debiti a breve termine e a tasso variabile rende fragili i bilanci delle imprese

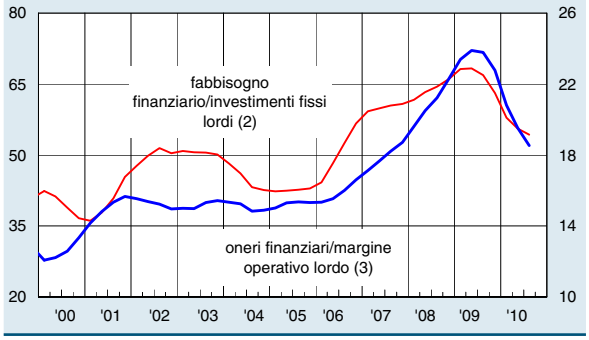
Il grado di indebitamento (calcolato come rapporto tra i debiti finanziari e l'aggregato che li ricomprende insieme al patrimonio netto ai valori di mercato) alla metà del 2010 era pari al 47,7 per cento, un livello elevato rispetto al passato ma non discosto da quello di altri importanti paesi (fig. 1.15). Le condizioni finanziarie delle imprese italiane sono rese però vulnerabili dall'elevata quota di debiti a breve termine e dalla prevalenza dei contratti a tasso variabile tra i debiti a lunga scadenza (94 per cento dei prestiti erogati tra il 2004 e il 2009, circa cinque punti in più rispetto al valore medio dell'area dell'euro), che accrescono il potenziale impatto di un incremento dei tassi di mercato.

Il protrarsi di una congiuntura fiacca e un aumento dei tassi possono colpire le imprese più deboli

Nei prossimi mesi i principali rischi per le imprese sono legati al protrarsi di una congiuntura fiacca e all'eventuale aumento del costo dei finanziamenti. In presenza di questi fenomeni è possibile che per le imprese più deboli le tensioni di liquidità si mutino in insolvenze, soprattutto qualora dovessero riemergere significative difficoltà di accesso ai finanziamenti esterni.

Figura 1.13

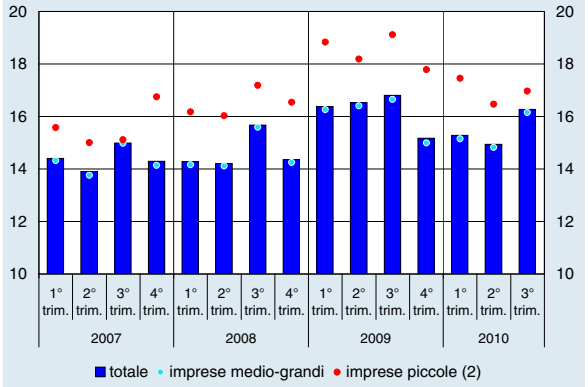
Oneri finanziari e fabbisogno finanziario delle imprese (1)
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e Istat.
(1) Stime basate sui dati dei conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie. I dati utilizzati nel calcolo degli indicatori sono pari alla somma dei quattro trimestri terminanti nel trimestre di riferimento. – (2) Scala di sinistra. Il fabbisogno finanziario è dato dalla differenza tra investimenti e autofinanziamento. – (3) Scala di destra.

Figura 1.14

Quota di crediti commerciali scaduti (1)
(valori percentuali)



(1) Dati basati sui crediti commerciali smobilizzati presso il sistema finanziario e relativi ai soli titoli per i quali sia nota l'impresa debitrice. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

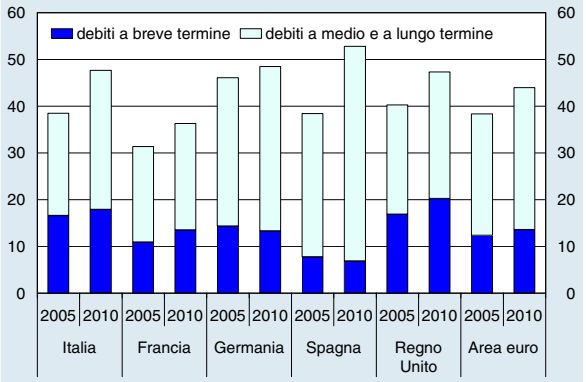
Le famiglie

La ricchezza finanziaria è principalmente investita in prodotti a basso rischio

Durante la crisi finanziaria si è accentuata la riallocazione del portafoglio delle famiglie in favore delle attività finanziarie a basso rischio, quali i prodotti bancari e il risparmio postale (fig. 1.16.a). Il possesso delle attività più rischiose è peraltro concentrato presso una percentuale contenuta di famiglie: si stima che solo il 20 per cento dei nuclei familiari, per lo più appartenenti alle classi di reddito più elevate, possieda strumenti finanziari diversi da depositi o titoli di Stato. La vulnerabilità delle famiglie a shock finanziari è ulteriormente mitigata dall'ampia quota di attività reali (oltre il 60 per cento delle attività complessive), in gran parte abitazioni (cfr. *La ricchezza delle famiglie italiane*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, *Indicatori monetari e finanziari*, n. 67, 16 dicembre 2009).

Figura 1.15

Grado di indebitamento delle imprese (1)
(valori percentuali)

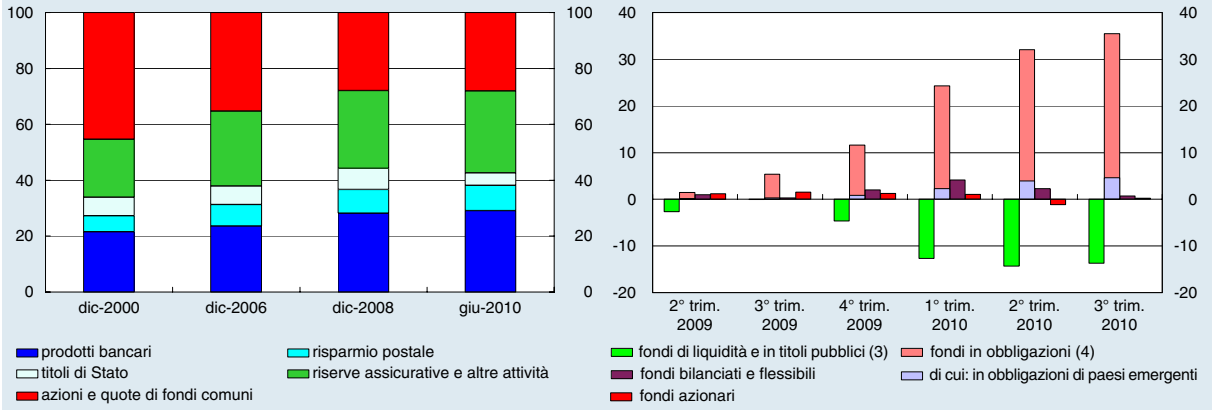


Fonte: Banca d'Italia per l'Italia; BCE per i paesi dell'area dell'euro; Central Statistical Office per il Regno Unito.
(1) Il grado di indebitamento è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato. Il dato del 2010 si riferisce al mese di giugno.

Figura 1.16

Portafoglio finanziario delle famiglie italiane

(a) *composizione del portafoglio finanziario* (1) (b) *raccolta netta cumulata dei fondi comuni italiani* (2)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Assogestioni.
(1) Consistenze di fine periodo; valori percentuali. – (2) Dati trimestrali; miliardi di euro. Raccolta netta cumulata (dal secondo trimestre del 2009) dei fondi comuni in Italia, ripartita per categorie principali di investimento. – (3) Fondi di liquidità e fondi obbligazionari che investono solo in titoli pubblici. – (4) Fondi di obbligazioni investment grade o high yield, fondi di obbligazioni di paesi emergenti e altri tipi di fondi obbligazionari che non investono solo in titoli pubblici.

Il basso livello dei tassi di interesse potrebbe tuttavia spingere anche le famiglie italiane a indirizzare volumi di risparmio crescenti verso strumenti finanziari più rischiosi. Negli ultimi mesi gli investimenti delle famiglie in fondi comuni italiani hanno riguardato soprattutto intermediari con attivo composto da obbligazioni private, anche con basso merito di credito e di emittenti di paesi emergenti, a fronte di cessioni nette di fondi che investono in attività liquide e in titoli pubblici (fig. 1.16.b).

L'indebitamento è basso…

Nel confronto internazionale, l'indebitamento del complesso delle famiglie italiane rimane basso (fig. 1.17). Gran parte delle passività risultano inoltre coperte da ampie garanzie: quasi due terzi dell'indebitamento complessivo è rappresentato

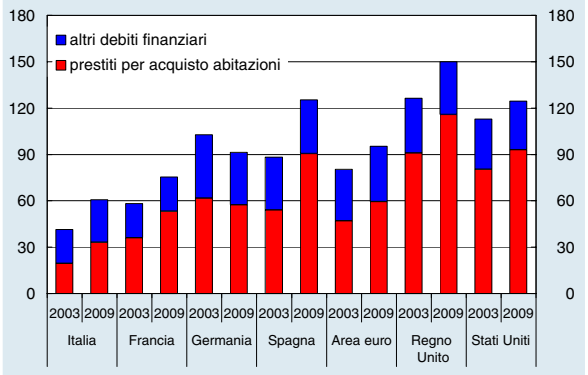
da mutui per l'acquisto di abitazioni; il rapporto medio tra il valore dei prestiti e quello dell'immobile è di circa il 62 per cento (nel 2007 era pari al 79 per cento per il complesso dell'area dell'euro). Si stima che per i tre quarti delle famiglie mutuatarie il rapporto tra debito e attività totali sia inferiore al 40 per cento.

...ma in aumento per le famiglie con minor reddito

Le indagini sui bilanci delle famiglie effettuate dalla Banca d'Italia indicano però che l'indebitamento, negli anni prima della crisi, era divenuto significativo anche tra i meno abbienti: al 2008, i nuclei familiari appartenenti al quartile con più basso reddito equivalente (una misura di reddito che tiene conto del numero di componenti della famiglia) detenevano quasi il 20 per cento sia dei mutui sia del debito complessivo del settore, con un aumento di circa otto punti percentuali rispetto al 2006.

Figura 1.17

Indebitamento delle famiglie (1)
(in percentuale del reddito disponibile lordo)



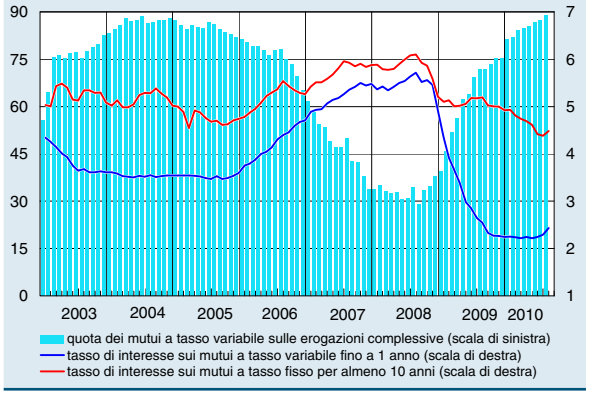
Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia; Eurostat e BCE per i paesi dell'area dell'euro; Central Statistical Office e Bank of England per il Regno Unito; Riserva federale e Bureau of Economic Analysis per gli Stati Uniti.
(1) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici e produttrici e includono le sofferenze; per gli Stati Uniti il dato si riferisce alle sole famiglie consumatrici.

Il rischio di tasso di interesse rimane in capo alle famiglie

Negli ultimi anni i mutui a tasso variabile hanno ripreso a crescere, sospinti da un calo dei tassi di interesse accentuato rispetto ai contratti a tasso fisso (fig. 1.18); in termini di consistenza, essi rappresentano attualmente oltre il 66 per cento del totale. I rischi derivanti da un possibile rialzo dei tassi di interesse restano quindi per larga parte in capo alle famiglie, che peraltro non sempre ne sono del tutto consapevoli: l'indagine presso le famiglie indica che un terzo dei nuclei familiari non è in grado di distinguere appieno tra le diverse tipologie di mutuo e di valutare adeguatamente il connesso rischio di tasso di interesse. A contenere i rischi contribuisce l'elevata quota di contratti (circa un quinto del totale dei mutui a tasso variabile) che prevedono la possibilità di estendere la durata del mutuo o opzioni *cap* sui tassi di interesse, nonché le operazioni di rinegoziazione, surroga o sostituzione volte a migliorare le condizioni per il debitore.

Figura 1.18

Quota dei mutui erogati a tasso variabile e tassi di interesse sulle erogazioni
(valori percentuali)



Le famiglie più vulnerabili sono quelle giovani e del Mezzogiorno

Il servizio del debito in rapporto al reddito disponibile delle famiglie mutuatarie si attesta su livelli complessivamente contenuti e nel biennio 2009-2010 sarebbe diminuito di oltre un punto percentuale (attorno al 16 per cento), come conseguenza soprattutto del calo dei tassi di interesse. I nuclei familiari meno abbienti presentano tuttavia un'incidenza più elevata della rata del mutuo sul reddito, risultando pertanto più esposti al rischio di variazioni dei tassi di interesse o del reddito disponibile. Analisi recenti mostrano che a incontrare maggiori difficoltà nei pagamenti delle rate sono i mutuatari più giovani e quelli residenti nel Mezzogiorno, in ragione del basso reddito, che accresce la quota di guadagni destinata al servizio del debito.

Un aiuto alle famiglie in difficoltà viene dalla sospensione del pagamento delle rate dei mutui

Tra febbraio e settembre del 2010 le banche hanno sospeso in via temporanea (almeno dodici mesi) il pagamento della rata del mutuo a circa 31.000 famiglie in condizioni di difficoltà (in larga parte per la perdita del rapporto di lavoro subordinato), per un debito residuo di 4 miliardi di euro. Se al termine del periodo di sospensione queste famiglie non avranno migliorato la propria situazione reddituale si potrebbe registrare un innalzamento del tasso di ingresso in sofferenza.

I principali rischi sono relativi alla tenuta dei redditi e a eventuali aumenti dei tassi di interesse

Nei prossimi mesi i principali rischi per le condizioni finanziarie delle famiglie italiane sono legati alla debole dinamica del reddito disponibile, frenata in primo luogo dalla difficile congiuntura del mercato del lavoro. In connessione con eventuali aumenti dei tassi di interesse, destano preoccupazione le condizioni finanziarie delle famiglie a basso reddito.

2 IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO

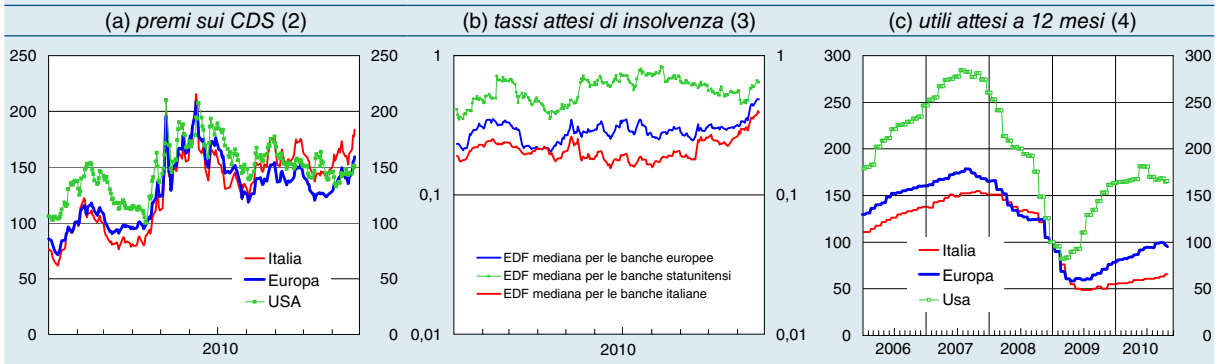
2.1 LA VALUTAZIONE DEL MERCATO SULLE BANCHE ITALIANE

Gli indicatori desunti dai mercati segnalano ancora fragilità

Come in altri paesi dell'area dell'euro, in Italia la valutazione degli investitori sulla rischiosità delle maggiori banche risente delle tensioni emerse a più riprese nel mercato dei titoli sovrani. I premi sui credit default swap (CDS) delle nostre banche sono aumentati (fig. 2.1.a), con un calo temporaneo a seguito della pubblicazione, il 23 luglio, dei risultati degli stress test condotti in ambito europeo. I tassi attesi di insolvenza desunti dai mercati azionari si sono anch'essi leggermente ampliati, ma rimangono inferiori a quelli dei principali intermediari esteri (fig. 2.1.b). Le previsioni degli analisti finanziari scontano per i prossimi mesi una ripresa degli utili lenta, anche nel confronto internazionale (fig. 2.1.c); ciò contribuisce a comprimere il rapporto tra valore di mercato e valore di bilancio dei nostri intermediari.

Figura 2.1

Banche quotate italiane nel confronto internazionale (1)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, IBES e Moody's KMV.
(1) I dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena; per l'Europa, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, Dexia, Deutsche Bank, Commerzbank, ING, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, HSBC, Barclays, Royal Bank of Scotland, Lloyds, UBS, Credit Suisse; per gli Stati Uniti, Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America, Goldman Sachs e Morgan Stanley. – (2) Dati giornalieri, in centesimi di punto percentuale. Premi sui CDS a 5 anni. – (3) Dati giornalieri, in punti percentuali. I tassi attesi di insolvenza (*expected default frequencies*, EDF), calcolati sulla base del prezzo e della volatilità dei titoli azionari degli intermediari cui si riferiscono, misurano la probabilità che il valore di mercato delle attività risulti inferiore a quello delle passività in un orizzonte di un anno. – (4) Media semplice degli utili per azione attesi nei 12 mesi successivi. Dati settimanali. Indici: ultimo dato del 2008=100. I dati relativi alle banche britanniche e svizzere sono convertiti in euro.

Gli indicatori di rischio sistemico a livello internazionale mostrano che i timori di instabilità emersi in seguito alla crisi greca hanno avuto un impatto diversificato tra paesi. Gli effetti sulle banche italiane sono stati nel complesso contenuti (cfr. il riquadro: *Gli indicatori di dipendenza tra banche*; fig. B).

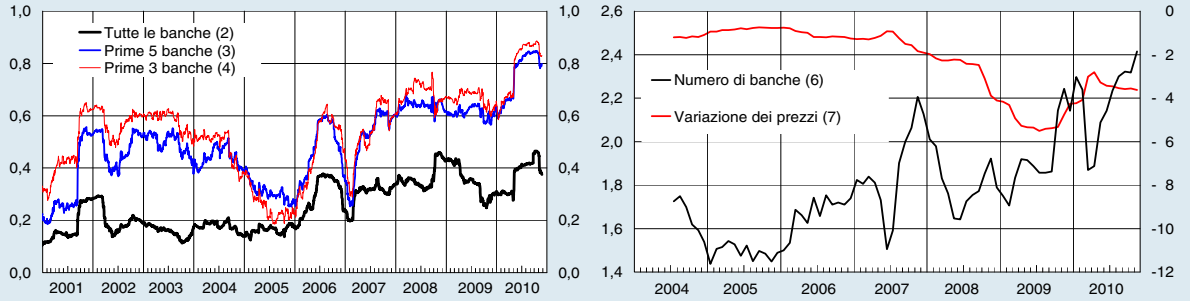
GLI INDICATORI DI DIPENDENZA TRA BANCHE

La correlazione tra i rendimenti azionari delle principali banche italiane si mantiene superiore ai valori raggiunti in occasione del dissesto della Lehman Brothers (fig. A.a). L'aumento della correlazione è un fenomeno generalizzato, che si riscontra sia analizzando separatamente le banche europee e quelle statunitensi sia misurando la correlazione tra di esse. Indicatori circoscritti al caso di scenari molto

Figura A

Banche italiane: indicatori di comovimento dei corsi azionari

(a) *indici di correlazione* (1) (b) *valore atteso del numero di banche con forte contrazione dei prezzi di borsa* (5)



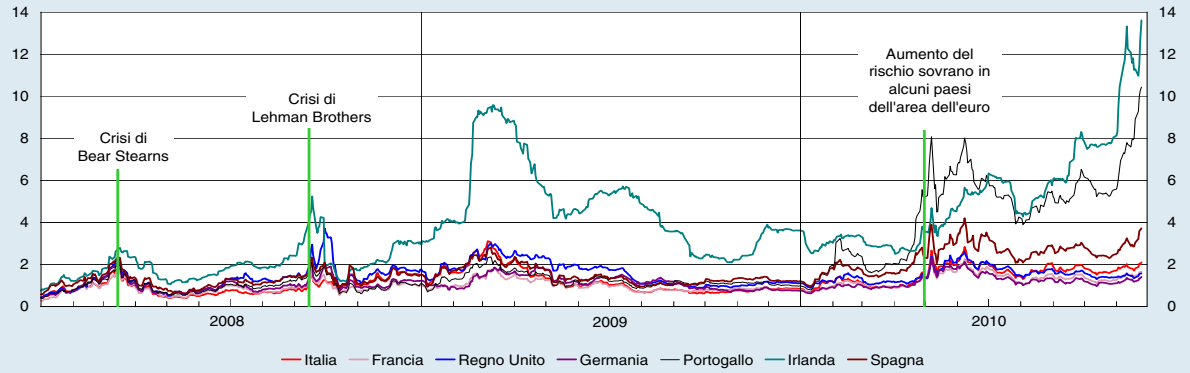
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Dati giornalieri. Media semplice delle correlazioni tra i rendimenti azionari di coppie di banche calcolate su dati giornalieri e finestre mobili di 6 mesi. – (2) Banche incluse nell'indice FTSE Italia All-Share. – (3) UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unione di Banche Italiane e Banco Popolare. – (4) UniCredit, Intesa Sanpaolo e Banca Monte dei Paschi di Siena. – (5) Campione di cinque banche composto da: UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unione di Banche Italiane e Banco Popolare. – (6) Scala di sinistra. Valore atteso del numero di banche del campione che hanno rendimenti azionari inferiori al 5° percentile della loro distribuzione (stimata sull'ultimo anno), condizionatamente al fatto che almeno una di esse abbia rendimenti inferiori a tale soglia. – (7) Scala di destra. In valori percentuali. Variazione media dei prezzi delle banche incluse nel campione condizionatamente al fatto che i corsi azionari di almeno una di esse abbiano rendimenti inferiori al 5° percentile della propria distribuzione.

negativi (forte contrazione dei prezzi di borsa) confermano l'aumento del grado di comovimento tra le quotazioni azionarie delle maggiori banche italiane (fig. A.b). L'incremento di queste misure di dipendenza è legato soprattutto al timore che una recrudescenza del rischio sul debito sovrano nell'area dell'euro possa ripercuotersi negativamente sulle condizioni del sistema bancario.

Utilizzando modelli statistici è possibile stimare la probabilità congiunta di tensioni per un insieme di intermediari (*joint probability of distress*, JPoD) a partire dalle quotazioni dei CDS a cinque anni (1). In base a tale indicatore, la percezione del rischio che le due maggiori banche italiane siano simultaneamente sottoposte a forti tensioni mostra una stretta relazione con ana-

Figura B

Probabilità congiunta di tensione (JPoD) per le maggiori banche internazionali (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Italia: UniCredit, Intesa Sanpaolo; Francia: BNP Paribas, Société Générale; Germania: Deutsche Bank, Commerzbank; Irlanda: Bank of Ireland, Allied Irish Bank; Portogallo: Banco Espirito Santo, Banco Comercial Portugues; Regno Unito: Barclays, Royal Bank of Scotland; Spagna: Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. Per ciascuno dei paesi sono state selezionate le prime due banche in quanto si caratterizzano per un'elevata liquidità dei contratti di CDS.

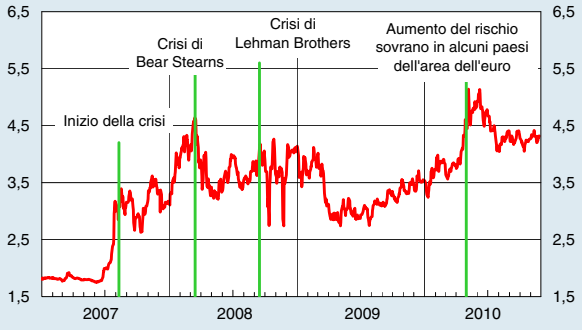
(1) La JPoD viene stimata con metodologie non parametriche (*Consistent Information Multivariate Density Optimizing*) in grado di cogliere le interazioni (lineari e non lineari) tra un numero, anche ampio, di banche (cfr. M. A. Segoviano e C. Goodhart, "Banking Stability Measures", *IMF Working Paper*, n. 4, 2009).

loghe misure calcolate per gli altri maggiori paesi europei (fig. B); la JPoD delle nostre banche è attualmente pari al 2,0 per cento. Nel periodo recente risultano in significativo aumento le JPoD delle banche irlandesi e portoghesi e, in misura minore, di quelle spagnole.

Indicazioni circa la stabilità del sistema creditizio internazionale si ricavano dal *banking stability index* (BSI), anch'esso desumibile dalla JPoD. Il BSI fornisce una stima del numero atteso di banche che potrebbero subire forti tensioni nel caso in cui almeno una di esse si trovasse in difficoltà. L'indicatore riportato nella figura C, relativo a un campione di dieci grandi gruppi bancari con operatività cross-border, mostra una forte crescita tra aprile e maggio del 2010, con un picco pari a 5 in quest'ultimo mese, in connessione con l'aumento dei timori circa la solidità dei conti pubblici della Grecia. Successivamente tale indicatore è diminuito, rimanendo però elevato.

Figura C

Indicatore di stabilità del sistema bancario internazionale (BSI) relativo a dieci grandi gruppi bancari cross-border (1)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Sull'asse delle ordinate si riporta il numero di banche. I 10 grandi gruppi sono UniCredit, Intesa Sanpaolo, MPS, Santander, BNP-Paribas, Deutsche Bank, UBS, Barclays, Lloyds TSB, Citigroup.

2.2 IL CREDITO IN ITALIA

Il finanziamento dell'economia

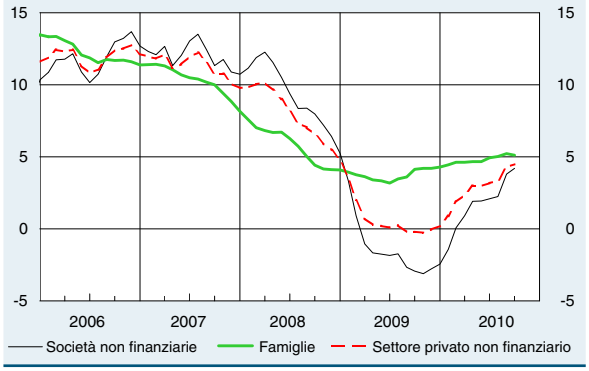
È in ripresa il credito alle imprese…

Con il ritorno alla crescita dell'economia reale, la decelerazione del credito bancario si è interrotta, lasciando il posto a una rapida ripresa (fig. 2.2). Il miglioramento è soprattutto il risultato dell'inversione di tendenza dei prestiti alle società non finanziarie, sia piccole sia grandi, che dalla scorsa primavera mostrano variazioni sui tre mesi positive; esso riflette la più vivace dinamica della domanda, oltre che il rientro delle tensioni nell'offerta di credito da parte delle banche (cfr. il riquadro: *L'offerta di credito alle imprese in Italia*). Sono in accelerazione anche i prestiti alle famiglie.

Figura 2.2

Evoluzione del credito al settore privato non finanziario in Italia (1)

(dati mensili; variazioni percentuali sui 3 mesi annualizzate)



(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono anche una stima di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. I dati sono depurati della componente stagionale, quando presente.

…soprattutto quello erogato dalle banche maggiori

Dal lato degli intermediari, la ripresa riguarda principalmente i prestiti concessi alle imprese dai primi cinque gruppi bancari, la cui contrazione sui dodici mesi si è progressivamente attenuata, fino quasi ad annullarsi (fig. 2.3); negli ultimi due trimestri il flusso dei loro crediti alle imprese è tornato positivo, dopo aver registrato valori negativi per un anno e mezzo. Gli impieghi erogati dalle altre banche, che durante la crisi finanziaria internazionale avevano registrato una dinamica più elevata, mostrano un'accelerazione più graduale.

L'OFFERTA DI CREDITO ALLE IMPRESE IN ITALIA

Secondo nostre analisi recenti, la forte flessione del tasso di crescita del credito bancario osservata durante la crisi è attribuibile in larga misura al calo della domanda di prestiti. Per le imprese questo ha riflesso soprattutto la netta contrazione degli investimenti, che ha determinato una riduzione del fabbisogno finanziario. Sui prestiti alle famiglie hanno inciso la caduta dei consumi e la debolezza del mercato immobiliare in quella fase.

Gli indicatori congiunturali e le analisi empiriche segnalano che a frenare i prestiti alle imprese avrebbero concorso anche tensioni dal lato dell'offerta, in linea con le tendenze emerse negli altri principali paesi. Le risposte fornite dalle maggiori banche italiane nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS) indicano che l'inasprimento dei criteri per l'erogazione del credito sarebbe emerso nella fase più acuta della crisi, nei trimestri a cavallo tra il 2008 e il 2009, per poi ridursi gradualmente. Tra i fattori di riduzione dell'offerta di prestiti alle imprese avrebbe svolto un ruolo di rilievo l'aumento del rischio di credito percepito dalle banche, un fenomeno tipico delle fasi di recessione. Sembrano aver contribuito anche fattori direttamente riconducibili alle condizioni degli intermediari: la crisi ha presumibilmente determinato, soprattutto in concomitanza con il dissesto di Lehman Brothers, un incremento dell'avversione al rischio delle banche; ha inoltre inciso negativamente sulla loro condizione patrimoniale e di liquidità e sulla loro capacità di accedere a finanziamenti esterni.

La BLS indica che dalla fine del 2009 la restrizione dei criteri di offerta di credito si sarebbe pressoché annullata; un lieve peggioramento si registra nel terzo trimestre del 2010 per specifici settori. Anche le indagini presso le imprese condotte sia dalla Banca d'Italia sia da altre istituzioni, nazionali e internazionali, suggeriscono che le difficoltà di accesso al credito si sarebbero nel complesso notevolmente ridimensionate, pur in presenza di tensioni residue nel finanziamento delle imprese più piccole.

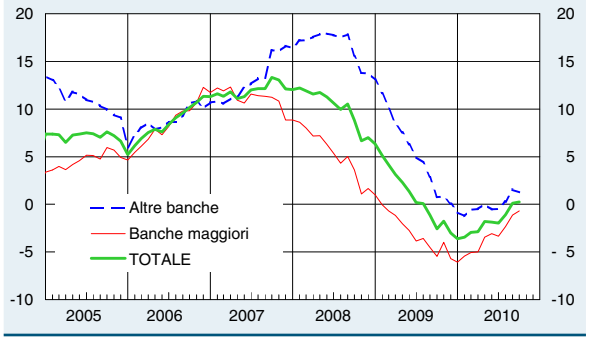
Il credito continuerebbe a crescere nel prossimo biennio

Sulla base di nostre stime coerenti con l'evoluzione attesa delle principali variabili macroeconomiche, la ripresa dei prestiti bancari alle società non finanziarie proseguirebbe nello scorcio del 2010 e nel biennio successivo, riportando la dinamica del credito su valori stabilmente positivi (fig. 2.4.a). Ad alimentare la domanda di finanziamenti contribuirebbe il moderato recupero dell'attività economica, i cui effetti sarebbero parzialmente controbilanciati da quelli del minore fabbisogno finanziario delle imprese (a sua volta legato, nello scenario macroeconomico di riferimento, a una crescita del margine operativo lordo delle imprese superiore a quella degli investimenti).

Figura 2.3

Prestiti bancari alle imprese per gruppo dimensionale di banca (1)

(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)

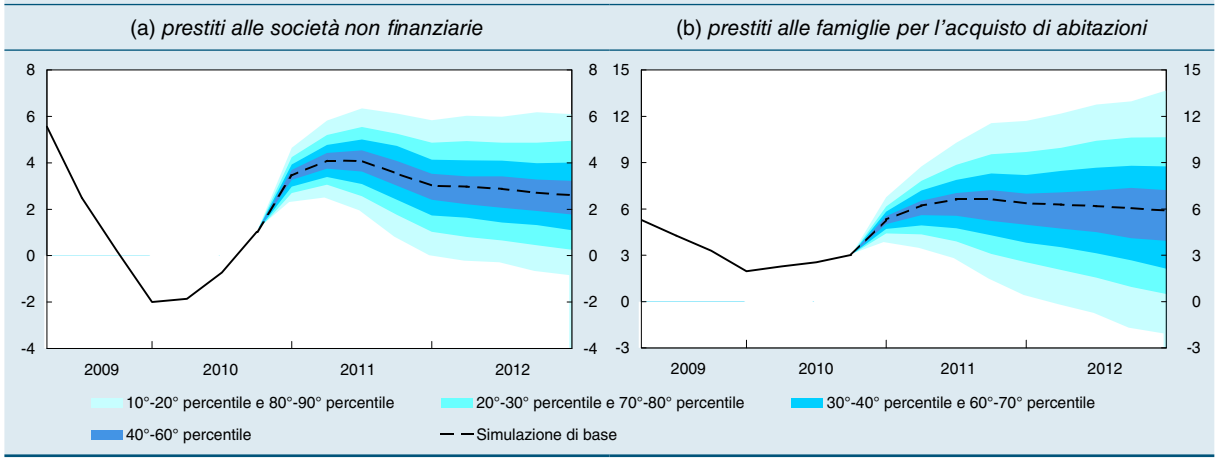


Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.
(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni. I prestiti includono anche una stima di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze, che confluiscono invece nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le banche maggiori sono quelle appartenenti ai seguenti gruppi: UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unione di Banche Italiane, Banco Popolare.

La dinamica dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni continuerebbe ad aumentare nella parte finale del 2010, per poi stabilizzarsi nel successivo biennio su ritmi prossimi in media al 6 per cento (fig. 2.4.b). Essa sarebbe sospinta dalla lieve ripresa delle quotazioni immobiliari (cfr. anche il par. 1.3); sarebbe invece frenata, sul finire dell'orizzonte previsivo, da un incremento del costo dei finanziamenti. Queste indicazioni sono caratterizzate da un elevato grado di incertezza, come mostra l'ampiezza della distribuzione di probabilità delle previsioni.

Figura 2.4

Prestiti bancari in Italia (1)
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul trimestre corrispondente)



(1) I prestiti includono anche una stima di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. La distribuzione di probabilità delle previsioni (che consente di valutare la dimensione e la direzione dei rischi che caratterizzano la previsione di base) è stata calcolata sulla base di simulazioni stocastiche effettuate con estrazioni casuali della distribuzione degli shock del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia. La distribuzione viene rappresentata graficamente, per classi di percentili.

I rischi delle previsioni sono nell'insieme bilanciati

Le proiezioni sul credito sono coerenti con l'ipotesi che nell'orizzonte previsivo non riemergano tensioni nell'offerta di prestiti, in uno scenario di moderata ripresa dell'economia e di miglioramento delle condizioni di finanziamento delle banche. Sul fronte dei rischi al ribasso per la previsione, diversi fattori potrebbero offuscare le prospettive per il mercato dei prestiti. In primo luogo, un riacutizzarsi dei timori sul debito sovrano a livello internazionale potrebbe limitare la disponibilità di finanziamenti di mercato a medio e a lungo termine per le banche, con possibili ripercussioni sulle politiche di offerta. Inoltre, il deterioramento della qualità del credito potrebbe proseguire oltre l'avvio della ripresa. L'eccezionalità della recessione appena trascorsa rende difficile valutare con precisione l'impatto di questi effetti sulla dinamica degli impieghi. Tra i rischi al rialzo, l'uscita dalla crisi potrebbe dar luogo a un incremento delle operazioni di riallocazione proprietaria tra imprese (quali ad esempio fusioni e acquisizioni), alimentando la domanda di prestiti. Inoltre, gli interventi effettuati dalle autorità dall'avvio della crisi al fine di sostenere finanziariamente le imprese potrebbero non aver ancora pienamente dispiegato i loro effetti.

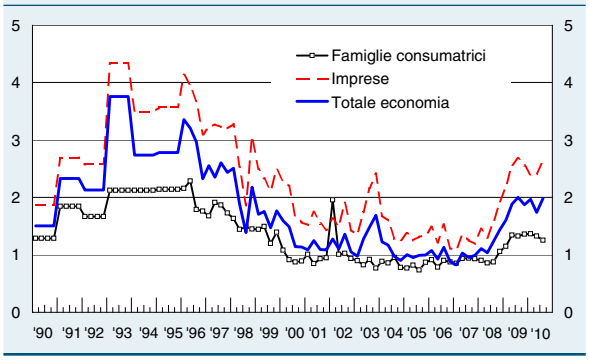
La qualità del credito

La qualità del credito è peggiorata, ma meno che nella recessione del 1992-93

La qualità del credito risente ancora della caduta dell'attività produttiva registrata nel 2009. Il flusso di nuove sofferenze rettificate in rapporto ai prestiti risulta significativamente superiore ai livelli pre-crisi, soprattutto per le imprese (fig. 2.5). L'attuale più contenuta incidenza delle sofferenze sul totale dei prestiti rispetto a quella osservata all'indomani della recessione del 1992-93 è ascrivibile soprattutto al basso livello dei tassi di interesse sia reali

Figura 2.5

Tasso di ingresso in sofferenza (1)
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza e Centrale dei rischi.
(1) Flusso trimestrale di sofferenze rettificate in rapporto alle consistenze dei prestiti alla fine del trimestre precedente; dati annuali fino al 4° trimestre 1995. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente, e riportati ad anno.

sia nominali, che limita la pressione degli oneri finanziari sui bilanci delle imprese e sul reddito disponibile delle famiglie. Contribuiscono i progressi nelle modalità di gestione dei rischi di credito da parte delle banche: già alla vigilia dell'attuale crisi il tasso di insolvenza della clientela bancaria era infatti considerevolmente inferiore rispetto ai primi anni novanta. Questi cambiamenti strutturali suggeriscono che l'aumento del flusso di sofferenze in rapporto ai prestiti potrebbe essere più contenuto e avere durata più breve rispetto ad analoghe fasi congiunturali del passato; la stabilizzazione del tasso di decadimento dei prestiti registrata negli ultimi trimestri potrebbe prefigurare un superamento della fase di deterioramento della qualità del credito.

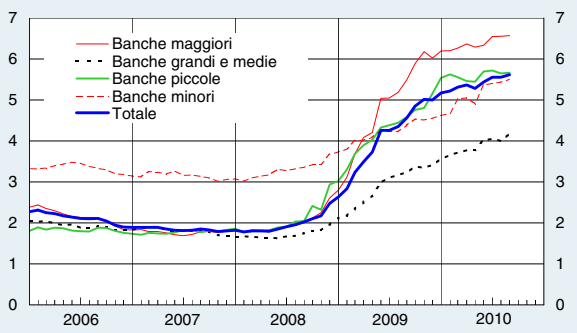
Le prospettive per la rischiosità del credito sono incerte

Gli indicatori prospettici della qualità del credito non forniscono però segnali univoci. La quota degli impieghi verso clientela in temporanea difficoltà (i cosiddetti incagli) è in lieve calo per le famiglie consumatrici (al 2,5 per cento), ma non per le imprese (fig. 2.6). Inoltre, le stime relative alle probabilità di ingresso in sofferenza entro un anno delle imprese hanno smesso di crescere e si sono nel complesso stabilizzate, ma non hanno ancora iniziato a ridursi (fig. 2.7), risentendo dell'andamento tuttora sfavorevole in alcuni settori (quali ad esempio l'edilizia).

In una fase di svolta congiunturale questi indicatori potrebbero, tuttavia, cogliere solo in parte i possibili effetti della ripresa in atto nell'economia italiana. Stime econometriche coerenti con l'evoluzione attesa delle principali variabili macroeconomiche suggeriscono che nel prossimo biennio il tasso di ingresso in sofferenza registrerebbe un miglioramento. Per i prestiti alle imprese l'incidenza delle sofferenze inizierebbe a ridursi già nell'ultimo trimestre del 2010, senza però riportarsi nell'orizzonte previsivo sui livelli precedenti la crisi (fig. 2.8.a). La qualità del credito alle famiglie mostrerebbe un'evoluzione simile ma con un miglioramento più deciso, che la ricondurrebbe nel prossimo biennio su valori prossimi a quelli pre-crisi (fig. 2.8.b). Anche in questo caso, le stime sono connotate da incertezza, legata soprattutto all'evoluzione del quadro macroeconomico.

Figura 2.6

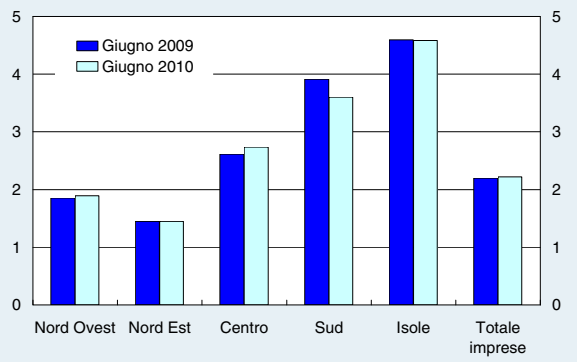
Quota dei prestiti verso imprese in temporanea difficoltà (1)
(valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi.
(1) Includono sia i prestiti verso affidati classificati dagli intermediari come "incagli" sia i prestiti ristrutturati. La suddivisione in classi dimensionali è effettuata sulla base della composizione dei gruppi bancari a ottobre 2010 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre 2008. Banche maggiori: banche appartenenti ai gruppi UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unione di Banche Italiane, Banco Popolare. Banche grandi e medie: banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati compresi tra 21.532 e 182.052 milioni di euro. Banche piccole: banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati compresi tra 3.626 e 21.531 milioni di euro. Banche minori: banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati inferiori a 3.626 milioni di euro. Sono escluse le filiali di banche estere.

Figura 2.7

Probabilità di ingresso in sofferenza entro un anno (1)
(valori percentuali)



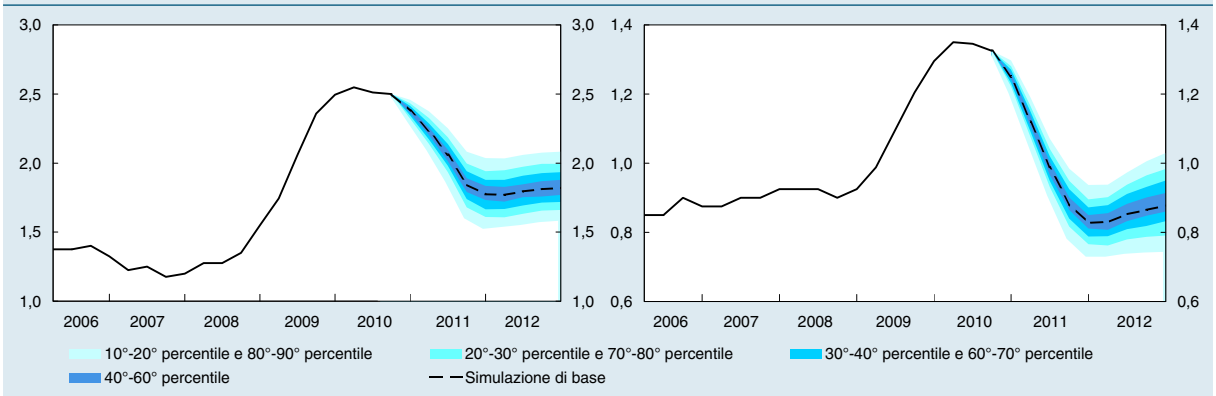
Fonte: Centrale dei rischi e bilanci societari.
(1) Le probabilità di ingresso in sofferenza sono stimate con riferimento a circa 800.000 imprese non finanziarie sulla base di indicatori di vulnerabilità tratti dai bilanci aziendali e di indicatori di tensione finanziaria relativi ai rapporti creditizi.

La dispersione tra banche della qualità del credito è alta

I tassi di ingresso in sofferenza differiscono in misura significativa tra le singole banche. Circa 160 intermediari, rappresentativi di poco meno della metà delle attività consolidate del sistema bancario, presentavano a giugno scorso un flusso di sofferenze in rapporto agli impieghi superiore al 2 per cento (fig. 2.9). All'interno di questo

Figura 2.8

Tasso di ingresso in sofferenza (1)
(valori percentuali; medie mobili su quattro trimestri)



(1) Flusso trimestrale di sofferenze rettificate in rapporto alle consistenze dei prestiti alla fine del trimestre precedente. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente. La distribuzione di probabilità delle previsioni (che consente di valutare la dimensione e la direzione dei rischi che caratterizzano la previsione di base) è stata calcolata sulla base di simulazioni stocastiche effettuate con estrazioni casuali della distribuzione degli shock del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia. La distribuzione viene rappresentata graficamente, per classi di percentili.

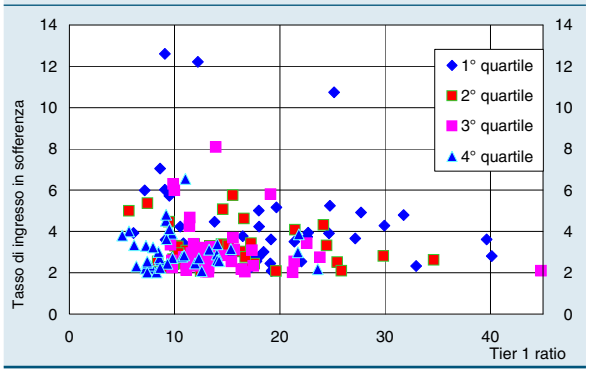
gruppo, gli intermediari più grandi, appartenenti al quartile di dimensione più elevata, sono caratterizzati da tassi di ingresso in sofferenza generalmente contenuti, pur con un'ampia dispersione.

L'impatto del rischio di credito sui bilanci delle maggiori banche è potenzialmente rilevante

In base alle relazioni consolidate diffuse dai primi cinque gruppi bancari italiani, nella prima metà di quest'anno i crediti deteriorati lordi verso la clientela sono nel complesso cresciuti a un ritmo inferiore rispetto al periodo precedente. Al netto delle rettifiche di valore, essi rappresentavano nello scorso giugno il 59 per cento del patrimonio di vigilanza. Il tasso di copertura, ossia il rapporto tra le rettifiche e l'ammontare lordo dell'esposizione, è stabile al 42 per cento (tav. 2.1). La ripresa in atto nell'economia italiana consentirà alle banche di ricondurre i tassi di copertura su livelli più elevati, in linea con quelli di lungo periodo (dell'ordine del 50 per cento delle esposizioni deteriorate); ciò richiederà opportuni accantonamenti anche nei prossimi trimestri.

Figura 2.9

Tasso di ingresso in sofferenza e tier 1 ratio di un gruppo di banche italiane (1)
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza e Centrale dei rischi.
(1) Il tier 1 ratio è il rapporto tra il patrimonio di base e le attività rischiose. Il grafico include le banche con tasso di ingresso in sofferenza superiore al 2 per cento. A ciascuna banca è associato il quartile dimensionale di appartenenza in base alla distribuzione del totale attivo. Il 1° quartile include le banche più piccole, l'ultimo le banche più grandi. I dati sono riferiti a giugno 2010.

Le operazioni di ristrutturazione aziendale influenzano il rischio di credito

Le prospettive dei rischi creditizi sono anche connesse con l'esito delle operazioni di consolidamento e ristrutturazione del debito delle imprese, in particolare quelle di media e grande dimensione. In non pochi casi, aziende in attesa di un accordo definitivo per la ristrutturazione dei crediti hanno pattuito con le banche moratorie o congelamenti temporanei degli affidamenti. Vi è però il rischio concreto che tali operazioni, se non accompagnate da adeguati piani di ricapitalizzazione e da realistici programmi di ristrutturazione delle aziende affidate, possano causare alle banche perdite su crediti nei prossimi anni.

Tavola 2.1

Qualità del credito erogato dai cinque maggiori gruppi bancari italiani (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

	Valore	Variazione percentuale rispetto a dicembre 2009	Quota sul totale dei crediti verso clientela		Tasso di copertura (2)	
	giu. 2010		dic. 2009	giu. 2010	dic. 2009	giu. 2010
Esposizioni lorde deteriorate	137.712	7,3	9,5	10,2	41,2	41,5
sofferenze	74.913	11,0	5,0	5,6	60,4	59,6
incagli	44.255	3,1	3,2	3,3	23,2	23,3
esposizioni ristrutturate	11.584	30,1	0,7	0,9	15,8	13,0
esposizioni scadute deteriorate	6.960	-22,5	0,7	0,5	7,9	9,2

Fonte: comunicati stampa, relazioni e presentazioni degli intermediari agli analisti.
(1) UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare, Unione di Banche Italiane. Crediti verso clientela ordinaria, al lordo delle rettifiche di valore. – (2) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda.

Le attività sull'estero

Le attività sull'estero sono stabili…

Nello scorso giugno l'esposizione in crediti e titoli dei gruppi bancari italiani verso non residenti ammontava a poco più di 700 miliardi di euro, come nel 2009 (tav. 2.2). Circa tre quinti delle attività estere facevano capo a unità insediate nel paese della controparte, per lo più filiazioni. La maggior parte (89 per cento) dell'esposizione estera riguarda i due principali gruppi bancari, che operano attraverso una rete di banche locali sia all'interno sia all'esterno dell'area dell'euro. Per questi due intermediari le attività estere sono pari al 46 per cento del totale dei crediti e titoli in portafoglio.

…con un aumento di quelle verso i paesi dell'Europa centrale e orientale

L'operatività dei gruppi bancari italiani è rilevante soprattutto nei paesi dell'Europa centrale e orientale, caratterizzati da un quadro economico e finanziario in miglioramento (le previsioni di crescita sono in media superiori a quelle per l'area dell'euro; cfr. il par. 1.1). L'indebitamento delle famiglie è contenuto nel confronto internazionale, ma in rapida crescita: negli ultimi cinque anni il suo valore in rapporto al PIL è raddoppiato, al 30 per cento; tra i maggiori paesi, tale quota varia dal 23 per cento della Romania al 40 della Croazia.

L'esposizione per cassa (inclusa quella verso Slovacchia e Slovenia, membri dell'area dell'euro) è cresciuta dell'11 per cento rispetto a un anno prima, a 156 miliardi, con incrementi rilevanti in Ucraina, Serbia, Russia e Polonia. I finanziamenti infragruppo erogati alle controllate locali – non inclusi nei dati consolidati riportati nella tavola 2.2 – ammontano complessivamente a circa 23 miliardi.

Il principale fattore di rischio è costituito dal deterioramento della qualità del credito

Il principale fattore di rischio per l'attività bancaria nei paesi dell'Europa centrale e orientale è rappresentato dal peggioramento della qualità del credito. Nello scorso giugno la consistenza dei crediti deteriorati (sofferenze, incagli, crediti ristrutturati o scaduti, al lordo delle garanzie) delle banche italiane ammontava al 10,6 per cento dei prestiti complessivi, con un'ampia dispersione tra i singoli paesi (l'incidenza dei crediti problematici è superiore alla media in Ungheria, Ucraina e, limitatamente alle famiglie, in Russia e nei paesi baltici).

Un altro fattore di vulnerabilità è costituito dalle condizioni del mercato degli immobili residenziali, utilizzati a garanzia dei mutui alle famiglie. Si stima che negli anni precedenti la crisi i prezzi delle case siano

Tavola 2.2

Esposizione consolidata dei gruppi bancari e delle banche italiani verso non residenti (1)
(milioni di euro)

	30 giugno 2009		30 giugno 2010		Variazioni percentuali crediti e titoli giu. 2010/ giu. 2009	In percentuale sul totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2)
	Crediti e titoli	Garanzie, impegni e derivati	Crediti e titoli	Garanzie, impegni e derivati		
Area dell'euro	446.774	260.198	436.835	257.420	-2,2	5,6
Altri paesi industriali	96.042	262.109	92.637	270.747	-3,5	0,9
Istituzioni internazionali	4.050	499	4.001	587	-1,2	5,9
Paesi in via di sviluppo	140.728	59.007	157.547	60.238	12,0	4,4
Europa e paesi ex URSS	*122.230*	*44.585*	*136.758*	*42.334*	*11,9*	*13,1*
di cui: *Polonia*	*27.413*	*8.133*	*31.519*	*7.867*	*15,0*	*15,0*
Croazia	*21.358*	*5.134*	*22.666*	*4.877*	*6,1*	*38,7*
Ungheria	*18.506*	*3.988*	*17.745*	*4.184*	*-4,1*	*16,8*
Russia	*13.932*	*5.524*	*16.201*	*5.784*	*16,3*	*11,4*
Rep. Ceca	*10.120*	*5.288*	*10.054*	*5.047*	*-0,6*	*7,7*
Romania	*8.873*	*4.425*	*9.141*	*3.559*	*3,0*	*11,2*
Bulgaria	*5.787*	*3.413*	*6.099*	*2.148*	*5,4*	*20,3*
Serbia	*3.091*	*1.125*	*5.187*	*1.294*	*67,8*	*27,8*
Turchia	*2.530*	*3.588*	*2.791*	*4.151*	*10,3*	*2,1*
Ucraina	*1.855*	*524*	*5.421*	*988*	*192,2*	*16,3*
Africa e Medio Oriente	*8.503*	*6.260*	*8.874*	*5.977*	*4,4*	*1,8*
Asia e Pacifico	*5.559*	*6.480*	*7.579*	*8.493*	*49,1*	*0,6*
Centro e Sud America	*4.436*	*1.683*	*4.335*	*3.434*	*-2,3*	*0,5*
Centri offshore e non classificabili	15.012	8.348	12.769	8.458	-14,94	0,7
Totale esposizione verso non residenti	702.605	590.161	703.789	597.451	0,2	3,1
Per memoria						
Esposizione totale (3)	2.528.607	1.248.626	2.648.741	1.264.079	4,8	

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a un gruppo.
(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle sofferenze e al netto delle svalutazioni. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere verso ciascun paese segnalate alla BRI nel giugno del 2010 da un ampio gruppo di intermediari internazionali. – (3) Esposizione totale verso residenti e non residenti.

aumentati a ritmi sostenuti soprattutto in Polonia e Russia (100 per cento tra il 2005 e il 2008), oltre che in Bulgaria, Repubblica Ceca, Slovacchia e Slovenia (con incrementi tra il 40 e il 60 per cento); una leggera flessione si è invece osservata in Ungheria. La correzione avviatasi dal 2008 è stata brusca in Russia e in Bulgaria (oltre il 50 per cento) e più contenuta (tra il 15 e il 20 per cento) in Slovenia, Slovacchia, Repubblica Ceca e Polonia. In questi ultimi due paesi la flessione si è arrestata alla fine dello scorso anno.

Un ulteriore elemento di fragilità è costituito dall'alta quota di prestiti espressi in valute diverse da quelle locali (circa il 54 per cento del totale senza considerare i crediti in valuta locale indicizzati a valute estere, per i quali non sono disponibili informazioni dettagliate). L'incidenza è particolarmente elevata in Ungheria, Croazia, Romania, Bulgaria e Russia (60 per cento o più), più contenuta in Polonia e nella Repubblica Ceca (circa il 30 per cento). Tuttavia, le segnalazioni delle banche non indicano sinora significative differenze nel peso dei crediti deteriorati a seconda che il finanziamento sia denominato in valuta locale o estera.

Le banche stanno accrescendo le rettifiche su crediti

I due maggiori gruppi bancari italiani hanno incrementato ulteriormente il flusso delle rettifiche in rapporto alla consistenza dei prestiti, portandolo nel giugno scorso a 193 punti base per la media dei paesi (circa 20 punti base in più rispetto a un anno prima). Valori particolarmente elevati si riscontrano in Ucraina (633 punti base), Romania (318) e Ungheria (276). Sulla base dei dati di bilancio e di rilevazioni della Banca

d'Italia, la consistenza complessiva delle rettifiche apportate sui crediti deteriorati nell'area è elevata (circa il 70 per cento per le sofferenze).

L'esposizione verso banche estere riguarda controparti poco rischiose

Secondo la rilevazione quindicinale condotta dalla Banca d'Italia, alla metà di novembre del 2010 l'esposizione diretta delle banche italiane verso un campione di grandi gruppi bancari esteri era ancora scesa, al 4 per cento delle attività complessive del sistema. Circa due terzi dell'esposizione si riferiscono a intermediari con elevato merito di credito, con premi sui CDS inferiori alla media del settore.

I crediti verso i paesi dell'area dell'euro oggetto di tensioni finanziarie sono l'1 per cento dell'attivo

Il credito delle banche italiane verso i paesi dell'area dell'euro riguarda soprattutto residenti in Germania e in Austria (tav. 2.3). A giugno scorso l'esposizione verso Grecia, Irlanda e Portogallo era pari nel complesso a circa 20 miliardi, meno dell'1 per cento del totale delle attività del sistema; oscilla tra lo 0,1 e l'1,3 per cento per i cinque maggiori gruppi. Le attività emesse nei tre paesi e detenute in custodia, amministrazione o gestione di portafogli presso banche operanti in Italia sono di ammontare contenuto in rapporto al complesso delle obbligazioni detenute in deposito dalla clientela (1,7 per cento). Il loro valore assoluto potrebbe però comportare rischi reputazionali per gli intermediari in caso di una caduta del valore dei titoli.

Tavola 2.3

Esposizione consolidata dei gruppi bancari e delle banche italiani verso residenti nei paesi dell'area dell'euro per settore di controparte (1)
(milioni di euro; dati al 30 giugno 2010)

	Settore pubblico	Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	In percentuale sul totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2)
Germania	27.480	52.933	23.053	103.586	207.052	12,9
Austria	9.631	24.094	2.592	62.398	98.714	41,0
Francia	1.269	13.972	2.506	9.682	27.429	2,0
Spagna	2.024	7.425	4.698	6.931	21.077	3,0
Lussemburgo	424	4.343	10.247	4.331	19.344	3,7
Olanda	204	5.093	6.308	6.125	17.730	2,2
Irlanda	672	2.336	8.240	663	11.911	2,0
Grecia	2.184	740	143	1.216	4.284	3,0
Portogallo	649	2.032	181	885	3.746	2,0
Altri (3)	5.513	3.251	752	16.032	25.549	3,3

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a un gruppo.
(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle sofferenze e al netto delle svalutazioni. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere verso ciascun paese segnalate alla BRI nel giugno del 2010 da un ampio gruppo di intermediari internazionali. – (3) La voce include: Slovenia, Slovacchia, Belgio, Finlandia, Cipro, Malta.

2.3 GLI ALTRI RISCHI

Provvista delle banche, rischio di liquidità, rischio di rifinanziamento

È elevato il peso della raccolta al dettaglio, basso il *funding gap*…

Nel confronto internazionale gli intermediari italiani si caratterizzano per il peso elevato della raccolta al dettaglio, che durante la crisi ha conferito stabilità alla provvista. In base ai dati non consolidati più recenti, riferiti allo scorso settembre, il complesso delle passività al dettaglio – misurate dalla somma dei depositi da clientela ordinaria (ossia diversa da istituzioni finanziarie monetarie e altre società finanziarie) e delle obbligazioni detenute da soggetti diversi da banche e fondi monetari dell'area dell'euro – rappresenta circa il 51 per cento della raccolta complessiva, a fronte del 46 per il resto dell'area. All'interno della

provvista obbligazionaria, la quota collocata presso clientela al dettaglio è del 63,2 per cento, lievemente superiore a quella media degli altri paesi dell'area dell'euro (61,4 per cento).

Nel 2010 la raccolta delle banche italiane è rimasta sostanzialmente invariata; l'incidenza della componente al dettaglio è aumentata lievemente, come risultato della crescita contenuta dei depositi da clientela residente. Nel settembre di quest'anno il *funding gap* (misurato dalla quota dei prestiti non finanziati dalla raccolta al dettaglio) era contenuto, pari all'8,9 per cento. Il costo medio della raccolta si mantiene basso, attorno all'1,3 per cento.

...ma si approssimano scadenze di volumi cospicui di obbligazioni bancarie

Dato il forte ricorso al mercato obbligazionario da parte degli emittenti privati e pubblici di tutti i maggiori paesi (cfr. il par. 1.1), nei prossimi mesi le banche italiane potrebbero trovarsi a dover rinnovare a costi crescenti le passività in scadenza. Nello scorso ottobre la consistenza delle obbligazioni emesse dai primi 30 gruppi bancari italiani, incluse quelle delle controllate estere, ammontava a 652 miliardi di euro (un quarto delle passività complessive). La quota delle obbligazioni con scadenza entro la fine del 2011 è del 27 per cento (in linea con quanto si registra per i principali gruppi dell'area dell'euro), con percentuali più contenute per le banche di maggiori dimensioni (fig. 2.10). All'interno delle passività obbligazionarie il peso della raccolta al dettaglio, caratterizzata da elevata stabilità, è rilevante soprattutto per i gruppi di piccole dimensioni.

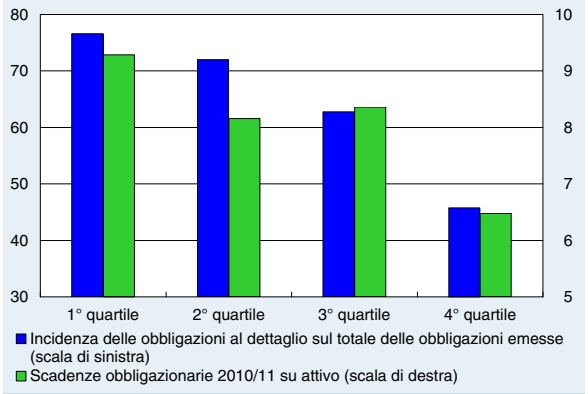
A contenere il costo della raccolta a medio e a lungo termine potrà contribuire il ricorso alle obbligazioni garantite (*covered bonds*). Gli acquisti effettuati dall'Eurosistema hanno ravvivato la domanda di questi strumenti, accrescendone la liquidità. Nei mesi più recenti tuttavia le ripetute tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro hanno contribuito ad ampliare lo spread rispetto ai tassi privi di rischio. I principali gruppi italiani hanno sin qui emesso obbligazioni bancarie garantite per 21,3 miliardi. Numerosi intermediari hanno già avviato programmi per ulteriori emissioni, altri sono in procinto di farlo.

La situazione di liquidità a breve termine rimane equilibrata

Le turbolenze dei mercati finanziari non hanno intaccato la posizione di liquidità a breve termine dei principali gruppi bancari italiani, che rimane equilibrata (fig. 2.11). Il mercato primario delle obbligazioni ha tuttavia perso spessore; quelli della provvista istituzionale a breve

Figura 2.10

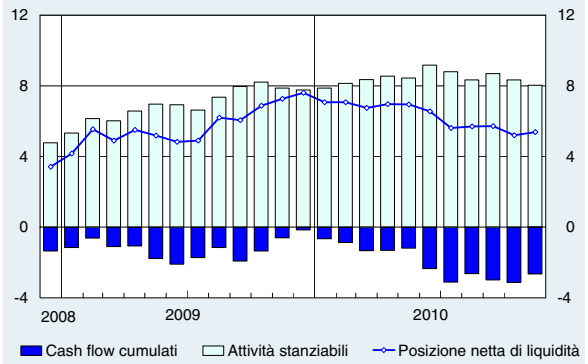
Obbligazioni delle principali banche italiane: incidenza della raccolta al dettaglio e dei titoli in scadenza entro il 2011 (1)
(medie ponderate; valori percentuali)



Fonte: dati consolidati riferiti alla fine di ottobre 2010 trasmessi alla Banca d'Italia dai primi 30 gruppi bancari nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.
(1) La distribuzione si basa sul totale attivo dei gruppi; il primo quartile include i gruppi di minore dimensione.

Figura 2.11

Posizione netta di liquidità (1)
(in rapporto all'attivo di bilancio; valori percentuali)



(1) La posizione netta di liquidità è calcolata come somma algebrica tra le scorte di attività stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema e i flussi di cassa cumulati attesi; l'orizzonte temporale di riferimento è di un mese; non sono formulate ipotesi di rinnovo delle scadenze istituzionali. Dato medio riferito a un campione di 32 gruppi bancari oggetto di monitoraggio ad alta frequenza.

termine (interbancario, carta commerciale, certificati di deposito) hanno subito un accorciamento delle scadenze e in alcuni comparti una riduzione della liquidità. Gli intermediari hanno pertanto aumentato la riserva di attività stanziabili a garanzia, anche acquistando *asset-backed securities* (ABS) di propria emissione (cfr. il par. 3.2).

Sebbene le banche italiane risultino oggi ben attrezzate a gestire i rischi di liquidità, le condizioni dei mercati richiedono un vaglio continuo da parte delle autorità e degli stessi intermediari. In prospettiva, il progressivo rientro verso forme ordinarie di offerta della liquidità da parte dell'Eurosistema (la cosiddetta *exit strategy*) richiederà alle banche di adeguare le politiche di raccolta, ricercando una combinazione equilibrata tra le diverse forme di finanziamento a breve termine.

Il rischio di tasso di interesse

Un aumento dei tassi di mercato avrebbe effetti contenuti o positivi

La valutazione del rischio di tasso di interesse viene effettuata ipotizzando una variazione inattesa dei tassi e valutandone l'effetto sul bilancio, tenendo conto della durata finanziaria delle attività e delle passività. A tal fine, le banche possono utilizzare metodologie con vari gradi di complessità (cfr. il riquadro: *Le metodologie per la misurazione del rischio di tasso*).

LE METODOLOGIE PER LA MISURAZIONE DEL RISCHIO DI TASSO

L'esposizione delle banche al rischio di tasso di interesse viene usualmente calcolata stimando l'effetto di una variazione della struttura dei rendimenti sulla parte di bilancio classificata come *banking book*. Sulla base di specifiche ipotesi sui movimenti dei tassi di mercato e sull'evoluzione di ciascuna posta, viene quantificato il potenziale impatto sul capitale della banca, tenendo conto della scadenza di tutte le poste di bilancio.

I risultati dipendono in misura rilevante dalle valutazioni circa la durata finanziaria delle componenti del *banking book* prive di durata prefissata, che le banche quantificano sulla base dei comportamenti passati sia dei depositanti sia degli affidatari. Tra le passività, è determinante la stima della durata economica dei depositi al dettaglio, che di fatto i modelli comportamentali utilizzati dalle banche assimilano in parte a passività a scadenza protratta, in ragione della loro elevata stabilità e della vischiosità della loro remunerazione rispetto ai tassi di mercato. Tra le attività, particolarmente complessa risulta la valutazione della durata finanziaria dei mutui residenziali, la cui effettiva scadenza dipende, ad esempio, dalla presenza di clausole di rimborso anticipato (che consentono al debitore di modificare la durata del contratto).

La Banca d'Italia chiede agli intermediari di tenere conto del rischio di tasso nella valutazione interna dell'adeguatezza patrimoniale. Ai gruppi maggiori è richiesto di utilizzare metodologie di misurazione basate su modelli statistici sviluppati al loro interno, le cui evidenze sono oggetto di confronto con la Vigilanza. Gli altri intermediari possono far ricorso all'approccio standard suggerito dal Comitato di Basilea e recepito dalla legislazione comunitaria, incentrato sul raffronto al patrimonio di vigilanza dell'impatto economico di uno spostamento parallelo della curva dei rendimenti di 200 punti base e su criteri di misurazione della durata finanziaria meno sofisticati; le evidenze delle banche sono parimenti verificate dalla Vigilanza, prestando particolare attenzione alle situazioni in cui l'impatto eccede il 20 per cento del patrimonio.

Le analisi realizzate dai maggiori intermediari italiani sulla base di modelli interni – che stimano la durata finanziaria delle poste di bilancio prive di scadenza contrattuale certa sulla base dei comportamenti passati della clientela – indicano che un aumento dei tassi di mercato avrebbe sui bilanci effetti conte-

nuti o positivi. A questi risultati contribuiscono strategie di copertura dal rischio di tasso attraverso il ricorso a strumenti derivati.

Le analisi condotte dalla Vigilanza avvalorano queste valutazioni. La dimensione degli effetti sui bilanci bancari è però ardua da quantificare con precisione, essendo legata alle ipotesi tecniche necessarie per valutare la stabilità delle poste prive di scadenza contrattuale, in particolare i depositi. Con riferimento ai quattro maggiori gruppi italiani, si stima che l'impatto di un innalzamento della curva dei tassi di 200 punti base sarebbe trascurabile per due banche e positivo per le altre.

I rischi di mercato e di controparte

I rischi di mercato sono in calo…

Il rischio di mercato facente capo alle banche più attive sui mercati finanziari, ossia quelle che calcolano i requisiti di capitale sulla base di modelli interni di Value at Risk (VaR) riconosciuti dalla Banca d'Italia, è in progressiva riduzione rispetto ai picchi del 2009 (fig. 2.12), riflettendo sia il calo della volatilità dei mercati (uno dei parametri per il calcolo dei VaR), sia il ridimensionamento del portafoglio di negoziazione. L'aumento generato dalle turbolenze dei mercati di aprile-maggio del 2010 è stato in gran parte riassorbito nei mesi successivi.

Figura 2.12

Evoluzione del VaR delle banche con modelli interni riconosciuti dalla Banca d'Italia (1)
(indice; base 1° gennaio 2009=100)

(1) L'indice è costruito in modo da riflettere l'andamento delle misure di rischio utilizzate ai fini gestionali; una diminuzione indica una riduzione del rischio. Dati aggiornati a settembre 2010. Dati riferiti a intermediari cui fa capo oltre la metà dei requisiti patrimoniali del sistema bancario italiano a fronte dei rischi di mercato.

I rischi di mercato sopportati dalle banche italiane derivano in primo luogo da investimenti in titoli di Stato e obbligazioni. Rispetto al periodo precedente la crisi, è ancora sceso il contributo delle azioni, come riflesso del minore volume di operatività in questo segmento; è rimasto stabile l'apporto delle attività in cambi. Solo alcuni gruppi bancari registrano una contenuta esposizione a prodotti finanziari collegati a merci.

…anche considerando le attività non incluse nel *trading book*

Anche in connessione con l'aumento dei requisiti patrimoniali sui rischi di mercato previsto dalle regole di Basilea (cfr. il riquadro: *Il calcolo dei requisiti patrimoniali sui rischi di mercato*), le banche stanno riducendo il peso delle attività di negoziazione detenute in conto proprio e accrescendo quello delle attività finalizzate all'offerta di servizi alla clientela. Tale scelta si accompagna a una crescita delle attività non incluse nel *trading book*: si tratta soprattutto di titoli pubblici detenuti al fine di incrementare le riserve di attività liquide e classificati nel *banking book*, anche in ragione del favorevole trattamento regolamentare (per i titoli di alta qualità, questa classificazione contabile non prevede assorbimento di capitale). Anche il VaR calcolato su questo più ampio insieme di attività (ossia riferito sia al *trading book* sia al *banking book*) mostra una tendenza alla riduzione.

IL CALCOLO DEI REQUISITI PATRIMONIALI SUI RISCHI DI MERCATO

Il Comitato di Basilea ha previsto due opzioni per il calcolo dei requisiti patrimoniali sui rischi di mercato delle banche. La prima consente di determinare l'esposizione alle varie fonti di rischio mediante metodologie standardizzate, stabilite dall'autorità di vigilanza; la seconda richiede l'utilizzo di modelli sviluppati dalle banche, una volta approvati ("riconosciuti") dalla Vigilanza.

Lo sviluppo dei modelli interni richiede investimenti significativi in metodologie, infrastrutture tecnologiche e risorse specializzate, al fine di calcolare il capitale regolamentare attraverso la misurazione del Value at Risk (VaR) del portafoglio di negoziazione; esso rappresenta la perdita di valore del portafoglio che in un dato intervallo temporale (10 giorni) non sarà superata con un certo livello di confidenza (il 99 per cento). L'utilizzo dei modelli interni determina generalmente un significativo risparmio di capitale rispetto alle metodologie standard, in ragione soprattutto della possibilità di tenere pienamente conto degli effetti delle operazioni di copertura dai rischi (opzione consentita solo in parte dalle regole standard). In Italia ai tre gruppi bancari che hanno ottenuto il riconoscimento dei modelli interni fa capo oltre il 60 per cento dei requisiti patrimoniali del sistema bancario italiano a fronte di rischi di mercato.

Il Comitato di Basilea ha recentemente rivisto la parte dell'Accordo sul capitale relativa ai portafogli di negoziazione, riconoscendo l'inadeguatezza dei VaR a cogliere il rischio di eventi rari ma con effetti di ampia portata – quale ad esempio l'insolvenza di emittenti di obbligazioni – e la loro inerente prociclicità. Entro il prossimo anno il Comitato ha in programma una revisione delle regole sul portafoglio di negoziazione; si valuterà tra l'altro se mantenere o meno l'attuale distinzione, a fini prudenziali, tra *banking* e *trading book*.

La revisione dell'Accordo già decisa dal Comitato, recepita nell'ultima modifica della direttiva europea sul capitale delle banche che troverà applicazione a partire dalla fine del 2011 (1), determinerà un notevole incremento dei requisiti patrimoniali per il *trading book*. In primo luogo, alle banche viene richiesto di commisurare i requisiti di capitale anche a misure di VaR calcolate tenendo conto di condizioni sfavorevoli (*stressed* VaR), al fine di creare un cuscinetto di capitale meno influenzato da variazioni congiunturali dei mercati. Inoltre, specifici requisiti di capitale (*incremental risk charge*) verranno affiancati a quelli risultanti dalle misure di VaR, per supplire alle deficienze dei modelli VaR nel cogliere i rischi di un brusco calo dei prezzi delle obbligazioni dovuto all'insolvenza dell'emittente o all'abbassamento del rating. Infine, si riserva attenzione ai prodotti strutturati di credito, il cui valore risente – oltre che della probabilità di insolvenza degli emittenti – anche delle più generali condizioni di mercato; le difficoltà di misurazione della rischiosità di tali prodotti hanno indotto il Comitato a estendere alle posizioni detenute nei libri di *trading* il trattamento del *banking book*, basato sui rating esterni. Tale scelta non consente di tener conto delle transazioni di copertura ma lega i requisiti regolamentari al solo rischio di insolvenza degli emittenti. Una limitata eccezione è prevista per strumenti finanziari rivenienti dalla cartolarizzazione di attività scambiate su un mercato liquido (quali ad esempio le tranche di indici di CDS), per i quali viene ammesso l'uso di modelli interni che, nel tenere conto delle transazioni di copertura, dovranno quantificare sia le probabilità di perdite creditizie sia i rischi di variazioni negative dei prezzi.

Data la prevalenza della tradizionale attività creditizia, l'impatto delle nuove norme sui rischi di mercato del portafoglio di negoziazione risulterà nel complesso contenuto per le banche italiane.

(1) Cfr. i documenti del Comitato di Basilea del luglio 2009: *Enhancements to the Basel II framework*, http://www.bis.org/publ/bcbs157.htm, *Revisions to the Basel II market risk framework*, http://www.bis.org/publ/bcbs158.htm, *Guidelines for computing capital for incremental risk in the trading book*, http://www.bis.org/publ/bcbs159.htm.

Gli investimenti in prodotti strutturati di credito sono contenuti…

Gli investimenti delle banche italiane in prodotti strutturati di credito sono concentrati presso i principali gruppi bancari e rappresentano una quota contenuta del loro attivo. All'interno di questo aggregato, solo una piccola parte del totale è costituita da titoli complessi, basati su attività sottostanti a loro volta composte da strumenti cartolarizzati. Queste valutazioni non riguardano le operazioni effettuate per accrescere le scorte di attività utilizzabili come garanzie nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema (autocartolarizzazioni), che non alterano il profilo di rischio delle banche che le realizzano.

…e in ulteriore calo

I principali gruppi bancari stanno ulteriormente riducendo gli investimenti in prodotti strutturati; tale processo ha sin qui fatto leva più sul mancato rinnovo delle posizioni in scadenza che sulla cessione di prodotti a lungo termine, maggiormente sensibili alle oscillazioni degli spread creditizi e alla illiquidità dei mercati.

Aumenta il valore di mercato dei derivati ma il rischio di controparte rimane basso

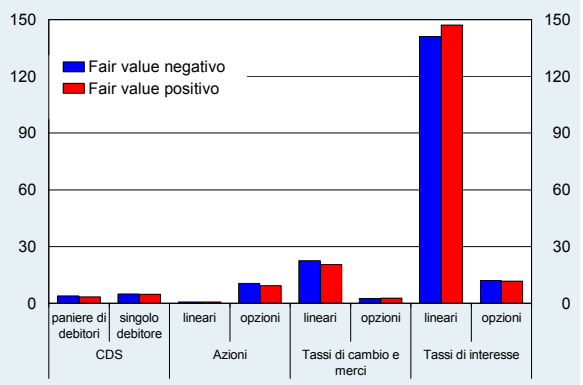
Il rischio di controparte fronteggiato dalle banche italiane deriva per quattro quinti dalle posizioni in derivati scambiati dai maggiori intermediari nei mercati non regolamentati (over-the-counter, OTC); la parte residua è riconducibile ai prestiti erogati a controparti finanziarie attraverso operazioni di pronti contro termine.

Nel giugno del 2010 il valore lordo (fair value) dei derivati delle banche italiane (calcolato sommando le posizioni sia positive sia negative) ammontava a 400 miliardi di euro (fig. 2.13). A fronte di tale valore, il rischio di controparte sopportato dalle banche è basso.

Figura 2.13

Fair value positivi e negativi sui derivati delle banche italiane (1)

(miliardi di euro; dati riferiti a giugno del 2010)



Fonte: BRI, Indagine periodica sui derivati OTC.
(1) Valore di mercato delle posizioni in contratti derivati delle 5 banche italiane che partecipano all'indagine BRI, suddivise tra posizioni in utile ("positivo") e in perdita ("negativo"). Ciascuna colonna indica il valore complessivo dei derivati accorpati per fattore di rischio sottostante: tassi di interesse, cambi, azioni, credito e merci. Per ciascun fattore di rischio viene mostrato il contributo dei diversi strumenti classificati in base alla relativa complessità: tra i prodotti lineari rilevano principalmente i contratti di tipo forward e swap. Per quanto attiene ai derivati creditizi, viene fornito il dettaglio fra i CDS in cui si vende protezione su di un singolo emittente (singolo debitore) e quelli che si riferiscono contemporaneamente a più emittenti (paniere di debitori).

In base alla normativa, il rischio viene infatti calcolato compensando i derivati con fair value positivo con quelli con fair value negativo, a condizione che i contratti si riferiscano alla stessa controparte e che con quest'ultima sia stato raggiunto un accordo di compensazione. Poiché l'importo dei contratti con valore positivo è tipicamente vicino a quello dei contratti con valore negativo, sia a livello aggregato sia su base bilaterale, il rischio di controparte così calcolato è contenuto: attualmente l'esposizione netta delle banche operanti in Italia è di circa 24 miliardi, in gran parte (18 miliardi) concentrata presso filiazioni di intermediari esteri.

A contenere ulteriormente il rischio di controparte contribuiscono le garanzie (in denaro e in titoli) che ciascun intermediario esige dalla controparte qualora il proprio saldo netto creditorio ecceda una soglia prefissata. Tenendo conto di questo meccanismo, l'esposizione netta in derivati delle banche italiane scende ulteriormente, a 9,8 miliardi. Anche in questo caso, una parte rilevante dell'esposizione è rappresentata dai crediti vantati dalle filiazioni italiane di banche estere nei confronti delle rispettive capogruppo, per effetto della mancata applicazione dei meccanismi di garanzia all'interno dei gruppi. Le esposizioni si riferiscono per la gran parte a controparti con elevato merito di credito, con le quali intrattengono rapporti tutte le banche italiane attive sui mercati finanziari (fig. 2.14). Nel complesso, i requisiti patrimoniali connessi con il rischio di controparte nel giugno del 2010 erano rimasti su valori molto prossimi a quelli della fine del 2009.

I rischi operativi

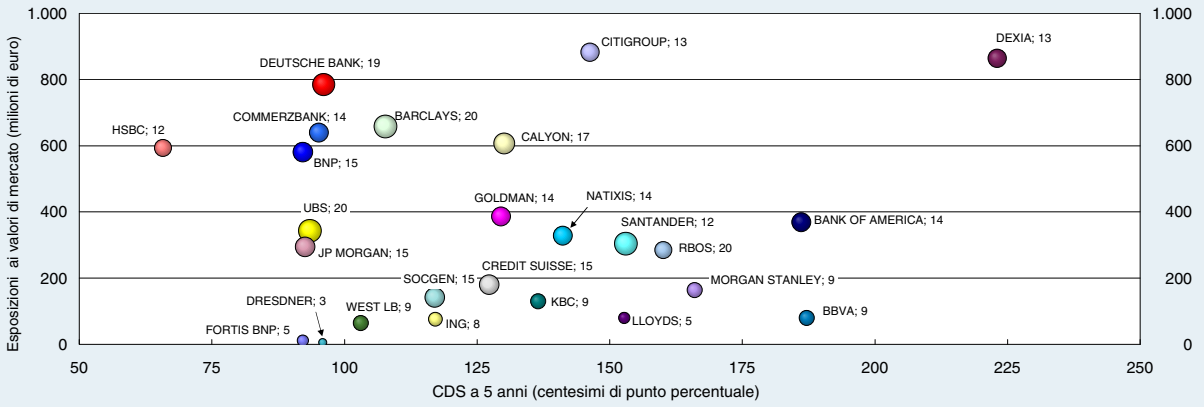
I rischi operativi sono tornati a ridursi

Nel 2009 l'ammontare complessivo delle perdite operative è tornato a ridursi, per effetto principalmente della flessione degli errori nell'esecuzione di processi di lavoro e dei contenziosi relativi all'emissione e collocamento di titoli di grandi gruppi industriali divenuti insolventi (fig. 2.15).

La fase recessiva dell'economia italiana ha contribuito ad aumentare le perdite operative legate ad altre tipologie di rischi quali rapine, frodi e attività non autorizzate (ad esempio, frodi informatiche e clonazio-

Figura 2.14

Esposizioni non garantite delle banche italiane sul mercato dei derivati (1)
(milioni di euro e centesimi di punto percentuale)

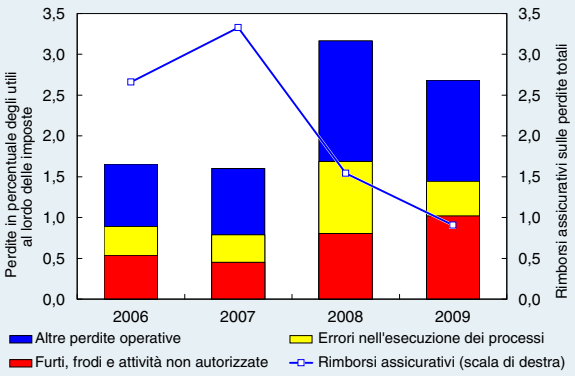


Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.
(1) L'asse orizzontale riporta i premi sui CDS a 5 anni delle controparti estere, rilevati alla fine di ottobre 2010. L'asse verticale riporta il rischio di controparte del sistema italiano verso gli intermediari esteri, misurato mediante l'ammontare delle esposizioni in derivati con fair value positivo al netto degli accordi di compensazione (se il fair value positivo dei contratti compresi nell'accordo di compensazione supera quello negativo, l'esposizione è pari al saldo netto; nel caso opposto, in cui la banca italiana è debitrice netta, non viene riportata alcuna esposizione verso la controparte). La dimensione di ciascuna sfera è proporzionale al numero di banche esposte, indicato dalla cifra accanto al nome di ciascun intermediario estero. Nel grafico non è riportata l'esposizione verso la banca KFW (pari a circa un miliardo di euro), per la quale non si dispone del CDS.

ne di carte di pagamento). Sono inoltre cresciute le perdite operative dovute sia a illeciti causati da personale dipendente (ad esempio concessione di fidi a soggetti inesistenti) o da soggetti terzi (erogazione di fidi su presentazione di documentazione falsa), sia a negligenze o errori nella concessione, erogazione e gestione del credito (ad esempio, violazione dei poteri delegati, inefficiente gestione delle garanzie). L'emersione di tali rischi si riflette negativamente sulla capacità di recupero dei crediti inesigibili. La copertura assicurativa dei rischi operativi è trascurabile: nel 2009 i rimborsi assicurativi sono scesi all'1 per cento delle perdite operative complessive (dal 3 nel 2007).

Figura 2.15

Perdite operative delle banche italiane
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza e dati aziendali.

La dinamica dei rischi operativi appena menzionata è rilevata solo in parte dall'evoluzione dei requisiti patrimoniali dei singoli intermediari che adottano il metodo di base o quello standardizzato (cfr. il riquadro: *La regolamentazione sui rischi operativi*). Tra il giugno del 2009 e il giugno del 2010 l'assorbimento patrimoniale riconducibile ai rischi operativi si è ridotto di circa il 5 per cento, attestandosi al 7 per cento dei requisiti regolamentari complessivi.

LA REGOLAMENTAZIONE SUI RISCHI OPERATIVI

I rischi operativi sono costituiti dalle potenziali perdite che possono derivare dall'inadeguatezza o dal cattivo funzionamento di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esogeni. Essi riguardano prevalentemente singoli intermediari, ma possono assumere talora rilevanza sistemica (ad esempio, nel caso di malfunzionamenti dei sistemi informativi o dei sistemi di pagamento, di attentati terroristici, di catastrofi naturali). La normativa di vigilanza consente agli intermediari di calcolare

il fabbisogno patrimoniale a fronte dei rischi operativi in tre modi diversi, che differiscono quanto a complessità e requisiti organizzativi. I metodi base e standardizzato prevedono il calcolo del requisito patrimoniale come percentuale del margine di intermediazione (un indicatore del volume di attività svolto dall'intermediario) e possono pertanto risultare relativamente poco sensibili alla effettiva evoluzione della rischiosità operativa. Il metodo avanzato si basa invece sui modelli interni degli intermediari approvati dalla Banca d'Italia. Attualmente tre gruppi (UniCredit, Intesa Sanpaolo e Banca Monte dei Paschi di Siena) utilizzano il metodo avanzato, una decina circa il metodo standardizzato e i restanti il metodo di base.

Le rilevazioni effettuate nell'ambito dei lavori del Comitato di Basilea indicano per il sistema bancario italiano una esposizione ai rischi operativi contenuta nel confronto internazionale (riferito all'area dell'euro e ai paesi del Gruppo dei Venti, G20). Non mancano tuttavia casi di singoli intermediari per i quali questa tipologia di rischi assume rilevanza sia in valore assoluto sia in rapporto alla dotazione di capitale.

2.4 LA REDDITIVITÀ

Gli utili dei principali gruppi quotati sono in diminuzione

Come in analoghe fasi congiunturali del passato, la redditività delle banche risente ancora della recessione subita dall'economia italiana nel 2009; la ripresa produttiva in atto non ha ancora determinato effetti significativi. Secondo le relazioni consolidate dei 14 principali gruppi bancari quotati, nei primi nove mesi del 2010 gli utili si sono ridotti del 7 per cento rispetto allo stesso periodo del 2009. Per i primi cinque gruppi la contrazione è stata dell'8 per cento e il ROE è sceso al 3,7 per cento (dal 4,3 nello stesso periodo del 2009).

Il margine di intermediazione si riduce…

Il margine di interesse è diminuito (-10 per cento), come conseguenza della riduzione dei tassi di interesse a breve termine (che ha compresso lo spread tra tassi attivi e passivi) e, per alcuni intermediari, della contrazione dei prestiti. Gli altri ricavi sono rimasti stabili. I risultati dell'attività in valori mobiliari hanno avuto un'evoluzione discontinua, seguendo le fluttuazioni dei mercati nel 2010 (la crescita, sostenuta nel primo trimestre, si è successivamente ridimensionata; cfr. il riquadro: *I principi contabili e la redditività bancaria*). Sono significativamente aumentate le commissioni nette (del 12 per cento), sospinte anche dai servizi di amministrazione e gestione del risparmio. Nel complesso, il margine di intermediazione è diminuito del 6 per cento (1). Alla ricomposizione dei ricavi bancari da quelli da interessi a quelli da commissioni ha contribuito la sostituzione della commissione di massimo scoperto, precedentemente contabilizzata tra gli interessi attivi, con altre tipologie di commissioni (quale la commissione per la disponibilità dei fondi), confluite nella maggior parte dei casi nel margine di intermediazione.

(1) I dati commentati nel testo si basano sulle informazioni trimestrali sui conti economici. Pertanto, il contenuto degli aggregati utilizzati può differire leggermente dalle corrispondenti voci presenti negli schemi di bilancio. Ad esempio, la definizione del margine di intermediazione include alcune voci minori (quale il risultato della gestione assicurativa).

I PRINCIPI CONTABILI E LA REDDITIVITÀ BANCARIA

Negli anni della crisi finanziaria i valori di bilancio sono stati fortemente influenzati dall'applicazione del principio della valutazione al valore di mercato (fair value), dalle modifiche apportate ai principi contabili nel 2008 e dall'impatto delle componenti reddituali imputate a patrimonio netto.

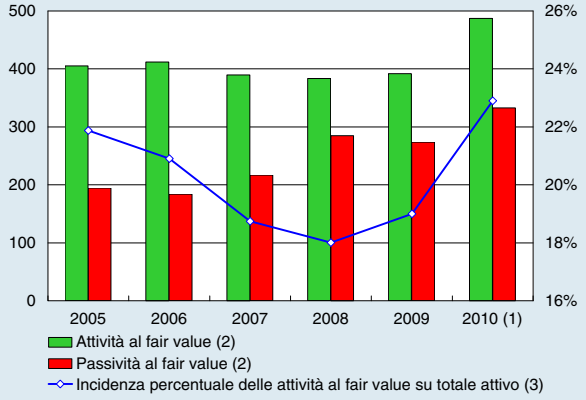
Attività valutate al fair value. In base ai principi contabili internazionali IAS/IFRS, le poste di bilancio che devono essere contabilizzate al fair value possono essere classificate in tre categorie, sulla base del metodo utilizzato per stimarne il valore. Le attività di primo livello sono quelle con prezzo negoziato su mercati liquidi. Nel secondo livello sono inclusi gli strumenti finanziari valutabili con modelli interni alimentati da

dati osservabili sui mercati. Infine, le attività di terzo livello sono quelle con prezzo determinato da modelli interni con input non verificabili sulla base dei dati di mercato. Quest'ultima categoria comprende quindi le attività (quali i prodotti strutturati) per cui sono possibili errori di valutazione anche rilevanti. Nel giugno del 2010 per i primi cinque gruppi bancari gli strumenti valutati al fair value ammontavano, in media, al 23 per cento delle attività di bilancio (figura). L'incidenza di quelli di terzo livello sul patrimonio di vigilanza era in media dell'11 per cento, con un minimo del 3 e un massimo del 17; entrambi gli aggregati assumono in Italia una rilevanza assai contenuta rispetto agli altri principali paesi.

Figura

Attività e passività del complesso dei primi cinque gruppi bancari valutate al fair value

(miliardi di euro e valori percentuali)



(1) Dati riferiti a giugno. – (2) Scala di sinistra. – (3) Scala di destra.

Emendamento dello IAS 39 (1). Nell'autunno del 2008, nella fase più acuta della crisi, l'International Accounting Standards Board (IASB) ha modificato la normativa contabile, consentendo alle banche di non includere nel risultato di esercizio eventuali minusvalenze significative e di imputarle a patrimonio netto anziché a conto economico; in Italia tale opportunità è stata utilizzata da quattro dei cinque maggiori gruppi bancari. A giugno del 2010 tali minusvalenze si erano ridotte in media del 33 per cento rispetto al valore inizialmente contabilizzato. Per la redditività di alcuni gruppi esse rappresentano un rischio che potrebbe emergere in circostanze che richiedano la rilevazione di svalutazioni o la dismissione delle relative attività.

Redditività complessiva. I principi contabili IAS/IFRS stabiliscono che alcuni proventi e oneri siano rilevati a patrimonio netto, senza transitare nel conto economico. Tali elementi costituiscono componenti reddituali (il cosiddetto *other comprehensive income*) che, insieme al risultato di conto economico, concorrono a definire la "redditività complessiva". Nel primo semestre del 2010 le componenti reddituali rilevate a patrimonio netto dai primi cinque gruppi sono state negative e pari, nel complesso, a circa un miliardo; la redditività complessiva è stata pertanto inferiore al risultato di conto economico. L'opposto si era invece verificato nel 2009, quando l'*other comprehensive income* risultava positivo per circa 2 miliardi.

(1) L'emendamento, entrato in vigore a ottobre 2008, permette alla banca di trasferire strumenti finanziari non derivati dal portafoglio di negoziazione ad altri portafogli contabili; consente inoltre di trasferire alcuni strumenti dal portafoglio "attività finanziarie disponibili per la vendita" (AFS) a quello "finanziamenti e crediti", qualora l'intermediario abbia l'intenzione e la capacità di mantenerli in tale portafoglio per il "prevedibile futuro". Queste riclassificazioni permettono di modificare il criterio di valutazione degli strumenti. Ad esempio, per le attività trasferite dal portafoglio AFS a quello "finanziamenti e crediti", il criterio di valutazione passa dal fair value (con contropartita a patrimonio netto) al costo ammortizzato. Nel 2008 l'applicazione dell'emendamento ha consentito agli intermediari di valutare le attività trasferite sulla base del fair value rilevato alla data del 1° luglio 2008, cioè prima del dissesto di Lehman Brothers, quando esso era molto più elevato.

... e così pure il risultato di gestione

Per il complesso dei 14 gruppi quotati il risultato di gestione si è ridotto del 15 per cento, nonostante la stabilità dei costi operativi. Per i primi cinque gruppi i costi sono invece leggermente diminuiti, contribuendo a contenere la flessione del risultato di gestione; tra le voci di spesa, sono scese in particolare quelle per il personale.

Per le cinque maggiori banche, l'incidenza del costo del personale sul margine di intermediazione è pari in media al 36 per cento. In base all'informativa di bilancio sulle parti correlate riferita al 2009, i com-

pensi corrisposti dai primi cinque gruppi ad amministratori e dirigenti con responsabilità strategiche ammontavano all'1,2 per cento del costo complessivo del personale e allo 0,5 per cento del margine di intermediazione (cfr. il riquadro: *I sistemi di remunerazione nel sistema bancario italiano*).

I SISTEMI DI REMUNERAZIONE NEL SETTORE BANCARIO ITALIANO

Tra i fattori che hanno condotto alla crisi, un ruolo importante spetta ai sistemi di remunerazione sbilanciati verso la componente variabile o troppo strettamente dipendenti da risultati di breve periodo. Schemi di questa natura avrebbero infatti spinto gli amministratori di alcune grandi banche estere ad assumere rischi eccessivi.

La struttura retributiva delle banche italiane si caratterizza per la prevalenza della parte fissa e per la bassa incidenza dei bonus. La quota variabile è di norma correlata ai risultati reddituali sia annuali sia di medio e lungo periodo corretti per il rischio; nella maggior parte dei casi viene erogata in contante, mentre viene tipicamente corrisposta essenzialmente sotto forma di stock option con godimento differito dagli intermediari di maggiori dimensioni. Per i primi sei gruppi bancari quotati, la quota media della retribuzione variabile degli amministratori esecutivi, del direttore generale e dei dirigenti con responsabilità strategiche è pari al 48 per cento della remunerazione complessiva (25 per cento per gli altri principali gruppi bancari quotati).

All'inizio del 2008 la Banca d'Italia ha ribadito la rilevanza delle politiche di remunerazione e incentivazione ai fini di vigilanza, stabilendo principi guida che richiedono alle banche di: coinvolgere in misura adeguata gli organi aziendali nelle politiche di remunerazione; rendere trasparenti all'assemblea dei soci le decisioni in materia; correlare la remunerazione complessiva ai risultati di medio e lungo periodo; bilanciare le componenti fissa e variabile del compenso; legare la parte variabile a risultati certi e stabili; considerare le componenti di rischio nella valutazione dei risultati aziendali; prevedere meccanismi di differimento del compenso variabile erogato attraverso strumenti azionari. Questi principi sono conformi alle linee guida elaborate dagli organismi internazionali: il Financial Stability Board (FSB), la Commissione europea, il Committee of European Banking Supervisors.

Nell'autunno del 2009 la Banca d'Italia ha chiesto a sei grandi gruppi bancari di recepire le raccomandazioni in materia di remunerazioni predisposte dall'FSB per i maggiori intermediari, di valutare la conformità delle proprie politiche a tali standard e di pianificare eventuali azioni necessarie per un pronto allineamento. Le risposte degli intermediari indicano che l'articolazione del processo di determinazione e controllo risulta conforme alle previsioni normative nazionali ed estere, così come il bilanciamento tra componente fissa e variabile della retribuzione. La quota differita della retribuzione variabile risulta invece in alcuni casi contenuta; per alcuni intermediari è inoltre insufficiente il peso attribuito alle componenti di rischio nella valutazione dei risultati aziendali presi a riferimento per la determinazione degli schemi retributivi.

Tutti i grandi gruppi hanno già avviato gli interventi necessari per il pieno adeguamento alla normativa nazionale e ai principi internazionali.

Gli accantonamenti e le rettifiche di valore sui prestiti sono diminuiti del 16 per cento; essi hanno tuttavia continuato ad assorbire una quota rilevante (56 per cento) del risultato di gestione. La flessione degli utili netti, dovuta anche alle maggiori imposte, è stata attenuata da proventi di natura straordinaria o generati dalle attività in via di dismissione.

Le prospettive di redditività restano incerte

Le prospettive per la redditività delle banche sono particolarmente incerte. Il principale elemento di vulnerabilità è rappresentato dalla possibilità che i timori sul debito sovrano nell'area dell'euro si ripercuotano sull'evoluzione dei mercati, deprimendo il valore del portafoglio titoli delle banche e accrescendo il costo di

reperire finanziamenti a medio e a lungo termine. Pesano inoltre il basso livello dei tassi di interesse e il lascito della recessione registrata dall'economia italiana nel 2009 (che potrebbe condizionare anche nei prossimi mesi la dinamica e la qualità dei prestiti). Le condizioni del mercato del credito mostrano però miglioramenti (cfr. il par. 2.2). La ripresa degli impieghi, se duratura, sosterrà i ricavi da interesse. I segnali di miglioramento della qualità dei prestiti potrebbero prefigurare l'avvio di una fase di calo delle perdite su crediti. Nel complesso, tuttavia, la ripresa della redditività richiederà il conseguimento di guadagni di efficienza che consentano di ridurre stabilmente i costi in rapporto ai ricavi.

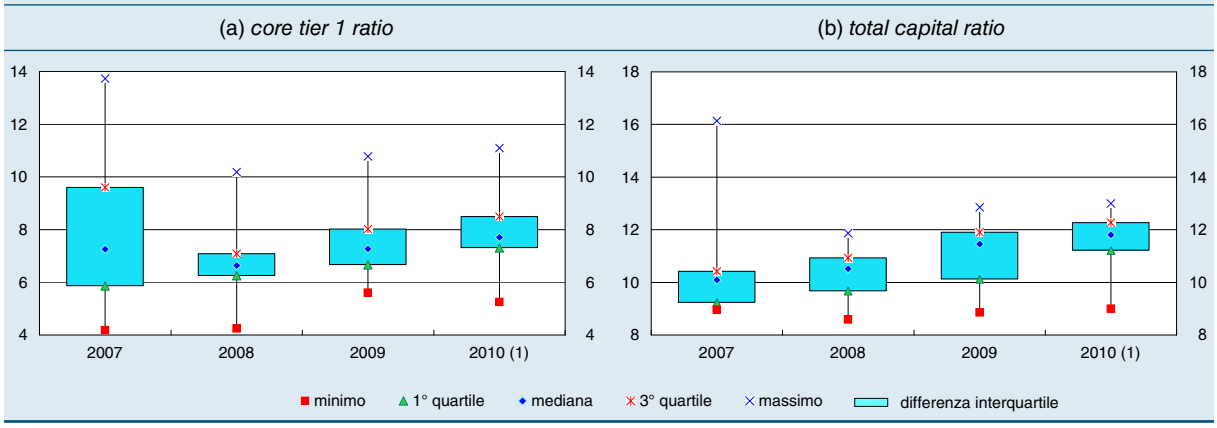
2.5 IL PATRIMONIO

Il patrimonio dei grandi gruppi si rafforza…

Nel 2010 i coefficienti patrimoniali dei 14 principali gruppi bancari italiani quotati sono migliorati, beneficiando della patrimonializzazione del flusso di profitti registrato nel periodo e di aumenti di capitale, emissioni di strumenti ibridi e subordinati, cessioni di attività non strategiche. Sono aumentati soprattutto i coefficienti dei gruppi che partivano da livelli più bassi. Alla fine di giugno il valore mediano del core tier 1 ratio era salito al 7,7 per cento (fig. 2.16.a); il total capital ratio aveva raggiunto l'11,8 per cento (fig. 2.16.b). All'interno del sistema bancario italiano, i coefficienti patrimoniali delle banche di minore dimensione non incluse in gruppi bancari risultano più elevati, con un tier 1 ratio mediano del 14,9 per cento nel giugno del 2010.

Figura 2.16

Indicatori di patrimonializzazione delle banche italiane
(valori percentuali)



Fonte: relazioni semestrali dei 14 principali gruppi bancari quotati.
(1) Dati riferiti a giugno.

…ma è meno elevato nel confronto internazionale

Il grado di capitalizzazione delle grandi banche italiane, seppure ampiamente superiore ai minimi regolamentari, è meno elevato nel confronto internazionale: nel giugno del 2010 il tier 1 ratio di un campione di 12 grandi banche europee era pari in media all'11,6 per cento contro l'8,5 dei principali gruppi bancari italiani. Il divario è in larga parte la conseguenza degli interventi pubblici di ricapitalizzazione, cospicui per il complesso degli intermediari esteri e molto limitati per quelli italiani, che hanno rafforzato il patrimonio senza ricorrere al sostegno pubblico in misura significativa. Grazie all'elevato peso della tradizionale attività creditizia e alla contenuta incidenza dell'attività finanziaria, i bilanci delle nostre banche mostrano un *leverage* (misurato dal rapporto tra il totale dell'attivo di bilancio non ponderato e il patrimonio tier 1) più favorevole rispetto ai gruppi esteri (pari a 19 per il complesso del sistema e a 22 per i maggiori gruppi italiani, a fronte di 27 per le grandi banche dell'area dell'euro).

In prospettiva, le condizioni patrimoniali dovranno adeguarsi alla nuova regolamentazione

Per le banche italiane la situazione patrimoniale è legata all'andamento dei profitti e all'efficacia di politiche di patrimonializzazione basate sulla dismissione di attività non strategiche. Le prospettive reddituali potrebbero incidere sia sugli utili sia sulle componenti di reddito che si riflettono direttamente sul patrimonio (come ad esempio le variazioni di valore delle attività classificate nel portafoglio disponibile per la vendita). In una fase in cui le condizioni patrimoniali devono essere adeguate a fronteggiare rischi rilevanti, in particolare quello di credito, occorre proseguire nel rafforzamento del capitale di migliore qualità; le scelte in materia di distribuzione dei dividendi devono essere pienamente coerenti con quest'ultimo obiettivo. Il sostegno degli azionisti di riferimento è essenziale affinché la crescita dei mezzi propri si consolidi. In una prospettiva più ampia, gli intermediari dovranno adeguarsi alla nuova regolamentazione prudenziale (cfr. il riquadro: *Gli effetti sul sistema economico delle nuove norme sul capitale e sulla liquidità delle banche*).

GLI EFFETTI SUL SISTEMA ECONOMICO DELLE NUOVE NORME SUL CAPITALE E SULLA LIQUIDITÀ DELLE BANCHE

Nel mese di novembre i Capi di Stato e di governo dei paesi del G20 hanno approvato le linee portanti della nuova regolamentazione prudenziale delle banche definita dal Comitato di Basilea e dai Governatori e dai Capi delle autorità di vigilanza (cfr. il riquadro: *La riforma della disciplina del capitale e della liquidità delle banche*, in *Bollettino economico* n. 62, 2010).

L'incremento di capitalizzazione che sarà richiesto alle nostre banche non è al momento stimabile con precisione. Alcuni dettagli tecnici delle nuove norme sono tuttora in discussione presso il Comitato di Basilea. Una valutazione sufficientemente precisa potrà essere effettuata nelle prossime settimane.

È tuttavia possibile prevedere che anche in Italia, come negli altri principali paesi, gli intermediari dovranno compiere uno sforzo considerevole per adeguarsi ai nuovi standard, in particolare quelli relativi al capitale. Nel confronto internazionale, l'impegno che sarà richiesto nel medio periodo alle banche italiane risente di due fattori principali. In primo luogo, negli anni scorsi esse non hanno beneficiato di significativi aiuti pubblici (al contrario di quanto è accaduto per molti intermediari di altri paesi). Inoltre, la loro dotazione di capitale sarà influenzata dalle decisioni riguardo alla deduzione delle attività per imposte anticipate e delle partecipazioni finanziarie. Le banche italiane trarranno tuttavia vantaggio dalla qualità mediamente più elevata del loro patrimonio rispetto agli intermediari esteri. Per di più, la gradualità con cui le nuove norme sul capitale entreranno in vigore consentirà di attenuarne le ricadute sulle banche e sull'economia.

L'impatto dei nuovi standard di liquidità sulle banche italiane è anch'esso al momento difficile da quantificare con precisione. In base a valutazioni preliminari, l'applicazione del *liquidity coverage ratio* (LCR) e del *net stable funding ratio* (NSFR) avrebbe effetti maggiori per gli intermediari di minore dimensione inclusi nel campione del *Quantitative Impact Study*, QIS (1).

Le conseguenze delle nuove modalità di calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di controparte e di mercato sarebbero nel complesso contenute per le banche italiane, riflettendo la limitata attività nel comparto della finanza. Anche l'introduzione, a partire dal 2018, di un limite massimo al *leverage* non avrebbe a regime effetti rilevanti grazie all'elevato peso della tradizionale attività creditizia su quella complessiva e, soprattutto, al rafforzamento patrimoniale che dovrà essere attuato nei prossimi anni.

I canali di trasmissione dell'impulso regolamentare e gli effetti della riforma sull'economia italiana

Nei mesi scorsi le principali banche centrali e istituzioni internazionali hanno esaminato le modalità con cui la riforma si trasmetterà al mercato creditizio e all'economia reale nel breve e medio periodo.

(1) Il QIS è stato condotto dal Comitato di Basilea al fine di valutare l'impatto quantitativo della riforma sulle banche dei principali paesi. I risultati a livello internazionale verranno resi noti nelle prossime settimane.

Si è dapprima stimato, con l'ausilio di un ampio spettro di modelli, l'effetto di un aumento di un punto percentuale del requisito di capitale sul differenziale tra tasso sugli impieghi e tasso sui depositi; una procedura analoga è stata seguita per i nuovi requisiti di liquidità, al fine di valutarne l'effetto sul differenziale tra i tassi bancari. Successivamente si è stimato in che misura l'incremento del differenziale indotto dalle nuove norme potrà influenzare la crescita economica nei prossimi anni.

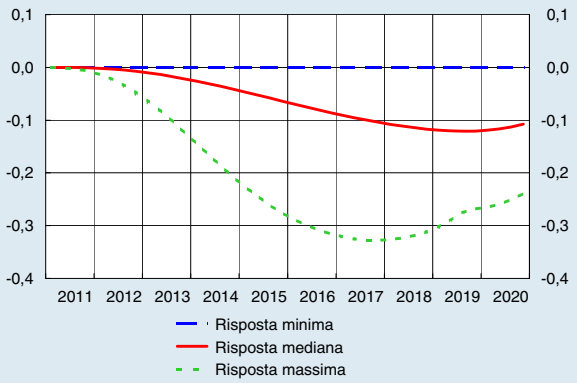
I risultati provvisori di tale esercizio, svolto nell'ambito del Macroeconomic Assessment Group (MAG) presso la Banca dei Regolamenti Internazionali, sono stati pubblicati lo scorso agosto. Un secondo gruppo di lavoro, il Long-term Economic Impact (LEI), ha valutato costi e benefici della riforma nel lungo periodo, concludendo che l'effetto netto sulla crescita sarà ampiamente positivo (2). I risultati preliminari del MAG ipotizzavano che la riforma sarebbe entrata a regime in quattro anni. Le stime per l'Italia discusse in questo riquadro, come quelle del rapporto finale del MAG (di prossima pubblicazione), assumono che la riforma entri a regime in otto anni; esse risultano pertanto più contenute di quelle preliminari effettuate nei mesi scorsi.

Per l'Italia si valuta che un aumento di un punto percentuale del requisito di capitale determinerebbe un aumento del differenziale tra i tassi bancari attivi e passivi compreso tra 0 e 0,31 punti percentuali, a seconda del metodo di stima. Ipotizzando che tale aumento si realizzi gradualmente tra il 2011 e il 2018 (l'anno in cui la riforma sarebbe a regime), si può stimare che un punto in più di requisito patrimoniale avrebbe un impatto negativo sul PIL italiano compreso in un intervallo tra 0 e 0,33 punti percentuali, e raggiungerebbe il suo valore massimo nel periodo 2017-19 (figura). Successivamente il PIL recupererebbe, portandosi in 3-4 anni sul livello che si avrebbe in assenza di interventi regolamentari. Espresso in termini di minore crescita media annua del PIL, nel periodo 2011-18 l'effetto di un incremento di un punto percentuale del requisito di capitale sarebbe compreso tra 0 e 0,04 punti percentuali.

Figura

Risposta del PIL all'aumento di un punto percentuale dei requisiti minimi di capitale (1)

(punti percentuali)



(1) L'andamento dell'economia è stato simulato sia a regime regolamentare immutato (scenario di base), sia ipotizzando che l'aumento del differenziale di tasso indotto da un aumento di un punto percentuale del requisito di capitale avvenga in modo graduale entro il 2018. Per ciascuna stima è stata effettuata una simulazione ed è stata calcolata la differenza del sentiero del PIL rispetto allo scenario di base. La curva rossa continua centrale è la mediana di tali differenze. Le linee tratteggiate rappresentano gli estremi dei sentieri ottenuti con le varie metodologie.

Numerose incertezze circondano queste valutazioni, con effetti complessivi di segno incerto. Innanzitutto, le stime assumono che la politica monetaria non reagisca al possibile effetto restrittivo della riforma; se quest'ultimo effetto fosse invece contrastato mediante una politica monetaria espansiva, l'impatto negativo sulla crescita annua del PIL nel periodo 2011-18 sarebbe attenuato. Le ricadute delle nuove regole sarebbero invece accentuate nel caso in cui emergessero effetti di razionamento del credito o qualora le banche fossero spinte dalle condizioni del mercato ad anticipare la ricapitalizzazione, non sfruttando il lungo periodo di transizione consentito. Nello scenario più sfavorevole (che assume un adeguamento ai nuovi requisiti di capitale in due anni, incorpora effetti di razionamento ed esclude risposte di politica monetaria) l'impatto negativo sulla crescita media annua nel triennio 2011-13 sarebbe compreso in un intervallo tra 0,02 e 0,14 punti percentuali per ogni punto in più di capitale; questa stima riflette soprattutto l'effetto del razionamento,

(2) A questi gruppi ha partecipato la Banca d'Italia. Entrambi i rapporti sono disponibili all'indirizzo http://www.bis.org/press/p100818.htm.

che diverrebbe più pronunciato al ridursi del periodo transitorio. Queste analisi non tengono conto di ulteriori fattori che potrebbero ridurre l'impatto sul PIL; ad esempio, una maggiore capitalizzazione potrebbe favorire un calo del costo della provvista bancaria.

Nel nostro paese i nuovi requisiti di liquidità avrebbero effetti modesti, inferiori a 0,02 punti percentuali di minor crescita annua nel periodo transitorio.

Nel complesso, le stime per l'Italia risultano in linea con quelle relative all'insieme dei paesi del G20.

A fronte di questi effetti relativamente contenuti per il complesso dell'economia, le ricadute potrebbero essere maggiori per le imprese, soprattutto quelle di piccola dimensione, caratterizzate da debolezze nella struttura finanziaria. I dati della Centrale dei bilanci indicano che le aziende con meno di 50 addetti hanno un indebitamento elevato: con riferimento al periodo 2005-08, il rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto era pari al 58 per cento, due punti percentuali in più rispetto alle imprese medie e oltre dieci punti al di sopra delle grandi. La carenza di finanziamenti alternativi al credito rende le piccole imprese dipendenti dalle banche: i debiti bancari rappresentano oltre l'80 per cento del totale dei debiti finanziari.

L'impatto complessivo della riforma sulle piccole imprese sarà tuttavia attenuato da diversi fattori. Innanzitutto, le nuove norme confermano i meccanismi previsti da Basilea 2 per il rischio di credito, che richiedono alle banche – a parità di merito creditizio della clientela – un ammontare di patrimonio inferiore per i prestiti alle imprese piccole rispetto a quelli alle aziende maggiori. Inoltre, le imprese minori sono finanziate in misura inferiore dalle banche grandi, che saranno maggiormente influenzate dalla riforma (le piccole imprese ottengono dai primi cinque gruppi bancari il 45 per cento del credito complessivo, a fronte del 53 per le aziende maggiori). Va infine considerato che gran parte delle banche di piccola e media dimensione, radicate sul territorio e in stretto rapporto con la clientela, disporrebbero di una dotazione patrimoniale sufficientemente ampia da assicurare agli affidati un adeguato flusso di credito, al pari di quanto è avvenuto durante la crisi finanziaria.

2.6 GLI INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI

Gli intermediari specializzati

Migliora la situazione delle SIM, ma molte rimangono in condizioni difficili

Nel 2010 è proseguito il recupero di attività da parte delle società di intermediazione mobiliare (SIM), in particolare nei settori della raccolta ordini e della gestione di portafogli. La redditività è in miglioramento, anche per effetto delle misure di contenimento dei costi operativi. Per il complesso del settore la crescita del patrimonio di vigilanza (9 per cento) ha superato quella dei requisiti patrimoniali (4 per cento). Gli effetti delle recenti tensioni dei mercati non sono state però del tutto assorbiti: vi sono ancora numerosi intermediari in condizioni difficili (51 SIM su 114 hanno registrato perdite nel primo semestre dell'anno), che potrebbero risultare vulnerabili in presenza di nuove turbolenze finanziarie.

Le società di leasing, factoring e credito al consumo risentono ancora della fase economica negativa

L'attività delle società specializzate nel leasing, factoring e credito al consumo registra una ripresa, ma risente ancora della fase economica incerta. I dati di flusso segnalano che nel primo semestre del 2010 il volume dei nuovi crediti erogati ha smesso di contrarsi nel comparto del leasing ed è cresciuto del 6,5 per cento in quello del factoring, mentre nel credito al consumo si è registrata una contrazione modesta (-3,5 per cento). La ridotta attività sul mercato delle cartolarizzazioni non ha generato problemi nella disponibilità di finanziamenti, grazie al sostegno delle componenti del medesimo gruppo.

La qualità del credito è peggiorata in tutti i comparti. La consistenza dei prestiti deteriorati in rapporto a quelli complessivi è salita al 12,0 per cento nel leasing, al 6,8 per cento nel factoring e al 10,8 per cento nel credito al consumo; in quest'ultimo settore, le sole sofferenze sono aumentate al 7,9 per cento delle esposizioni totali.

I fondi immobiliari continuano a caratterizzarsi per un elevato profilo di rischio…

L'attuale fase congiunturale dell'economia italiana influenza i risultati dei fondi immobiliari, le cui attività sono composte per la maggior parte da immobili non residenziali, particolarmente reattivi all'andamento del ciclo economico. Nei mesi scorsi numerosi fondi hanno fatto registrare situazioni di fragilità, data la composizione delle passività sbilanciata sul breve termine (che potrebbe generare tensioni qualora l'evolversi delle condizioni di mercato rendesse il rinnovo dei finanziamenti particolarmente costoso o difficile). In non pochi casi i prestiti ottenuti dai fondi contengono clausole (*covenants*) che si attivano al deteriorarsi di determinati indicatori (quale, ad esempio, il rapporto tra il credito concesso e il valore dell'immobile utilizzato come garanzia), obbligando il debitore a rimborsare in parte o per intero il prestito. Analisi effettuate nei mesi scorsi ipotizzando scenari sfavorevoli indicano che, in presenza di condizioni del mercato immobiliare particolarmente negative, la situazione patrimoniale e reddituale potrebbe divenire precaria per un gruppo di fondi cui alla fine del 2009 faceva capo circa il 10 per cento delle attività totali del settore.

…soprattutto nel comparto dei fondi speculativi

Nei mesi più recenti le tensioni sono proseguite per i fondi immobiliari riservati a investitori qualificati, soprattutto quelli speculativi. In particolare, un insieme di fondi rappresentativo del 6,6 per cento delle attività complessive del settore dei fondi immobiliari è in condizioni difficili a causa della elevata rischiosità dei progetti di sviluppo immobiliare, dell'alta leva finanziaria, dell'ampia quota di immobili non occupati e delle perdite realizzate nelle fasi di compravendita. Le tensioni si sono invece allentate per i fondi al dettaglio, che presentano una situazione equilibrata in ragione soprattutto della minore rischiosità delle politiche di investimento e della leva finanziaria più contenuta.

Nel private equity le svalutazioni sono state rilevanti

Le oscillazioni dei mercati finanziari hanno reso più complessa la realizzazione delle strategie dei gestori dei fondi di private equity. In più casi le partecipazioni detenute hanno subito svalutazioni significative (circa un miliardo di euro nel biennio 2008-09); le dismissioni sono risultate talora difficili. La difficoltà nel chiudere i fondi entro i termini prospettati nei regolamenti di gestione ha reso necessaria in alcuni casi la proroga da parte della Banca d'Italia.

In base alle informazioni di vigilanza, il rendimento conseguito dai sottoscrittori dei fondi di private equity operativi alla fine del 2009 (calcolato dal momento dell'avvio dei fondi e includendo le commissioni) è stato nel complesso negativo per 260 milioni di euro (a fronte di versamenti complessivi di circa 8,6 miliardi). Meno di un quarto dei 116 fondi analizzati ha ottenuto un rendimento positivo. Gli investitori avevano impegni contrattuali (cosiddetti richiami) pari a circa 8 miliardi di euro a giugno di quest'anno. Si tratta di importi che gli investitori devono versare ai gestori dei fondi qualora questi ultimi decidano di avviare nuovi investimenti.

Le assicurazioni

Per le assicurazioni i mercati indicano prospettive economiche ancora incerte

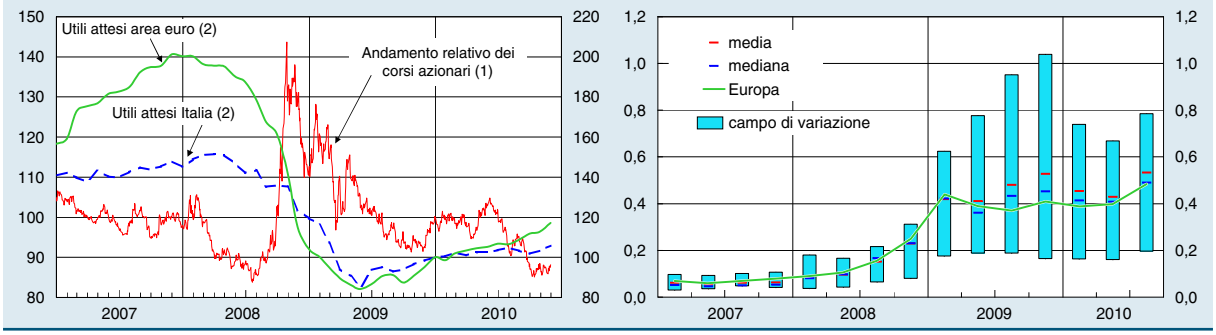
Gli indicatori di mercato segnalano incertezza circa le prospettive delle compagnie assicurative italiane. I risultati di bilancio relativi alla prima metà del 2010 mostrano un calo di redditività rispetto all'anno precedente. Le previsioni a un anno sugli utili futuri delle compagnie italiane formulate dagli analisti finanziari nel 2010 hanno recuperato parte del precedente calo, subendo però un deteriora-

mento rispetto a quelle relative alle compagnie dell'area dell'euro (fig. 2.17.a), in relazione anche a modifiche nel trattamento fiscale delle riserve nel ramo vita. L'indice azionario di settore ha perso terreno rispetto all'analogo indice dell'area. Le misure relative ai tassi attesi di insolvenza desunte dai mercati azionari sono peggiorate nei mesi più recenti (fig. 2.17.b).

Figura 2.17

Società assicurative in Italia

(a) *corsi azionari e utili attesi* (b) *tassi attesi di insolvenza* (3)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream, IBES e Moody's KMV.
(1) Scala di sinistra. Indice Thomson Reuters Datastream dei corsi azionari delle società assicurative italiane, in rapporto all'indice relativo alle società assicurative dell'area dell'euro. Dati giornalieri. Numero indice: 31 dicembre 2009=100. – (2) Scala di destra. Valore medio degli utili attesi per azione nei 12 mesi successivi alla data di riferimento. Dati mensili. Numero indice: dicembre 2009=100. Per l'Italia i dati si riferiscono alle seguenti società: Assicurazioni Generali, Mediolanum Assicurazioni, Società Cattolica Assicurazioni, UGF Assicurazioni, Vittoria Assicurazioni; per l'area dell'euro i dati si riferiscono alle società incluse nell'indice Morgan Stanley del settore assicurativo. – (3) Medie trimestrali di dati giornalieri (mensili prima dell'agosto 2009 per l'indice europeo), in valori percentuali. I tassi attesi di insolvenza (*expected default frequencies,* EDF), calcolati sulla base del prezzo e della volatilità dei titoli azionari delle società cui si riferiscono, misurano la probabilità che il valore di mercato delle attività risulti inferiore a quello delle passività in un orizzonte di un anno. Il grafico mostra i valori di mediana, media e campo di variazione relativi alle medie trimestrali delle EDF delle società assicurative italiane considerate (Assicurazioni Generali, Mediolanum Assicurazioni, Società Cattolica Assicurazioni, UGF Assicurazioni, Vittoria Assicurazioni), nonché la media trimestrale del valore mediano delle EDF relative alle società incluse nell'indice Moody's KMV del settore assicurativo europeo.

I rischi connessi con possibili tensioni finanziarie nell'area dell'euro sono contenuti

Nel complesso, le compagnie italiane mostrano una bassa esposizione a possibili instabilità dei mercati finanziari. Esse devono tuttavia fronteggiare gli oneri connessi con il basso livello dei tassi di interesse e con la difficile congiuntura del ramo danni, in particolare del comparto della responsabilità civile auto (Rc auto).

Sulla base di dati riferiti al 2009, la quota del portafoglio finanziario delle compagnie di assicurazione italiane costituita da titoli di debito era di oltre il 70 per cento ed era composta per circa il 40 per cento da titoli pubblici italiani. Le azioni rappresentavano poco più del 10 per cento del totale. L'esposizione verso gli emittenti sovrani dell'area dell'euro colpiti da forti tensioni è nell'insieme molto limitata: secondo un'indagine effettuata dall'Isvap, nello scorso settembre la quota dei titoli pubblici e privati greci, irlandesi e portoghesi sul totale degli attivi delle compagnie era dell'ordine del 2 per cento e in significativo calo rispetto ai primi mesi dell'anno. Una tale composizione del portafoglio contribuisce a contenere gli effetti di eventuali turbolenze legate al riacutizzarsi delle tensioni sui debitori sovrani.

La redditività può risentire dei bassi tassi di interesse…

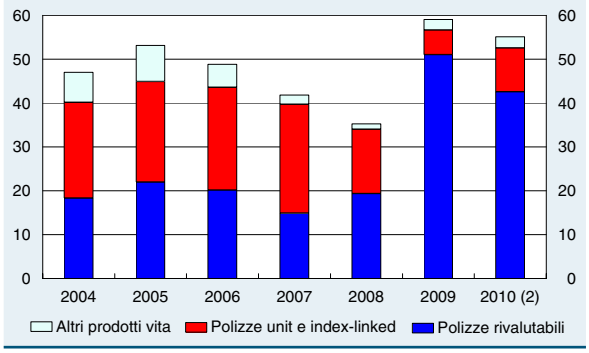
Nell'attuale fase di bassi tassi di interesse, la redditività delle società assicurative del ramo vita risente dell'elevata quota di passività con remunerazione minima garantita: con riferimento al 2009, si stima che queste ammontassero a quasi il 70 per cento delle riserve tecniche; il loro peso è presumibilmente aumentato nel 2010, come risultato della forte espansione delle polizze rivalutabili (fig. 2.18).

In prospettiva, un aumento dei rendimenti di mercato avrebbe un effetto positivo sulle assicurazioni del ramo vita sia perché migliorerebbe la redditività delle polizze con rendimento minimo, sia in ragione dell'elevata durata finanziaria delle passività delle compagnie. Un livello dei tassi più elevato potrebbe

tuttavia generare difficoltà di raccolta, soprattutto qualora derivasse da un incremento delle tensioni finanziarie e fosse associato a un'elevata volatilità dei mercati (che potrebbe frenare la domanda di prodotti unit-linked e index-linked, al pari di quanto registrato durante la crisi finanziaria) e a una bassa crescita economica, che deprimerebbe la domanda di prodotti assicurativi da parte di famiglie e imprese.

Figura 2.18

Raccolta premi del ramo vita (1)
(dati annui; miliardi di euro)



Fonte: ANIA.
(1) Sono inclusi solo i premi relativi ai nuovi contratti. – (2) Dati relativi al periodo gennaio-ottobre.

...e dell'andamento della raccolta

Nel ramo vita l'ingente raccolta premi del biennio 2009-2010 potrebbe non essere mantenuta negli anni a venire: la domanda di polizze rivalutabili potrebbe risentire della revisione al ribasso dei rendimenti minimi garantiti da parte di alcune compagnie; la contrazione dei margini potrebbe ridurre lo sforzo di collocamento delle reti. I dati più recenti indicano un indebolimento della raccolta, cui le compagnie stanno reagendo anche attraverso l'offerta di prodotti unit-linked con garanzia a scadenza. Nel comparto Rc auto le compagnie hanno incrementato i prezzi unitari delle coperture assicurative e hanno avviato una riduzione dei costi, anche attraverso una razionalizzazione della rete distributiva. Secondo valutazioni espresse dalle agenzie di rating, queste azioni potrebbero riequilibrare l'andamento della gestione tecnica già nel 2011.

I conglomerati finanziari possono generare sinergie ma anche rischi

I rapporti societari che legano banche e compagnie assicurative nell'ambito di gruppi finanziari da un lato possono accrescere la redditività delle singole componenti e quella del gruppo nel suo complesso; dall'altro, possono generare rischi di contagio tra i due settori (cfr. il riquadro: *I conglomerati finanziari: rischi idiosincratici e struttura della supervisione*). Attualmente vi sono in Italia sei conglomerati finanziari: tre hanno natura principalmente bancaria o finanziaria (Intesa Sanpaolo, Carige e Azimut), mentre gli altri svolgono in misura prevalente attività di tipo assicurativo (Generali, Unipol e Mediolanum). Data la struttura tipica di questi gruppi, nei quali uno dei due settori (bancario o assicurativo) ha un peso nettamente predominante rispetto all'altro, i fattori di rischio non differiscono sostanzialmente da quelli che caratterizzano gruppi finanziari non conglomerati.

I CONGLOMERATI FINANZIARI: RISCHI IDIOSINCRATICI E STRUTTURA DELLA SUPERVISIONE

A partire dai primi anni novanta si è assistito a livello globale a un incremento dei rapporti societari fra banche e assicurazioni, con un aumento del numero e della dimensione dei conglomerati finanziari. Questo processo è derivato dalla ricerca di una maggiore diversificazione delle fonti di ricavo e di potenziali sinergie nel collocamento dei prodotti finanziari. Negli ultimi anni, e in particolare durante la crisi, tale tendenza si è invertita: alcuni gruppi bancari hanno sostituito le partecipazioni di carattere strategico nel comparto assicurativo con semplici accordi commerciali di distribuzione di prodotti assicurativi (in Europa il numero dei conglomerati sottoposti a vigilanza supplementare si è ridotto da 69 a 57 tra il luglio del 2007 e il giugno del 2010).

Al pari di quanto accade normalmente in gruppi societari diversificati, i conglomerati finanziari possono accrescere anche il rischio di contagio, rendendo più rapida la trasmissione di tensioni finanziarie che dovessero investire singole aziende del gruppo; ad esempio, una componente "sana" di un conglomerato potrebbe essere obbligata a soccorrere, attraverso trasferimenti di liquidità o di capitale, un'altra in diffi-

coltà. Ulteriori elementi di vulnerabilità possono derivare dalla difficoltà di stabilire adeguati sistemi di governance e di controllo in presenza di culture aziendali molto differenti tra loro e dalla possibilità di sfruttare eventuali arbitraggi regolamentari a fronte di normative settoriali non pienamente armonizzate.

A livello europeo la legislazione in materia di vigilanza sui conglomerati finanziari è volta a integrare le normative settoriali (quella bancaria e quella assicurativa) con norme in grado di garantire il vaglio del patrimonio, dei rischi e dei sistemi di controllo del conglomerato nel suo complesso. La regolamentazione mira a preservare la capacità dei supervisori di assicurare la stabilità di ogni singola componente del conglomerato, pur in presenza di gruppi particolarmente complessi. La direttiva sui conglomerati finanziari, emanata nel 2002, stabilisce controlli di vigilanza aggiuntivi a quelli previsti a livello settoriale per le componenti bancaria e assicurativa. Tali norme riguardano in particolare l'adeguatezza del patrimonio, la concentrazione dei rischi, le transazioni infragruppo e il sistema dei controlli interni.

La principale sinergia creata dalla struttura di gruppo è rappresentata dalla possibilità di distribuire i prodotti assicurativi mediante la rete di sportelli bancari: nei primi dieci mesi del 2010 le banche italiane hanno raccolto circa il 70 per cento dei premi complessivi relativi ai nuovi contratti del ramo vita; con riferimento al 2009 si può stimare che circa un quarto dei premi del ramo vita raccolti per il tramite degli sportelli bancari riguardasse accordi all'interno del medesimo gruppo. Questa modalità di distribuzione dei prodotti ha peraltro generato frizioni nelle fasi di maggiore illiquidità dei mercati, quando le banche hanno privilegiato il collocamento delle proprie passività.

3 I MERCATI, IL SISTEMA DEI PAGAMENTI E LE INFRASTRUTTURE

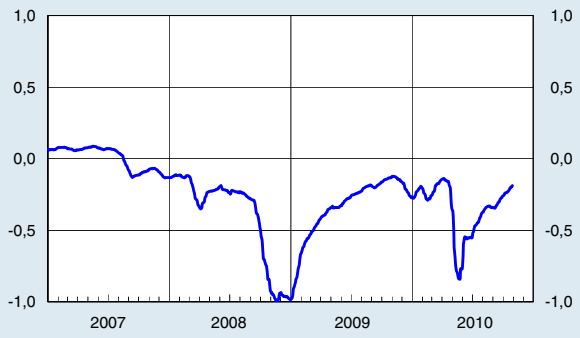
Le condizioni di liquidità dei mercati finanziari italiani sono migliorate, dopo il peggioramento registrato in maggio e in giugno in connessione con i timori sulla sostenibilità delle finanze pubbliche di alcuni paesi dell'area dell'euro. Nuove tensioni sono emerse in novembre, a seguito della crisi irlandese (cfr. il riquadro: *Un indicatore di liquidità del mercato finanziario italiano*). Anche nelle fasi di maggiore difficoltà dei mercati internazionali, la domanda di titoli di Stato italiani si è mantenuta elevata, consentendo di collocare agevolmente i prestiti in emissione.

UN INDICATORE DI LIQUIDITÀ DEL MERCATO FINANZIARIO ITALIANO

Questo riquadro illustra un indicatore del grado di liquidità dei segmenti di mercato più rilevanti per gli intermediari italiani: monetario in euro, secondario dei titoli pubblici italiani a tasso fisso (BTP), cambio dell'euro con tre maggiori valute, borsa italiana (1). L'andamento dell'indicatore consente di tracciare le quattro fasi attraverso cui la crisi si è dispiegata in Italia. La prima fase, avviatasi nell'estate del 2007, è caratterizzata dal rapido calo della liquidità dei mercati, dovuto soprattutto all'aumento dei premi per il rischio interbancari. Nella seconda fase, collocabile nei primi mesi del 2008, le turbolenze si estendono, accentuandosi, al comparto obbligazionario. L'apice delle tensioni viene raggiunto tra l'autunno del 2008 e l'inverno del 2009. La quarta fase, sviluppatasi nella primavera-estate del 2010, è legata ai timori circa le condizioni di finanza pubblica di alcuni paesi dell'area dell'euro. I mesi più recenti hanno visto un miglioramento delle condizioni di liquidità fino alla crisi irlandese in novembre, che ha riacceso le tensioni sui mercati.

Figura

Indicatore sintetico di liquidità (1)
(dati giornalieri; numero indice tra -1 e +1)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream, Bloomberg e Banca d'Italia.
(1) Valori positivi (negativi) dell'indice corrispondono a livelli della liquidità superiori (inferiori) a quelli medi degli anni 1999-2006; medie mobili a 20 giorni.

(1) L'indicatore viene calcolato secondo metodologie standard (cfr. Bank of England, *Financial Stability Report*, aprile 2007 e Banca centrale europea, *Financial Stability Review*, giugno 2007) a partire da sette serie elementari: (a) la media dei differenziali tra i prezzi proposti in acquisto e in vendita (*bid-ask*) sulle azioni incluse nell'indice FTSE MIB; (b) il *return-to-volume ratio* medio di questo stesso gruppo di azioni, calcolato per ciascun titolo come rapporto tra la variazione dei prezzi di borsa e l'incidenza degli scambi sulla capitalizzazione complessiva; (c) il *bid-ask* medio dei BTP sul mercato telematico dei titoli di Stato (MTS); (d) il volume delle proposte di acquisto e vendita che gli operatori espongono nelle pagine dell'MTS; (e) il premio per il rischio di liquidità, stimato come parte del differenziale tra il tasso sui contratti interbancari non garantiti (Euribor) e l'*overnight indexed swap* (OIS) sulla scadenza annuale; (f) la somma dei volumi scambiati sui mercati e-MID, MIC e MTS-*general collateral*; (g) il *bid-ask* medio sul cambio dell'euro rispetto al dollaro statunitense, allo yen giapponese e alla sterlina inglese. L'indicatore è calcolato come media semplice delle sette serie elementari, standardizzate utilizzando i corrispondenti valori di media e deviazione standard relativi al periodo 1999-2006. La serie giornaliera dell'indice così ottenuta è stata divisa per il massimo del suo valore assoluto, raggiunto il 20 novembre 2008, al fine di contenerne la variazione all'interno dell'intervallo da -1 a +1.

3.1 IL MERCATO INTERBANCARIO

Nello scorso triennio l'accresciuta attenzione ai rischi di credito e di liquidità da parte delle banche italiane ha influito sul funzionamento del mercato interbancario.

Aumenta la preferenza per le transazioni garantite e OTC

È aumentata la preferenza degli operatori per le transazioni assistite da garanzie. All'inizio del 2007 gli scambi di fondi interbancari non garantiti effettuati mediante la piattaforma e-MID erano il doppio di quelli garantiti, negoziati sull'MTS-*general collateral* (fig. 3.1). Da allora la proporzione si è ridotta in modo pressoché continuo, fino a un minimo di un quinto nel 2010.

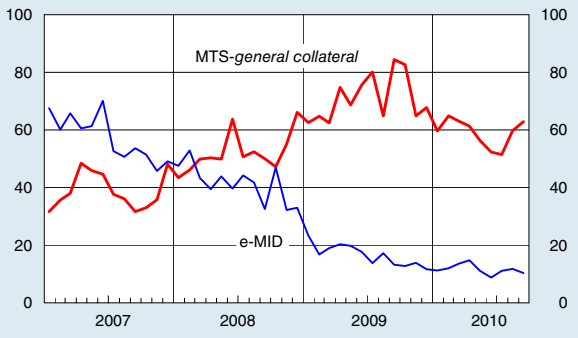
È inoltre cresciuto il ricorso ai servizi di controparte centrale (cfr. il par. 3.6). Nel segmento MTS-*general collateral* la quota degli scambi assistita da questo servizio è salita dal 40 al 70 per cento, dopo aver raggiunto punte del 90 per cento. Il fenomeno riflette l'aumento del numero delle banche italiane che si avvalgono di questa modalità operativa (da 11 nel 2007 a 23 nel 2010), nonché la possibilità di utilizzare, dal novembre 2009, la controparte centrale nei contratti pronti contro termine con scadenza overnight.

È aumentata la quota delle operazioni realizzate al di fuori dei mercati regolamentati, sui segmenti over-the-counter (OTC). Con riferimento ai depositi interbancari con scadenza a un giorno (overnight, tomorrow-next e spot-next), si stima che nel settembre 2010 gli scambi effettuati dalle banche italiane sull'e-MID siano stati un terzo di quelli complessivi (effettuati sia sull'e-MID, sia sull'OTC), da due terzi di prima della crisi (fig. 3.2). È significativamente aumentata anche la quota dei depositi a tempo con scadenza a una settimana negoziati sul mercato OTC (1).

Figura 3.1

Volumi scambiati sui mercati telematici italiani della liquidità (1)

(dati mensili; miliardi di euro; misure overnight equivalent*)*

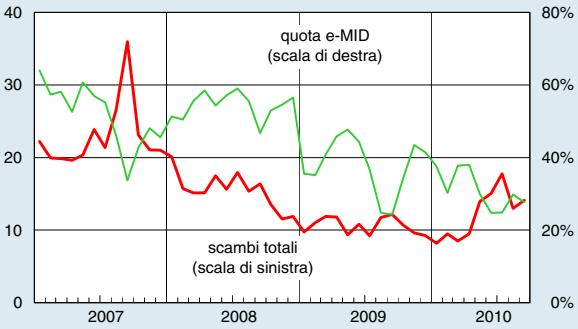


(1) Le misure *overnight equivalent* ponderano i volumi negoziati nelle diverse scadenze di mercato per la durata dei contratti.

Figura 3.2

Scambi di mercato monetario overnight e quota e-MID (1)

(valori medi giornalieri; miliardi di euro e valori percentuali)



(1) Il totale degli scambi di mercato monetario con scadenza overnight è stimato su dati TARGET2-Banca d'Italia.

I mutamenti appena descritti sono conseguenza della crisi, che ha reso gli operatori più sensibili ai rischi di credito e di liquidità. L'aumento degli scambi garantiti e il più esteso ricorso alla controparte centrale permettono di contenere gli effetti di eventuali insolvenze dei prenditori di fondi. L'interposizione della controparte centrale, oltre a minimizzare il rischio di controparte, rende anonime le transazioni, consentendo agli operatori di non rivelare il proprio fabbisogno di liquidità. Una ridotta visibilità può essere

(1) Le stime degli scambi sul mercato OTC sono state ottenute su dati di fonte TARGET2-Banca d'Italia con un algoritmo che associa flussi di pagamento di segno opposto tra due operatori (cfr. C. H. Furfine, "The Microstructure of the Federal Funds Market", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 8, n. 5, 1999).

conseguita anche attraverso il ricorso ai mercati OTC, che permettono agli intermediari di contattare direttamente, in modo bilaterale, le controparti presso le quali dispongono di maggiori linee di credito. Queste tendenze potrebbero caratterizzare gli scambi interbancari anche dopo l'uscita dalla crisi.

Ha iniziato a operare il NewMIC

L'accresciuta preferenza degli operatori per forme di negoziazione anonime e garantite rappresenta la principale ragione dello sviluppo del Mercato interbancario collateralizzato (MIC; cfr. il riquadro: *Il Mercato interbancario collateralizzato*). Il nuovo mercato ha comportato benefici soprattutto per gli intermediari di ridotte dimensioni, che hanno particolarmente risentito della drastica riduzione delle linee di credito bilaterali seguita alla crisi. Dato il successo del nuovo sistema di scambi assistito da garanzie, in prossimità della scadenza del MIC gli operatori hanno scelto di dar vita al NewMIC.

IL MERCATO INTERBANCARIO COLLATERALIZZATO

Al fine di contrastare la rarefazione degli scambi interbancari e la loro concentrazione su scadenze a brevissimo termine, nel febbraio del 2009 la società e-MID ha istituito, su impulso della Banca d'Italia, il Mercato interbancario collateralizzato (MIC), basato su negoziazioni anonime e garantite di depositi interbancari in euro con una scadenza minima di una settimana (cfr. *Bollettino economico*, n. 55, 2009). Il MIC ha registrato una notevole crescita quanto a volumi negoziati (figg. A e B) e a numero dei partecipanti. Nello scorso settembre aderivano al mercato 58 intermediari, cui fanno capo quattro quinti delle attività complessive del sistema bancario italiano. La consistenza dei depositi scambiati ammontava a 10 miliardi di euro; la loro durata media, che superava i tre mesi alla fine del 2009, è fisiologicamente scesa con l'avvicinarsi della scadenza dello schema di garanzia della Banca d'Italia (31 dicembre 2010), che ha imposto un vincolo progressivo alla durata massima dei contratti. Il valore dei titoli depositati in garanzia dagli aderenti ha toccato nello scorso aprile un picco di 20 miliardi di euro; la quota di quelli non ammessi come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema ma utilizzabili nel MIC è progressivamente scesa per quasi tutte le banche, risultando in media pari al 5 per cento del totale. A parità di durata del deposito, i tassi sul MIC sono risultati di norma inferiori a quelli sui contratti non garantiti (Euribor, e-MID) e più alti rispetto ai tassi sui contratti pronti contro termine (Eurepo), in ragione soprattutto della minore qualità delle garanzie sul MIC.

Figura A

Consistenza, vita residua e durata dei contratti
(dati settimanali; miliardi di euro e giorni)

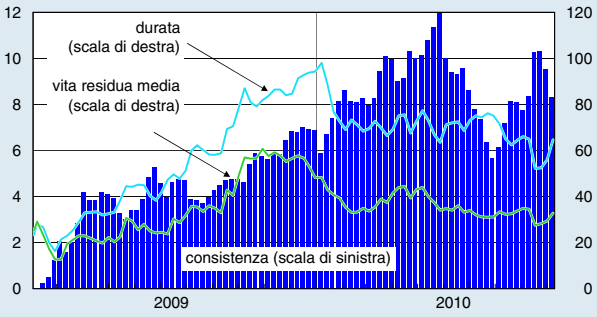
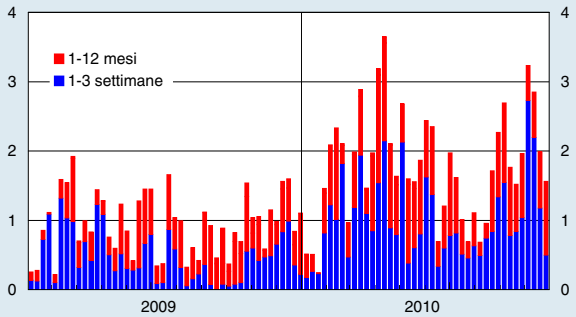


Figura B

Distribuzione dei contratti per scadenza
(dati settimanali; miliardi di euro)



In considerazione del successo del sistema di scambi, nel corso del 2010, con l'approssimarsi della scadenza del MIC, gli operatori hanno scelto di dar vita al NewMIC, che differisce dal precedente mercato soprattutto per il venir meno del ruolo della Banca d'Italia con il trasferimento della gestione dello schema di garanzia alla Cassa di compensazione e garanzia (1). Nei primi due mesi di contrat-

tazione gli scambi medi giornalieri sul NewMIC sono stati pari a 600 milioni di euro, mentre la consistenza dei depositi è gradualmente cresciuta fino a raggiungere i 10 miliardi alla fine di novembre. L'attività di quotazione è risultata continua su tutte le scadenze.

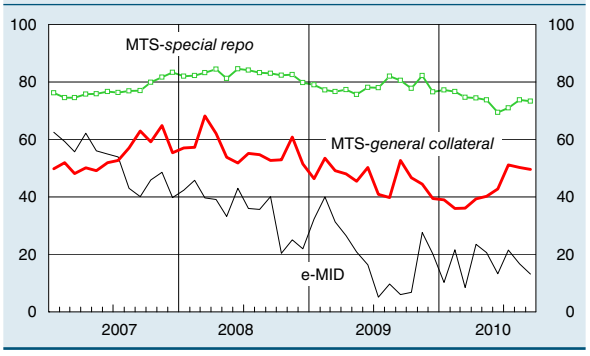
(1) Il NewMIC differisce dal MIC anche per alcuni aspetti tecnici: le scadenze negoziate sono state estese; i titoli accettati in garanzia sono stati limitati a quelli idonei per le operazioni dell'Eurosistema; sono stati introdotti obblighi di diversificazione.

Si riducono gli scambi tra operatori nazionali ed esteri

In Italia, al pari degli altri paesi dell'area dell'euro, dall'avvio della crisi la quota di scambi interbancari non garantiti conclusi tra operatori nazionali ed esteri si è ridotta, invertendo la precedente tendenza all'aumento. Sull'e-MID le transazioni realizzate da banche estere sono scese fino a quote comprese tra il 10 e il 20 per cento del totale, rispetto al 60 di tre anni prima (fig. 3.3). Al contrario, nei comparti in cui gli scambi sono assistiti da garanzia (*special repo* e *general collateral* dell'MTS) (2) la presenza degli operatori stranieri è variata in misura assai minore. Queste tendenze riflettono presumibilmente la crescente attenzione ai rischi di insolvenza: in assenza di garanzie, gli operatori hanno privilegiato controparti nazionali, il cui merito di credito può essere valutato con maggior precisione; a tale preferenza può aver contribuito il timore di dover far ricorso, in caso di insolvenza di operatori esteri, a procedure di recupero del credito riferite a un contesto normativo e giuridico diverso da quello nazionale.

Figura 3.3

Quota degli operatori non residenti sui mercati telematici italiani (1)
(dati mensili; valori percentuali)



(1) Quota calcolata sui volumi negoziati in accesso remoto.

I maggiori gruppi bancari accentrano la gestione di tesoreria

I maggiori gruppi italiani hanno accentrato la raccolta di fondi liquidi presso la banca che svolge funzioni di tesoreria. Il fenomeno, più accentuato per le negoziazioni con controparti non residenti, è stato favorito dalla revisione dell'assetto delle tesorerie indotta dalla migrazione a TARGET2. Esso è riconducibile in primo luogo all'obiettivo di conseguire guadagni di efficienza, in un contesto che fino al deciso aumento dell'offerta di liquidità da parte della Banca centrale europea (BCE), nell'autunno del 2008, è stato caratterizzato da forti difficoltà nella raccolta di fondi; potrebbe inoltre riflettere il desiderio di accentrare l'operatività di tesoreria presso gli intermediari ritenuti più solidi, meglio in grado di reperire finanziamenti per conto dell'intero gruppo.

3.2 IL RICORSO DELLE BANCHE ITALIANE AL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA

Il sistema bancario italiano partecipa in misura limitata alle operazioni

Fin dall'avvio dell'unione monetaria, le banche italiane hanno partecipato alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema in misura limitata, raccogliendo liquidità in gran parte sul mercato interbancario. Dall'autunno del 2008, quando si è acuita la crisi, il rifinanziamento lordo concesso al sistema bancario italiano è cresciuto in termini assoluti ma è rimasto prossimo al 4-5 per cento del totale dei prestiti erogati dall'Eurosistema alle banche dell'area dell'euro (fig. 3.4). Questa percentuale è di gran lunga inferiore al peso

(2) Nel contratto pronti contro termine *general collateral*, il titolo da dare in garanzia può essere scelto all'interno di un paniere, mentre il contratto *special repo* stabilisce la consegna di un titolo predeterminato.

dei nostri intermediari sul sistema bancario dell'area (circa 12 per cento sulla base dell'obbligo di riserva).

Per il sistema italiano nel suo complesso il limitato ricorso al rifinanziamento dell'Eurosistema riflette anche la struttura dei bilanci degli intermediari, caratterizzata da un'alta incidenza di titoli con elevata liquidità; non è invece dovuto alla carenza di garanzie. Nel settembre del 2010 i titoli stanziabili detenuti dai nostri intermediari ammontavano a oltre 350 miliardi di euro (fig. 3.5); la quota di quelli depositati presso la Banca d'Italia a fronte di operazioni di politica monetaria era inferiore al 10 per cento e anche nelle fasi di maggiore tensione non ha superato il 20 per cento.

Alcune banche hanno iniziato a fare ricorso all'Eurosistema

Alcune banche italiane che prima dell'estate del 2007 raccoglievano fondi esclusivamente sul mercato interbancario nella fase più recente si sono rifornite di liquidità presso l'Eurosistema. Tale fenomeno – di entità assai contenuta, anche rispetto al resto dell'area dell'euro – nei mesi scorsi ha interessato in misura modesta alcune banche piccole e medie e alcune filiali e filiazioni di banche estere (fig. 3.6).

Alla fine di giugno del 2010 le operazioni di rifinanziamento a sei e a dodici mesi, non rinnovate dalla BCE (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune* nella Relazione sull'anno 2009), in Italia rappresentavano il 62 per cento dei crediti complessivamente erogati dall'Eurosistema (76 per l'insieme dell'area). Alla scadenza di queste operazioni non si sono registrate significative tensioni nella liquidità delle nostre banche. La BCE ha annunciato che il metodo di piena aggiudicazione degli importi richiesti in asta verrà mantenuto nei primi mesi del 2011. In prospettiva, col progressivo rientro verso forme ordinarie di offerta della liquidità da parte dell'Eurosistema, gli intermediari italiani dovranno ancora adattare, pur se in misura lieve, le modalità di copertura del fabbisogno di liquidità.

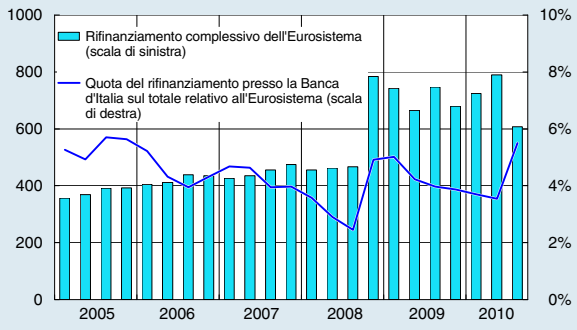
3.3 IL MERCATO AZIONARIO

I corsi azionari non sembrano fuori linea rispetto alle determinanti di fondo

I corsi azionari italiani dall'estate hanno beneficiato della risalita degli utili societari (fig. 3.7.a). Il rap-

Figura 3.4

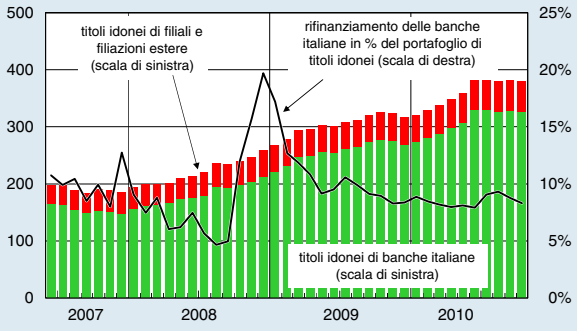
Partecipazione italiana (1) **al rifinanziamento presso l'Eurosistema**
(dati trimestrali; miliardi di euro e valori percentuali)



Fonte: BCE e Banca d'Italia.
(1) Rifinanziamento erogato dalla Banca d'Italia a banche operanti nel paese.

Figura 3.5

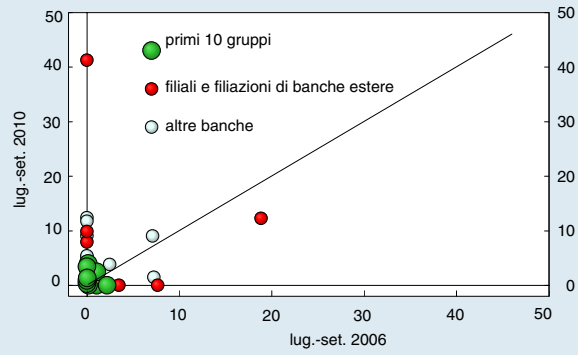
Titoli idonei per le operazioni di politica monetaria detenuti dalle banche italiane (1)
(dati mensili; miliardi di euro e valori percentuali)



Fonte: BCE e Banca d'Italia.
(1) Incluse le filiali e le filiazioni di banche estere.

Figura 3.6

Peso del rifinanziamento presso l'Eurosistema delle banche italiane (1)
(medie di dati mensili nei trimestri indicati; valori percentuali)



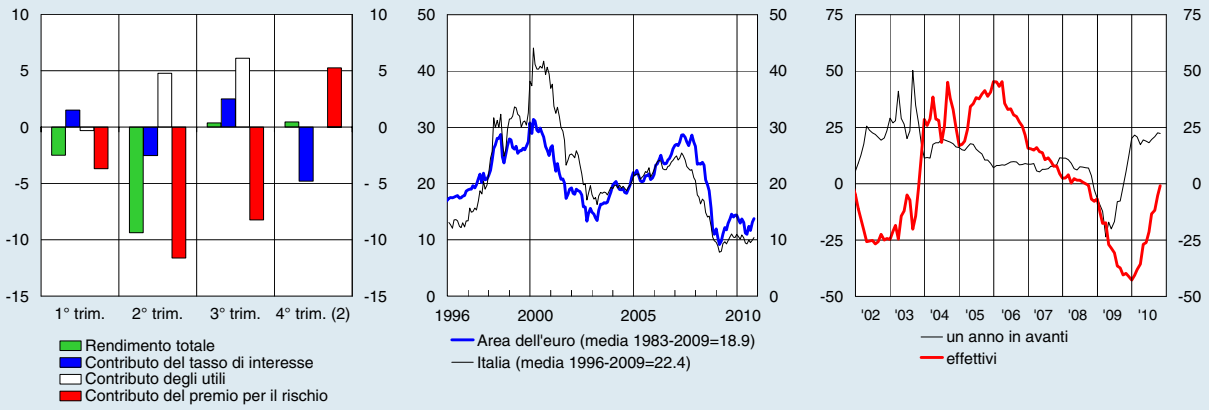
(1) Rapporto tra rifinanziamento medio dell'Eurosistema nei due trimestri indicati e totale dell'attivo di bilancio. Per le banche italiane i dati sono consolidati a livello del gruppo di appartenenza.

porto tra prezzi e utili, corretti per il ciclo economico, si attesta al di sotto del suo valore medio dalla metà degli anni novanta (fig. 3.7.b).

Figura 3.7

Borsa italiana: livello delle quotazioni azionarie e andamento degli utili

(a) *determinanti delle variazioni trimestrali dei corsi azionari nel 2010* (1) (b) *rapporto tra i prezzi e gli utili corretti per il ciclo economico* (3) (c) *utili effettivi e attesi: tassi di variazione annui* (4)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Dati trimestrali; rendimenti percentuali nel trimestre e loro determinanti. La scomposizione del rendimento trimestrale nei contributi delle tre determinanti fondamentali (utili attesi, tassi a lungo termine e premio per il rischio) viene effettuata ipotizzando che il premio per il rischio sia pari alla differenza fra il rendimento nominale delle azioni (pari al rapporto fra gli utili per azione previsti dagli analisti finanziari del panel IBES per i 12 mesi successivi e l'indice azionario) e il tasso sui titoli di Stato decennali. – (2) Dati relativi al periodo ottobre-seconda decade di novembre. – (3) Dati mensili; rapporto prezzi/utili. Rapporto tra l'indice dei corsi azionari e la media mobile a 10 anni degli utili per azione, entrambi espressi a prezzi costanti. – (4) Dati mensili; valori percentuali.

I rischi relativi alle possibili variazioni dei corsi azionari appaiono nel complesso bilanciati. Da un lato, l'incertezza che circonda le prospettive di crescita della nostra economia dilata i premi per il rischio e deprime il valore delle azioni delle società italiane quotate. Dall'altro, le aspettative sugli utili societari, desunte dalle previsioni formulate dagli analisti finanziari, appaiono ottimistiche: nonostante la debole ripresa ciclica, esse scontano una crescita annua degli utili più che doppia rispetto al suo valore medio dalla metà degli anni novanta (fig. 3.7.c). Rischi di correzioni sono connessi con l'incertezza della fase congiunturale e con una possibile riacutizzazione dei timori sulla solidità dei conti pubblici in alcuni paesi dell'area dell'euro. L'andamento della borsa italiana ha peraltro un impatto contenuto sulle condizioni del sistema economico e finanziario del nostro paese, in ragione delle sue limitate dimensioni in rapporto all'economia reale e alla ricchezza complessiva delle famiglie.

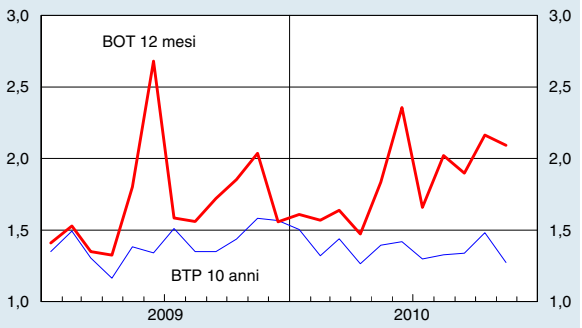
3.4 IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO

Nel 2010 il collocamento dei titoli di Stato italiani è proseguito con regolarità, beneficiando di una domanda sostenuta. Il rapporto tra quantità richieste e offerte (*cover ratio*) si è mantenuto elevato anche nelle fasi di tensione sui mercati del debito sovrano dell'area dell'euro (fig. 3.8). È progressivamente cresciuta la domanda da parte degli investitori esteri, che detengono

Figura 3.8

***Cover ratio* nelle aste dei BOT a 12 mesi e BTP a 10 anni** (1)

(dati rilevati in occasione delle aste di emissione)



(1) Rapporto tra quantità richiesta e quantità offerta nelle singole aste dei titoli.

attualmente il 50 per cento della consistenza complessiva di titoli; il debito pubblico resta così ripartito tra un'ampia e diversificata platea di investitori. È proseguita la politica di allungamento della durata finanziaria media dei titoli di Stato, che ha raggiunto valori in linea o superiori a quella dei maggiori paesi dell'area dell'euro (fig. 3.9).

L'MTS ha garantito continuità agli scambi di titoli pubblici…

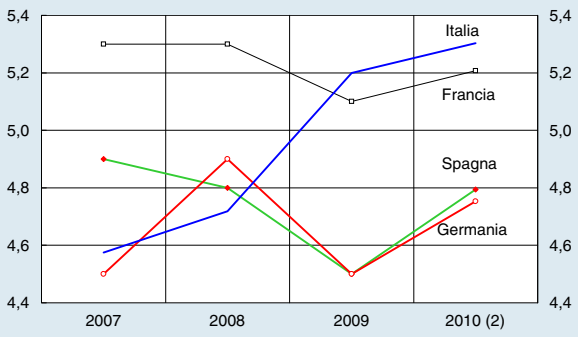
Nonostante le turbolenze emerse a più riprese sui mercati internazionali, nel 2010 l'MTS ha garantito continuità agli scambi sia dei prestiti in corso di emissione (*on-the-run),* sia per quelli *off-the-run*. Disallineamenti tra i prezzi di titoli omogenei (per tipologia e per durata residua) sono risultati limitati nel numero, di entità ridotta nel confronto con gli altri maggiori emittenti sovrani europei. Gli effetti della crisi greca sono rientrati nel corso dell'estate (fig. 3.10): gli spread denaro-lettera sono ridiscesi ai livelli dell'inizio dell'anno; le quantità quotate e gli scambi sono aumentati anche per i titoli meno liquidi. Le tensioni sono riemerse in novembre, in connessione con la crisi irlandese; nel complesso la liquidità e lo spessore del mercato secondario dei titoli di Stato sono ancora inferiori ai livelli antecedenti la crisi finanziaria.

…e ha continuato a guidare gli operatori nella definizione dei prezzi in asta

La funzionalità della piattaforma elettronica MTS ha agevolato i collocamenti di titoli sul mercato primario da parte del Tesoro. I volumi scambiati sui prestiti prossimi all'emissione sono stati cospicui e hanno contribuito a ridurre l'incertezza dei potenziali acquirenti, facilitando la successiva definizione dei prezzi in asta. La differenza tra il prezzo dei collocamenti e quello prevalente sull'MTS subito prima dell'asta è rimasta generalmente contenuta, nell'ordine di pochi centesimi di punto percentuale per il BTP a 10 anni (fig. 3.11). All'ordinato funzionamento del mercato hanno contribuito gli operatori specialisti in titoli di Stato (cfr. il riquadro: *Il contributo degli operatori specialisti alle negoziazioni nell'MTS*).

Figura 3.9

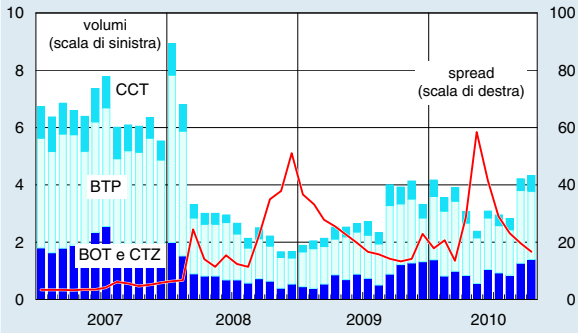
Durata finanziaria media dei titoli di Stato (1)
(durata in anni sulle consistenze di fine periodo)



Fonte: OCSE, Thomson Reuters Datastream e Banca d'Italia.
(1) Durata finanziaria misurata sul debito domestico. Dati di fonte Banca d'Italia per l'Italia; per gli altri paesi, dati di fonte OCSE per gli anni 2007-09, Reuters per il 2010. – (2) Dati riferiti a settembre.

Figura 3.10

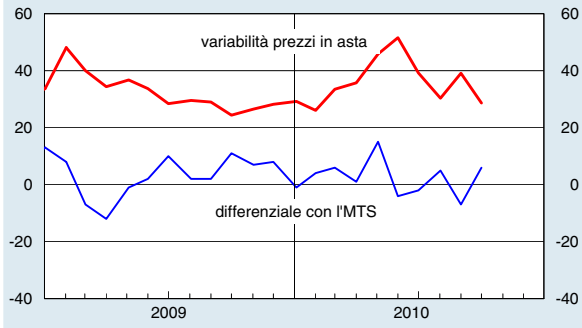
Differenziale denaro-lettera e volumi scambiati sull'MTS (1)
(dati mensili; punti base e miliardi di euro)



(1) Lo spread è calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati sui BTP quotati sull'MTS durante la giornata operativa. Dati fino alla fine di ottobre 2010.

Figura 3.11

Variabilità dei prezzi in asta e differenziale rispetto all'MTS: BTP a 10 anni (1)
(dati rilevati in occasione delle aste; punti base)



(1) Deviazione standard dei prezzi proposti dagli operatori partecipanti alle singole aste e differenza tra il prezzo di collocamento e il prezzo del titolo in asta rilevato sull'MTS cinque minuti prima del termine per la presentazione delle domande.

IL CONTRIBUTO DEGLI OPERATORI SPECIALISTI ALLE NEGOZIAZIONI NELL'MTS

L'ordinato funzionamento e l'efficienza dell'MTS rappresentano un importante fattore di stabilità per il sistema finanziario italiano. Anche per tale ragione, l'ordinamento attribuisce alla Banca d'Italia uno specifico ruolo di vigilanza su tale infrastruttura; essa quindi elabora indicatori quantitativi finalizzati a valutare il contributo dei singoli operatori con funzioni di *market maker* all'efficienza complessiva dell'MTS. I titoli quotati sono suddivisi in sette gruppi in base alla categoria di appartenenza e al grado di liquidità. Per ciascun gruppo sono analizzati diversi parametri riferiti ai singoli *market makers*: lo spread medio, ponderato per il tempo di esposizione della quotazione sulla piattaforma; le richieste di negoziazione ricevute; il numero dei titoli quotati e quello dei titoli per cui sono state concluse operazioni; le quantità quotate ponderate per il tempo in cui sono state esposte.

L'insieme di questi indicatori mostra che durante la crisi gli operatori hanno concorso in maniera differenziata al funzionamento del mercato: si è ridotto il contributo di alcuni grandi intermediari internazionali, mentre l'apporto delle banche italiane è rimasto in linea con quello osservato in passato, mostrando un miglioramento nei parametri relativi all'attività di negoziazione. In particolare, durante la fase di tensione da aprile a giugno 2010, le nostre banche hanno continuato a garantire liquidità agli scambi sia per i titoli che tradizionalmente rivestono maggior rilievo per il mercato domestico (quali i CCT), sia per gli altri. La quota di mercato degli operatori esteri che partecipano in accesso remoto all'MTS rimane molto elevata (circa l'80 per cento degli scambi); solo tre dei venti specialisti in titoli di Stato selezionati dal Ministero dell'Economia e delle finanze sono banche italiane.

La concentrazione degli scambi presso i maggiori operatori dell'MTS è in leggero ma progressivo aumento. A contenere i rischi che possono scaturire da questa tendenza contribuisce il ricorso alla controparte centrale, che riguarda ormai oltre l'80 per cento degli scambi a pronti. L'aumento della concentrazione riflette sia le operazioni di fusione avvenute tra operatori internazionali a seguito della crisi finanziaria, sia l'uscita dal mercato di alcune banche italiane piccole e medie, che hanno trasferito la propria attività di negoziazione su BondVision. Attraverso l'utilizzo di una piattaforma in rete questo mercato mette direttamente in contatto gli operatori principali dell'MTS con altri intermediari e investitori istituzionali (imprese di assicurazione e società di gestione del risparmio).

I nuovi contratti futures potrebbero accrescere la liquidità dei BTP

Dall'avvio della crisi, il calo della correlazione tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani e tedeschi ha reso meno efficace la pratica, diffusa in passato, di utilizzare strumenti derivati sui Bund per la gestione dei rischi sui BTP. Il mercato dei derivati Eurex ha pertanto introdotto nel settembre del 2009 un contratto sul BTP decennale, seguito nell'ottobre del 2010 da uno su quello triennale. Sebbene questi contratti non abbiano finora riscosso particolare interesse da parte degli investitori, in prospettiva essi potrebbero conferire liquidità ai titoli italiani e contribuire a contenerne la volatilità e i rendimenti.

Le forti pressioni al ribasso registrate in più occasioni dai corsi dei titoli azionari e obbligazionari hanno spinto alcune autorità di vigilanza a introdurre misure restrittive sull'attività di vendita allo scoperto (*short selling*) e la Commissione europea a proporre specifiche regole in materia (cfr. il riquadro: *La proposta di una normativa europea sullo* short selling).

LA PROPOSTA DI UNA NORMATIVA EUROPEA SULLO *SHORT SELLING*

La Commissione europea ha recentemente proposto l'adozione di un regolamento su *Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps* (1). L'iniziativa, che riguarda sia i titoli sia i CDS (spesso

(1) Vende allo scoperto (*short selling*) l'intermediario che non è in possesso del titolo oggetto della negoziazione e che intende comprarlo a una data futura. Una particolare tipologia di operazione è il cosiddetto *naked short selling*, in cui al momento della negoziazione il venditore non ha fatto in modo di prendere il titolo a prestito prima della data di regolamento dell'operazione.

utilizzati per assumere posizioni al ribasso sui titoli obbligazionari sottostanti), mira a mitigare i rischi per l'ordinato svolgimento delle negoziazioni che possono derivare dalle vendite allo scoperto in fasi di tensione sui mercati finanziari. A tal fine, alle competenti autorità degli Stati europei e alla European Securities and Markets Authority (ESMA) verrebbe conferito il potere di imporre limiti temporanei alle vendite allo scoperto o alle transazioni in CDS. All'ESMA verrebbe affidato il coordinamento delle diverse iniziative (cfr. anche il riquadro: *La riforma della vigilanza finanziaria in Europa*, in *Bollettino economico*, n. 62, 2010). La proposta prevede inoltre di accrescere le informazioni a disposizione delle autorità di vigilanza.

Ai potenziali vantaggi dell'iniziativa si affiancano possibili controindicazioni. In particolare, l'introduzione di un regime di trasparenza sull'attività di *short selling* potrebbe inibire operazioni utili al processo di formazione dei prezzi. Il testo normativo attualmente all'esame del Consiglio e del Parlamento europei tiene conto di tali preoccupazioni relativamente al mercato dei titoli di Stato, prevedendo la comunicazione delle informazioni (*disclosure*) solo verso le autorità ed esentando dalle norme talune tipologie di operazioni (*market making* e attività svolte sul mercato primario). Vengono individuate infine soglie per l'attivazione delle misure che tengano conto delle specificità nazionali.

3.5 IL MERCATO DEI CREDIT DEFAULT SWAP

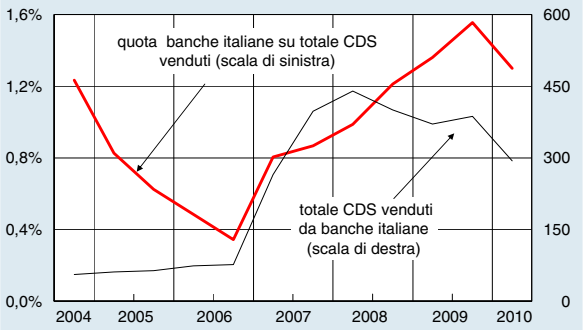
Il valore nozionale dei CDS sugli emittenti italiani è cospicuo

Le posizioni in CDS delle banche italiane sono sostanzialmente bilanciate (cfr. il par. 2.3). Misurata sulla base del valore nozionale lordo dei CDS venduti, l'attività delle nostre banche su questo mercato alla metà del 2010 era di quasi 300 miliardi di dollari (3), pari all'1,3 per cento dell'importo in circolazione a livello globale (fig. 3.12) (4). Il peso dei nostri intermediari in tale segmento è di gran lunga inferiore alla loro incidenza sulle attività bancarie complessive a livello internazionale (dell'ordine del 5 per cento con riferimento ai maggiori paesi).

Figura 3.12

Le banche italiane nel mercato dei CDS

(dati semestrali; miliardi di dollari e quota percentuale sui valori nozionali lordi in essere)



Fonte: elaborazioni su dati BRI e Banca d'Italia.

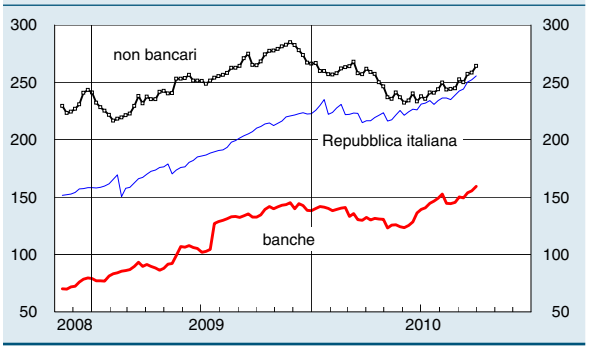
Informazioni dettagliate sugli emittenti dei titoli sottostanti ai CDS (le cosiddette *reference entities*) venduti dalle banche italiane non sono disponibili. Dal 2008 sono state invece rese pubbliche statistiche sulle *reference entities* anche italiane, indipendentemente dall'intermediario che ha negoziato il CDS. Nel settembre del 2010 il volume nozionale lordo dei contratti in circolazione relativi a titoli emessi dallo Stato italiano superava i 250 miliardi di dollari (fig. 3.13), il valore massimo a livello globale su CDS riferiti a un singolo emittente (*single name*). Pressoché equivalente è il corrispondente valore nozionale relativo al complesso delle società non bancarie italiane, mentre quello con *reference entity* di origine bancaria è valutato in circa 160 miliardi. Complessivamente, i CDS su emittenti italiani rappresentano il 4 per cento dei contratti *single name* a livello mondiale.

(3) Valore nozionale lordo dei contratti CDS venduti dalle banche italiane. Questa misura non è confrontabile con il valore di mercato (fair value) dei CDS descritto nel par. 2.3.
(4) Dalla seconda metà del 2008, i principali intermediari a livello globale si sono accordati per eliminare in modo reciproco le posizioni ridondanti; l'operazione, cui nell'industria si fa riferimento col termine di *compression*, avviene su base multilaterale, avvalendosi allo scopo anche di società specializzate. Ciò ha favorito una contrazione della consistenza complessiva dei CDS a livello globale.

In rapporto all'ammontare dei titoli consegnabili (5), l'incidenza dei CDS sui titoli pubblici italiani è del 13 per cento, inferiore alla media dei paesi europei (15 per cento; fig. 3.14); valori del rapporto significativamente superiori alla media si rilevano per i tre paesi che nei mesi scorsi sono stati interessati da timori circa la sostenibilità dei conti pubblici. Il rapporto tra volume dei CDS e debito consegnabile è particolarmente elevato per gli emittenti privati (fig. 3.15), soprattutto quelli non bancari; le differenze tra diverse categorie di debitori risultano nettamente maggiori rispetto a quelle tra paesi, suggerendo l'esistenza di una relazione positiva tra il rapporto e il rischio di credito degli emittenti percepito dagli investitori. Esse possono tuttavia riflettere anche le diverse fasi di sviluppo dei vari segmenti di mercato (i CDS sui titoli sovrani rappresentano un fenomeno più recente rispetto a quelli su altri emittenti).

Figura 3.13

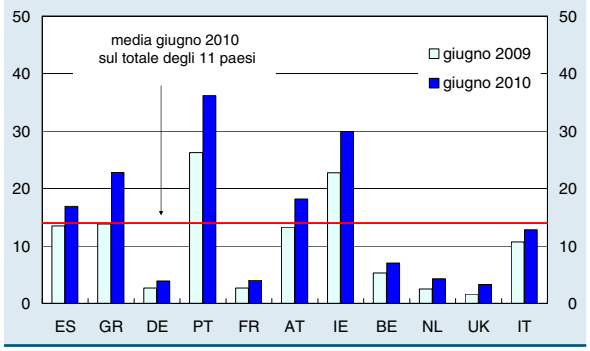
CDS con *reference entity* italiana (1)
(dati settimanali; consistenze in miliardi di dollari; valori nozionali lordi)



Fonte: elaborazioni su dati della Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC).
(1) La *reference entity* è l'emittente del titolo oggetto del contratto CDS.

Figura 3.14

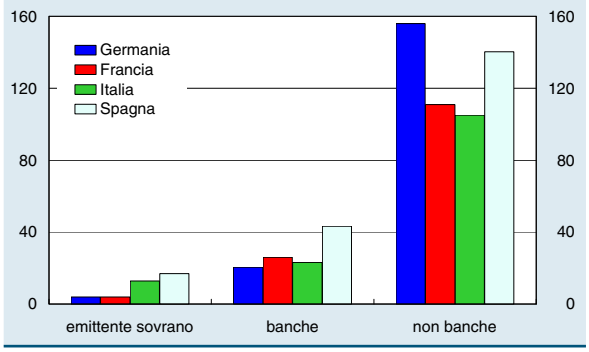
Rapporto tra CDS e debito consegnabile di emittenti sovrani (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati della Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) e Bloomberg.
(1) Rapporto tra valore nozionale lordo dei CDS in essere e valore del debito consegnabile, calcolato sulla base delle definizioni dell'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) per i derivati creditizi.

Figura 3.15

Rapporto tra CDS e debito consegnabile per alcuni paesi dell'area dell'euro (1)
(dati al 26 giugno 2010; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati della Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) e Bloomberg.
(1) Rapporto tra valore nozionale lordo dei CDS in essere e valore del debito consegnabile, calcolato sulla base delle definizioni dell'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) per i derivati creditizi.

Nel mercato dei CDS, come per altri prodotti derivati, l'ammontare del valore nozionale lordo dei contratti in essere è ampiamente superiore al corrispondente valore netto, ossia l'importo delle posizioni che non sono state compensate dai singoli intermediari con altre di segno opposto. Il rapporto tra queste due grandezze è di circa 9 volte per i contratti sui titoli della Repubblica italiana e di circa 16 per le altre *reference entities* italiane, bancarie e non bancarie (differenze simili si registrano in altri maggiori paesi europei). Il divario tra le grandezze lorde e quelle nette riflette in parte il fatto che i contratti sono utilizzati dagli operatori al fine di prendere posizioni sul mercato e non unicamente al fine di acquisire una copertura assicurativa contro il rischio di insolvenza dell'emittente.

(5) Si indicano come consegnabili i titoli emessi dalla *reference entity* rispetto ai quali, nell'ipotesi di una sua inadempienza, il detentore del CDS ha diritto di ottenere il rimborso dall'intermediario che ha venduto il CDS stesso.

3.6 IL RUOLO DELLA CONTROPARTE CENTRALE

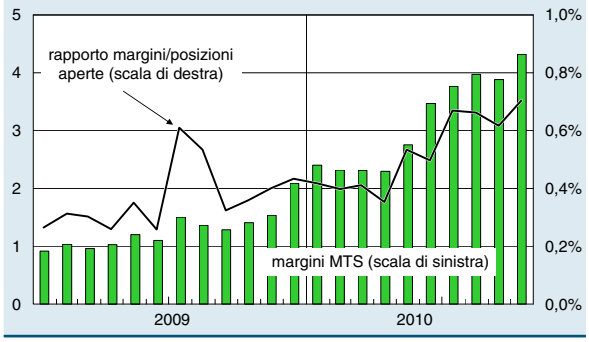
La Cassa di compensazione e garanzia ha aumentato i margini

Nei mesi scorsi l'elevata volatilità dei mercati ha indotto la Cassa di compensazione e garanzia (CCG) ad aumentare, in più occasioni, i margini iniziali relativi ai diversi strumenti (fig. 3.16). Essa ha inoltre reso più frequenti gli esercizi di stress e ha accresciuto il valore medio dei fondi di garanzia mutualistici (*default funds*) per i comparti obbligazionario e azionario (cfr. il riquadro: *La Cassa di compensazione e garanzia*).

Figura 3.16

Cassa di compensazione e garanzia: posizioni aperte e margini a fronte dei titoli di Stato (1)

(dati mensili; miliardi di euro e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati della CCG.
(1) Posizioni aperte (impegni assunti) dei partecipanti sull'MTS e relativi margini iniziali versati alla CCG.

In prospettiva, l'estensione dei servizi di controparte centrale ai derivati OTC semplificherà i rapporti negoziali fra intermediari e renderà più efficiente la gestione del rischio di controparte. L'accresciuta concentrazione di attività presso un numero ristretto di controparti centrali richiede tuttavia una stretta cooperazione tra le diverse autorità di supervisione sui mercati dei derivati, sulle relative infrastrutture e sugli intermediari che vi operano (cfr. il riquadro: *Iniziative internazionali sui servizi di controparte centrale per i derivati OTC*).

LA CASSA DI COMPENSAZIONE E GARANZIA

La CCG svolge il ruolo di controparte centrale nei mercati azionari, obbligazionari e dei derivati azionari e dell'energia; da ottobre del 2010 essa svolge tale ruolo anche nel segmento garantito NewMIC. L'adesione alla Cassa consente agli operatori di concentrare le negoziazioni effettuate sui mercati presso un unico soggetto, la controparte centrale, che effettua la compensazione delle transazioni (pareggiando le posizioni in acquisto e in vendita di ciascun operatore). Ciò permette agli investitori di minimizzare il rischio di controparte e i costi operativi associati alle negoziazioni. L'interposizione della CCG consente inoltre di negoziare su base anonima, in quanto la garanzia del buon fine del contratto fornita dalla Cassa rende irrilevante l'identità della controparte.

Per proteggersi dal rischio di inadempienza degli operatori, la CCG richiede a ciascun partecipante di versare garanzie su base giornaliera (margini iniziali) o anche infragiornaliera in base al valore delle posizioni aperte (impegni assunti), ipotizzando variazioni dei prezzi "ragionevolmente possibili". Il parametro utilizzato per il calcolo della garanzia (intervallo del margine) è determinato sulla base della variabilità dei prezzi di ciascuno strumento finanziario. Ulteriori rischi, connessi con variazioni dei prezzi molto ampie e in lassi temporali brevi, sono coperti dal ricorso a *default funds*, calcolati sulla base di esercizi di stress effettuati dalla stessa Cassa. La CCG prevede l'attivazione di procedure di acquisto forzoso di strumenti finanziari non consegnati nella giornata prevista (*buy-in*), stabilendone i tempi e le modalità.

Sulle piattaforme elettroniche che trattano titoli di Stato italiani (MTS, EuroMTS e BrokerTec), accordi tra CCG e LCH.Clearnet SA rendono di fatto indifferente per gli intermediari operare con l'una o l'altra controparte centrale.

INIZIATIVE INTERNAZIONALI SUI SERVIZI DI CONTROPARTE CENTRALE PER I DERIVATI OTC

La Commissione europea ha pubblicato lo scorso settembre la proposta di regolamento sui derivati OTC e sulle controparti centrali (European Market Infrastructure Regulation, EMIR), volta

ad accrescere la trasparenza, l'efficienza e la stabilità del mercato dei derivati. Le maggiori novità riguardano: l'introduzione di obblighi di compensazione mediante controparti centrali per i contratti standardizzati su derivati OTC; l'obbligo di comunicazione a sistemi di registrazione elettronica (*trade repositories*) delle informazioni relative a tutti i contratti derivati OTC; la definizione di un regime armonizzato di autorizzazione e vigilanza per le controparti centrali residenti nella Unione europea, con il coinvolgimento dell'ESMA, delle banche centrali e delle autorità di supervisione sugli intermediari creditizi e sui mercati; l'attribuzione all'ESMA del potere di rilascio e revoca della registrazione dei *trade repositories* e l'esercizio della sorveglianza su tali entità. Le previsioni della EMIR sono coerenti con le norme introdotte nel luglio scorso negli Stati Uniti (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act).

Insieme a queste misure sono state promosse varie iniziative internazionali volte a favorire la cooperazione e la condivisione di informazioni sulle infrastrutture per il mercato dei derivati OTC. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria sta valutando i requisiti da applicare alle esposizioni assistite da controparti centrali.

3.7 I SISTEMI DI REGOLAMENTO DEI TITOLI E DEL CONTANTE

Le infrastrutture di regolamento hanno garantito affidabilità e continuità di funzionamento

Nel 2010 TARGET2, malgrado le tensioni nella disponibilità di fondi liquidi emerse a più riprese, ha garantito piena continuità di funzionamento; non si sono verificati ritardi nella chiusura della giornata operativa o nel regolamento. Altrettanto elevata è risultata l'affidabilità delle infrastrutture nazionali utilizzate sia per regolare in TARGET2 gli incassi e i pagamenti della Banca d'Italia, le operazioni del servizio di Tesoreria statale e i saldi multilaterali del sistema al dettaglio BI-COMP, sia per gestire la linea di credito infragiornaliera offerta agli operatori che partecipano alla componente nazionale del sistema (TARGET2-Banca d'Italia). L'ammontare dei pagamenti regolati in TARGET2-Banca d'Italia nel 2010 si è attestato su valori elevati, pari a circa 125 miliardi in media giornaliera (cfr. il riquadro: *Simulazioni degli effetti in TARGET2-Banca d'Italia di uno shock nel mercato interbancario*).

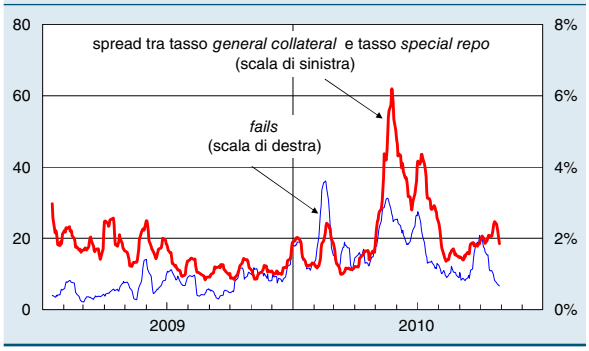
Sono aumentati i *fails* nella consegna dei titoli

I valori trattati nel sistema di regolamento dei titoli Express II, gestito dalla società Monte Titoli e soggetto alla supervisione della Banca d'Italia e della Consob, hanno registrato nei primi nove mesi del 2010 un significativo aumento rispetto allo stesso periodo del 2009. Nello scorso febbraio e successivamente nei mesi da maggio a luglio, la percentuale dei titoli di Stato non consegnati nella giornata di regolamento (*fails*) è cresciuta (fig. 3.17), senza tuttavia inficiare l'ordinato regolamento delle transazioni. L'incremento dei *fails* si è associato a un aumento del costo da sostenere per prendere a prestito i titoli, misurabile dalla cosiddetta *specialness* (la differenza tra il tasso sui contratti pronti contro termine *general collateral* e quelli *special repo* negoziati sull'MTS; cfr. il par. 3.1, nota 2). Esso è essenzialmente legato a fenomeni di scarsità relativa di specifiche tipologie di titoli, in connessione ad esempio con vendite allo scoperto. Possono contribuirvi rigidità nel funzionamento

Figura 3.17

***Fails* su titoli di Stato italiani e spread tra tasso *general collateral* e tasso *special repo* (1)**

(dati giornalieri; medie mobili a 10 giorni; punti base e valori percentuali)



Fonte: Monte Titoli e Banca d'Italia.
(1) *Fails* registrati nel sistema di regolamento Express II.

dei sistemi di regolamento titoli, in particolare nei collegamenti internazionali tra depositari centrali. La Monte Titoli ha avviato un confronto con i partecipanti per individuare miglioramenti volti a consentire una più efficiente gestione delle mancate consegne, soprattutto da parte degli operatori non residenti che interagiscono maggiormente con depositari esteri e internazionali.

In prospettiva, l'avvio di TARGET2-Securities – la piattaforma unica dell'Eurosistema per il regolamento delle transazioni in titoli con moneta di banca centrale – consentirà di accrescere la liquidità e l'integrazione dei mercati, agevolando la diversificazione dei portafogli e la ripartizione dei rischi, con vantaggi per l'efficienza e la stabilità del sistema finanziario.

Resta elevata la concentrazione nel regolamento delle transazioni

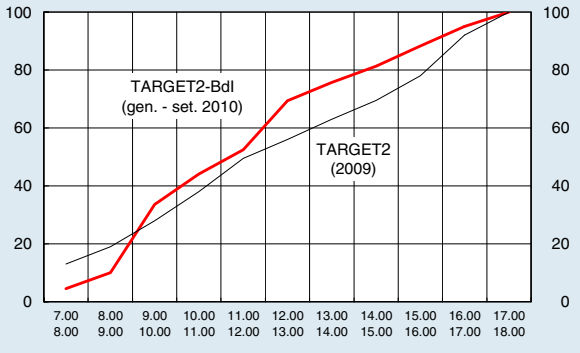
La concentrazione delle operazioni di regolamento del contante resta elevata. Nei primi nove mesi del 2010 tre banche hanno regolato oltre il 45 per cento del totale delle transazioni immesse dalle banche in TARGET2-Banca d'Italia. Nell'utilizzo del credito infragiornaliero, la quota delle prime tre banche sale fino al 90 per cento; ciò riflette l'attività di alcune filiali di banche estere aderenti a TARGET2-Banca d'Italia: esse forniscono liquidità alla casa madre, la quale restituisce i fondi in giornata. Per tali gruppi bancari difficoltà nell'accesso al credito infragiornaliero potrebbero quindi comportare difficoltà nel regolamento delle transazioni.

I sistemi hanno funzionato regolarmente anche nelle fasi di tensione

L'ordinato funzionamento del sistema di regolamento lordo richiede che gli scambi siano regolati con tempestività. Nei primi nove mesi del 2010 (in analogia a quanto avvenuto nel 2009) quasi il 70 per cento dell'ammontare dei pagamenti transitati in TARGET2-Banca d'Italia è stato regolato entro le ore 13.00 (figura 3.18). La corrispondente quota per il complesso dell'area dell'euro, calcolata sull'intero sistema TARGET2, è stata del 56 per cento nel 2009. Il soddisfacente andamento della componente italiana riflette sia fattori strutturali (ad esempio il regolamento delle operazioni dell'e-MID avviene in via automatica tra le 9.00 e le 10.00 del mattino), sia la buona condizione di liquidità delle nostre banche. Il tempestivo regolamento delle transazioni riguarda tutte le principali banche.

Figura 3.18

TARGET2-Banca d'Italia: distribuzione dei pagamenti per fasce orarie
(medie di dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

Nei primi nove mesi del 2010 il numero delle operazioni cancellate per inadempienza della banca debitrice è stato esiguo.

Dall'inizio del 2007 al settembre 2010 la liquidità infragiornaliera erogata dalla Banca d'Italia è quasi raddoppiata (a oltre 7 miliardi in media giornaliera) e si è ridotta rispetto alle garanzie prestate (dal 30 al 12 per cento). Le più ampie linee di credito infragiornaliero così disponibili presso la Banca centrale per esigenze di tesoreria sono indice di maggiore prudenza da parte delle banche (6).

(6) Un ulteriore incremento strutturale delle linee di credito infragiornaliero si è verificato da giugno del 2010, a seguito dell'adozione da parte della Banca d'Italia del sistema di *pooling* (cfr. *Sistema di gestione delle garanzie in* pooling *e dei depositi in titoli*, http://www.bancaditalia.it).

SIMULAZIONI DEGLI EFFETTI IN TARGET2-BANCA D'ITALIA DI UNO SHOCK NEL MERCATO INTERBANCARIO

La Banca d'Italia effettua periodicamente alcuni stress test per valutare sia i rischi sistemici generati dal mercato interbancario non garantito sia l'efficienza e l'affidabilità di TARGET2-Banca d'Italia. L'esercizio valuta la capacità delle banche italiane di onorare i propri impegni di pagamento in presenza di una contrazione inattesa dell'offerta di fondi sul mercato overnight. Si ipotizza che in ciascuna giornata operativa le banche siano in grado di raccogliere solo una certa quota del valore dei depositi overnight presi a prestito (1), pur potendo ricorrere ad altri fondi (quali la liquidità disponibile presso la banca centrale o le riserve secondarie di liquidità sotto forma di titoli). L'entità dello shock viene fatta variare dal 10 al 90 per cento del totale delle negoziazioni dei depositi non garantiti. Si mantengono invece inalterati i rimborsi dei depositi negoziati nei giorni precedenti e tutti i restanti pagamenti in uscita registrati su TARGET2. L'esercizio è stato condotto su due periodi di mantenimento della riserva obbligatoria: dal 12 novembre al 9 dicembre 2008, durante la fase più acuta della crisi, e dall'11 novembre al 7 dicembre 2009.

Tavola

Simulazione di uno shock nel mercato interbancario su dati TARGET2-Banca d'Italia (1)
(valori medi giornalieri)

Contrazione del mercato monetario	Pagamenti non regolati						Ammontare massimo dei pagamenti in coda (2)		Utilizzo del credito aperto (3)	
	milioni di euro		% sul totale del sistema		numero banche coinvolte		milioni di euro		% sul totale	
%	periodo 1	periodo 2	periodo 1	periodo 2	periodo 1	periodo 2	periodo 1	periodo 2	periodo 1	periodo 2
10	36	35	0,04	0,04	5	4	589	2.452	0,6	0,1
30	340	61	0,34	0,07	8	8	3.838	2.820	1,0	0,3
50	785	90	0,87	0,10	14	8	8.521	3.151	1,6	0,7
70	1.436	139	1,51	0,15	18	9	15.444	3.615	2,3	1,2
90	2.069	188	2,22	0,23	23	12	22.940	4.023	2,9	1,9

(1) Periodo 1: 12 novembre-9 dicembre 2008; periodo 2: 11 novembre-7 dicembre 2009; simulazioni effettuate con il simulatore BoF-PSS2 sviluppato dalla Banca di Finlandia. – (2) L'ammontare massimo dei pagamenti in coda è calcolato come variazione addizionale dei pagamenti in lista di attesa rispetto alla situazione effettivamente registrata. – (3) Differenza rispetto ai valori effettivamente registrati nei due periodi.

I risultati dell'esercizio – da valutare alla luce delle semplificazioni metodologiche utilizzate nel condurre le simulazioni (2) – mostrano che anche un drastico calo delle contrattazioni sul mercato interbancario avrebbe effetti limitati sul funzionamento del sistema. Nel primo periodo di mantenimento preso in esame, una contrazione del 50 per cento dei prestiti overnight avrebbe innalzato l'ammontare dei pagamenti non regolati non oltre l'1 per cento del totale, coinvolgendo 14 banche. Nella maggioranza dei casi, gli importi non regolati sarebbero risultati estremamente contenuti in rapporto ai rispettivi flussi immessi nel sistema. Effetti più rilevanti potrebbero invece riguardare i pagamenti in lista di attesa, il cui ammontare sarebbe aumentato di oltre 8 miliardi di euro medi giornalieri. Nel secondo periodo in esame gli effetti dello shock sarebbero stati più lievi.

Questi risultati, nel complesso positivi, dipendono essenzialmente da due fattori. In primo luogo, entrambe le simulazioni si riferiscono a periodi in cui l'incidenza dei prestiti overnight non garantiti sul valore totale dei flussi regolati era significativamente inferiore a quella del periodo precedente la crisi (cfr. il par. 3.1); in secondo luogo, in tali periodi il livello di liquidità media mantenuta sul conto di regolamento dai partecipanti era relativamente elevato.

(1) Depositi negoziati sulla piattaforma e-MID e OTC identificati secondo la metodologia di C. H. Furfine (cfr. il par. 3.1, nota 1).
(2) In particolare, si è ipotizzato che le banche non ritardino l'immissione dei propri pagamenti nel sistema; nella realtà, le banche avrebbero un incentivo a comportarsi in tal senso, aggravando la congestione del sistema.