



BANCA D'ITALIA

EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

novembre 2012

numero

4



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 4 Novembre 2012

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, 2012

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

Giorgio Albareto, Paolo Angelini, Martina Bignami, Pietro Catte, Alessio De Vincenzo, Antonella Foglia, Andrea Generale, Raffaella Giordano, Giorgio Gobbi, Giuseppe Grande, Claudio Impenna, Aviram Levy, Sergio Nicoletti Altimari, Francesco Zollino

Alla redazione hanno contribuito

Luca Arciero, Stefania Bacchetta, Laura Bartiloro, Carlo Bertucci, Marcello Bofondi, Pierluigi Bologna, Elisa Brodi, Mauro Bufano, Marianna Caccavaio, Francesco Cannata, Maria Laura Caserta, Laura Cerami, Francesco Ciarniello, Wanda Cornacchia, Giuseppe Della Corte, Pierluigi Dialuce, Giovanni Di Iasio, Fabrizio Fabi, Stefano Federico, Cristina Floccari, Piero Franchini, Giovanni Guazzarotti, Andrea Ianni, Silvia Magri, Juri Marcucci, Katia Mastrodomenico, Giancarlo Mazzoni, Arianna Miglietta, Andrea Nobili, Stefano Nobili, Marcello Pagnini, Giovanni Pepe, Alessandro Picone, Federico Pierobon, Mario Pietruni, Anna Rendina, Marco Rocco, Rosario Romeo, Tiziana Rosolin, Paola Rossi, Giovan Battista Sala, Laura Santuz, Marco Savegnago, Federico Maria Signoretti, Annamaria Taormina, Roberto Tedeschi, Silvia Vori, Andrea Zaghini
Alla redazione del paragrafo 3.6 hanno collaborato Carla Desideri, Roberto Novelli e Fausto Parente (Isvap)

Aspetti editoriali e grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano, Valentina Memoli, Rosanna Visca

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

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 5 novembre 2012, salvo diversa indicazione

Stampato nel mese di novembre del 2012 presso la Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

INDICE

SINTESI	5
1 I RISCHI MACROECONOMICI E I MERCATI INTERNAZIONALI	7
1.1 I principali rischi macroeconomici e finanziari	7
1.2 La segmentazione dei mercati bancari e dei titoli di Stato dell'area dell'euro	13
1.3 I mercati immobiliari	18
2 LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE	23
2.1 Le famiglie	23
2.2 Le imprese	24
3 IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO	28
3.1 La valutazione del mercato sulle banche italiane	28
3.2 Il credito	29
3.3 La provvista delle banche, il rischio di liquidità, il rischio di rifinanziamento	37
3.4 Il rischio di tasso di interesse e il rischio di mercato	41
3.5 Il patrimonio e la redditività	42
3.6 Le assicurazioni	44
4 I MERCATI, IL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA E LE INFRASTRUTTURE DI PAGAMENTO	49
4.1 Il mercato della liquidità	49
4.2 Il rifinanziamento presso l'Eurosistema	51
4.3 Il mercato dei titoli di Stato	53
4.4 Il mercato dei credit default swap	58

INDICE DEI RIQUADRI

La dinamica del debito pubblico dell'Italia	10
Gli spread sovrani e il rischio di reversibilità dell'euro	14
Le determinanti dei prezzi delle case in Italia	20
Il costo del finanziamento obbligazionario per le imprese	25
La trasmissione delle tensioni sui mercati del debito sovrano all'attività delle banche in Italia	31
I tassi di copertura e gli stralci delle perdite	35
Il <i>funding gap</i> delle banche italiane	38
La posizione di liquidità delle banche italiane e l' <i>asset encumbrance</i>	40
Gli attivi ponderati per il rischio delle banche italiane	43
Il rischio di liquidità infragiornaliero delle banche operanti in TARGET2-Banca d'Italia	50
L'efficienza del mercato secondario dei titoli di Stato	55
La domanda di titoli pubblici italiani da parte di non residenti	56

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia;
per i dati dell'Istituto si omette l'indicazione della fonte.

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.
-

SINTESI

In Europa sono stati scongiurati scenari di instabilità estrema...

Negli ultimi mesi gli interventi della Banca centrale europea (BCE) e le misure decise a livello sia europeo sia nazionale hanno attenuato i timori di una crisi dirompente nell'area dell'euro; insieme con alcuni segnali di ripresa della domanda negli Stati Uniti e nelle economie emergenti, ciò ha migliorato le condizioni dei mercati finanziari.

...ma permangono rischi significativi per la stabilità finanziaria

Il principale rischio per la stabilità finanziaria in Europa rimane la spirale tra bassa crescita economica, crisi del debito sovrano e condizioni dei sistemi bancari. Pesa inoltre la frammentazione lungo linee nazionali dei mercati bancari e finanziari dell'area dell'euro, determinata soprattutto dall'emergere di timori di reversibilità dell'Unione monetaria. Per contrastare questi rischi, il Consiglio direttivo della BCE ha varato un programma di interventi sui mercati dei titoli di Stato (Outright Monetary Transactions) per ripristinare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria. La piena efficacia degli interventi è condizionata dalla prosecuzione del percorso di integrazione europea e dei processi di riforma strutturale avviati in più paesi.

L'economia italiana beneficia dell'allentamento delle tensioni sui titoli di Stato

In Italia si registra un calo dello spread sovrano e il ritorno degli investitori esteri sul mercato dei titoli di Stato. La debolezza della domanda interna sta favorendo un significativo miglioramento dei conti con l'estero. Malgrado il peggioramento del quadro economico la politica di bilancio resta orientata al risanamento finanziario. I timori circa i progressi nell'azione di riforma, legati all'incertezza sull'evoluzione del quadro politico, rappresentano un rischio per il costo del debito.

La contrazione del prodotto e le incerte prospettive di ripresa si riflettono sui prezzi degli immobili

Il mercato immobiliare mostra debolezza: dalla fine dello scorso anno la flessione delle compravendite si accompagna a una moderata

riduzione dei prezzi delle abitazioni; tali andamenti riflettono la contrazione del reddito disponibile reale delle famiglie e le tensioni nelle condizioni di offerta di credito. Non emergono indicazioni di sovravalutazione degli immobili. Il calo dei prezzi dovrebbe proseguire nei prossimi mesi; potrebbe prolungarsi qualora le prospettive di ripresa economica dovessero allontanarsi. Eventuali effetti sulla qualità degli attivi bancari sarebbero modesti.

Le condizioni finanziarie del complesso delle famiglie rimangono equilibrate...

Le condizioni finanziarie delle famiglie rimangono nel complesso equilibrate, grazie al ridotto indebitamento e all'elevata quota di attività finanziarie a basso rischio. In questa fase il servizio del debito è contenuto soprattutto dal basso livello dei tassi di interesse. Il principale rischio è rappresentato dalla debolezza dinamica del reddito.

...ma la difficile congiuntura pesa sulla situazione delle imprese...

La sfavorevole congiuntura economica sta incidendo sulla redditività e sulla capacità di autofinanziamento delle imprese, le cui condizioni finanziarie mostrano segni di tensione. Le aspettative relative ai prossimi mesi sono improntate a un minore pessimismo. I più importanti fattori di rischio sono connessi con l'evoluzione congiunturale e con il permanere di difficoltà di accesso al credito.

...contribuendo alla contrazione del credito...

Il calo dei prestiti bancari risente della debolezza della domanda. L'attenuarsi delle tensioni di liquidità delle banche si è riflesso in un graduale miglioramento delle condizioni di offerta di credito, che rimangono tuttavia restrittive rispetto alla prima metà del 2011.

...e al peggioramento della qualità dei prestiti bancari

La qualità del credito bancario continua a risentire della recessione. I crediti deteriorati alle imprese sono ancora aumentati in tutti i settori di attività economica, in particolare nel comparto delle costruzioni.

Il tasso di deterioramento del credito alle famiglie rimane invece basso, riflettendo la loro solida situazione patrimoniale e la tradizionale prudenza dei criteri di erogazione dei finanziamenti. Vi contribuisce il quadro normativo, che incentiva il contenimento del rapporto tra ammontare di un mutuo e valore della garanzia (loan to value) e richiede al mutuatario di restituire il debito indipendentemente dall'andamento del valore dell'immobile.

La Banca d'Italia ha intensificato il vaglio sull'adeguatezza delle rettifiche di valore

Le banche hanno accresciuto le rettifiche di valore a fronte del rischio di credito; tuttavia, in rapporto al totale dei prestiti deteriorati esse risultano in calo. La Banca d'Italia sta intensificando il vaglio sull'adeguatezza delle rettifiche di valore, tenendo conto di variabili sia aggregate (valori medi di sistema, prospettive dell'economia reale) sia individuali. Alle banche che presentano tassi di copertura inadeguati sono richiesti rapidi interventi correttivi.

Cresce la raccolta al dettaglio, migliorano le condizioni di liquidità e prosegue il rafforzamento del patrimonio...

La raccolta bancaria al dettaglio continua a crescere; il funding gap (la quota di prestiti non finanziata da raccolta al dettaglio) è sceso al 16 per cento e al 13 escludendo le filiazioni di banche estere. Le condizioni di liquidità hanno registrato un netto miglioramento da luglio, con l'attenuarsi dei rischi sovrani. Alcuni gruppi bancari sono tornati a emettere sui mercati all'ingrosso; il ricorso al rifinanziamento dell'Eurosistema ha smesso di crescere. Gli intermediari italiani dispongono delle risorse liquide necessarie per fronteggiare le passività in scadenza e per finanziare l'economia; anche la dotazione di collaterale rimane assai ampia.

Il core tier 1 ratio dei principali gruppi italiani è ulteriormente cresciuto, al 10,2 per cento. L'azione di rafforzamento patrimoniale mira a far fronte al deterioramento dell'economia. La leva finanziaria delle banche italiane rimane bassa nel confronto con i principali gruppi bancari europei.

...ma le prospettive per la redditività restano incerte

Sulla redditività bancaria continua a incidere il deterioramento della qualità del credito. Le banche devono proseguire, intensificandole, le politiche di riduzione dei costi.

La situazione patrimoniale delle assicurazioni rimane solida

Le principali compagnie di assicurazione italiane registrano un aumento della redditività dovuto principalmente al positivo andamento della gestione finanziaria. Gli indici di solvibilità dei rami vita e danni sono ampiamente superiori ai requisiti regolamentari. Nel complesso, i rischi principali per il settore derivano dal protrarsi della fase di debolezza congiunturale, che deprime la dinamica dei premi e alimenta le richieste di riscatto, e dalle condizioni di incertezza sui mercati finanziari, in considerazione della rilevante dimensione del portafoglio di titoli di Stato.

Sul mercato monetario l'attività resta concentrata nei segmenti garantiti

Sul mercato interbancario italiano gli scambi rimangono concentrati nei contratti assistiti da garanzia. La liquidità è in graduale miglioramento; le condizioni di costo sono tornate in linea con quelle dei mercati esteri.

Il mercato dei titoli di Stato mostra segni di miglioramento

Le emissioni di titoli pubblici sono proseguite con regolarità anche nelle fasi di maggiore tensione. La ripresa degli acquisti da parte degli investitori esteri negli ultimi mesi è seguita alla considerevole discesa dei tassi sulle nuove emissioni. La vita media residua dello stock di debito pubblico rimane elevata nel confronto con i principali emittenti sovrani dell'area dell'euro. La liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato è ulteriormente migliorata. Nel 2013 le scadenze di titoli a medio e a lungo termine saranno di ammontare inferiore rispetto al 2012 e avranno una distribuzione più uniforme nel corso dell'anno.

1 I RISCHI MACROECONOMICI E I MERCATI INTERNAZIONALI

1.1 I PRINCIPALI RISCHI MACROECONOMICI E FINANZIARI

L'area dell'euro mostra nuovi segni di debolezza...

L'economia dell'area dell'euro mostra nuovi segni di debolezza, con andamenti difforni tra paesi. La domanda interna risente della perdurante incertezza sull'evoluzione della crisi del debito sovrano, oltre che delle manovre restrittive di finanza pubblica attuate in più paesi. Ha inoltre inciso il rallentamento delle altre principali economie (fig. 1.1; cfr. *Bollettino economico*, n. 70, 2012). Solo di recente sono emersi segnali di rafforzamento negli Stati Uniti e in alcune economie emergenti.

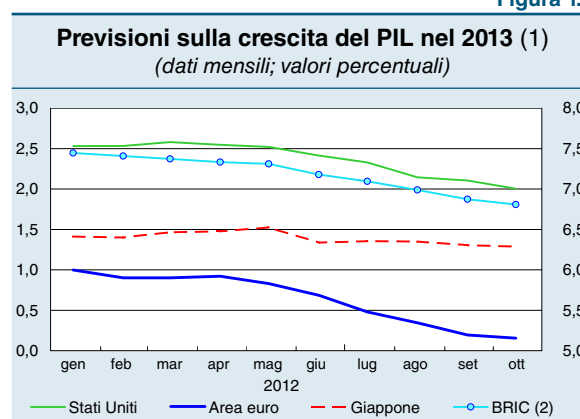
...ma si attenua la crisi del debito sovrano, grazie all'azione della BCE...

Al fine di sostenere la crescita, le banche centrali degli Stati Uniti, del Regno Unito e del Giappone hanno annunciato ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria. In agosto il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha varato un programma di acquisto di titoli di Stato (Outright Monetary Transactions) volto a ripristinare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. L'annuncio ha dissipato i timori di eventi particolarmente sfavorevoli (*tail risk*); nei paesi dell'area più colpiti dalla crisi ha coinciso con un netto calo dei premi per il rischio sui titoli sovrani e bancari (fig. 1.2.a) e con un'attenuazione dei timori di contagio (fig. 1.2.b); ciò ha contribuito alla ripresa delle emissioni obbligazionarie non garantite da parte di banche sia italiane sia spagnole sui mercati internazionali (fig. 1.2.c).

...ai progressi delle politiche a livello europeo...

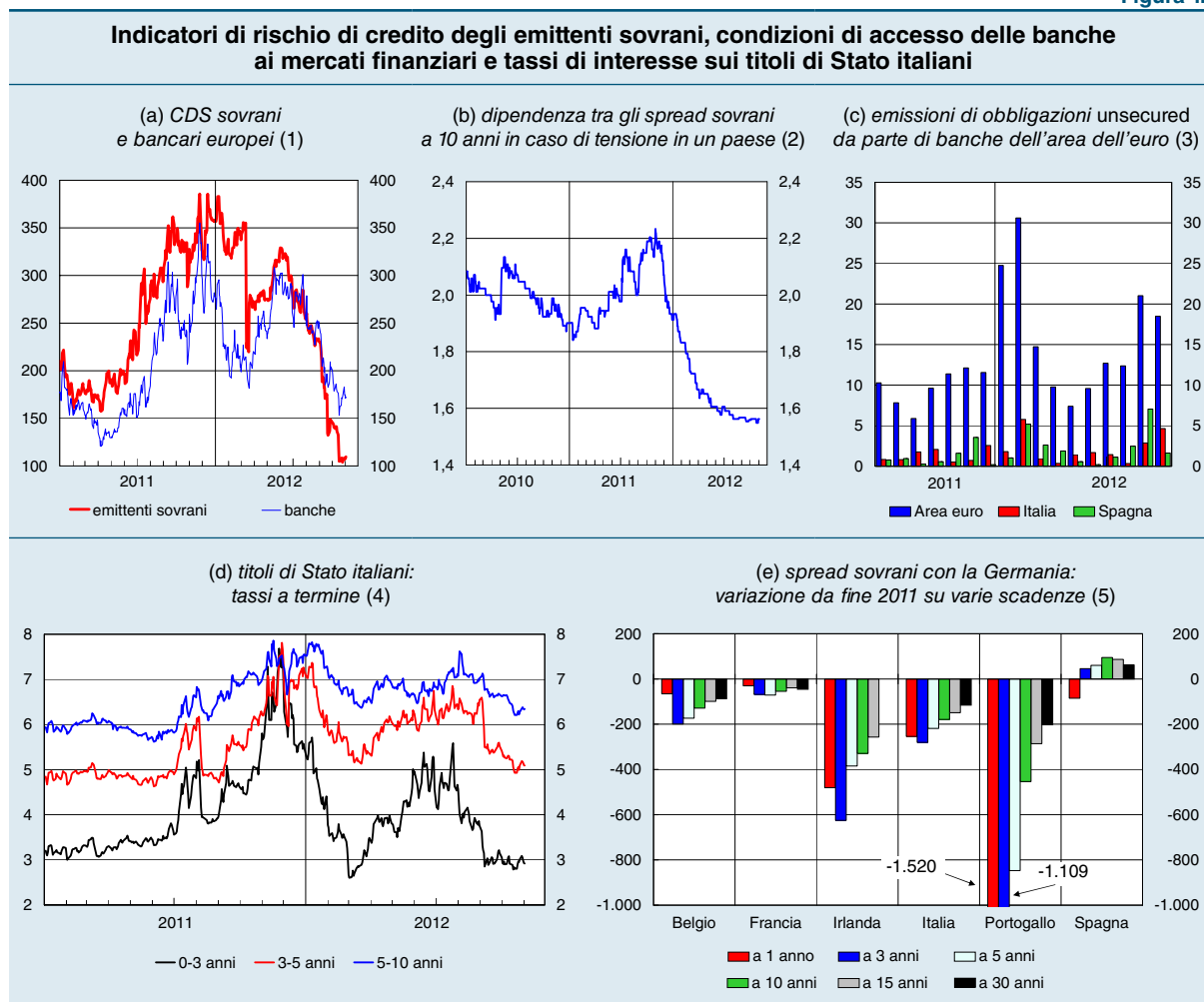
A contenere le tensioni nell'area dell'euro concorrono le decisioni prese dal Consiglio europeo nelle riunioni del 28-29 giugno e del 18-19 ottobre scorsi. Tali decisioni configurano passi decisivi verso la piena integrazione finanziaria, mediante il rapido passaggio a un sistema unico di vigilanza bancaria, affiancato da meccanismi europei di risoluzione delle crisi bancarie e di garanzia dei depositi; esse contemplano inoltre una maggiore integrazione delle politiche economiche e di bilancio, nonché una rafforzata legittimità democratica dei processi decisionali. In particolare, il Consiglio ha esortato i legislatori a istituire con rapidità il meccanismo di vigilanza unico, al fine di spezzare il circolo vizioso tra banche e debito sovrano, con l'obiettivo di concordare il quadro legislativo entro il 1° gennaio 2013; i lavori finalizzati all'attuazione operativa si svolgeranno nel corso del prossimo anno. La ricapitalizzazione diretta delle banche mediante lo European Stability Mechanism (ESM) sarà possibile una volta istituita la vigilanza unica. Il 20 luglio i Ministri delle finanze dell'area dell'euro hanno approvato un piano di assistenza finanziaria (fino a 100 miliardi di euro)

Figura 1.1



Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics.

(1) Previsioni formulate nel mese indicato sull'asse orizzontale. – (2) Scala di destra; media ponderata delle previsioni relative a Brasile, Russia, India e Cina, con pesi calcolati sulla base dei corrispondenti valori del PIL nel 2010, valutato alla parità dei poteri d'acquisto.



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Dealogic e Thomson Reuters Datastream.

(1) Punti base. Indici iTraxx relativi a panieri di CDS su emittenti sovrani e finanziari (in prevalenza banche). Il sensibile calo dell'indicatore relativo agli emittenti sovrani nel marzo 2012 è dovuto alla fuoriuscita del CDS sulla Grecia dal paniere. – (2) Numero di paesi, su 7 considerati. L'indicatore si basa sui differenziali di interesse con la Germania (sulla scadenza decennale) di 7 paesi dell'area dell'euro (Belgio, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna). Il valore dell'indicatore mostra il numero atteso di paesi che subirebbero un rialzo del differenziale superiore al 95° percentile della sua distribuzione (stimata sui 2 anni precedenti) qualora un rialzo del differenziale di quella entità avvenisse in almeno uno dei paesi considerati. – (3) Dati mensili, in miliardi di euro. Obbligazioni prive di collaterale o garanzia pubblica. – (4) Dati giornalieri, in valori percentuali. Tassi di interesse impliciti nella curva zero-coupon dei titoli di Stato italiani, sulla durata a pronti a 3 anni e sulle durate a termine a 2 e a 5 anni con decorrenza, rispettivamente, a 3 e a 5 anni in avanti. – (5) Variazioni dei differenziali di interesse con la Germania tra la fine del 2011 e il 2 novembre 2012, in punti base. Per l'Irlanda il dato relativo alla scadenza a 30 anni non è disponibile.

per la ricapitalizzazione e la ristrutturazione del sistema bancario spagnolo. In ottobre l'ESM è divenuto operativo, dopo che la Germania – a seguito del parere favorevole della Corte costituzionale tedesca – ne ha ratificato il trattato costitutivo.

...e a quelli conseguiti a livello nazionale

In Italia il peggioramento del quadro macroeconomico si è ripercosso sui conti pubblici. Il Governo ha confermato l'impegno a riportare il disavanzo nel 2012 al di sotto del 3 per cento del PIL; ciò consentirebbe all'Italia di collocarsi il prossimo anno tra i pochi paesi dell'area non sottoposti alla Procedura per i disavanzi eccessivi. Per il triennio 2013-15 la politica di bilancio resta orientata al risanamento finanziario. In particolare, per il 2013 il Governo mira a un indebitamento netto dell'1,8 per cento del PIL e al pareggio in termini strutturali; secondo le stime della Commissione europea diffuse all'inizio di novembre (tav. 1.1), l'indebitamento netto si collocherebbe su un livello lievemente più elevato (2,1 per cento del PIL; 0,4 in termini strut-

Indicatori di sostenibilità finanziaria
(in percentuale del PIL, ove non altrimenti specificato)

PAESI	Disavanzo pubblico (1)			Avanzo primario (1)			Debito pubblico (1)			PIL (tasso di crescita annuo) (2)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Italia	3,9	2,9	2,1	1,0	2,6	3,5	120,7	126,5	127,6	0,4	-2,3	-0,5
Germania	0,8	0,2	0,2	1,8	2,3	2,2	80,5	81,7	80,8	3,0	0,8	0,8
Francia	5,2	4,5	3,5	-2,6	-1,9	-1,0	86,0	90,0	92,7	1,7	0,2	0,4
Spagna	9,4	8,0	6,0	-7,0	-5,0	-2,2	69,3	86,1	92,7	0,4	-1,4	-1,4
Paesi Bassi	4,5	3,7	2,9	-2,4	-1,7	-0,8	65,5	68,8	69,3	1,0	-0,3	0,3
Belgio	3,7	3,0	3,4	-0,4	0,5	0,0	97,8	99,9	100,5	1,8	-0,2	0,7
Austria	2,5	3,2	2,7	0,1	-0,5	0,0	72,4	74,6	75,9	2,7	0,8	0,9
Finlandia	0,6	1,8	1,2	0,5	-0,7	-0,1	49,0	53,1	54,7	2,7	0,1	0,8
Grecia	9,4	6,8	5,5	-2,3	-1,4	0,0	170,6	176,7	188,4	-7,1	-6,0	-4,2
Portogallo	4,4	5,0	4,5	-0,4	-0,5	0,2	108,1	119,1	123,5	-1,7	-3,0	-1,0
Irlanda	13,4	8,4	7,5	-10,0	-4,4	-1,9	106,4	117,6	122,5	1,4	0,4	1,1
Area euro	4,1	3,3	2,6	-1,1	-0,2	0,6	88,1	92,9	94,5	1,4	-0,4	0,1
Regno Unito	7,8	6,2	7,2	-4,6	-3,0	-3,9	85,0	88,7	93,2	0,9	-0,3	0,9
Stati Uniti	10,1	8,7	7,3	-7,8	-6,5	-5,1	102,9	107,2	111,7	1,8	2,2	2,1
Giappone	9,8	10,0	9,1	-8,9	-9,0	-7,9	229,6	236,6	245,0	-0,8	2,2	1,2
Canada	4,4	3,8	3,0	-3,9	-3,2	-2,7	85,4	87,5	87,8	2,4	1,9	2,0

PAESI	Caratteristiche del debito pubblico (3)			Indicatori di sostenibilità		Debiti finanziari del settore privato al 1° trim. 2012		Statistiche verso l'estero a fine 2011	
	Quota in scadenza più disavanzo nel 2012	Vita media residua dei titoli di Stato nel 2012 (anni)	Quota dete- nuta da non residenti nel 2012 (in percen- tuale del debito)	Indicatore S2 (4)	Indicatore FMI (5)	Famiglie	Imprese non finanziarie	Saldo di conto corrente	Posizione netta sull'estero
Italia	30,1	6,6	35,2	-2,8	4,6	45,2	82,7	-3,1	-20,6
Germania	8,5	6,5	61,7	1,8	3,0	58,8	68,5	5,7	32,6
Francia	18,5	6,9	64,1	2,2	7,4	56,8	105,0	-2,0	-15,9
Spagna	22,6	5,7	28,0	4,3	12,7	81,1	135,3	-3,5	-91,7
Paesi Bassi	14,1	6,8	56,0	7,9	9,5	127,3	95,1	9,7	35,5
Belgio	19,4	6,7	57,9	7,5	10,1	54,4	182,9	-1,4	65,7
Austria	8,5	7,7	83,0	3,7	5,9	54,6	106,9	0,6	-2,3
Finlandia	8,6	6,0	90,6	4,9	3,2	63,1	116,7	-1,6	13,1
Grecia	28,9	11,1	55,9	2,1	13,9	61,2	63,3	-9,9	-86,1
Portogallo	27,4	5,7	54,2	-1,2	10,4	91,3	156,7	-6,5	-105,0
Irlanda	15,9	6,4	60,5	6,7	12,9	112,7	219,1	1,1	-96,0
Area euro	....	....	....	2,4	....	65,5	101,2	0,0	-11,5
Regno Unito	15,1	14,4	31,1	5,2	13,1	95,3	111,6	-1,9	-17,3
Stati Uniti	26,3	5,4	30,2	....	19,6	84,4	77,9	-3,1	-26,7
Giappone	59,4	6,0	7,5	....	21,1	66,8	100,1	2,0	54,0
Canada	16,5	5,1	20,9	....	8,2	92,7	50,8	-2,8	-12,4

Fonte: FMI, Eurostat, BCE, Commissione europea, Istat, conti finanziari e bilance dei pagamenti nazionali.

(1) I dati per i paesi europei e l'area dell'euro sono tratti da Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2012*, novembre 2012. I dati per i paesi extra europei sono tratti da FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2012. – (2) I dati per i paesi europei e l'area dell'euro sono tratti da Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2012*, novembre 2012. I dati per i paesi extra europei sono tratti da FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2012. – (3) Dati tratti da FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2012. – (4) Aumento del rapporto avanzo primario/PIL (rispetto al valore del 2011) necessario, date le proiezioni demografiche e macroeconomiche, a soddisfare il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche; la stima tiene conto del livello del debito, delle prospettive di crescita dell'economia, dell'evoluzione dei tassi di interesse e del flusso degli avanzi primari futuri, su cui influisce la dinamica delle spese legate alla demografia. I dati sono tratti dalle valutazioni della Commissione europea sui programmi di stabilità e di convergenza presentati nel 2012. – (5) Aumento del rapporto avanzo primario/PIL che dovrebbe essere conseguito entro il 2020 (e mantenuto per un altro decennio) per portare il rapporto debito/PIL al 60 per cento entro il 2030. Il valore include l'aumento previsto delle spese in campo sanitario e pensionistico tra il 2011 e il 2030.

turali). Il calo dei rendimenti, sia a pronti sia a termine, sui titoli di Stato italiani (fig. 1.2.d), la compressione dello spread sovrano rispetto alla Germania (fig. 1.2.e) e la ripresa degli acquisti di titoli di Stato da parte di operatori esteri (cfr. il riquadro: *La domanda di titoli pubblici italiani da parte di non residenti*) denotano un ritorno di fiducia nella sostenibilità dei conti pubblici italiani. Le prospettive del debito continuano tuttavia a risentire della debole crescita economica, oltre che del livello tuttora elevato del costo di finanziamento; pesano inoltre gli esborsi a sostegno dei paesi in difficoltà (cfr. il riquadro: *La dinamica del debito pubblico dell'Italia e Bollettino economico*, n. 70, 2012).

LA DINAMICA DEL DEBITO PUBBLICO DELL'ITALIA

Esercizi di natura contabile, che esaminano la dinamica del debito pubblico sotto scenari alternativi circa l'evoluzione dei tassi di interesse, mostrano che nel nostro paese il mantenimento del pareggio di bilancio in termini strutturali assicurerebbe una riduzione apprezzabile del rapporto debito/PIL anche qualora i rendimenti all'emissione registrassero una dinamica significativamente meno favorevole di quella attesa. Le analisi prendono come scenario di base le previsioni governative del settembre 2012 sul debito e sulla crescita economica fino al 2015, che scontano un quadro macroeconomico sensibilmente più sfavorevole di quello di aprile (1). Per gli anni successivi si ipotizza il mantenimento del pareggio di bilancio in termini strutturali, assumendo che il costo medio del debito e la crescita rimangano costanti ai livelli del 2015. In questo quadro il rapporto debito/PIL, pari al 126,4 per cento nel 2012, scenderebbe lievemente nel 2013, portandosi al di sotto del 120 per cento nel 2015 e al 102 nel 2020 (figura); l'avanzo primario che assicura il pareggio di bilancio salirebbe al 6 per cento nel 2017 per poi scendere al 5,4 nel 2020.

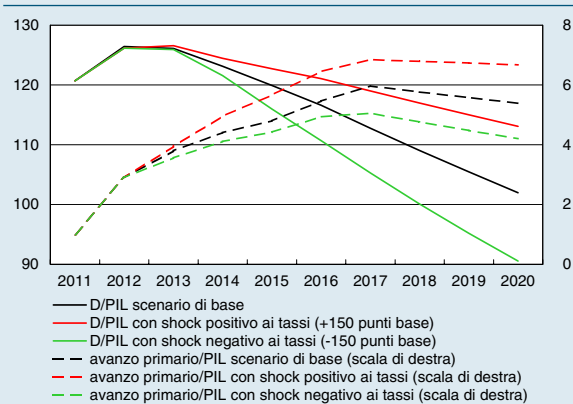
Per valutare l'impatto di uno shock al costo dei finanziamenti, in un primo scenario alternativo si è ipotizzato che da gennaio del 2013 i tassi sui titoli pubblici a lungo termine di nuova emissione siano più elevati di 1,5 punti percentuali rispetto alle previsioni del Governo (il differenziale di rendimento tra i titoli decennali italiani e quelli tedeschi tornerebbe a 500 punti base) e che ciò si ripercuota negativamente sul prodotto (2). In un secondo scenario alternativo, simmetrico al

(1) Cfr. la *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2012*. La crescita dell'economia, negativa sia nel 2012 sia nel 2013 (-2,4 e -0,2 per cento, rispettivamente), sarebbe pari all'1,1 per cento nel 2014 e all'1,3 nel 2015. Oltre alla crescita, sull'andamento del debito influiscono anche il suo onere medio, l'avanzo primario ed eventuali proventi da dismissioni del patrimonio pubblico. L'onere medio del debito aumenterebbe gradualmente, dal 4,5 per cento nel 2012 al 5,1 nel 2015; tale andamento è coerente con un differenziale di rendimento tra i buoni decennali italiani e i corrispondenti titoli tedeschi pari a circa 350 punti base. L'avanzo primario, crescente dal 2,9 per cento del PIL nel 2012 al 4,8 nel 2015, garantirebbe una riduzione dell'indebitamento netto dal 2,6 per cento del PIL nel 2012 all'1,8 nel 2013 e all'1,3 nel 2015 e il conseguimento di un sostanziale pareggio di bilancio in termini strutturali già dal 2013. Si assumono, infine, proventi da dismissioni pari allo 0,6 per cento del PIL nel 2012 e all'1,0 l'anno circa nel triennio 2013-15.

(2) Si ipotizza che l'aumento degli spread per la scadenza annuale sia pari alla metà di quello sulla scadenza decennale. Nostre stime indicano che un aumento dello spread di 100 punti base per la scadenza decennale e di 50 punti base per quella annuale riduca la crescita complessivamente di circa un punto percentuale in tre anni, e che aumenti l'onere medio del debito di 0,1 punti nel primo anno, di 0,2 punti nel secondo e di 0,3 punti nel terzo.

Figura

La dinamica del debito e dell'avanzo primario in rapporto al PIL in diversi scenari



Fonte: Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2012 e nostre elaborazioni.

precedente, una riduzione di pari importo dei tassi porterebbe lo spread a 200 punti base, in linea con il valore che diverse analisi giudicano coerente con i fondamentali dell'economia italiana (cfr. il riquadro: *Gli spread sovrani e il rischio di reversibilità dell'euro*).

I risultati indicano che anche nello scenario sfavorevole il rapporto debito/PIL continuerebbe a ridursi, pur se meno rapidamente (al 113 per cento nel 2020); il pareggio di bilancio richiederebbe tuttavia un avanzo primario crescente, fino al 7 per cento del PIL nel 2017. Nel secondo scenario il debito pubblico scenderebbe al di sotto del 110 per cento del PIL in 5 anni, e al 90 nel 2020; l'avanzo primario necessario per mantenere il pareggio di bilancio diminuirebbe alla fine del periodo previsivo al 4 per cento (un valore di poco superiore a quello medio nei 15 anni precedenti la crisi). La riduzione del rapporto debito/PIL sarebbe lievemente maggiore (tre punti di PIL) se l'avanzo primario fosse mantenuto costante al livello previsto per il 2015.

Migliorano nettamente i saldi di conto corrente di alcuni paesi dell'area, tra cui l'Italia Il rallentamento ciclico, le misure di risanamento dei conti pubblici e le riforme strutturali stanno determinando una forte correzione degli squilibri esterni di alcuni paesi dell'area dell'euro. In Italia, nei dodici mesi terminanti nell'agosto del 2012, il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti si è più che dimezzato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, scendendo all'1,5 per cento del PIL; il saldo dei beni è tornato in avanzo e si è osservata una riduzione delle passività e, per molti settori, delle attività finanziarie sull'estero (cfr. il par. 1.2).

I rischi rimangono elevati... Nonostante i progressi conseguiti a livello europeo e l'attenuazione dei timori di eventi estremi sfavorevoli, le condizioni finanziarie internazionali rimangono fragili. Il principale rischio per la stabilità finanziaria in Europa e in Italia è rappresentato dalla spirale tra bassa crescita economica, crisi del debito sovrano e condizioni del sistema bancario. Ad alimentare questa spirale potrebbero contribuire numerosi fattori.

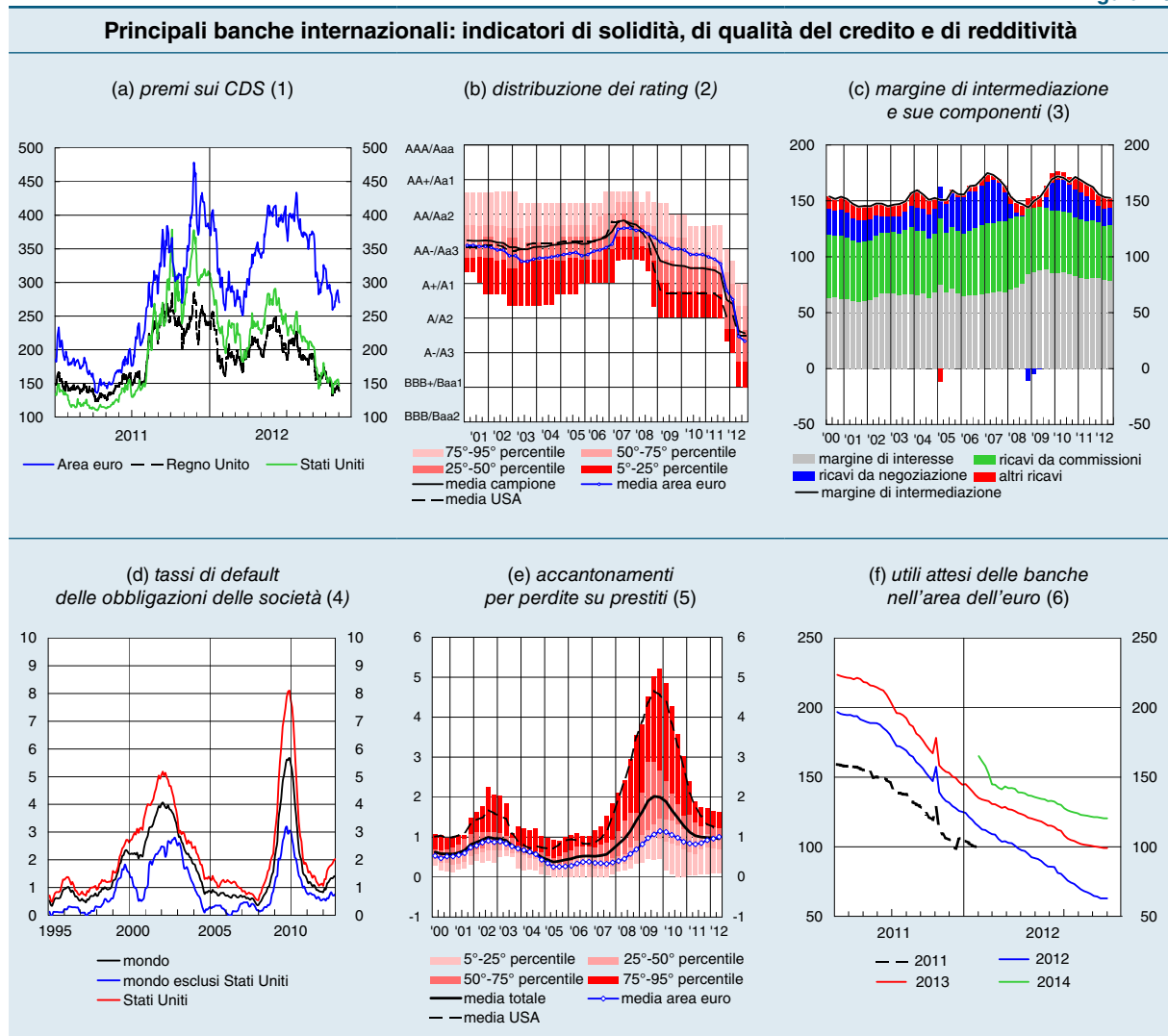
...a causa delle incertezze circa le prospettive di crescita... La moderata ripresa dell'economia europea prevista per il 2013 potrebbe risentire dell'evoluzione congiunturale a livello internazionale. Negli Stati Uniti, in mancanza di un accordo tra le forze politiche per modificare la legislazione vigente, all'inizio del 2013 scatterebbero tagli di spesa e scadrebbero sgravi fiscali significativi; la repentina restrizione fiscale che ne conseguirebbe (*fiscal cliff*), nell'ordine di quattro punti percentuali del PIL, rischierebbe di spingere l'economia statunitense in recessione, con ripercussioni a livello globale. Il rallentamento ciclico delle economie emergenti potrebbe rivelarsi più prolungato di quanto attualmente previsto. Il prezzo del petrolio potrebbe essere sospinto da tensioni di natura geopolitica, nonostante la debolezza della domanda globale.

...i timori per la tenuta della moneta unica... Gli spread sovrani particolarmente elevati che si registrano in più paesi a causa dei timori di reversibilità dell'euro (cfr. il riquadro: *Gli spread sovrani e il rischio di reversibilità dell'euro*), se persistenti, deprimerebbero la crescita: nostre stime indicano che un aumento degli spread sovrani tra Italia e Germania di 100 punti base per la scadenza decennale e di 50 punti base per quella annuale abbasserebbe la crescita del PIL dell'Italia di quasi tre decimi di punto percentuale in ciascuno dei prossimi due anni. Per scongiurare questo rischio, a livello nazionale vanno proseguite con determinazione l'azione di risanamento dei conti pubblici e le riforme strutturali volte a innalzare il potenziale di crescita; a livello europeo occorre attuare con rapidità il percorso di integrazione delineato in giugno e confermato in ottobre.

...e la fragile condizione delle banche europee Rischi ulteriori per la stabilità finanziaria nell'area dell'euro provengono dalle banche, che continuano a risentire del deterioramento della qualità dell'attivo, della bassa redditività e della difficoltà di raccogliere capitale di rischio, con ripercussioni

sull'offerta di credito. Nonostante il recente miglioramento, in più paesi le tensioni che investono il mercato dei titoli pubblici continuano a condizionare la capacità delle banche di finanziarsi sui mercati (cfr. il riquadro: *L'impatto del rischio sovrano sulla raccolta delle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2011). Il livello medio dei premi sui credit default swap (CDS) relativi alle banche dell'area dell'euro è circa il doppio di quello relativo alle banche statunitensi e britanniche (fig. 1.3.a). La capacità di raccolta delle banche risente inoltre, in alcuni paesi (non in Italia; cfr. il capitolo 4), della scarsità di collaterale che negli ultimi anni ha interessato il sistema finanziario globale. Pesa infine il rischio di ulteriori declassamenti di banche ed emittenti sovrani, dopo quelli registrati nel 2012 (fig. 1.3.b).

Figura 1.3



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, I/B/E/S, Moody's e Thomson Reuters Datastream.

(1) Dati giornalieri, in punti base. – (2) Dati trimestrali di fine periodo. Andamento trimestrale della distribuzione dei rating delle maggiori banche internazionali; per ciascuna banca, il rating è calcolato come media delle valutazioni delle tre principali agenzie (Moody's, Standard & Poor's e Fitch). Le fasce colorate con gradazioni di rosso rappresentano gli scarti tra i percentili indicati in legenda. Campione di maggiori banche internazionali, comprendente istituzioni finanziarie statunitensi ed europee di grandi dimensioni che svolgono diverse tipologie di attività bancaria, anche su scala internazionale: Banco Santander, Bank of America, Barclays, BBVA, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Commerzbank, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, ING, Intesa Sanpaolo, JPMorgan Chase, Lloyds Banking Group, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS, UniCredit e Wells Fargo. – (3) Dati trimestrali, in valori percentuali. La linea raffigura il valore medio, per le banche del campione, del rapporto tra margine di intermediazione e costi operativi dello stesso trimestre. Per ciascun trimestre, l'istogramma rappresenta il contributo a tale rapporto riveniente dalle diverse componenti del margine di intermediazione. I dati si riferiscono al campione di grandi banche descritto nella nota 2. – (4) Dati mensili, in valori percentuali. – (5) Dati trimestrali. Somma mobile su 4 trimestri degli accantonamenti, espressa in percentuale del volume complessivo di crediti. Le fasce colorate con gradazioni di rosso rappresentano gli scarti tra i percentili indicati in legenda. I dati si riferiscono al campione di grandi banche descritto nella nota 2. – (6) Dati settimanali. Numeri indice: ultima previsione sul 2011=100.

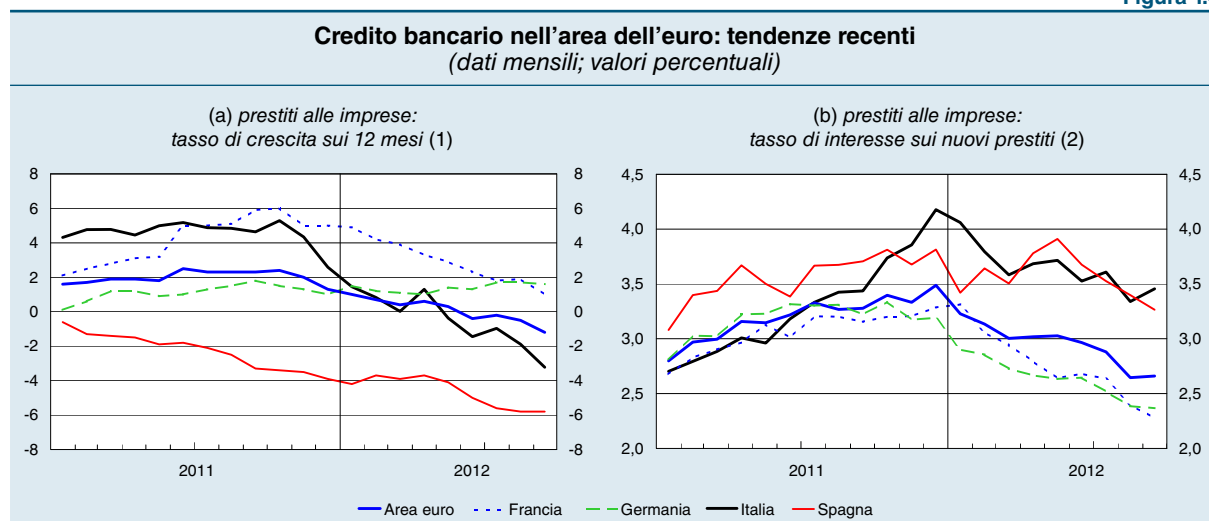
Peggiora la qualità del credito e resta oneroso il rafforzamento del capitale...

Il debole quadro macroeconomico continuerà presumibilmente a gravare sul margine di interesse delle banche europee (fig. 1.3.c) e ad accrescere i tassi di insolvenza delle imprese (fig. 1.3.d), richiedendo cospicui accantonamenti a fronte dei rischi di credito (fig. 1.3.e). Tale prospettiva è avvalorata dal progressivo peggioramento delle attese sugli utili delle banche: attualmente gli analisti finanziari stimano che una ripresa dei profitti rispetto ai livelli dello scorso anno si avrebbe solo dal 2014 (fig. 1.3.f). Inoltre, il persistere di un elevato costo del capitale di rischio scoraggia ulteriori operazioni di rafforzamento della base patrimoniale; tali operazioni, che negli anni passati hanno costituito la principale modalità attraverso cui le banche hanno ridotto la leva finanziaria (sotto forma, in diversi paesi esteri, di ingenti iniezioni di capitale pubblico), potrebbero consentire agli intermediari di limitare le ripercussioni sull'offerta di prestiti di un peggioramento del merito di credito della clientela.

...aumentando il rischio di una restrizione nell'offerta di credito, soprattutto nelle economie più vulnerabili

I fattori sopra elencati determinano pressioni significative sui bilanci bancari, penalizzando l'offerta di credito all'economia. Nell'area dell'euro gli impieghi alle imprese hanno decelerato da novembre del 2011 allo scorso maggio e si sono poi lievemente contratti nel corso dell'estate (fig. 1.4.a). Tale andamento riflette in parte la debolezza della domanda, che ha contribuito al concomitante calo dei tassi di interesse sui nuovi prestiti (fig. 1.4.b).

Figura 1.4

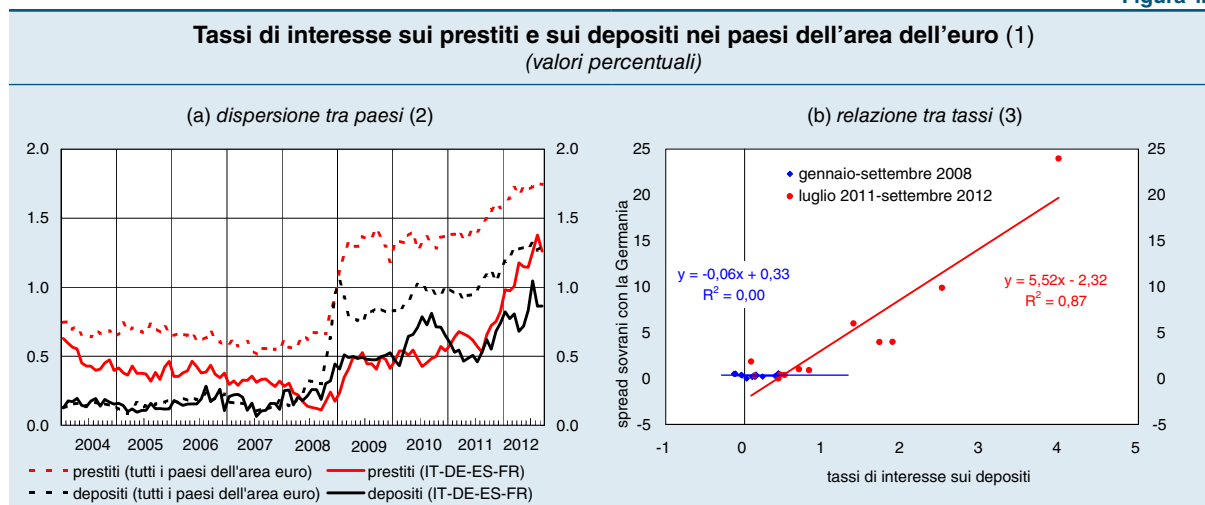


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE.

(1) I prestiti sono corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. – (2) I tassi di interesse si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema.

1.2 LA SEGMENTAZIONE DEI MERCATI BANCARI E DEI TITOLI DI STATO DELL'AREA DELL'EURO

Negli ultimi anni il processo di integrazione finanziaria nell'area dell'euro si è interrotto; l'evoluzione dei sistemi bancari e finanziari degli Stati membri ha registrato una divaricazione dovuta all'eterogeneo andamento delle variabili macroeconomiche di fondo e, dall'estate del 2011, all'emergere di rischi sistemici, oltre che a misure attuate da alcune autorità di supervisione. L'inefficiente allocazione delle risorse che si registra in questa fase mette a repentaglio la stabilità finanziaria sia nei paesi che registrano afflussi di capitali cospicui – dove si profilano rischi significativi di sopravvalutazione delle



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) Prestiti: tassi sui nuovi prestiti a imprese, di importo fino a un milione di euro e scadenza fino a un anno. Depositi: tassi sui nuovi depositi di imprese e famiglie con scadenza predeterminata e fino a un anno. Dati mensili relativi a operazioni in euro, raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Deviazione standard dei tassi dei paesi indicati nella legenda. Codifica dei paesi: FR=Francia; DE=Germania; IT=Italia; ES=Spagna. – (3) Ciascun punto del grafico rappresenta, per ognuna delle 12 maggiori economie dell'area, il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato a 10 anni e il Bund tedesco e il differenziale tra il tasso sui depositi di imprese e famiglie e il tasso Eonia, calcolati come media nel periodo indicato nella legenda.

attività finanziarie e reali – sia nelle economie colpite dai deflussi, in cui la carenza di finanziamenti può ripercuotersi negativamente sull'attività produttiva e sulle banche.

È aumentata la dispersione dei tassi di interesse bancari nell'area dell'euro...

Dopo il dissesto di Lehman Brothers i tassi di interesse praticati all'interno dell'Unione monetaria hanno mostrato un andamento divergente, anche tra le quattro principali economie dell'area. I divari si sono accentuati dall'estate del 2011, con l'acuirsi delle tensioni sul debito sovrano (fig. 1.5.a), quando i tassi bancari di più paesi hanno perso lo stretto legame con i tassi di riferimento

della politica monetaria.

...sia per divergenze nelle variabili di fondo sia per fattori di natura sistemica

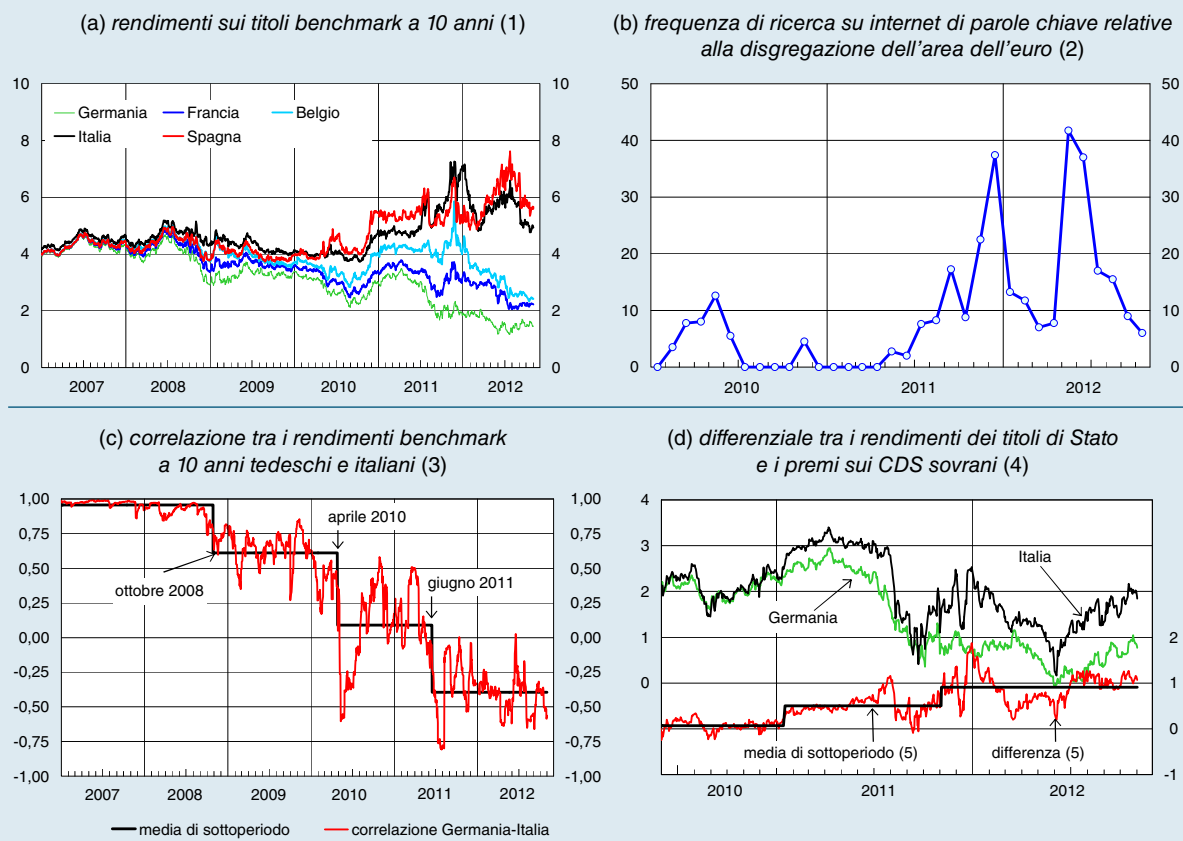
L'andamento dei tassi bancari attivi ha riflesso quello delle loro determinanti tradizionali, quali il costo della raccolta, la dinamica del PIL e i premi per il rischio sovrano. Nel periodo più recente quest'ultima variabile è stata però influenzata, oltre che dalla situazione delle finanze pubbliche dei diversi paesi, anche dall'emergere di rischi sistemici e dal pericolo di contagio tra sistemi finanziari

(in particolare il cosiddetto rischio di reversibilità; cfr. il riquadro: *Gli spread sovrani e il rischio di reversibilità dell'euro*). Attraverso il canale del rischio sovrano, i fattori sistemici si sono trasferiti ai tassi bancari, accrescendone la dispersione tra paesi. Una tale tendenza ha riguardato non solo i tassi bancari attivi, ma anche quelli passivi al dettaglio (fig. 1.5.b), che beneficiano di forme di garanzia pubblica sia esplicita sia implicita e che pertanto, in assenza di rischi per la stabilità complessiva del sistema, dovrebbero mostrare tendenze simili tra paesi di una stessa area valutaria.

GLI SPREAD SOVRANI E IL RISCHIO DI REVERSIBILITÀ DELL'EURO

Dall'avvio della crisi finanziaria, nell'area dell'euro sono aumentati in misura significativa sia la dispersione dei rendimenti dei titoli di Stato sia i differenziali di interesse con la Germania (figura, pannello a); dall'estate del 2011 l'aumento degli spread ha riguardato in particolare l'Italia e la Spagna. Tali tendenze riflettono in primo luogo l'evoluzione delle prospettive di crescita e dei conti pubblici. Vi è tuttavia ampia evidenza che per alcuni paesi i premi per il rischio so-

Timori di reversibilità dell'euro: indicatori finanziari e indici di ricerche su internet



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Google e Thomson Reuters Datastream.

(1) Dati giornalieri, in valori percentuali. – (2) Media mensile di dati settimanali. Indice di frequenza di parole chiave relative al rischio di disgregazione dell'area euro ("end of euro", "end of the euro", "euro break-up", "euro break up", "euro breakup" e "euro exit") inserite nel motore di ricerca di Google. I dati sono stati scaricati il 5 novembre 2012. – (3) Dati giornalieri. Correlazione (calcolata sulla base di un modello statistico di tipo GARCH (1,1)) tra le variazioni giornaliere dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark a 10 anni tedeschi e italiani. Il numero e la lunghezza dei sottoperiodi sono individuati sulla base dei test di Bai e Perron ("Estimating and testing linear models with multiple structural changes", *Econometrica*, 66, 1, 1998, pp. 47-78) di break strutturali multipli. – (4) Dati giornalieri, in valori percentuali. Per Italia e Germania, differenziale tra il rendimento del titolo di Stato benchmark a 10 anni e il premio sul CDS sovrano a 10 anni. La curva rossa raffigura la differenza tra i differenziali dei due paesi (la media di sottoperiodo è calcolata sulla base dei break strutturali multipli à la Bai e Perron menzionati nella nota 3). – (5) Scala di destra.

vano abbiano raggiunto livelli non giustificati dalle condizioni di fondo delle economie nazionali. Per l'Italia il differenziale di interesse a dieci anni con la Germania coerente con l'andamento delle condizioni economiche è stimabile in circa 200 punti base, contro un valore di mercato che attualmente si colloca attorno ai 350 punti e che alla metà del 2012 aveva raggiunto i 450 punti base; scostamenti analoghi si riscontrano anche sulle scadenze a medio termine (1). Per la Germania e per altri paesi non direttamente esposti alle tensioni i rendimenti dei titoli di Stato tendono invece a collocarsi al di sotto dei valori coerenti con le determinanti economiche di fondo.

L'eccessivo livello dei rendimenti di mercato per i paesi dell'area più deboli e quello troppo basso per i paesi più solidi segnalano timori di una disgregazione dell'Unione monetaria (il cosiddetto rischio di reversibilità dell'euro), che verosimilmente comporterebbe un deprezzamento del cambio per i primi e un apprezzamento per i secondi. Tale ipotesi è avvalorata da riscontri di natura qualitativa:

(1) Cfr. Di Cesare A., G. Grande, M. Manna e M. Taboga, *Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», n. 128, 2012.

sondaggi condotti presso gli operatori (2); notizie sui mezzi di informazione secondo cui alcuni intermediari starebbero predisponendo misure volte a mitigare le eventuali conseguenze sui propri bilanci di una fuoriuscita di un paese dall'Unione monetaria; il forte aumento, dall'estate del 2011, delle ricerche su internet di parole chiave legate alla fine dell'euro (figura, pannello b). Segnali in linea con questa ipotesi si osservano inoltre nell'andamento di indicatori basati sui prezzi delle attività finanziarie. Da giugno del 2011 la correlazione media tra il tasso decennale tedesco e quello italiano è divenuta stabilmente negativa (figura, pannello c). Da marzo del 2012 i tassi di interesse sui titoli di Stato del Belgio, che in precedenza avevano avuto un andamento simile a quello dei tassi italiani e spagnoli, si sono avvicinati ai tassi francesi e tedeschi, delineando un raggruppamento lungo linee economico-geografiche simile a quello che si osservava prima dell'introduzione dell'euro. Un'ulteriore indicazione proviene dal differenziale tra il rendimento dei titoli di Stato e il premio sul CDS sovrano, che dovrebbe riflettere prevalentemente fattori diversi dal rischio di credito: da marzo del 2012 il differenziale relativo all'Italia ha mostrato un andamento divergente rispetto a quello della Germania, stabilizzandosi su valori significativamente superiori a esso (figura, pannello d).

L'esigenza di stroncare le aspettative di disgregazione dell'area dell'euro e di preservare il corretto funzionamento della trasmissione della politica monetaria ha indotto il Consiglio direttivo della BCE ad annunciare, all'inizio di agosto, nuove modalità di intervento sul mercato dei titoli di Stato (cfr. il riquadro: *Le operazioni definitive monetarie della BCE*, in *Bollettino economico*, n. 70, 2012).

(2) Un'indagine condotta nel giugno 2012 da una banca privata tra i gestori di riserve ufficiali presso le banche centrali indicava che il maggiore rischio percepito per l'economia mondiale era costituito dalla disgregazione dell'area dell'euro.

**Le attività estere
diminuiscono per
le banche dei soli
paesi dell'area**

La segmentazione finanziaria dell'area dell'euro è segnalata anche dalla netta contrazione delle attività estere lorde consolidate dei sistemi bancari dei maggiori Stati membri, inclusi quelli con condizioni di finanza pubblica più solide (fig. 1.6.a); fa eccezione il sistema bancario spagnolo, in cui il calo delle attività estere infra area è stato più che compensato dall'aumento degli investimenti all'esterno dell'area, in particolare in America latina. Per il complesso dei paesi considerati, tra marzo del 2008 e giugno del 2012 le attività bancarie sull'estero si sono ridotte di un terzo (da 10.700 a 7.200 miliardi di euro). Un andamento opposto si è verificato nelle altre principali economie avanzate (Regno Unito, Stati Uniti e Giappone), dove le banche hanno aumentato le attività sull'estero (1).

**Le banche dell'area
si ritirano da tutti
i mercati esteri, pur se
in modo eterogeneo**

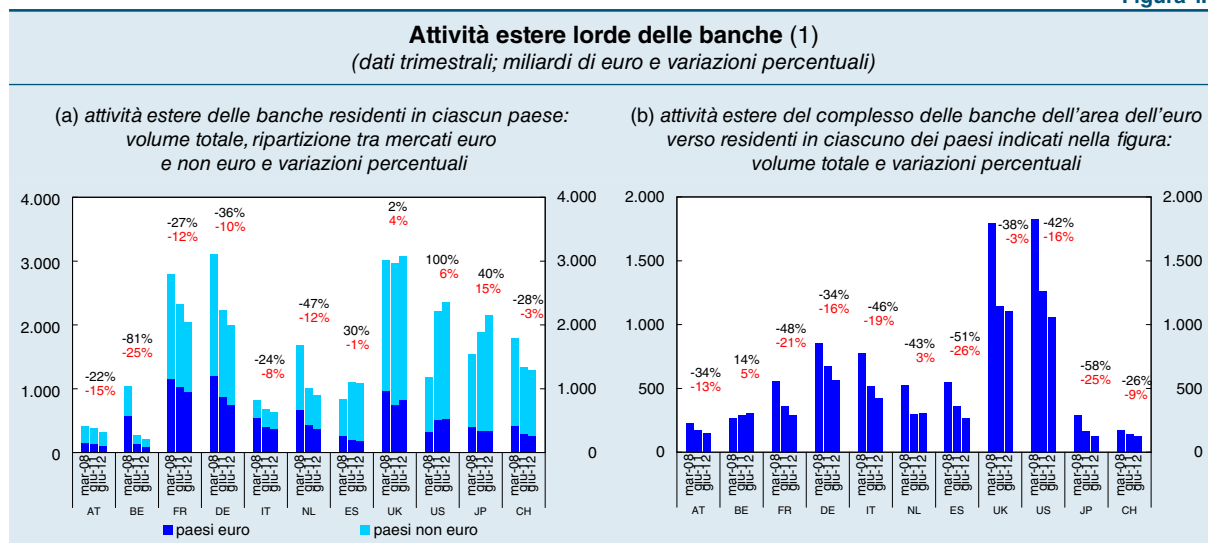
I disinvestimenti esteri effettuati dal complesso delle banche dell'area dell'euro da marzo del 2008 hanno colpito tutti i principali paesi destinatari con l'eccezione del Belgio (fig. 1.6.b). Analisi empiriche relative al periodo giugno 2011-giugno 2012 indicano che il deflusso di fondi è stato meno accentuato per i paesi colpiti in misura minore dalla crisi del debito sovrano, per quelli con sistemi bancari più redditizi e per quelli connotati da una maggiore presenza di banche estere.

**Nel periodo recente
la segmentazione
ha riflesso il calo
delle attività
interbancarie...**

Nel periodo più recente (da giugno del 2011 a giugno del 2012) la segmentazione ha colpito diffusamente i rapporti interbancari. In tutti i principali paesi dell'area le banche hanno ridotto le esposizioni verso gli intermediari esteri (tav. 1.2): le banche francesi per 151 miliardi di euro (-28 per cento), quelle tedesche per 63 miliardi (-9 per cento), quelle italiane e spagnole per circa 19 miliardi (-14 e -19

(1) I dati utilizzati in questo paragrafo sono rilevati su base consolidata; non comprendono pertanto tra le posizioni sull'estero quelle tra banche appartenenti allo stesso gruppo ma domiciliate in paesi diversi e, quindi, non colgono gli effetti di eventuali interventi dei regolatori nazionali sulle controllate nel paese ospitante, mirati a limitare i flussi intragruppo e a pareggiare attivo e passivo a livello nazionale (*ring-fencing*).

Figura 1.6



Fonte: elaborazioni basate sulle esposizioni consolidate dei sistemi bancari nazionali pubblicate dalla BRI (*Detailed tables on preliminary locational and consolidated banking statistics at end-June 2012*, ottobre 2012, tavola 9).

(1) Le attività sono misurate su base consolidata e attribuite al paese di residenza della capogruppo. I dati sono convertiti in euro al tasso di cambio di fine periodo. Codifica dei paesi: AT=Austria; BE=Belgio; FR=Francia; DE=Germania; IT=Italia; NL= Paesi Bassi; ES=Spagna; UK=Regno Unito; US=Stati Uniti; JP=Giappone; CH=Svizzera. Le cifre riportate nei grafici indicano variazioni percentuali nei periodi considerati. Cifre in nero: variazione marzo 2008-giugno 2012; cifre in rosso: variazione giugno 2011-giugno 2012. I dati consolidati possono presentare discontinuità in caso di acquisizioni, cessioni o mutamenti nel novero delle istituzioni segnalanti (è il caso degli Stati Uniti, le cui segnalazioni includono dal 2009 anche le banche di investimento).

Tavola 1.2

Attività lorde delle banche dei paesi segnalanti verso controparti bancarie estere (1)
(giugno 2011-giugno 2012; variazioni in miliardi di euro e in percentuale)

Attività delle banche residenti in:	Nei confronti di banche residenti in:								
	Germania	Italia	Spagna	Francia	Programma	Altri euro	Totale euro	Totale non euro	Totale
Germania	-	-13,0	-20,0	-5,8	-9,6	-7,6	-56,1	-6,4	-62,5
		-38%	-41%	-7%	-38%	-6%	-18%	-2%	-9%
Italia	-5,6	-	-1,2	-4,2	-2,7	-3,7	-17,4	-1,8	-19,2
	-14%		-25%	-20%	-59%	-18%	-19%	-4%	-14%
Spagna	0,3	-0,6	-	2,1	-1,4	-1,7	-1,4	-17,5	-18,9
	9%	-21%		27%	-33%	-29%	-6%	-23%	-19%
Francia	-34,4	-7,1	-10,2	-	-5,0	5,1	-51,5	-99,3	-150,9
	-47%	-22%	-37%		-40%	7%	-24%	-31%	-28%
Stati Uniti, Giappone, Regno Unito e Svizzera	-11,1	-15,6	-12,5	-52,0	-6,5	-25,8	-123,4	27,8	-95,6
	-8%	-57%	-30%	-23%	-20%	-21%	-21%	2%	-5%

Fonte: elaborazioni basate sulle esposizioni consolidate dei sistemi bancari nazionali pubblicate dalla BRI (*Detailed tables on preliminary locational and consolidated banking statistics at end-June 2012*, ottobre 2012, tavola 9).

(1) I dati non comprendono le posizioni attive o passive delle banche nei confronti dell'Eurosistema. I dati sono convertiti in euro al tasso di cambio di fine periodo. "Programma": include Grecia, Irlanda e Portogallo; "Altri euro": include Austria, Belgio, Finlandia, Lussemburgo, Paesi Bassi. Codifica dei colori: rosso=variazioni negative inferiori a -5 punti percentuali; verde=variazioni positive superiori a 5 punti percentuali; bianco=variazioni minori o uguali, in valore assoluto, a 5 punti percentuali.

per cento). Soltanto gli intermediari spagnoli hanno lievemente aumentato l'esposizione nei confronti dei paesi dell'area dell'euro con finanze pubbliche più solide (2). Gli intermediari creditizi degli altri principali paesi (Giappone, Regno Unito, Stati Uniti e Svizzera) hanno complessivamente ridotto l'esposizione verso le banche dell'area dell'euro per 123 miliardi (-21 per cento), aumentando invece i propri attivi interbancari al di fuori dell'area.

...e di quelle verso le famiglie e le imprese estere

La segmentazione ha riguardato in misura rilevante anche le attività verso il settore privato non bancario. Nel periodo giugno 2011-giugno 2012 le banche dei principali paesi dell'area, con l'eccezione della Spagna, hanno infatti ridotto l'erogazione di fondi a famiglie e imprese residenti all'estero, aumentando quella a controparti interne. In particolare, le banche francesi hanno ridotto le esposizioni per 153 miliardi (-11 per cento), quelle tedesche per 138 miliardi (-11 per cento), quelle italiane per 43 miliardi (-10 per cento). L'incremento delle attività delle banche spagnole, sospinto da una crescita delle esposizioni nel Regno Unito, è stato pari a 37 miliardi (5 per cento).

Le attività e passività sull'estero dell'Italia

I disinvestimenti da parte di non residenti si sono arrestati nei mesi recenti

Tra la metà del 2011 e la metà dell'anno in corso l'evoluzione del conto finanziario della bilancia dei pagamenti italiana ha ricalcato per molti aspetti la tendenza, osservabile in altri paesi dell'area dell'euro, alla contrazione delle attività e passività sull'estero e al rientro dell'attività bancaria nei confini nazionali. Gli investitori privati esteri hanno effettuato disinvestimenti netti dall'Italia assai cospicui, pari al 13,4 per cento del PIL, che hanno riguardato per lo più titoli pubblici e prestiti alle banche; negli ultimi mesi i deflussi si sono pressoché arrestati.

Le famiglie italiane hanno ridotto le attività estere

Gli investitori italiani hanno nel complesso accresciuto le attività sull'estero, per lo 0,8 per cento del PIL, ma il dato aggregato nasconde significative differenze tra settori: le famiglie, le assicurazioni e gli altri intermediari non bancari hanno effettuato vendite nette, in particolare di titoli di debito; queste sono state più che compensate dall'aumento delle attività sull'estero delle filiali e delle filiazioni italiane di banche estere, nonché delle società non finanziarie. A metà del 2012 le consistenze di attività finanziarie estere detenute da residenti privati italiani erano cospicue; le componenti più liquide (titoli di debito e quote di fondi comuni) ammontavano a oltre 40 punti percentuali di PIL.

1.3 I MERCATI IMMOBILIARI

Negli Stati Uniti prosegue il graduale miglioramento del mercato immobiliare

Il mercato immobiliare statunitense mostra segni di miglioramento. I prezzi delle abitazioni e il volume delle compravendite sono in aumento; il numero di case invendute continua a diminuire. Il mercato dei futures anticipa ulteriori, moderati incrementi dei prezzi nei prossimi mesi. Un impulso positivo potrebbe provenire dal programma di acquisti di *mortgage-backed securities* avviato in settembre dalla Riserva federale al fine di sostenere il mercato dei mutui immobiliari, nonché dalle misure governative volte a facilitare la rinegoziazione dei mutui da parte di debitori in difficoltà. Incertezze provengono tuttavia dal volume di offerta di abitazioni, che potrebbe essere alimentato dalle procedure esecutive provocate dal tasso ancora elevato di morosità sui mutui ipotecari.

(2) Dalle statistiche in esame sono escluse le posizioni attive e passive delle banche nei confronti dell'Eurosistema.

Nell'area dell'euro il ciclo immobiliare rimane debole, con ampi divari tra paesi

Nell'area dell'euro il mercato immobiliare rimane debole. I prezzi delle abitazioni sono in diminuzione in tutti i paesi, con l'eccezione della Germania (fig. 1.7); le compravendite sono in netto calo in Francia e contenute in Spagna, nonostante il recente recupero. Nel breve periodo il mercato continuerà a risentire delle incerte prospettive di crescita economica e dell'elevata disoccupazione, soprattutto tra la popolazione più giovane; a questi fattori si aggiunge la graduale abolizione, nell'ambito dei programmi di risanamento dei bilanci pubblici, degli incentivi fiscali che in molti paesi avevano stimolato la domanda di abitazioni.

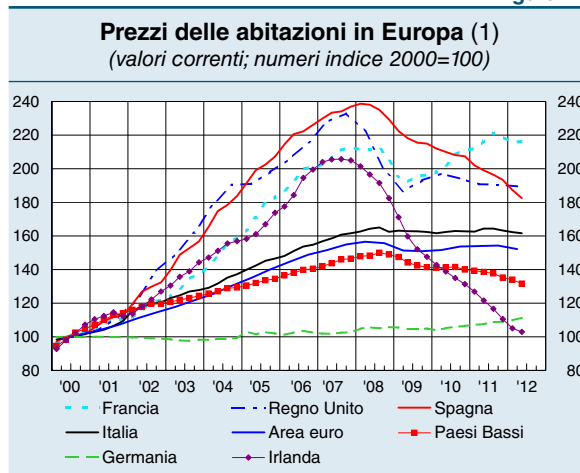
Anche in Italia il settore manifesta un indebolimento...

Il mercato immobiliare mostra segni di fiacchezza anche in Italia. Nel primo semestre dell'anno la contrazione degli investimenti in costruzioni si è intensificata; il numero delle compravendite di abitazioni ha subito una netta flessione, dimezzandosi rispetto ai massimi toccati nel 2006. I prezzi delle case, pressoché invariati nell'ultimo triennio, sono in leggera flessione dalla fine dello scorso anno (fig. 1.8.a). Anche il comparto non residenziale mostra debolezza: le quotazioni e le compravendite hanno segnato una nuova diminuzione, più accentuata per i locali adibiti a negozi e a impieghi industriali.

...e non vi sono segnali di inversione ciclica nei prossimi mesi

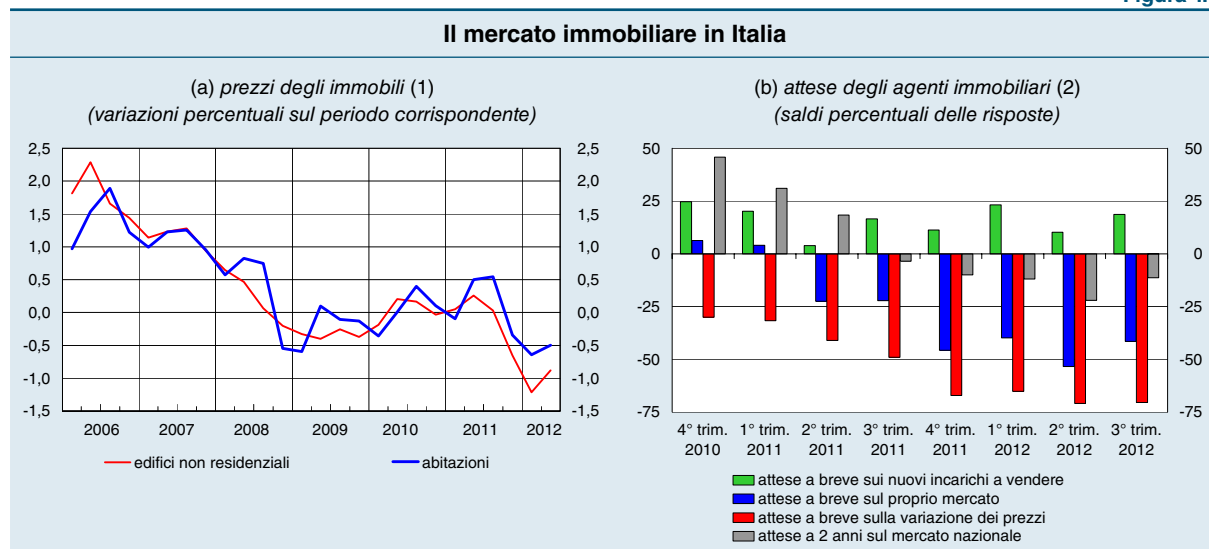
Gli indicatori prospettici non prefigurano un miglioramento per i prossimi mesi. Il clima di fiducia delle imprese edili dall'estate ha oscillato intorno ai bassi livelli dell'inizio dell'anno; l'indice della produzione edile, valutato in media mobile, è diminuito in agosto, collocandosi su valori molto contenuti. Anche il numero dei

Figura 1.7



Fonte: elaborazioni su fonti nazionali e BCE.
(1) Dati trimestrali, ad eccezione di quelli semestrali per l'area dell'euro.

Figura 1.8



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Agenzia del Territorio, *Consulente immobiliare* e Tecnoborsa.
(1) Dati trimestrali; medie mobili di 2 trimestri. – (2) Dati trimestrali, tratti dal sondaggio condotto da 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, sul proprio mercato e sulle variazioni dei prezzi si riferiscono al trimestre successivo a quello indicato; per quelle sul mercato nazionale l'orizzonte è di 2 anni in avanti.

permessi di costruire, secondo le stime preliminari dell'Istat disponibili sino al quarto trimestre del 2011, rimane basso, in particolare nella componente residenziale. Le più recenti indagini presso gli operatori del mercato residenziale confermano i segnali di pessimismo, pur con qualche attenuazione, soprattutto negli orizzonti di medio periodo (fig. 1.8.b).

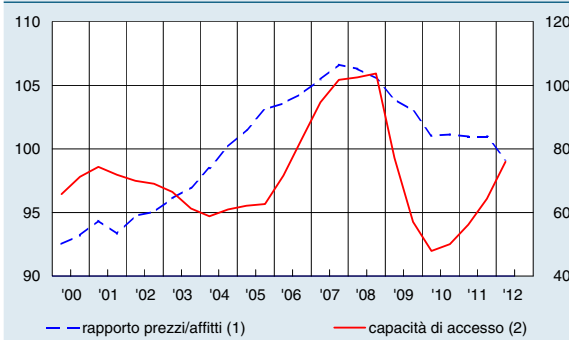
I prezzi delle abitazioni si confermano in linea con le determinanti di fondo...

I rischi di una significativa sopravvalutazione delle case rimangono contenuti. Il rapporto tra prezzi e affitti non si discosta dai valori di

lungo periodo (fig. 1.9); l'indice della capacità di accesso al mercato da parte delle famiglie (*affordability index*), pur segnando un progressivo peggioramento dovuto alla debolezza del reddito disponibile, è rimasto al di sotto del valore medio di lungo periodo. Anche l'evidenza econometrica suggerisce che nel corso degli ultimi dieci anni l'evoluzione dei prezzi delle case in Italia è stata in linea con quella delle loro determinanti di fondo (cfr. il riquadro: *Le determinanti dei prezzi delle case in Italia*).

Figura 1.9

Capacità di accesso al mercato immobiliare e rapporto tra prezzi e canoni di locazione in Italia
(dati semestrali; numeri indice: media 1992-2010=100)



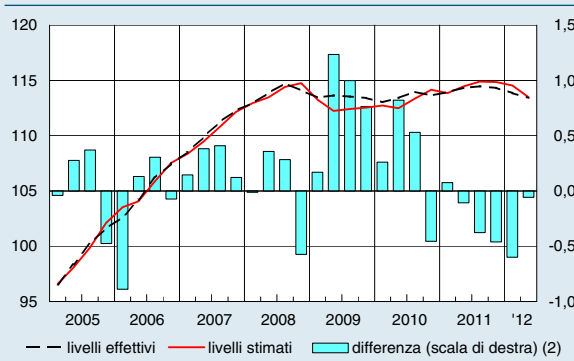
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e *Consulente immobiliare*.
(1) Scala di sinistra. – (2) Scala di destra. L'indicatore è dato dal rapporto tra il servizio dei nuovi mutui ipotecari (approssimato dal prodotto tra prezzi delle case e tassi di interesse) e il reddito disponibile delle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

LE DETERMINANTI DEI PREZZI DELLE CASE IN ITALIA

Un importante canale attraverso cui gli shock al mercato immobiliare si trasmettono al sistema finanziario è rappresentato dalla variazione del valore degli immobili forniti a garanzia dei prestiti, che influenza sia il costo e la disponibilità del credito, sia la qualità dell'attivo delle banche. Secondo nostre analisi econometriche – che stimano un sistema di equazioni relative all'equilibrio simultaneo sul mercato immobiliare, su quello dei mutui per l'acquisto di abitazioni e su quello dei prestiti alle imprese di costruzione – in Italia i prezzi delle case risultano influenzati positivamente da un incremento del reddito disponibile delle famiglie e delle aspettative di inflazione; sono invece influenzati negativamente da un aumento della disponibilità di superficie abitabile pro capite e, per il tramite delle condizioni di offerta di mutui alle famiglie e di prestiti alle imprese, da un rialzo del tasso di riferimento della politica monetaria (1). Dall'analisi

Figura

Tendenze dei prezzi delle case in Italia: livelli effettivi, livelli stimati e loro differenza (1)
(numeri indice: 2005=100 salvo diversa indicazione)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e Agenzia del Territorio.
(1) I valori stimati sono ottenuti da un'analisi econometrica della relazione tra i prezzi delle case e le principali determinanti macroeconomiche, tra cui il reddito disponibile delle famiglie, la superficie abitabile per cittadino residente, il tasso di interesse di riferimento della politica monetaria, le aspettative di inflazione. – (2) Differenza tra il livello effettivo e quello stimato dei prezzi, in percentuale del livello effettivo.

(1) Cfr. Nobili A. e F. Zollino, *A structural model for the housing and credit markets in Italy*, Banca d'Italia, «Temi di discussione», n. 887, 2012.

emerge che l'evoluzione dei prezzi delle case è stata in linea con l'andamento delle determinanti di fondo nel corso dell'intero intervallo di stima, compreso tra l'inizio del 1986 e la metà del 2012. Una qualche discrepanza tra prezzi effettivi e stimati delle case è emersa negli anni scorsi ed è stata molto contenuta (positiva per meno di un punto percentuale in media nel 2009, negativa per quasi mezzo punto dalla fine del 2010; figura).

...ma risentono della debolezza del quadro economico

Le prospettive del mercato immobiliare italiano risentono della sfavorevole fase congiunturale. Nell'ipotesi che la dinamica del PIL italiano sia in linea con le attuali previsioni degli analisti e che non si manifestino nuove tensioni sul debito sovrano, i prezzi delle case segnerebbero un calo nella media di quest'anno stimabile in circa un punto percentuale in termini nominali; tale diminuzione sarebbe seguita da un recupero già nel corso del 2013. Nell'ipotesi sfavorevole di una flessione più accentuata del PIL nel biennio 2012-13 e di segnali di ripresa solo nel corso del 2014, il calo sarebbe appena più marcato quest'anno, seguito da un sostanziale ristagno nel 2013 e da un progressivo rialzo nell'anno successivo. Inoltre, il prolungarsi della contrazione delle compravendite e dell'attività edile potrebbe riflettersi negativamente sulle condizioni di finanziamento delle imprese di costruzione, inducendole a ridimensionare ancora i piani di investimento. Un'ulteriore fonte di rischio, segnalata anche dalle agenzie immobiliari, è rappresentata dall'inasprimento del carico fiscale sulla proprietà immobiliare, che potrebbe indurre un aumento dell'offerta di abitazioni e spingere al ribasso le quotazioni di mercato.

I rischi per i bilanci bancari derivanti dai mutui alle famiglie sono limitati...

Le banche sono esposte agli andamenti del mercato immobiliare principalmente attraverso i prestiti erogati alle imprese del settore e i mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. In Italia quest'ultima componente comporta rischi limitati per i bilanci bancari (cfr. il par. 3.2). La consistenza dei mutui, per oltre due terzi a tasso variabile, ammontava alla fine dello scorso agosto a 280 miliardi di euro, circa il 18 per cento del credito bancario complessivo, a fronte del 40 in Francia e in Germania, del 35 in Spagna e del 33 nella media dell'area dell'euro. Inoltre, l'indebitamento complessivo delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è tra i più bassi nel confronto con i paesi industriali e fa capo per lo più a nuclei familiari con solide condizioni finanziarie (cfr. il capitolo 2). Anche il rischio che un ipotetico forte calo dei prezzi delle case possa dare luogo a diffusi fenomeni di insolvenza è relativamente contenuto. In base al quadro normativo nazionale, il mutuatario è infatti obbligato a restituire integralmente il proprio debito indipendentemente dall'andamento del valore dell'immobile. Tale vincolo si estingue solo quando la banca ottiene il pieno rimborso, anche ricorrendo al pignoramento di altri beni nella disponibilità attuale e futura del debitore; i mutui non hanno quindi la caratteristica di *no recourse* prevalente in altri paesi, dove è pertanto più accentuato il rischio che il calo dei prezzi delle case contagi il sistema finanziario.

...anche per i prudenti criteri di erogazione...

Infine, le politiche di erogazione dei mutui immobiliari da parte degli intermediari italiani sono tradizionalmente prudenti. Il rapporto tra il valore del finanziamento e quello dell'immobile (*loan to value*, LTV) risulta contenuto, anche per effetto dei vincoli previsti dalla disciplina del credito fondiario e da quella prudenziale (3). Alla fine dello scorso settembre circa due terzi dell'ammontare totale dei mutui in essere presentava un LTV compreso tra il 50 e l'80 per cento, con livelli superiori solo per l'8 per cento dei finanziamenti. Con

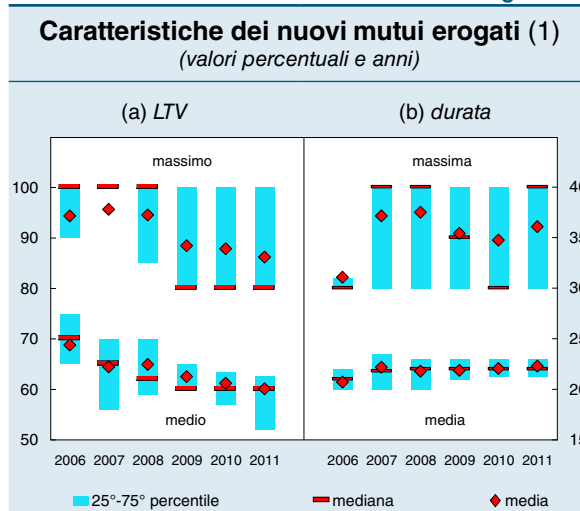
(3) Ad esempio, le esposizioni garantite da immobili residenziali possono beneficiare di un minore requisito patrimoniale qualora, tra le altre condizioni, un perito indipendente certifichi che il valore dichiarato dell'immobile non eccede quello di mercato e qualora tale valore rappresenti garanzia adeguata rispetto all'importo del finanziamento.

riferimento alle nuove erogazioni, il valore medio di questo rapporto si è ridotto, fra il 2006 e il 2011, di quasi dieci punti percentuali, scendendo intorno al 60 per cento (fig. 1.10). Un andamento analogo ha registrato anche il valore massimo dell'LTV usato dalle banche come riferimento nella definizione delle politiche commerciali per le nuove erogazioni, anche con finalità di contenimento della rischiosità. La durata media dei nuovi mutui è rimasta pressoché costante, attorno ai 22 anni nell'ultimo quinquennio.

...mentre sono elevati i rischi derivanti dai prestiti alle imprese del settore

La fonte più rilevante di rischio immobiliare per le banche italiane è attualmente legata ai prestiti erogati alle imprese di costruzione, che nel 2011 ammontavano a 150 miliardi di euro (10 per cento del credito complessivo al settore privato). Sulla base dei bilanci censiti dalla Cerved, si stima che il 52 per cento di queste imprese abbia registrato una perdita nel 2011 (35 per cento per l'industria manifatturiera, 42 per il totale del campione). Nell'agosto di quest'anno il 16 per cento dei prestiti bancari alle imprese edili era classificato in sofferenza; un ulteriore 14 per cento presentava altre forme di anomalia. Le banche registravano un'esposizione elevata (120 miliardi) anche nei confronti delle società di servizi per l'intermediazione immobiliare (compravendita, locazione, gestione e intermediazione). Anche il credito a queste società era in rapido deterioramento: le sofferenze avevano raggiunto l'8 per cento del totale dei prestiti, mentre un ulteriore 14 per cento era classificato in stato di anomalia.

Figura 1.10



Fonte: indagine sulla domanda e offerta di credito a livello territoriale (*Regional Bank Lending Survey*).

(1) Le distribuzioni da cui sono ricavati gli indicatori della figura si basano su un campione di circa 380 banche, rappresentativo del 90 per cento del totale degli impieghi a imprese e famiglie. Dati ponderati con le consistenze di mutui alle famiglie consumatrici in essere alla fine di ciascun anno.

2 LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

2.1 LE FAMIGLIE

Nel 2012 la ricchezza finanziaria lorda delle famiglie è lievemente diminuita

Nella prima metà del 2012 la ricchezza finanziaria lorda delle famiglie italiane è lievemente diminuita; a giugno ammontava a poco meno di 3.600 miliardi di euro. In rapporto al reddito disponibile essa rimane al di sopra di quella media dell'area dell'euro (fig. 2.1).

Le attività finanziarie delle famiglie sono prevalentemente a basso rischio

La maggior parte delle attività finanziarie delle famiglie è costituita da strumenti a basso rischio (per il 50 per cento depositi e riserve

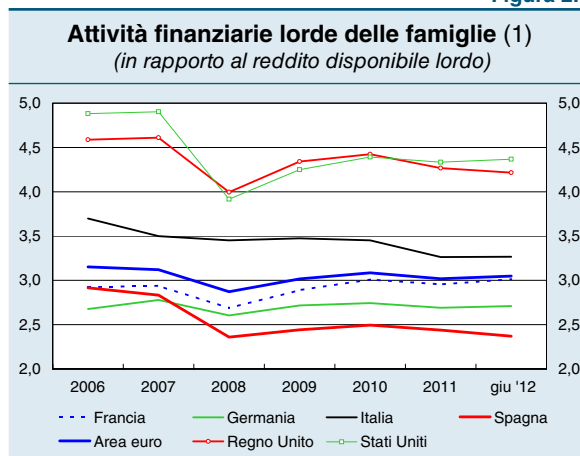
assicurative e previdenziali, per il 20 obbligazioni, principalmente bancarie e pubbliche); la quota restante è quasi interamente investita in azioni, partecipazioni e fondi comuni. Nel periodo recente le famiglie hanno venduto attività estere (cfr. il par. 1.2); quest'ultima componente, che include prevalentemente titoli obbligazionari e quote di fondi comuni, rappresenta poco meno di un decimo del totale.

I bassi tassi di interesse e la moratoria sui mutui hanno contenuto l'onere del debito

I debiti finanziari delle famiglie in rapporto al reddito disponibile sono rimasti invariati sui livelli relativamente contenuti dello scorso biennio (intorno al 65 per cento; fig. 2.2). Anche

l'onere per il servizio del debito è rimasto stabile; ciò riflette soprattutto il basso livello del tasso medio sui finanziamenti in essere (4,1 per cento in settembre), a sua volta riconducibile alla discesa del tasso Euribor, cui sono indicizzati oltre due terzi dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. Un sostegno ai mutuatari in difficoltà è giunto dalla proroga, a gennaio del 2013, della moratoria concordata tra l'Associazione bancaria italiana (ABI)

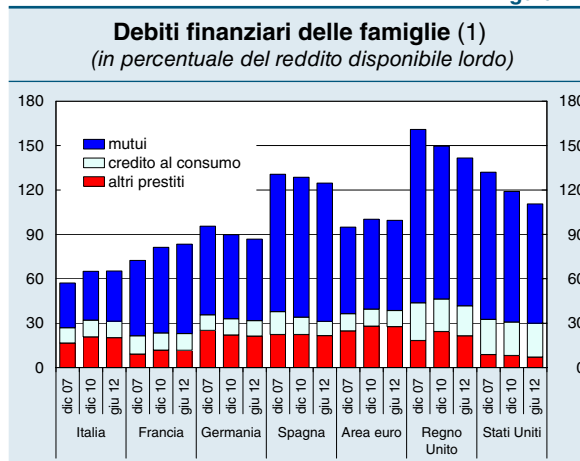
Figura 2.1



Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia; Eurostat e BCE per i paesi dell'area dell'euro; Central Statistical Office per il Regno Unito; Federal Reserve System e Bureau of Economic Analysis per gli Stati Uniti.

(1) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici e produttrici; per gli Stati Uniti il dato si riferisce alle sole famiglie consumatrici. I dati del 2° trimestre del 2012 sono provvisori.

Figura 2.2



Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia; Eurostat e BCE per i paesi dell'area dell'euro; Central Statistical Office e Banca d'Inghilterra per il Regno Unito; Federal Reserve System e Bureau of Economic Analysis per gli Stati Uniti.

(1) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici e produttrici; per gli Stati Uniti il dato si riferisce alle sole famiglie consumatrici. I dati del 2° trimestre del 2012 sono provvisori. I debiti finanziari includono le sofferenze.

e le associazioni dei consumatori; da febbraio del 2010 tale moratoria ha consentito a più di 74.000 mutuatari (16.500 nei primi sette mesi del 2012) un minor esborso pari, in media, a 7.300 euro.

Si è ridotta la quota di famiglie indebitate La crisi non sembra aver modificato in misura significativa le condizioni debitorie delle famiglie. L'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia indica che, con riferimento al 2010, la quota di nuclei familiari indebitati è contenuta (pari a circa un quarto del totale); essa risulta in leggero calo, specie tra le famiglie a basso reddito, soprattutto come conseguenza dell'irrigidimento delle politiche di offerta di credito da parte delle banche (cfr. il par. 3.2). Per il biennio 2011-12 si stima che la percentuale di famiglie vulnerabili (con servizio del debito superiore al 30 per cento del reddito disponibile) sia pari al 2,2 per cento del totale, come nel periodo precedente (cfr. il riquadro: *La vulnerabilità finanziaria delle famiglie indebitate*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2011). Considerando il reddito monetario (1), la quota di famiglie vulnerabili è pari al 3,6 per cento. Limitando l'attenzione ai nuclei appartenenti ai due quartili con più basso reddito, le quote si commisurano rispettivamente all'1,4 e all'1,0 per cento del totale; a essi fa capo circa il 16 per cento del debito complessivo del settore (circa il 6 per i nuclei del quartile più basso). La condizione di sovraindebitamento, che riguarda famiglie che non riescono più ad adempiere in maniera definitiva le obbligazioni connesse con il proprio debito e che presentano un perdurante squilibrio fra debiti e patrimonio liquidabile, riguarderebbe una percentuale più contenuta dei nuclei familiari (lo 0,6 per cento del totale).

I rischi derivano dalla debole dinamica del reddito A fronte del livello relativamente contenuto dell'indebitamento e del basso costo del denaro, il principale rischio per le condizioni finanziarie delle famiglie è tuttora rappresentato dalla debole dinamica del reddito, che potrebbe rendere gravoso il servizio del debito, in particolare per le famiglie vulnerabili. In prospettiva, tensioni potranno derivare da un aumento dei tassi di mercato, qualora esso non fosse associato a una sostenuta ripresa dell'attività economica. I nuclei familiari a basso reddito rappresentano però una quota limitata di quelli indebitati e detengono un volume di finanziamenti contenuto. Con riferimento ai mutui, i rischi per gli intermediari sono inoltre circoscritti per effetto del basso rapporto tra prestito e valore degli immobili (cfr. il par. 1.3).

2.2 LE IMPRESE

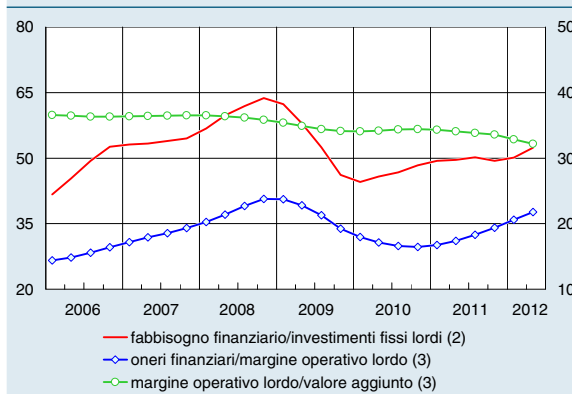
La debolezza congiunturale continua a incidere sulla redditività delle imprese La redditività delle imprese sta risentendo della recessione. Il margine operativo lordo (MOL) in rapporto al valore aggiunto è sceso al 32,2 per cento (fig. 2.3). Il calo di profittabilità si sta riflettendo negativamente sull'autofinanziamento, sia in termini assoluti sia in percentuale degli investimenti. In base alle attese delle circa 4.000 imprese industriali e dei servizi incluse nel sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia in settembre, nel 2012 il saldo tra le imprese in utile e quelle in perdita sarebbe pari al 20 per cento (contro più del 30 nel 2011); ancora minore risulterebbe il saldo relativo alle imprese di piccole dimensioni e a quelle che operano nel settore dei servizi.

Le aspettative relative ai prossimi mesi sono improntate a un minore pessimismo In un quadro congiunturale fragile si registrano alcuni segnali di miglioramento. In luglio e in agosto gli ordinativi industriali hanno ripreso a crescere, sospinti prevalentemente dalla componente estera. I giudizi delle imprese registrano un'attenuazione del pessimismo: in settembre e ottobre gli indici relativi alle valutazioni dei responsabili degli acquisti (PMI) sono migliorati rispetto all'estate,

(1) Il reddito monetario esclude gli affitti imputati, che costituiscono un reddito figurativo delle abitazioni occupate dai proprietari incluso nella definizione di reddito disponibile utilizzata in contabilità nazionale.

Figura 2.3

Redditività, 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 4 trimestri terminanti nel trimestre di riferimento. – (2) Scala di sinistra. Il fabbisogno finanziario è la differenza fra investimenti e autofinanziamento. – (3) Scala di destra.

pur restando su livelli che non prefigurano ancora un ritorno alla crescita. Limitatamente alle società quotate, segnali di miglioramento provengono dalle aspettative sugli utili a breve termine formulate dagli analisti finanziari, il cui calo si è interrotto dai primi di agosto.

Le condizioni finanziarie delle imprese restano tese

La diminuzione dei prestiti bancari alle imprese si è accentuata nel corso dell'anno, come risultato sia delle tensioni nell'offerta di credito,

sia del calo della domanda di finanziamenti connesso con l'indebolimento dell'attività economica (cfr. il par. 3.2). Gli oneri finanziari in rapporto al MOL hanno però continuato ad aumentare (fig. 2.3), riflettendo il deterioramento di entrambi i termini del rapporto. Il permanere delle tensioni reddituali e finanziarie delle imprese si è riflesso nel recente andamento dei tempi di pagamento delle transazioni commerciali. Nel secondo trimestre dell'anno la percentuale delle imprese con gravi ritardi nei pagamenti (oltre due mesi rispetto alle scadenze concordate) è salita al 6,5 per cento. I settori in cui più forte è risultato l'aumento dei ritardi sono quelli del terziario e delle costruzioni.

Le emissioni di obbligazioni registrano una ripresa

Il recente allentamento delle tensioni sul fronte del debito sovrano ha favorito una ripresa del ricorso al mercato da parte delle imprese italiane: nei primi nove mesi del 2012 le emissioni obbligazionarie lorde sui mercati internazionali sono state pari a 14 miliardi di euro (8 nel corrispondente periodo del 2011). Come

per le banche, il costo dei finanziamenti risente dell'ampiezza dello spread sui titoli pubblici (cfr. il riquadro: *Il costo del finanziamento obbligazionario per le imprese*). Dalla fine di luglio sia gli spread obbligazionari sia i premi sui credit default swap (CDS) relativi alle imprese italiane sono ridiscesi, nonostante restino ben al di sopra dei livelli prevalenti nel periodo precedente l'estate del 2011, quando prese avvio la fase più acuta della crisi del debito sovrano (cfr. *Bollettino economico*, n. 70, 2012).

IL COSTO DEL FINANZIAMENTO OBBLIGAZIONARIO PER LE IMPRESE

Durante la crisi il premio di rendimento sulle obbligazioni emesse dalle imprese non finanziarie, misurato dall'*asset swap spread* (1), è cresciuto considerevolmente in tutte le principali economie. Per le imprese italiane tale indicatore è passato da 71 punti base nel 2006 a 308 nella media del primo semestre dell'anno in corso.

Un'analisi econometrica di oltre 3.000 emissioni obbligazionarie effettuate da aziende dell'area dell'euro, del Regno Unito e degli Stati Uniti indica che nel periodo 2006-2012 tra le determinanti dei rendimenti all'emissione hanno progressivamente perso rilevanza le caratteristiche del titolo emesso (durata, ammontare, rating e valuta di denominazione), a fronte del crescente rilievo di quelle dell'impresa emittente (dimensione, rating, quotazione del CDS) e del paese in cui essa è localizzata.

(1) *Asset swap spread* rappresenta la differenza tra il rendimento all'emissione del titolo e il tasso swap di pari scadenza.

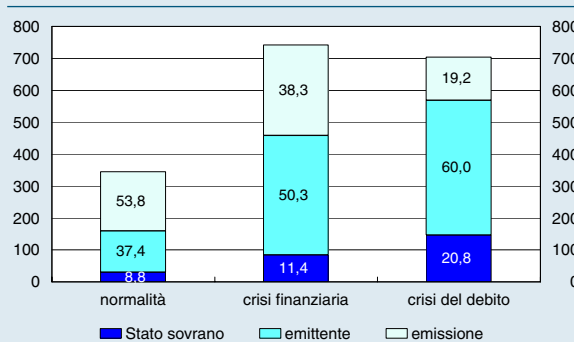
In particolare, in una prima fase (da gennaio del 2006 a giugno del 2007, indicata nella figura come periodo di “normalità”) la differenza tra i premi all'emissione delle obbligazioni di peggiore e migliore qualità era pari in media a 350 punti base; le caratteristiche dell'emissione determinavano da sole oltre la metà di tale differenza; poco più di un terzo derivava dalle caratteristiche dell'emittente, mentre l'effetto riconducibile al merito di credito dello Stato di residenza era pari al 9 per cento.

Dopo il dissesto di Lehman Brothers gli investitori hanno prestato attenzione crescente sia alle caratteristiche dell'emittente sia a quelle dello Stato di residenza. Tale andamento si è accentuato durante la crisi del debito sovrano: il peso delle caratteristiche dell'emissione si è ulteriormente ridotto (al 19 per cento), mentre è aumentato quello delle caratteristiche dell'emittente, in particolare rating e CDS (al 60 per cento); parimenti si è ampliato l'effetto riconducibile al merito di credito dello Stato (al 21 per cento) (2). Si stima che l'incremento del costo all'emissione dovuto solamente a quest'ultimo fattore sia di poco inferiore a 150 punti base.

(2) A titolo di confronto, è stato stimato che il peso della qualità dell'emittente sovrano nel determinare lo spread all'emissione delle obbligazioni bancarie senza garanzia pubblica ammontava nel 2010 a circa il 30 per cento (G. Grande, A. Levy, F. Panetta e A. Zaghini, “Public guarantees on bank bonds: effectiveness and distortions”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2, 2011).

Figura

Scomposizione del premio sulle obbligazioni in base alle caratteristiche dell'emissione, dell'emittente e del suo Stato di residenza (1)
(punti base e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Dealogic e Thomson Reuters Datastream.

(1) Per ognuno dei tre periodi considerati (normalità: da gennaio del 2006 a giugno del 2007; crisi finanziaria: da gennaio a dicembre del 2009; crisi del debito: da luglio del 2011 a giugno del 2012) gli istogrammi sono stati ottenuti in base a una regressione che pone in relazione l'asset swap spread alle sue principali determinanti. In particolare, ciascuna area dell'istogramma è stata ottenuta sommando i coefficienti stimati relativi a tutte le diverse variabili riconducibili allo stesso tipo di caratteristiche. Ogni area rappresenta perciò il peso relativo dei tre diversi gruppi di fattori (tipo di emissione, di emittente, di Stato di residenza) nel determinare la differenza tra i premi all'emissione delle obbligazioni di peggiore e migliore qualità.

Le misure di sostegno promosse dal Governo contribuiscono ad attenuare le difficoltà delle imprese

Numerose misure di sostegno promosse dal Governo sono volte a mitigare le difficoltà di accesso al credito da parte delle imprese. Nei primi sette mesi dell'anno le domande di finanziamento accolte dal Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese (2) sono aumentate rispetto al 2011 e hanno riguardato un volume di finanziamenti pari a 4,7 miliardi di euro e un importo garantito pari a 2,3 miliardi. Nell'ambito del nuovo accordo sottoscritto dal Ministero dell'Economia e delle finanze, l'ABI e le associazioni delle imprese nel febbraio scorso (cfr. il riquadro: *Le moratorie dei debiti delle imprese: rischi di forbearance?*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 3, 2012), tra marzo e luglio di quest'anno sono state concesse 32.000 sospensioni dei rimborsi relative a un debito residuo pari a 11 miliardi.

L'esposizione in derivati è nel complesso modesta

In base alle informazioni segnalate dalle banche, nello scorso giugno le imprese italiane presentavano una posizione netta negativa in contratti derivati pari a 6,7 miliardi di euro. Oltre il 90 per cento di questi era costituito da contratti a protezione dal rischio di un rialzo dei tassi. In base ai dati della Centrale dei rischi, il

(2) Operativo da più di un decennio, il Fondo favorisce l'accesso al credito delle unità produttive di minori dimensioni attraverso la concessione di una garanzia pubblica a fronte di operazioni finanziarie finalizzate all'attività d'impresa.

rapporto tra l'esposizione in derivati e il debito complessivo nei confronti delle banche era pari in media al 3,3 per cento per il complesso delle imprese che utilizzano derivati e all'11 per cento per le aziende appartenenti all'ultimo decile della distribuzione del rapporto. Tra queste ultime, l'incidenza dei prestiti bancari deteriorati su quelli totali è analoga a quella delle altre imprese.

I maggiori rischi derivano dalla fase recessiva e dalle difficoltà di accesso al credito

I più importanti fattori di rischio per le condizioni finanziarie delle imprese sono rappresentati dallo sfavorevole andamento della congiuntura economica e dalle difficoltà di accesso ai finanziamenti bancari e di mercato. Maggiormente a rischio sono le imprese dei servizi e, soprattutto, delle costruzioni. Riguardo a queste ultime imprese i più recenti sondaggi congiunturali indicano il permanere di gravi difficoltà anche nei prossimi mesi, con previsioni di un forte calo del valore della produzione.

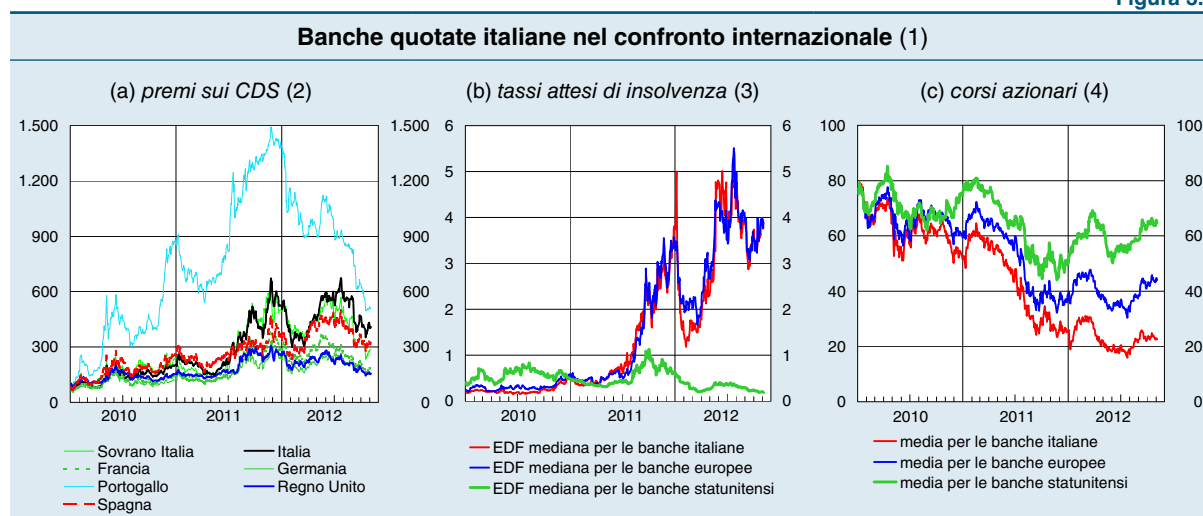
3 IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO

3.1 LA VALUTAZIONE DEL MERCATO SULLE BANCHE ITALIANE

Gli indicatori desunti dai mercati mostrano segnali di miglioramento

In base agli indicatori di mercato, le valutazioni degli investitori circa gli intermediari italiani sono in miglioramento. I timori di insolvenze si sono ridimensionati (figg. 3.1.a e 3.1.b); i corsi delle azioni bancarie sono in ripresa (fig. 3.1.c). Anche gli indicatori di rischio sistemico hanno registrato un progresso: la JPoD (1) relativa alle banche italiane si è ridotta in misura significativa. Il miglioramento è ascrivibile alla riduzione dei rischi sovrani, che riflette anche l'azione della Banca centrale europea (BCE), oltre che la prospettiva dell'Unione bancaria e il ridimensionamento dei timori di contagio indotto dalla definizione degli interventi in favore del sistema bancario spagnolo. Il rapporto tra valore di mercato e valore di bilancio delle banche italiane continua però a risentire degli elevati premi per il rischio e della bassa crescita attesa degli utili, in presenza di un deterioramento della qualità del credito.

Figura 3.1



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, FTSE, I/B/E/S, Reuters Datastream e Moody's KMV.

(1) Nel pannello (a) sono incluse le seguenti banche: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena; per la Francia, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole; per la Germania, Deutsche Bank, Commerzbank; per il Portogallo, Banco Espírito Santo, Banco Comercial Portugues; per il Regno Unito, Barclays, Royal Bank of Scotland, HSBC, Lloyds; per la Spagna, Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. Nei pannelli (b) e (c) 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, 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, Morgan Stanley e Wells Fargo. – (2) Dati giornalieri, in punti base. Debito senior a 5 anni. – (3) Dati giornalieri, in punti percentuali. I tassi attesi di insolvenza, 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) Le medie delle quotazioni azionarie sono calcolate facendo riferimento a indici di prezzo; prezzo di chiusura al 29 agosto 2008=100.

(1) La JPoD (*joint probability of distress*) stima la probabilità che più banche si trovino contemporaneamente in situazione di difficoltà. Per la metodologia, cfr. il riquadro: *Gli indicatori di dipendenza tra banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2011.

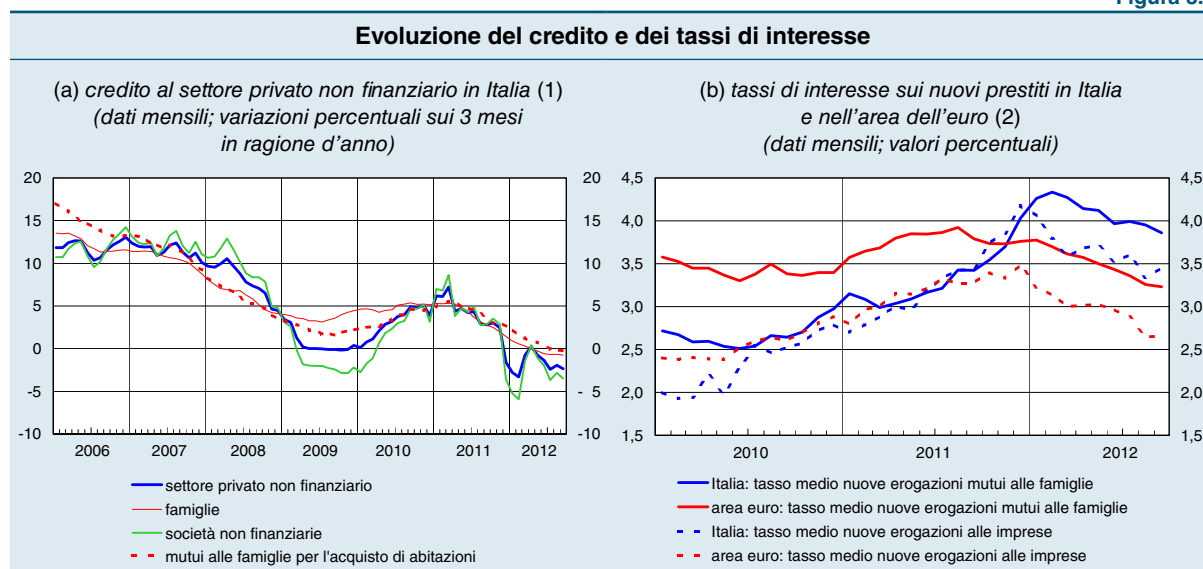
3.2 IL CREDITO

Il finanziamento dell'economia

La contrazione del credito riflette sia la debolezza della domanda...

Il credito al settore privato non finanziario è in calo (fig. 3.2.a), riflettendo principalmente la netta contrazione dei prestiti alle imprese. La dinamica degli impieghi risente in primo luogo della debolezza della domanda: le richieste di finanziamenti da parte delle famiglie sono state frenate dalla contrazione del reddito disponibile e dall'incerto andamento del mercato immobiliare (cfr. il par. 1.3); la domanda di credito da parte delle imprese è contenuta dal calo del fabbisogno finanziario (cfr. il capitolo 2).

Figura 3.2



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

(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 dalla componente stagionale, quando presente. – (2) Dati relativi a operazioni in euro, raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema.

...sia le tensioni dal lato dell'offerta

Le condizioni di offerta di credito, divenute molto tese nel periodo a cavallo tra il 2011 e il 2012, sono migliorate, beneficiando della favorevole evoluzione registrata sul mercato dei titoli pubblici (cfr. il riquadro: *La trasmissione delle tensioni sui mercati del debito sovrano all'attività delle banche in Italia*). I progressi sono segnalati da più indicatori. Seguendo il calo dei rendimenti di mercato a breve termine, i tassi bancari sui nuovi prestiti sono tornati a diminuire, pur mantenendosi superiori a quelli medi dell'area dell'euro (fig. 3.2.b). In base al modello econometrico della domanda di credito della Banca d'Italia (2), il divario negativo tra la crescita effettiva del credito alle imprese e la domanda stimata di finanziamenti si è considerevolmente ridotto nei mesi centrali di quest'anno. Le indicazioni relative al periodo più recente non sono però univoche. Secondo i sondaggi condotti presso le imprese manifatturiere, la quota di intervistati che riporta un inasprimento delle condizioni di accesso al credito è leggermente aumentata in autunno (fig. 3.3); indicazioni analoghe emergono dalle rilevazioni qualitative condotte dalla Banca d'Italia presso le banche. Nel complesso, le condizioni di offerta rimangono più restrittive rispetto

(2) La domanda di credito è stimata in funzione del PIL nominale, del fabbisogno finanziario delle imprese e del differenziale tra il costo del credito e il tasso di mercato monetario a tre mesi (cfr. Casolaro, L., G. Eramo e L. Gambacorta, "Un modello econometrico per il credito bancario alle imprese in Italia", *Moneta e credito*, 59, 234, 2006, pp. 151-183).

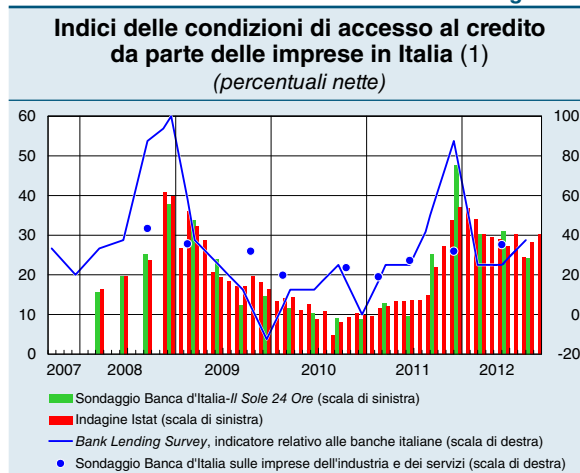
alla metà del 2011, segnalando che le tensioni dei mesi scorsi si sono attenuate ma non sono scomparse.

La contrazione del credito a imprese e famiglie proseguirebbe nel 2013

Secondo nostre stime, i prestiti alle imprese continuerebbero a ridursi nella restante parte del 2012 (fig. 3.4.a), per effetto della contrazione degli investimenti, che comprimerebbe la domanda di credito, e di condizioni di offerta ancora tese; il calo proseguirebbe nel 2013, seppure a ritmi decrescenti. La dinamica dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni toccherebbe un minimo a metà dell'anno prossimo (fig. 3.4.b), a causa del permanere di criteri di offerta improntati a prudenza, del calo del reddito disponibile e della debolezza del mercato immobiliare (3).

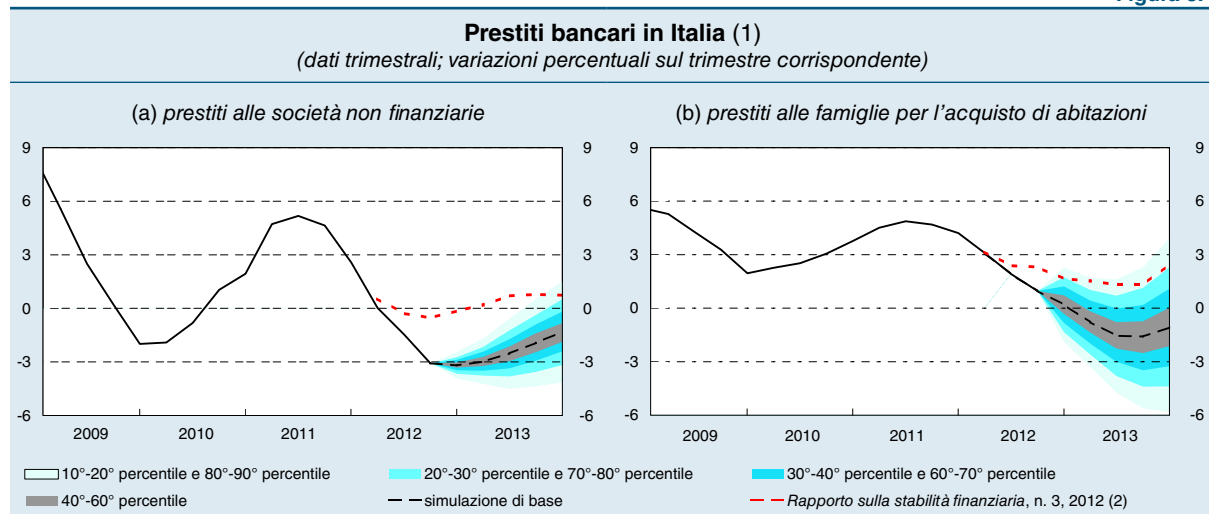
I rischi che caratterizzano questo quadro, particolarmente ampi, sono nel complesso lievemente al ribasso. Da un lato, il recente miglioramento delle condizioni di mercato potrebbe consolidarsi e proseguire, contribuendo ad allentare le tensioni nell'offerta di prestiti; dall'altro lato, l'evoluzione dell'attività economica potrebbe risultare più sfavorevole di quella ipotizzata.

Figura 3.3



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia, Banca d'Italia-II Sole 24 Ore, Istat. (1) Un calo degli indicatori denota un miglioramento delle condizioni di offerta del credito; percentuali nette calcolate come differenza tra la percentuale di risposte indicanti un peggioramento dei criteri di erogazione del credito e la percentuale di risposte indicanti un miglioramento.

Figura 3.4



(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 dei rischi che caratterizzano la previsione di base) è stata calcolata sulla base di simulazioni stocastiche effettuate con estrazioni casuali dalla distribuzione degli shock del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia. La distribuzione viene rappresentata graficamente, per classi di percentili. – (2) Simulazione di base.

(3) Il quadro macroeconomico sottostante queste stime non si discosta significativamente dalle più recenti previsioni del Fondo monetario internazionale, contenute nel *World Economic Outlook* dello scorso ottobre. L'andamento del credito a imprese e famiglie qui delineato prefigura una dinamica più contenuta rispetto a quanto pubblicato nella scorsa edizione di questo Rapporto. La differenza riflette quasi interamente la forte revisione al ribasso del profilo di crescita del PIL.

Dalla primavera del 2010 l'incremento dei rischi sovrani si è associato a un peggioramento delle condizioni di raccolta delle banche italiane sui mercati all'ingrosso e a un aumento dei tassi sui prestiti a famiglie e imprese. Questo riquadro illustra gli effetti della crisi del debito sovrano sull'attività delle banche, utilizzando come misura delle tensioni lo spread di rendimento a dieci anni tra i titoli di Stato italiani e tedeschi e controllando per le principali determinanti delle variabili considerate (1).

Con riferimento al costo della raccolta, si stima che una variazione di 100 punti base dello spread sovrano induca, nello stesso trimestre o in quello successivo, una variazione dello stesso segno di circa 40 punti base sia del tasso sui nuovi depositi a scadenza sia dei pronti contro termine; l'effetto complessivo sale a 60 punti nell'arco di circa un anno. L'impatto sui rendimenti delle obbligazioni bancarie è maggiore e più rapido (100 punti base in un trimestre); sono invece trascurabili le conseguenze sul costo dei depositi in conto corrente. Gli effetti erano più contenuti nel periodo antecedente la crisi del debito sovrano. La trasmissione degli shock dallo spread sovrano ai tassi passivi bancari avviene mediante molteplici canali, quali l'esposizione diretta delle banche nei confronti del settore pubblico, l'utilizzo dei titoli pubblici come collaterale nei mercati della provvista all'ingrosso, il legame fra rating sovrano e rating bancari (cfr. il riquadro: *L'impatto del rischio sovrano sulla raccolta delle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2011).

Riguardo al costo dei prestiti bancari, le analisi suggeriscono che in fasi di tensione una variazione di 100 punti base dello spread sovrano determini, nell'arco di un trimestre, una variazione di uguale segno di circa 50 punti dei tassi sugli impieghi alle imprese e di circa 30 di quelli sui mutui alle famiglie; dopo un anno la trasmissione è pressoché completa per i primi e pari a circa 80 punti base per i secondi. Con riferimento all'ammontare degli impieghi, un aumento dello spread pari a un punto percentuale comprime il ritmo di crescita annuo dei prestiti a famiglie e imprese di circa 0,7 punti (l'effetto si aggiunge a quello indotto dall'aumento dei tassi bancari). Analisi svolte su altri paesi europei indicano che la trasmissione delle tensioni sul debito sovrano è simile nelle altre economie direttamente interessate dalla crisi.

L'esame di uno scenario controfattuale mostra che, qualora lo spread fosse rimasto invariato sul livello del primo trimestre del 2010 (0,7 punti percentuali), nel secondo trimestre del 2012 i tassi sui nuovi prestiti alle imprese e sulle erogazioni di mutui alle famiglie sarebbero stati più bassi di circa 1,6 e 1,9 punti, rispettivamente, di quelli osservati; la crescita annua del credito sarebbe stata invece più elevata di circa 4,0 e 3,5 punti percentuali, rispettivamente.

I rischi sovrani si ripercuotono anche sulla redditività delle banche. La trasmissione passa innanzitutto attraverso il peggioramento della qualità del credito: un incremento di 100 punti base dello spread è associato a un aumento di circa un quarto delle rettifiche di valore sui prestiti; per i maggiori gruppi bancari, caratterizzati da un'alta quota di provvista all'ingrosso e da un elevato peso dei ricavi connessi con l'andamento dei mercati finanziari, si registra inoltre una riduzione del margine di interesse e degli altri ricavi (del 4 e del 2 per cento, rispettivamente).

Al fine di valutare appieno gli effetti delle variazioni dello spread sull'economia italiana occorre tenere presenti due ulteriori fattori. In primo luogo, il calo dei tassi di mercato determinato dagli interventi dell'Eurosistema ha in parte controbilanciato l'impatto dell'aumento dello spread sul costo dei nuovi finanziamenti; esso ha inoltre ridotto l'onere del debito relativo ai prestiti in essere indicizzati. In secondo luogo, l'andamento dello spread risente anche di fenomeni di *flight to quality*, che comprimono i tassi sui titoli di Stato tedeschi senza riflettersi su quelli dei BTP. Nostre stime indicano che tenendo conto di questo effetto la trasmissione delle variazioni dello spread ai tassi bancari attivi alle imprese risulta attenuata.

(1) Cfr. Albertazzi U., T. Ropele, G. Sene e F. M. Signoretti, *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», n. 133, 2012.

La qualità del credito

Prosegue il peggioramento della qualità del credito alle imprese...

La qualità del credito continua a risentire della recessione: nella prima metà del 2012 il flusso delle nuove sofferenze in rapporto ai prestiti è tornato sui livelli toccati nel 2009 (fig. 3.5). L'aumento, interamente dovuto ai finanziamenti alle imprese, interessa tutti i comparti produttivi ed è più intenso per quello delle costruzioni.

Le nuove sofferenze sui prestiti alle famiglie sono invece diminuite in rapporto agli impieghi.

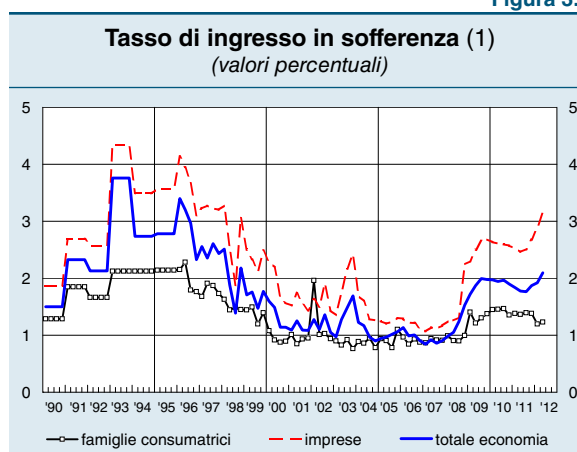
Gli indicatori prospettici prefigurano un ulteriore deterioramento della qualità dei prestiti alle imprese (fig. 3.6). L'indice basato sulla transizione dei prestiti tra le diverse categorie utilizzate dalle banche a fini gestionali è tornato a peggiorare; sono aumentate sia la probabilità di ingresso in sofferenza entro un anno, sia la quota dei prestiti a soggetti in temporanea difficoltà (i cosiddetti incagli).

...che dovrebbe raggiungere un picco nel 2013

Il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti alle imprese aumenterebbe fino alla metà del 2013

(fig. 3.7.a), riflettendo principalmente il calo

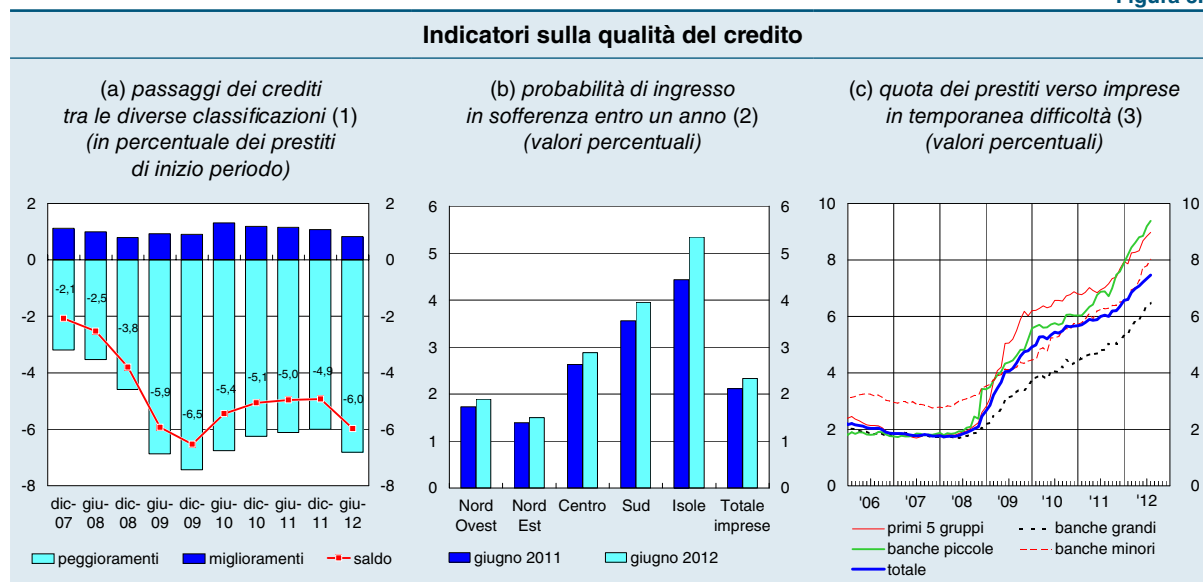
Figura 3.5



Fonte: segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.

(1) Flusso trimestrale di sofferenze rettificato 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.

Figura 3.6

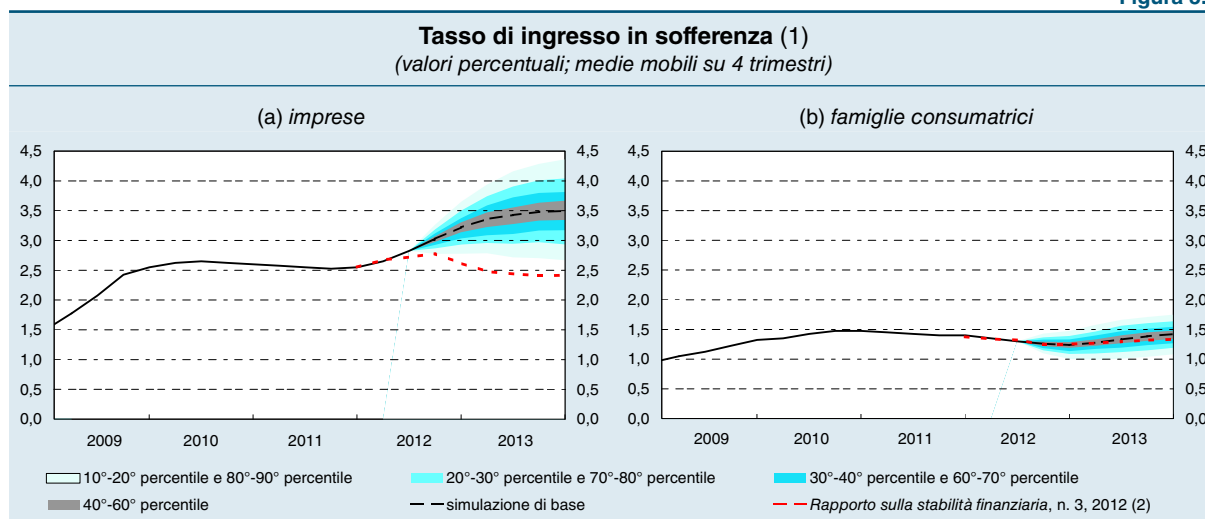


Fonte: Centrale dei rischi e bilanci societari.

(1) L'indice considera i passaggi dei crediti alle imprese tra le diverse classificazioni del credito (prestiti privi di anomalie, sconfinamenti, crediti scaduti, ristrutturati, incagliati o in sofferenza). Esso è calcolato come il saldo tra la quota di finanziamenti la cui qualità è peggiorata nei 12 mesi precedenti e quella dei crediti che hanno registrato un miglioramento. – (2) Le probabilità di ingresso in sofferenza sono stimate con riferimento a circa 800.000 società di capitali sulla base di indicatori di vulnerabilità tratti dai bilanci aziendali e di indicatori di tensione finanziaria relativi ai rapporti creditizi. – (3) 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 ad agosto 2012 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre 2008. Primi 5 gruppi: banche appartenenti ai gruppi UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, UBI Banca, Banco Popolare. Le categorie "grandi", "piccole" e "minori" comprendono banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati, nell'ordine, superiori a 21,5 miliardi di euro, compresi tra 3,6 e 21,5 miliardi, inferiori a 3,6 miliardi. Sono escluse le filiali di banche estere.

dell'attività economica. Per i prestiti alle famiglie, il tasso di ingresso in sofferenza si manterrebbe invece sui valori attuali lungo l'intero orizzonte previsivo (fig. 3.7.b); l'effetto negativo connesso con il peggioramento del mercato del lavoro e con la contrazione del reddito disponibile sarebbe compensato dal basso livello dei tassi di interesse a breve termine. La bassa rischiosità dei prestiti alle famiglie riflette anche i prudenti criteri adottati dalle banche nell'erogazione di mutui (cfr. il par. 1.3). Anche queste stime sono connotate da elevata incertezza e da rischi nel complesso bilanciati, in relazione all'evoluzione dello spread sovrano e del quadro congiunturale.

Figura 3.7



(1) Flusso trimestrale di sofferenze rettificato 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 dalla distribuzione degli shock del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia; essa viene rappresentata graficamente, per classi di percentili. - (2) Simulazione di base.

Aumenta il peso dei crediti deteriorati...

Nello scorso giugno la consistenza dei crediti deteriorati lordi (sofferenze, incagli, esposizioni ristrutturate o scadute) delle banche e delle società finanziarie rappresentava il 12,3 per cento dei prestiti alla clientela (tav. 3.1; 11,1 alla fine del 2011); al netto delle svalutazioni già effettuate l'incidenza era dell'8,1 per cento dei crediti netti e del 70 per cento del patrimonio di vigilanza. I crediti deteriorati sono composti per tre quarti da prestiti alle imprese; in questo settore la loro incidenza sul complesso dei finanziamenti è del 16,8 per cento.

...i cui criteri di rilevazione vengono vagliati dalla Vigilanza

Nel confronto con l'estero i dati relativi ai crediti deteriorati riflettono specificità nazionali. In Italia i criteri contabili adottati dalle banche nel classificare i prestiti deteriorati sono allineati a precise regole prudenziali, particolarmente severe. Inoltre, la consistenza dei prestiti problematici è mantenuta elevata dalla lentezza delle procedure di recupero dei crediti, che impone agli intermediari di mantenere in bilancio le posizioni deteriorate per un periodo più lungo rispetto ad altri paesi.

Rilevano anche le prassi di supervisione, tradizionalmente scrupolose nel nostro paese. In Italia l'adeguatezza dei criteri di classificazione dei prestiti viene valutata dalla Vigilanza mediante periodiche, approfondite ispezioni in loco, al fine di contenere i rischi di *forbearance* (4) tipici delle fasi cicliche negative; le riclassificazioni determinate dalle ispezioni rappresentano una quota significativa delle posizioni esaminate (ad esempio gli accertamenti ispettivi realizzati nel primo semestre del 2012 hanno condotto alla riclassificazione del 20 per cento dei prestiti esaminati). La Banca d'Italia valuta inoltre i

(4) La *forbearance* è rappresentata dall'eccessiva tolleranza nei confronti di debitori in difficoltà, al fine di ritardare l'aggiustamento dei bilanci bancari.

rischi dei portafogli bancari con continuità sulla base di segnalazioni statistiche dettagliate e frequenti sull'esposizione di ciascuna banca nei confronti di ogni impresa, vagliando l'adeguatezza dei criteri di classificazione seguiti da diversi intermediari per lo stesso cliente; ciò limita la possibilità che debitori effettivamente in sofferenza possano essere classificati in bonis.

Calano i tassi di copertura...

Il tasso di copertura (pari al rapporto tra consistenza delle rettifiche e ammontare delle esposizioni deteriorate lorde) è del 37,7 per cento, contro il 49,4 del 2007. Il calo è dovuto per quattro punti percentuali alla diversa composizione dei prestiti deteriorati; in linea con l'esperienza passata, la nuova caduta dell'attività produttiva ha accresciuto, all'interno dell'aggregato, la quota dei prestiti problematici diversi dalle sofferenze, tipicamente caratterizzati da tassi di copertura meno elevati: per le sofferenze la copertura media è del 54,7 per cento a fronte, ad esempio, del 20,6 per gli incagli (tav. 3.1). A loro volta, i divari tra i tassi di copertura riflettono le differenze tra i tassi di perdita: quelli associati alle sofferenze sono generalmente più del doppio di quelli degli incagli. Il tasso di copertura mostra inoltre elevata eterogeneità tra banche: esso è relativamente alto per i primi cinque gruppi e più contenuto per le banche minori, caratterizzate peraltro da maggiore dotazione di capitale (core tier 1 ratio del 12,6 per cento a giugno scorso, a fronte del 10,5 dei primi cinque gruppi).

Tavola 3.1

Qualità del credito: incidenza dei crediti in bonis e deteriorati sul totale e tassi di copertura (1)												
(valori percentuali e milioni di euro; giugno 2012)												
VOCI	Primi 5 gruppi		Banche grandi		Banche piccole		Banche minori		Finanziarie non appartenenti a gruppi bancari		Totale sistema	
	Composizione percentuale	Tasso di copertura	Composizione percentuale	Tasso di copertura	Composizione percentuale	Tasso di copertura	Composizione percentuale	Tasso di copertura	Composizione percentuale	Tasso di copertura	Composizione percentuale	Tasso di copertura
Crediti verso clientela	100	5,7	100	3,8	100	5,0	100	3,6	100	7,9	100	5,2
di cui:												
in bonis	87,0	0,6	90,1	0,5	86,8	0,5	87,0	0,4	85,9	1,0	87,7	0,6
deteriorati	13,0	40,3	9,9	33,5	13,2	34,6	13,0	25,1	14,1	49,9	12,3	37,7
sofferenze	7,2	55,9	5,1	51,2	6,6	54,8	5,6	46,1	9,2	65,1	6,7	54,7
incagli	3,5	23,3	3,0	18,4	4,3	18,2	5,4	11,3	3,1	26,4	3,6	20,6
ristrutturati	1,3	20,2	0,7	15,5	0,5	10,8	0,3	12,9	0,2	7,6	1,0	18,9
scaduti	0,9	10,2	1,2	5,9	1,8	5,6	1,8	3,1	1,5	11,7	1,1	7,9
Per memoria:												
crediti verso clientela	1.344.635		490.846		133.696		183.908		66.520		2.219.604	

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. Nel caso dei crediti in bonis è calcolato come rapporto tra gli accantonamenti generici e i crediti vivi. Sono escluse le filiali di banche estere. La classificazione delle banche è la stessa della fig. 3.6.c.

...ma numerosi fattori concorrono a contenere il rischio residuo sopportato dalle banche

Nel valutare i dati medi sui tassi di copertura appena descritti occorre tenere conto di diversi fattori che attenuano il rischio residuo in capo alle banche. Tra essi, il principale è il grado di collateralizzazione delle esposizioni deteriorate, assai elevato per gli intermediari italiani. Tra i principali 30 gruppi il tasso di copertura medio è più basso per le banche con una quota più alta di esposizioni deteriorate assistite da garanzie reali (e quindi con un maggiore tasso atteso di recupero delle posizioni problematiche) (5).

(5) Il confronto è stato effettuato tra le banche con una quota delle esposizioni deteriorate assistite da garanzie reali superiore al 50 per cento e tutte le altre banche. Il primo gruppo di intermediari presenta un tasso di copertura dei crediti problematici più basso di 11 punti percentuali rispetto al secondo. Per l'intero sistema bancario, a giugno scorso la quota di finanziamenti assistiti da garanzie reali era del 45 per cento, in aumento rispetto al periodo precedente la crisi.

Inoltre, le banche tendono a stralciare direttamente dal bilancio la parte del credito a fronte della quale accertano perdite comprovate, determinando così una sottostima dell'effettiva copertura delle posizioni deteriorate (cfr. il riquadro: *I tassi di copertura e gli stralci delle perdite*).

I TASSI DI COPERTURA E GLI STRALCI DELLE PERDITE

Le banche possono contabilizzare le perdite sui crediti deteriorati mediante due diverse modalità. La prima consiste nella svalutazione della parte dell'esposizione ritenuta non recuperabile; la seconda si basa invece sullo "stralcio" diretto della componente di perdita (*write-off*). In generale gli intermediari ricorrono allo stralcio qualora la perdita sia comprovata da elementi certi e precisi (1), mentre si avvalgono della svalutazione negli altri casi. La scelta tra le due prassi contabili – lo stralcio o la svalutazione – può risentire di considerazioni di carattere fiscale: la normativa italiana prevede infatti che, quando si accertino perdite comprovate da elementi certi e precisi, gli stralci siano integralmente deducibili dal reddito imponibile ai fini Ires. Le svalutazioni sono invece deducibili, in ciascun esercizio, solo entro il limite dello 0,3 per cento del valore dei crediti risultanti dal bilancio; l'eccedenza rispetto al limite dello 0,3 per cento è deducibile, in quote costanti, nei 18 esercizi successivi.

La scelta tra i due metodi non rileva ai fini del valore dei crediti riportato in bilancio, in entrambi i casi al netto delle perdite. Tuttavia l'utilizzo dello stralcio determina, da un punto di vista contabile, una sottostima dei tassi effettivi di copertura (2), in quanto non evidenzia la minore rischiosità delle partite deteriorate residue detenute in bilancio dopo il *write-off*. A titolo di esempio, si consideri il caso di una banca che, a fronte di un credito iscritto in bilancio per 100 euro e di una perdita attesa (non comprovata da elementi certi e precisi) pari a 20, operi una svalutazione di uguale entità. In tal caso il tasso di copertura risulterebbe del 20 per cento. Qualora, successivamente, la banca accerti, sulla base di elementi certi e precisi, un'inesigibilità per 20 euro e decida di stralciare la posizione (abbattendo per tale importo sia il valore del credito deteriorato sia la consistenza delle svalutazioni), essa registrerà contabilmente un tasso di copertura nullo. In realtà, in entrambi i casi una quota pari al 20 per cento del credito stesso è stata già contabilizzata in bilancio come perdita.

Nostre analisi mostrano che il valore degli stralci effettuati è pari al 5 per cento circa dell'ammontare delle partite deteriorate.

(1) Ad esempio, quando il debitore sia assoggettato a procedure concorsuali o abbia concluso un accordo di ristrutturazione del debito omologato ai sensi della disciplina fallimentare, ovvero quando esistano le condizioni previste dagli IFRS/IAS per cancellare, anche parzialmente, il credito dal bilancio.

(2) Il tasso di copertura (*coverage ratio*) è dato dal rapporto tra la consistenza delle svalutazioni e l'ammontare lordo delle posizioni deteriorate; quest'ultimo, a sua volta, è la somma del presumibile valore di realizzo delle partite deteriorate iscritto in bilancio e della consistenza delle relative svalutazioni.

La Vigilanza sta intensificando gli interventi volti ad accrescere la patrimonializzazione

A fronte del deterioramento delle condizioni macroeconomiche e dei conseguenti rischi per le banche, la Vigilanza sta intensificando il vaglio circa l'adeguatezza delle rettifiche di valore apportate dai singoli intermediari, tenendo conto di variabili sia aggregate (valori medi di sistema, prospettive dell'economia reale) sia individuali (livello del tasso di copertura nel periodo pre-crisi, composizione dei portafogli creditizi, tipo di anomalia, eventuale presenza di garanzie reali e personali, prassi contabili). Alle banche che presentano tassi di copertura inadeguati è richiesto un rapido intervento correttivo.

Le esposizioni al rischio sovrano nell'area dell'euro e le attività sull'estero

L'esposizione in titoli di Stato italiani è aumentata nel 2012

Nel mese di giugno l'esposizione del sistema bancario verso le Amministrazioni pubbliche italiane era di 351 miliardi di euro (tav. 3.2), 110 in più rispetto al settembre del 2011. L'aumento è dovuto agli acquisti di titoli effettuati all'inizio del 2012, in parte in connessione con l'esigenza di impiegare in via temporanea la liquidità ottenuta mediante le due operazioni di finanziamento triennali dell'Eurosistema. Gli acquisti, diffusi tra le singole banche, hanno portato la consistenza complessiva dei titoli a 297 miliardi; si sono concentrati nella componente con durata originaria fino a tre anni e sono stati contabilizzati in larga misura nel banking book. Il valore dei titoli pubblici italiani a medio e a lungo termine di proprietà delle banche è attualmente superiore del 2,5 per cento rispetto a quello di settembre dello scorso anno, data di riferimento per determinare il *buffer* di capitale richiesto dalla European Banking Authority (EBA) al fine di fronteggiare le potenziali perdite sul portafoglio sovrano valutato al valore di mercato.

Tavola 3.2

Esposizioni dei gruppi e delle banche italiane verso residenti nei paesi dell'area dell'euro per settore di controparte (1) (miliardi di euro al 30 giugno 2012)

PAESI	Settore pubblico	Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	In percentuale sul totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2)
Italia	351,0	119,3	101,1	1.412,9	1.984,3	78,6 (3)
Germania	50,8	36,5	15,0	92,5	194,9	14,9
Austria	11,3	7,9	1,6	54,7	75,5	39,2
Francia	2,3	18,2	3,9	6,5	30,8	3,9
Lussemburgo	0,4	4,7	10,3	4,2	19,5	4,9
Spagna	4,2	3,7	3,5	6,2	17,6	4,1
Paesi Bassi	0,1	4,2	5,6	5,0	14,9	2,4
Irlanda	0,3	1,5	6,2	0,5	8,5	2,7
Portogallo	0,4	0,4	0,2	0,6	1,6	1,3
Grecia	0,0	0,1	0,0	0,6	0,8	1,3
Altri (4)	4,7	2,0	1,3	18,0	26,0	3,9
Totale	425,5	198,5	148,7	1.601,7	2.374,4	

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a un gruppo.

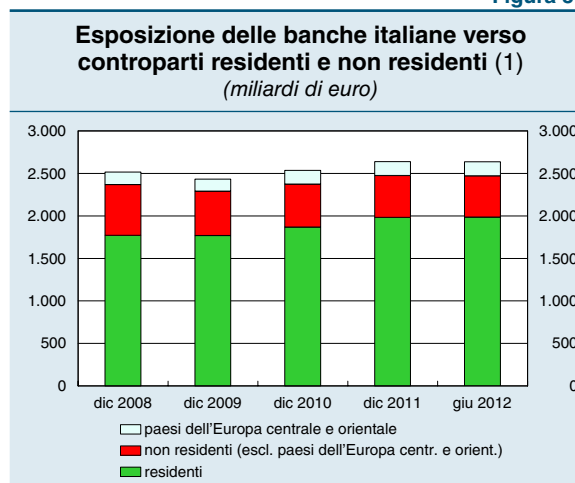
(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle sofferenze e al netto delle svalutazioni. Sono esclusi BancoPosta e CDP. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere verso ciascun paese a marzo 2012, segnalate alla BRI da un ampio gruppo di intermediari internazionali. – (3) Esposizione delle banche italiane verso clientela residente; il complemento a 100 è dato dai rapporti con clientela italiana di banche estere, sia tramite stabilimenti in Italia sia operanti a livello internazionale. – (4) La voce include: Slovenia, Slovacchia, Belgio, Finlandia, Cipro, Malta, Estonia.

L'esposizione verso i debitori residenti in Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna è bassa (1,2 per cento delle esposizioni totali verso i residenti nell'area dell'euro). Assai contenute, sia in termini assoluti sia nel confronto internazionale, sono anche le esposizioni indirette, detenute attraverso posizioni creditorie verso banche estere a loro volta esposte verso questi quattro paesi.

Cresce l'esposizione nei paesi dell'Europa centrale e orientale, con buone prospettive economiche ma con fragilità finanziarie

È leggermente aumentata l'esposizione verso i paesi dell'Europa centrale e orientale (fig. 3.8), caratterizzati da fragilità finanziarie (in connessione soprattutto con l'elevata quota di debiti in valuta estera) ma con condizioni macroeconomiche tuttora favorevoli. Negli ultimi mesi

Figura 3.8



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Esposizione in crediti e titoli a fine periodo verso controparti bancarie, finanziarie, governi, famiglie e imprese; non sono compresi i rapporti infragruppo.

i rischi in questa area sono stati attenuati dalla conferma, intervenuta all'inizio del 2012, della cosiddetta *Vienna Initiative* (6).

Le banche italiane seguono politiche prudenti

Le attività deteriorate nei confronti di controparti dell'Europa centrale e orientale erano pari in giugno al 10,4 per cento delle attività complessive nell'area. I due maggiori gruppi bancari italiani hanno mantenuto elevato (a 172 punti base in media) il flusso annuo delle rettifiche in rapporto alla consistenza dei prestiti; hanno seguito politiche prudenti soprattutto laddove i rischi creditizi sono più alti (in Ucraina e Ungheria le svalutazioni sono state di 488 e 424 punti base). Il tasso di copertura dei crediti deteriorati alla metà del 2012 era simile a quello della fine del 2011 (superiore al 45 per cento).

3.3 LA PROVISTA DELLE BANCHE, IL RISCHIO DI LIQUIDITÀ, IL RISCHIO DI RIFINANZIAMENTO

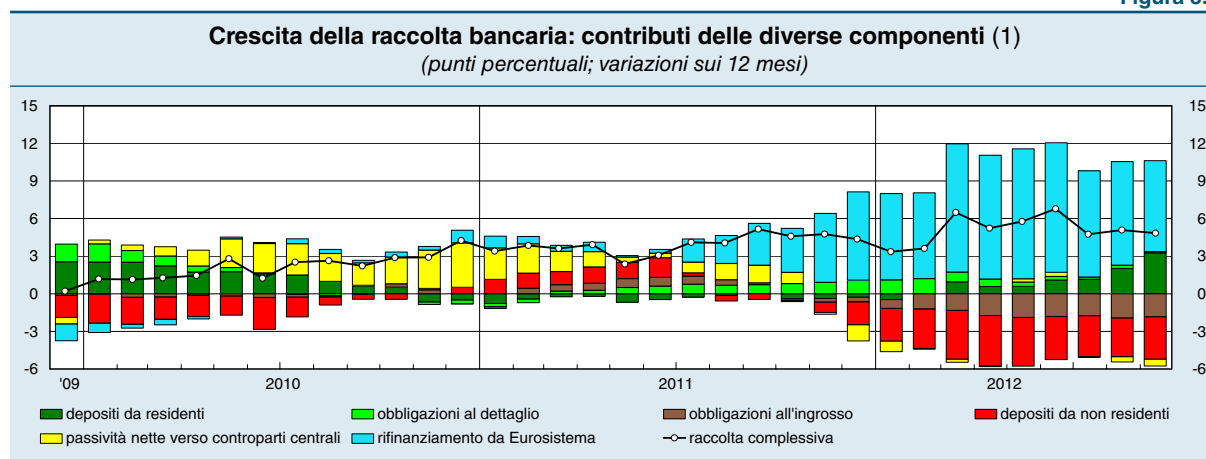
La provvista al dettaglio continua ad aumentare

In base agli ultimi dati (riferiti allo scorso settembre), il tasso di crescita sui dodici mesi della raccolta complessiva delle banche italiane è del 4,8 per cento (fig. 3.9). La crescita è dovuta in larga parte al ricorso alle aste triennali dell'Eurosistema; ha contribuito in misura crescente il buon andamento della raccolta al dettaglio (depositi di residenti e obbligazioni delle famiglie) cresciuta a ritmi sostenuti (5,3 per cento sui dodici mesi).

Emergono segnali di miglioramento della raccolta sull'estero e all'ingrosso

L'apporto della provvista all'ingrosso si è stabilizzato. La crescita sui dodici mesi rimane tuttavia negativa, riflettendo ancora sia le difficoltà di accesso ai mercati internazionali, sia il forte calo dei depositi di non residenti (principalmente interbancari) che si era verificato tra l'estate del 2011 e i primi mesi di quest'anno. Da luglio, con l'attenuarsi dei rischi sovrani, le maggiori banche italiane sono tornate a emettere sui mercati esteri. I primi cinque gruppi bancari hanno collocato carta commerciale e certificati di deposito (8 miliardi di euro complessivamente), obbligazioni

Figura 3.9



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) La somma dei contributi è pari alla variazione percentuale sui 12 mesi della raccolta complessiva. Le variazioni percentuali delle singole componenti sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Non sono considerate le passività nei confronti di IFM residenti. Le passività nette nei confronti di controparti centrali rappresentano la raccolta in pronti contro termine con non residenti effettuata per mezzo delle controparti centrali.

(6) La *Vienna Initiative*, avviata nel 2009, promuove la cooperazione tra autorità al fine di evitare una riduzione eccessiva delle attività da parte dei grandi gruppi bancari europei operanti nei paesi comunitari.

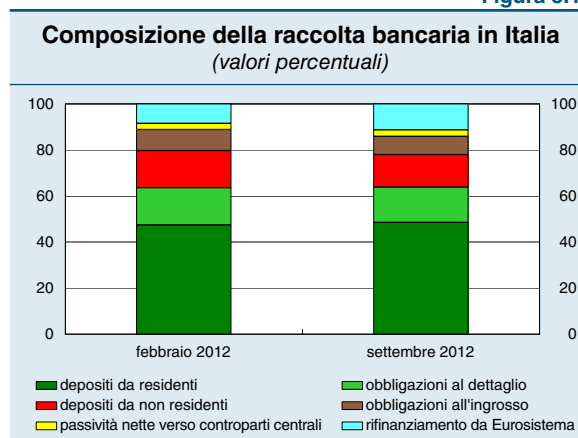
non assistite da garanzie (8 miliardi), covered bond (2,6 miliardi). Le emissioni sono avvenute in presenza di spread in progressiva riduzione ma ancora elevati (in media 335 punti base), anche per effetto della durata relativamente lunga dei titoli emessi e della natura subordinata di alcuni di essi.

Escludendo la componente interbancaria interna, alla fine di settembre la raccolta era composta per il 64 per cento da provvista al dettaglio da residenti (depositi e obbligazioni), per l'11 da rifinanziamento presso l'Eurosistema e per la parte rimanente da raccolta all'ingrosso (principalmente depositi di non residenti quasi interamente interbancari e obbligazioni; fig. 3.10).

Si riducono il *funding gap* e il costo medio della raccolta

La contrazione del credito e la crescita della raccolta al dettaglio hanno consentito alle banche italiane di ridurre ancora, al 16 per cento, la quota di prestiti finanziata da provvista all'ingrosso (cfr. il riquadro: *Il funding gap delle banche italiane*). Tra febbraio e settembre il costo medio della raccolta si è ridotto di oltre 20 punti base, all'1,4 per cento. I tassi sui depositi dei residenti e sulle obbligazioni sono rimasti stabili.

Figura 3.10



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

IL FUNDING GAP DELLE BANCHE ITALIANE

In presenza di instabilità, il ricorso alla provvista all'ingrosso (interbancario, certificati di deposito, carta commerciale, obbligazioni emesse sui mercati dei capitali) per finanziare i prestiti espone le banche a rischi di liquidità, che si sono materializzati più volte durante la crisi finanziaria. Per questo motivo, le autorità di vigilanza e gli operatori di mercato rivolgono attenzione crescente al *funding gap* delle banche, ossia la differenza tra i prestiti e la raccolta al dettaglio (in valore assoluto o in rapporto ai prestiti stessi).

Nonostante la sua semplicità in termini concettuali, in pratica l'utilizzo del *funding gap* risulta problematico, soprattutto nei confronti internazionali, a causa delle numerose scelte metodologiche in grado di influenzare il risultato finale. Non sempre sono disponibili con adeguato livello di dettaglio i dati necessari per il calcolo dell'indicatore. Ad esempio, una corretta misurazione dovrebbe considerare i prestiti al netto delle rettifiche di valore e includere i crediti cartolarizzati e riacquistati sotto forma di titoli emessi dalle società veicolo; inoltre, al fine di misurare l'impatto che tensioni nei mercati della provvista all'ingrosso potrebbero comportare per l'economia di un paese, occorrerebbe includere unicamente i finanziamenti a residenti. I dati sulla raccolta al dettaglio dovrebbero comprendere sia i depositi dei residenti sia le altre forme di provvista al dettaglio (quali le obbligazioni bancarie sottoscritte dalle famiglie); dovrebbero invece escludere le passività connesse con operazioni di cartolarizzazione. Infine, le operazioni pronti contro termine con controparti centrali dovrebbero essere eliminate sia dai prestiti sia dai depositi.

I dati forniti dalle organizzazioni internazionali (BRI, FMI e OCSE) non consentono tuttavia il calcolo dell'indicatore così come descritto. Neppure i dati mensili raccolti dalla BCE sui bilanci delle istituzioni finanziarie monetarie dell'area dell'euro, pur caratterizzati da un alto grado di armonizzazione e di dettaglio, consentono un corretto confronto internazionale. In particolare, non sono disponibili dati sull'ammontare di obbligazioni bancarie collocate al dettaglio (importo nel nostro paese assai cospicuo, che rappresenta un quarto della provvista utilizzata per

il calcolo del *funding gap*) e sui fondi rettificativi delle sofferenze, che in Italia superano i 50 miliardi (1).

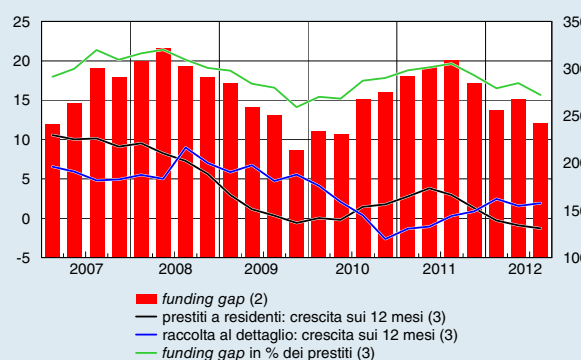
Dalla metà del 2008 il *funding gap* delle banche italiane si è ridotto, pur con fluttuazioni (figura A) (2); il deterioramento registrato nella fase in cui sono emerse le tensioni sul debito sovrano è stato recuperato nei mesi più recenti, grazie anche alla favorevole dinamica della raccolta al dettaglio, in una fase di contrazione degli impieghi. Il valore dell'indicatore è attualmente del 16 per cento (240 miliardi in termini assoluti). Le differenze nel valore del *funding gap* fra le diverse categorie di intermediari (figura B) sono correlate con la capacità delle banche di ricorrere ai mercati all'ingrosso. I valori più elevati si riscontrano per le filiazioni di banche estere, per le quali circa un terzo dei prestiti è finanziato con raccolta diversa da quella al dettaglio da residenti, costituita in larga parte dai trasferimenti ricevuti dalle case madri. Escludendo gli intermediari esteri il *funding gap* del sistema bancario italiano scende al 13 per cento (185 miliardi).

Figura A

Figura B

Formazione del *funding gap* delle banche italiane (1)

(miliardi di euro e valori percentuali; variazioni sui 12 mesi)

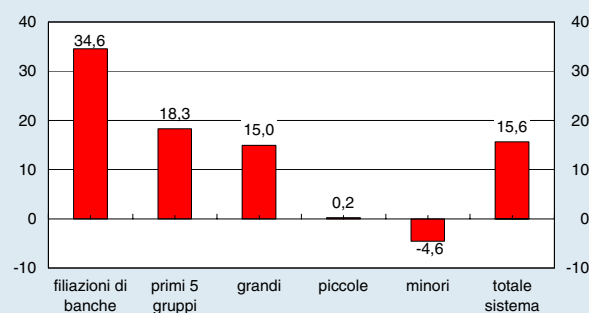


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Sono escluse le filiali di banche estere e CDP. – (2) Scala di destra, miliardi di euro. – (3) Scala di sinistra.

Funding gap per categoria di banche a settembre 2012 (1)

(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Sono escluse le filiali di banche estere e CDP.

(1) Dallo Statistical Data Warehouse della BCE mancano anche altre informazioni essenziali per costruire indicatori confrontabili a livello internazionale. Ad esempio, non tutti i paesi pubblicano l'ammontare dei depositi connessi con operazioni di cartolarizzazione o quello delle operazioni pronti contro termine con controparti centrali. Le misure del *funding gap*, calcolate dagli analisti di mercato utilizzando questa fonte, sono pertanto molto approssimative.

(2) Dall'analisi vengono escluse le filiali di banche estere e la Cassa depositi e prestiti (CDP). Il *funding gap* delle prime è estremamente elevato poiché le loro passività sono in larga parte costituite da trasferimenti da parte della casa madre; quello della CDP, che al passivo presenta quasi esclusivamente raccolta postale, è invece sostanzialmente nullo.

Si sono ridotti i rischi di rifinanziamento...

Entro il 2013 scadrà un ammontare pari a 78 miliardi di euro di obbligazioni emesse sui mercati all'ingrosso dai principali 33 gruppi bancari italiani oggetto di monitoraggio settimanale della liquidità da parte della Banca d'Italia (fig. 3.11).

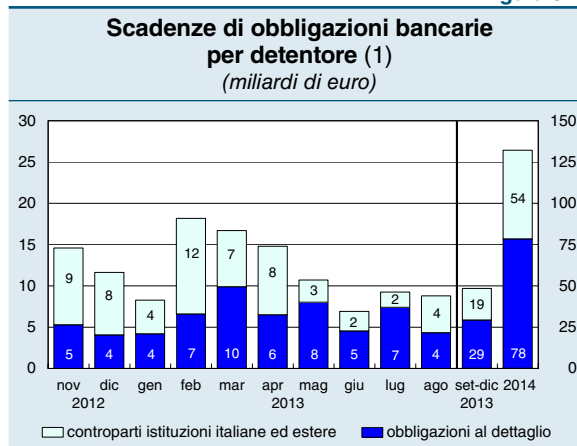
L'importo è notevolmente inferiore al volume di attività liquide acquisite dagli intermediari italiani mediante le operazioni a tre anni dell'Eurosistema; eventuali tensioni di liquidità potranno essere fronteggiate, inoltre, mediante un ulteriore ricorso alla banca centrale, consentito dal cospicuo ammontare di attività libere stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento (cfr. il par. 4.2).

...e sebbene la quota di attività impegnate sia aumentata...

In più fasi, nei mesi scorsi le difficoltà di accesso ai mercati della raccolta all'ingrosso non garantita (interbancario, carta commerciale, certificati di deposito)

hanno indotto le banche ad aumentare il ricorso a forme di provvista assistita da garanzie, impegnando una quota crescente dei propri attivi sia per le operazioni pronti contro termine, sia presso l'Eurosistema. Per le banche soggette a monitoraggio settimanale, la raccolta garantita complessiva era salita a 397 miliardi di euro nell'ottobre del 2012, dai 280 miliardi di un anno prima. L'utilizzo di garanzie favorisce il reperimento di finanziamenti, ma potrebbe rafforzare la percezione del rischio di controparte per gli intermediari che hanno un'elevata quota di attivo impegnato, ostacolando la ripresa della raccolta non garantita. Per le banche italiane tale quota è nel complesso modesta (cfr. il riquadro: *La posizione di liquidità delle banche italiane e l'asset encumbrance*).

Figura 3.11



Fonte: dati relativi a un campione di 33 gruppi bancari trasmessi alla Banca d'Italia nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.

(1) Dati aggiornati a metà ottobre 2012. I dati non comprendono le obbligazioni con garanzia statale ai sensi del DL 201/2011. Per i valori alla destra della linea nera, scala di destra.

LA POSIZIONE DI LIQUIDITÀ DELLE BANCHE ITALIANE E L'ASSET ENCUMBRANCE

La crisi finanziaria ha acuito presso gli operatori la percezione del rischio di controparte, inducendo un forte aumento della quota di operazioni garantite effettuate sui mercati all'ingrosso e un corrispondente calo della quota di attivi bancari non impegnati, su cui i creditori non garantiti possono rivalersi in caso di insolvenza. Tra le principali tipologie di raccolta collateralizzata che danno luogo a questo fenomeno, noto come *asset encumbrance*, si annoverano i covered bond, gli *asset-backed securities* (ABS) e le operazioni di pronti contro termine passive. La Banca d'Italia ha recentemente rilevato il livello di *encumbrance* presso 24 intermediari rappresentativi di oltre l'85 per cento degli attivi del sistema. I dati, relativi al dicembre 2011, indicano un livello medio di *encumbrance* degli attivi del 22 per cento, con valori leggermente inferiori per i gruppi di minore dimensione rispetto a quelli più grandi (caratterizzati da maggiore ricorso alla raccolta all'ingrosso) (1). Per il complesso delle banche esaminate il fenomeno ha dunque dimensioni relativamente modeste, ed è ascrivibile per circa la metà agli attivi stanziati presso la banca centrale, mentre l'altra metà è rappresentata da forme di raccolta collateralizzata di mercato. La restante parte del bilancio, libera da vincoli, è costituita da attività stanziabili presso l'Eurosistema (titoli di Stato e crediti; cfr. il capitolo 4), e da attività prive dei requisiti di stanziabilità. Questa seconda categoria include crediti alle famiglie non impegnati come sottostante di ABS e covered bond, altri crediti (di qualità inadeguata, con importo unitario basso, a vista e a revoca, partite deteriorate) e altri titoli non stanziabili (titoli di capitale, titoli con basso rating). Queste attività rimarrebbero nella disponibilità dei creditori nel caso di una procedura fallimentare.

L'*asset encumbrance* è influenzato anche dalle modalità con cui le banche ottengono liquidità presso la banca centrale. Il rapporto tra il valore nominale dei crediti posti a garanzia di covered bond e di ABS e quello della liquidità ottenuta varia tra il 150 e il 180 per cento ed è leggermente inferiore per i primi rispetto ai secondi. Su tale rapporto incidono sia le richieste delle agenzie di rating, che per mantenere invariata la classe di merito dei titoli impongono un certo grado di sovracollateralizzazione, sia gli *haircuts* applicati dall'Eurosistema sulle garanzie. Entrambi questi parametri tendono ad aumentare con il deterioramento dei rischi sovrani nel paese in cui sono insediati gli intermediari. Tale caratteristica si è rivelata particolarmente penalizzante per i gruppi italiani durante la crisi.

(1) Nella costruzione dell'indicatore sono state escluse le obbligazioni *own use* garantite dallo Stato (ai sensi del decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201) e i titoli strutturati trattenuti in bilancio, laddove non impegnati in operazioni di finanziamento collateralizzato.

...la posizione di liquidità è in miglioramento

La posizione di liquidità del campione di 33 banche oggetto di monitoraggio settimanale è in miglioramento (fig. 3.12), beneficiando della riduzione delle tensioni sui mercati del debito sovrano. Vi contribuisce, soprattutto per le banche maggiori, l'allungamento delle scadenze della provvista e il rientro di parte dei margini versati sui contratti pronti contro termine.

3.4 IL RISCHIO DI TASSO DI INTERESSE E IL RISCHIO DI MERCATO

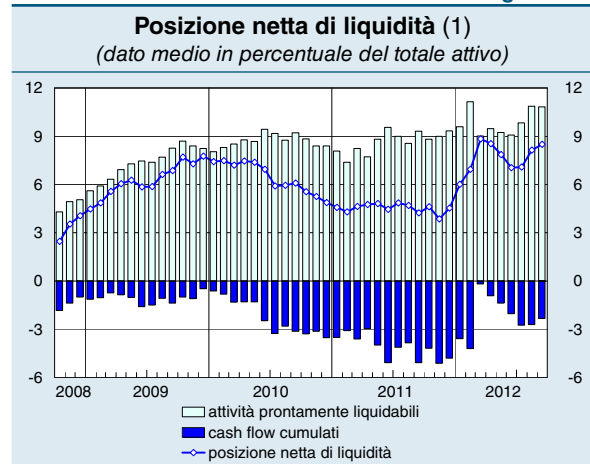
L'esposizione al rischio di tasso di interesse è contenuta

L'esposizione delle banche italiane a movimenti inattesi della curva dei tassi privi di rischio, misurata con la metodologia suggerita dal Comitato di Basilea (una variazione parallela di 200 punti base dell'intera struttura dei rendimenti), rimane bassa. In base ai dati forniti da 13 banche che utilizzano modelli interni per valutare questo rischio, un incremento di 200 punti base dei rendimenti darebbe luogo a perdite pari al 7,7 per cento del patrimonio di vigilanza, a fronte della soglia di attenzione del 20 per cento definita dal Comitato. Tale risultato combina due effetti di segno opposto. Da un lato il rialzo dei tassi avrebbe effetti positivi sull'attività di intermediazione creditizia; vi contribuirebbe la diversa velocità di *repricing* di attività e passività, anche connessa con l'indicizzazione della maggior parte dei prestiti. Tale effetto verrebbe tuttavia più che compensato dalla contrazione del valore delle attività a tasso fisso a lunga scadenza, soprattutto dei titoli di Stato.

I rischi di mercato sono in lieve calo

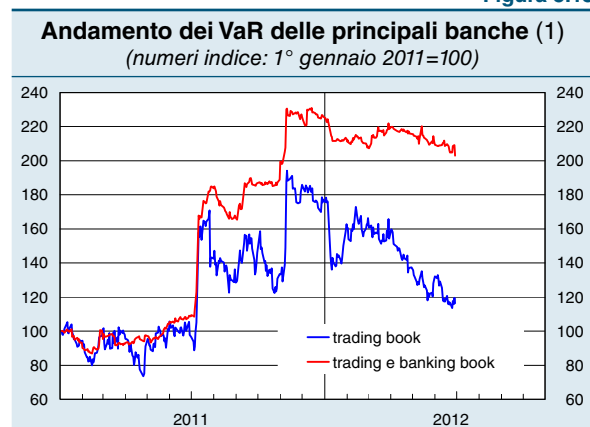
L'esposizione al rischio di mercato delle banche italiane, approssimata dall'andamento dei VaR utilizzati da sei grandi gruppi italiani nella valutazione dei portafogli di negoziazione e di investimento, è in calo, pur con fluttuazioni (fig. 3.13). Con l'allentamento delle tensioni sui mercati finanziari, le banche hanno ceduto parte dei titoli sovrani a lunga scadenza detenuti nel portafoglio di negoziazione (*trading book*); la durata complessiva del portafoglio si è pertanto accorciata e l'entità del VaR si è ridotta. I rischi di mercato relativi all'intero portafoglio titoli (che include sia il *trading book* sia i titoli detenuti a fini di investimento nel *banking book*) sono scesi anch'essi ma in misura contenuta; tale andamento riflette anche la prassi – diffusa tra le principali banche europee – di classificare i titoli di Stato di nuova acquisizione nel portafoglio *available for sale*, in seguito al forte inasprimento dei requisiti di capitale sulle attività detenute nel portafoglio di negoziazione determinato dal passaggio a Basilea 2.5.

Figura 3.12



Fonte: dati relativi a un campione di 33 gruppi bancari trasmessi alla Banca d'Italia nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità. (1) Valori medi. 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; in via prudenziale, tutte le scadenze con controparti istituzionali si assumono non rinnovate.

Figura 3.13



Fonte: dati relativi a un campione di 6 gruppi bancari che utilizzano modelli interni per la quantificazione dei rischi di mercato. (1) Gli indici sono costruiti in maniera tale da riflettere l'andamento dei VaR riferiti a tutte le posizioni iscritte in bilancio al fair value (linea rossa) e alla sola componente iscritta al portafoglio di trading (linea blu). Una diminuzione segnala una riduzione del rischio.

3.5 IL PATRIMONIO E LA REDDITIVITÀ

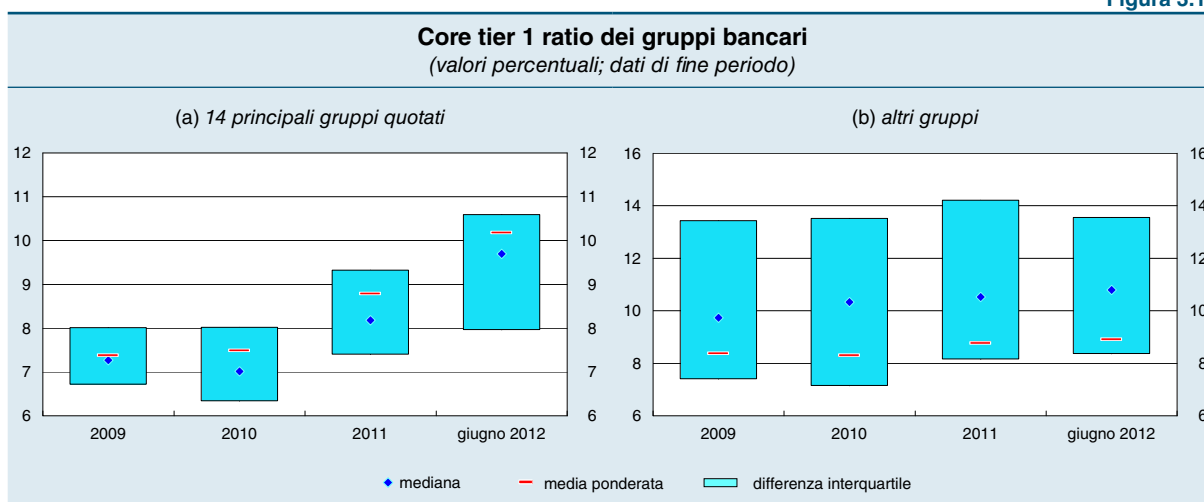
Prosegue il rafforzamento patrimoniale dei maggiori gruppi

Nel primo semestre del 2012 la dotazione patrimoniale dei 14 maggiori gruppi bancari quotati si è rafforzata, soprattutto nelle componenti di migliore qualità. Al rafforzamento hanno contribuito sia il cospicuo ricorso al capitale esterno, sia il maggiore apporto dell'autofinanziamento rispetto al corrispondente semestre dello scorso anno; vi hanno influito in misura contenuta le plusvalenze derivanti dal riacquisto di strumenti patrimoniali ibridi.

Le attività ponderate per il rischio si sono significativamente ridotte. Presso i maggiori gruppi è proseguita la ricomposizione del portafoglio verso attività con fattori di ponderazione più favorevoli. Alcuni di essi hanno completato il passaggio a modelli interni per il calcolo dei requisiti patrimoniali o ne hanno esteso il perimetro di applicazione, concludendo un processo avviato da tempo, sottoposto al vaglio della Vigilanza e ritenuto utile dall'EBA ai fini dell'adempimento della raccomandazione sul capitale.

A giugno del 2012 il patrimonio di migliore qualità dei 14 gruppi (core tier 1) aveva raggiunto, in media, il 10,2 per cento delle attività ponderate per il rischio, dall'8,8 di dicembre del 2011 (fig. 3.14). I coefficienti relativi al patrimonio di base (tier 1 ratio) e complessivo (total capital ratio) erano pari, rispettivamente, al 10,8 e al 13,8 per cento.

Figura 3.14



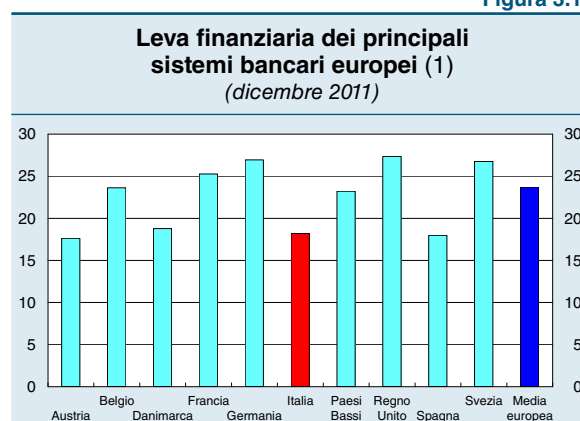
Fonte: segnalazioni consolidate di vigilanza.

Nel confronto internazionale i coefficienti sono minori ma la leva è più bassa

I coefficienti dei maggiori gruppi italiani rimangono leggermente inferiori a quelli delle grandi banche europee, che in più casi hanno beneficiato di cospicui aiuti pubblici.

La leva finanziaria, misurata dal rapporto tra il totale dell'attivo di bilancio e il capitale tier 1, è però inferiore per gli intermediari italiani (18, contro una media europea di 24 alla fine del 2011; fig. 3.15). Le diverse indicazioni che si traggono dal confronto internazionale tra i coefficienti patrimoniali da un lato e tra i valori della leva finanziaria dall'altro sono in larga parte riconducibili a diffe-

Figura 3.15



Fonte: BCE, Consolidated banking data.

(1) Rapporto tra il totale delle attività di bilancio e il patrimonio di base (tier 1).

renze nella determinazione delle attività ponderate per il rischio in rapporto alle attività complessive riportate in bilancio (cfr. il riquadro: *Gli attivi ponderati per il rischio delle banche italiane*).

GLI ATTIVI PONDERATI PER IL RISCHIO DELLE BANCHE ITALIANE

Analisi condotte da operatori di mercato indicano che il rapporto tra attivi bancari ponderati per il rischio (*risk-weighted assets*, RWA) e attivo di bilancio delle banche assume valori assai eterogenei sia tra paesi, sia tra intermediari all'interno del medesimo Stato. Tale dispersione alimenta dubbi circa la bontà degli RWA quale misura del rischio effettivamente sopportato dalle banche, e quindi circa i rapporti di capitalizzazione (ossia il rapporto tra patrimonio e RWA) dei singoli intermediari; ciò in quanto le differenze tra RWA possono riflettere anche fattori non direttamente connessi con la rischiosità degli attivi (tra cui l'eterogeneità nelle pratiche contabili o nei criteri adottati dalle autorità di vigilanza).

I confronti tra banche effettuati dagli analisti sono spesso basati sul rapporto tra RWA e totale attivo, sia perché i dati necessari per il calcolo sono prontamente disponibili, sia perché l'indicatore rappresenta una misura sintetica delle metriche prudenziali. Tali confronti possono tuttavia risultare fuorvianti. Innanzitutto, gli RWA includono anche i rischi operativi, a fronte dei quali non esiste una contropartita diretta tra le attività della banca: il rapporto è quindi direttamente confrontabile soltanto per intermediari con analogha specializzazione nei diversi segmenti operativi. Inoltre, il totale attivo non include le esposizioni fuori bilancio, che pure influenzano gli RWA. Anche con riferimento al solo rischio di credito, un corretto confronto dovrebbe tener conto degli effetti delle diverse modalità di calcolo – standardizzate o avanzate – degli RWA, nonché della diversa composizione dei bilanci.

Recenti analisi condotte dalla Banca d'Italia (1) mostrano che i divari tra gli RWA delle banche italiane sono ampiamente spiegati dalle differenze nella loro operatività. Limitando l'indagine al rischio di credito (al fine di effettuare un confronto su basi omogenee), nel dicembre 2011 il rapporto tra gli RWA e il totale delle esposizioni creditizie risultava pari in media al 51 per cento e presentava un campo di variazione di 76 punti percentuali (lo scarto tra un massimo del 91 per cento e un minimo del 15). I risultati indicano che tale dispersione è spiegata per 38 punti percentuali dalla diversa composizione dei bilanci, per 20 punti dal diverso grado di utilizzo delle metodologie avanzate (alla data di riferimento il metodo basato sui modelli interni – IRB – era utilizzato da cinque gruppi) e per 10 da ulteriori fattori comunque non riconducibili alle assunzioni delle banche sui parametri di rischio. La parte non spiegata è dunque relativamente contenuta (8 punti percentuali).

La carenza di dati non consente di esaminare con il necessario approfondimento le determinanti degli RWA delle banche internazionali. Tuttavia, analisi preliminari basate su un campione di banche europee sembrano indicare che i divari tra RWA sono spiegati solo in parte da differenze nella rischiosità. In particolare, alla fine del 2010 il rapporto tra RWA e attivo (pari in media al 40 per cento) mostrava un campo di variazione di circa 60 punti percentuali; con riferimento al solo rischio di credito e incorporando al denominatore anche gli attivi fuori bilancio, si ridurrebbe a circa 40 punti. La restante parte del campo di variazione può essere spiegata – oltre che dal diverso grado di utilizzo dei metodi avanzati e dalla differente composizione dei bilanci – dall'eterogeneità delle prassi di vigilanza adottate nei singoli paesi, con riferimento ad esempio alla convalida dei modelli interni delle banche.

Il tema delle differenze tra gli RWA delle banche è all'attenzione anche di specifici gruppi di lavoro istituiti presso l'EBA e il Comitato di Basilea (2). Le analisi hanno l'obiettivo di identificare, e ridurre al minimo, la parte di variabilità degli RWA che non è riconducibile a effettive differenze nel rischio sopportato dagli intermediari. I risultati di tali analisi verranno resi noti nei prossimi mesi.

(1) Cfr. Cannata F., S. Casellina e G. Guidi, *Inside the labyrinth of Basel risk-weighted assets: how not to get lost*, «Questioni di economia e finanza», Banca d'Italia, n. 132, 2012.

(2) In particolare, la Task force on the Consistency of Risk-Weighted Assets (TCOR) presso l'EBA e lo Standards Implementation Group-Banking Book/Trading Book (SIG-BB/TB) presso il Comitato di Basilea.

La raccomandazione dell'EBA

Tre dei quattro gruppi italiani ai quali l'EBA nel dicembre dello scorso anno aveva raccomandato di rafforzare il capitale (UniCredit, Banco Popolare e UBI Banca) hanno soddisfatto la raccomandazione con mezzi propri (7). La patrimonializzazione del quarto gruppo (Banca Monte dei Paschi di Siena) ha richiesto l'intervento del Governo, che a giugno di quest'anno ha autorizzato la sottoscrizione da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze di nuovi strumenti finanziari sino a un massimo di 2 miliardi; l'operazione dovrebbe concludersi entro la fine dell'anno.

La redditività è bassa; le prospettive di breve periodo rimangono incerte

Escludendo le poste straordinarie connesse con la svalutazione degli avviamenti, nella prima metà del 2012 la redditività dei 14 maggiori gruppi bancari quotati, misurata dal rendimento del capitale e delle riserve (ROE) espresso in ragione d'anno, è stata del 3,5 per cento (4,7 nel primo semestre del 2011). Il margine di interesse si è ridotto del 2,2 per cento. Gli altri ricavi sono aumentati del 2,6 per cento: l'incremento dei proventi dell'attività di negoziazione, realizzati prevalentemente nel primo trimestre, ha più che compensato la contrazione delle commissioni nette. Per le altre banche il ROE è rimasto stabile, al 2,8 per cento. Tutti gli intermediari risentono del forte aumento delle perdite su crediti, che in media hanno assorbito oltre la metà del risultato di gestione.

Le attese sulla redditività bancaria si sono stabilizzate in prossimità dei bassi livelli raggiunti nello scorso marzo. Secondo gli analisti, nell'anno in corso e nel prossimo gli utili per azione dei primi cinque gruppi rimarrebbero contenuti; registrerebbero una crescita, pur modesta, a partire dal 2014.

Prosegue l'azione di contenimento dei costi

Tra i maggiori 14 gruppi quotati proseguono le politiche di razionalizzazione dei costi e delle strutture distributive. Nei primi sei mesi di quest'anno i costi operativi sono diminuiti del 2 per cento e il *cost-income ratio* si è ridotto di circa un punto percentuale, al 60 per cento (a fronte del 67 per le principali banche europee), anche per effetto di minori spese per il personale.

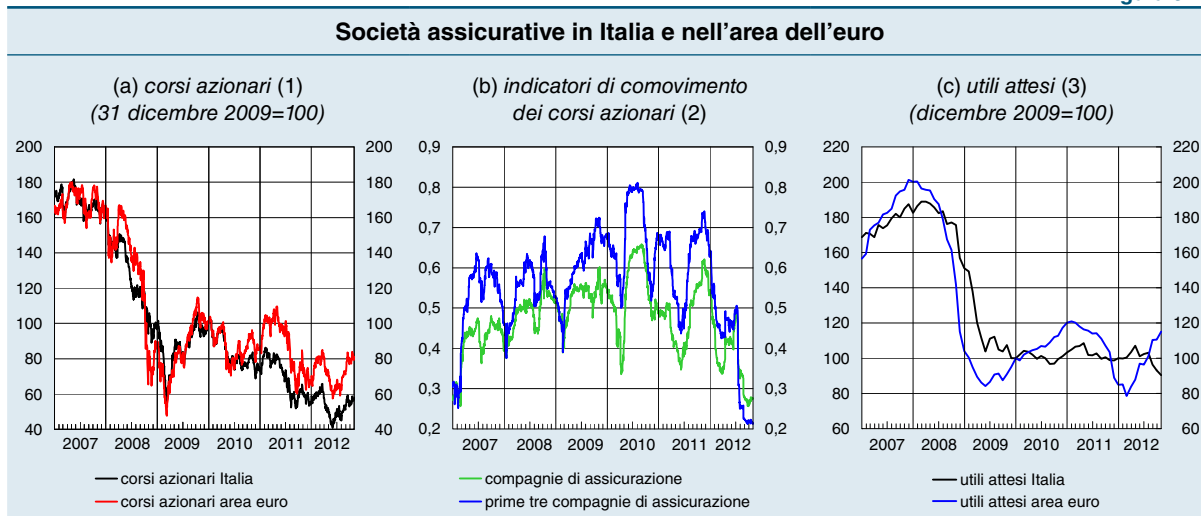
3.6 LE ASSICURAZIONI

La valutazione del mercato

Gli indicatori di mercato sono in miglioramento, ma rimangono incertezze

Dall'estate il miglioramento delle condizioni finanziarie nell'area dell'euro si è riflesso in un rialzo dei corsi borsistici delle principali compagnie di assicurazione italiane (fig. 3.16.a) e in una riduzione dei rischi comuni (segnalata dal calo della correlazione tra i rendimenti azionari; fig. 3.16.b). Il settore rimane tuttavia caratterizzato da elementi di fragilità: le attese degli analisti sugli utili per azione sono calate rispetto alla fine del 2011 (fig. 3.16.c); i tassi attesi di insolvenza impliciti nei corsi azionari sono aumentati; le revisioni dei giudizi delle principali agenzie di rating sono generalmente al ribasso.

(7) L'EBA aveva chiesto alle principali banche europee di costituire, laddove necessario, un *buffer* di capitale eccezionale e temporaneo a fronte delle esposizioni verso gli emittenti sovrani, tale da portare, entro lo scorso giugno, il core tier 1 ratio al 9 per cento, dopo aver valutato le esposizioni sovrane in essere alla fine di settembre 2011, in base ai prezzi di mercato a quella data (cfr. [Rapporto finale sull'adempimento della raccomandazione EBA sul capitale delle banche](#), disponibile sul sito internet della Banca d'Italia).



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e I/B/E/S.

(1) Dati giornalieri. Indici dei corsi azionari delle società assicurative. – (2) Dati giornalieri. Media semplice delle correlazioni tra i rendimenti azionari di coppie di compagnie assicurative calcolate su dati giornalieri e finestre mobili di 6 mesi. Compagnie assicurative incluse nell'indice FTSE Italia All-Share e prime 3 compagnie di assicurazione, tra quelle incluse nell'indice, in base alle riserve tecniche del gruppo di appartenenza (Assicurazioni Generali, Fondiaria e Unipol). – (3) Valore medio degli utili attesi per azione nei 12 mesi successivi alla data di riferimento. Dati mensili. 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.

La raccolta premi

La raccolta risente della sfavorevole congiuntura e della concorrenza dei prodotti bancari

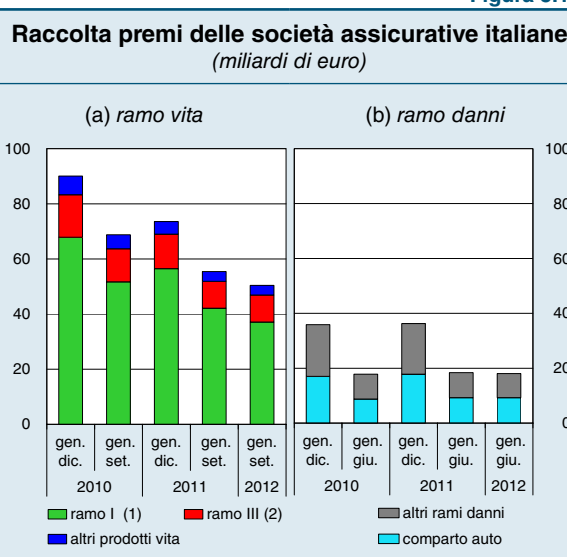
Nel primo semestre del 2012 le sottoscrizioni di prodotti assicurativi si sono ridotte dell'8,9 per cento rispetto allo stesso periodo del 2011, risentendo soprattutto della fase recessiva. Nel ramo vita il calo della raccolta (fig. 3.17.a), particolarmente ampio per le polizze rivalutabili e per i contratti di capitalizzazione, ha risentito della minore propensione delle banche a collocare prodotti di terzi. Nel ramo danni la diminuzione è stata più contenuta; i premi del ramo della responsabilità civile automobilistica, pari a circa la metà della raccolta complessiva, sono rimasti invariati rispetto al 2011 (fig. 3.17.b).

Gli investimenti e la posizione di liquidità

Continua a pesare il rischio sovrano

La crisi del debito sovrano continua a pesare sulle compagnie italiane a causa della rilevante dimensione del portafoglio di titoli di Stato con vita residua elevata (fig. 3.18). Anche il portafoglio di obbligazioni societarie, costituito per lo più da titoli bancari con rating elevato, sta risentendo delle tensioni. Nel corso dell'anno le assicurazioni hanno leggermente incrementato la quota di titoli pubblici in portafoglio, riducendo l'incidenza di quelli con scadenze superiori a cinque anni.

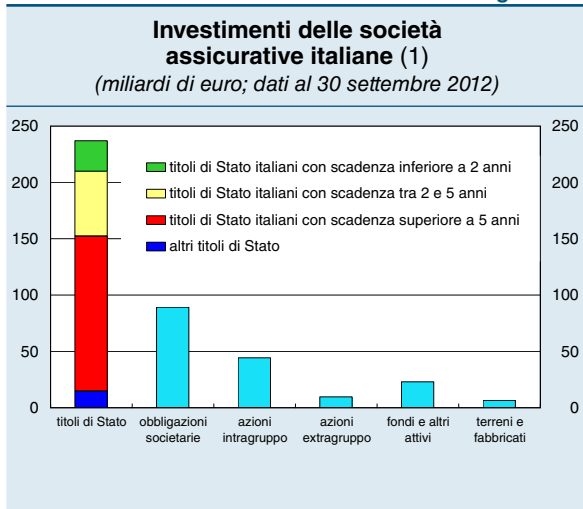
Figura 3.17



Fonte: Isvap.

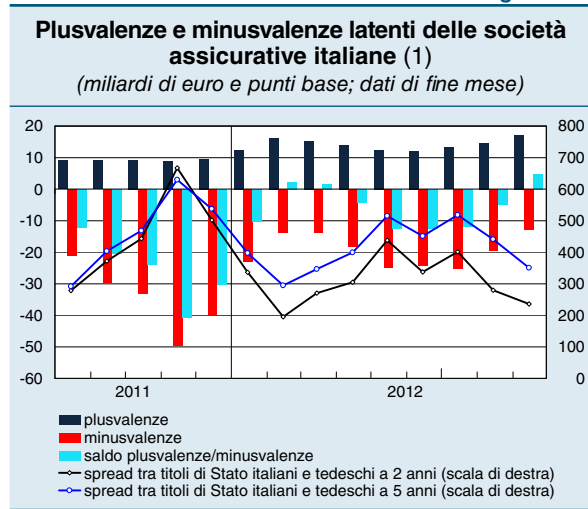
(1) In prevalenza polizze rivalutabili. – (2) In prevalenza prodotti unit e index-linked.

Figura 3.18



Fonte: Isvap.
(1) Valori di bilancio. La composizione dei titoli di Stato è parzialmente stimata.

Figura 3.19



Fonte: Isvap e Bloomberg.
(1) Le plusvalenze e le minusvalenze latenti sono la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio dei titoli in portafoglio.

Negli ultimi mesi le minusvalenze latenti si sono ridotte

Le conseguenze del rischio sovrano sui bilanci e sui requisiti patrimoniali delle compagnie italiane sono attenuate da misure anticrisi che consentono di sterilizzare (previa costituzione di adeguate riserve indisponibili) l'impatto delle minusvalenze latenti sui titoli di debito emessi o garantiti da Stati dell'Unione europea; tali misure saranno mantenute fino all'entrata in vigore della nuova normativa prudenziale europea (Solvency II). Interventi con analoghe finalità sono stati introdotti dai principali paesi europei. Negli ultimi mesi il calo degli spread sui titoli di Stato italiani e la diminuzione della durata media del portafoglio hanno riportato su valori positivi il saldo tra plusvalenze e minusvalenze latenti (fig. 3.19).

Il rischio di liquidità è contenuto ma crescente

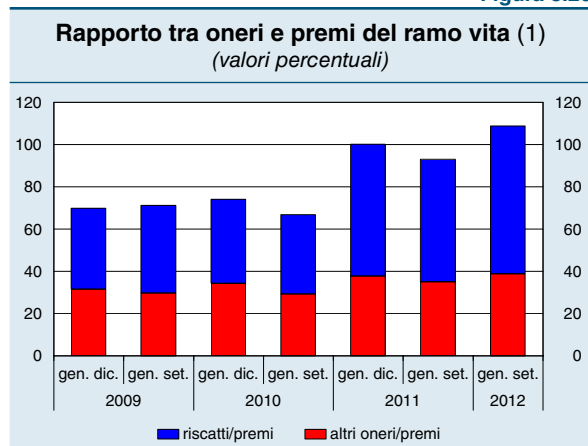
Il rischio di liquidità è generalmente contenuto, poiché la maggior parte delle passività è a lungo termine e prevede penali per i sottoscrittori in caso di anticipo dei rimborsi. Il rischio è tuttavia aumentato negli ultimi due anni a causa di una crescita dei riscatti di polizze nel ramo vita: nei primi nove mesi del 2012 i deflussi di fondi hanno superato i premi (fig. 3.20). Una recente indagine su un campione di compagnie italiane mostra che il rischio di liquidità è gestito principalmente attraverso l'incremento delle componenti più liquide dell'attivo e l'apertura di linee di credito bancario, cui poter accedere nei momenti di difficoltà. È inoltre emerso che le assicurazioni fanno un uso limitato di strumenti finanziari quali i *liquidity swaps* e delle diverse forme di *short-term funding*.

La redditività e la situazione patrimoniale

Mentre la redditività complessiva migliora...

I dati relativi al primo semestre evidenziano un miglioramento della redditività

Figura 3.20



Fonte: Isvap.
(1) Gli indici sono calcolati come somma degli oneri per riscatti e dei pagamenti delle prestazioni a scadenza (capitali e rendite) in rapporto ai premi raccolti nel periodo.

delle società assicurative, principalmente per effetto dell'andamento positivo della gestione finanziaria. Il ROE si è portato al 7,2 per cento nel ramo vita e al 3,5 nel ramo danni, contro -9,3 e -5,0 per cento rispettivamente nel 2011 (fig. 3.21.a). Nel ramo danni il *combined ratio* ha mostrato un generale miglioramento (fig. 3.21.b), in particolare nel settore della responsabilità civile automobilistica. Tale andamento potrebbe proseguire per effetto delle politiche di selezione dei rischi, dell'aggiornamento delle tariffe e del contenimento dei costi dei sinistri, favorito dalle recenti norme in materia di valutazione del danno biologico. Queste ultime, introducendo criteri più rigorosi nella stima delle lesioni di lieve entità, dovrebbero produrre benefici in termini sia di riduzione dei tempi di liquidazione dei sinistri, sia di miglioramento della valutazione delle riserve tecniche.

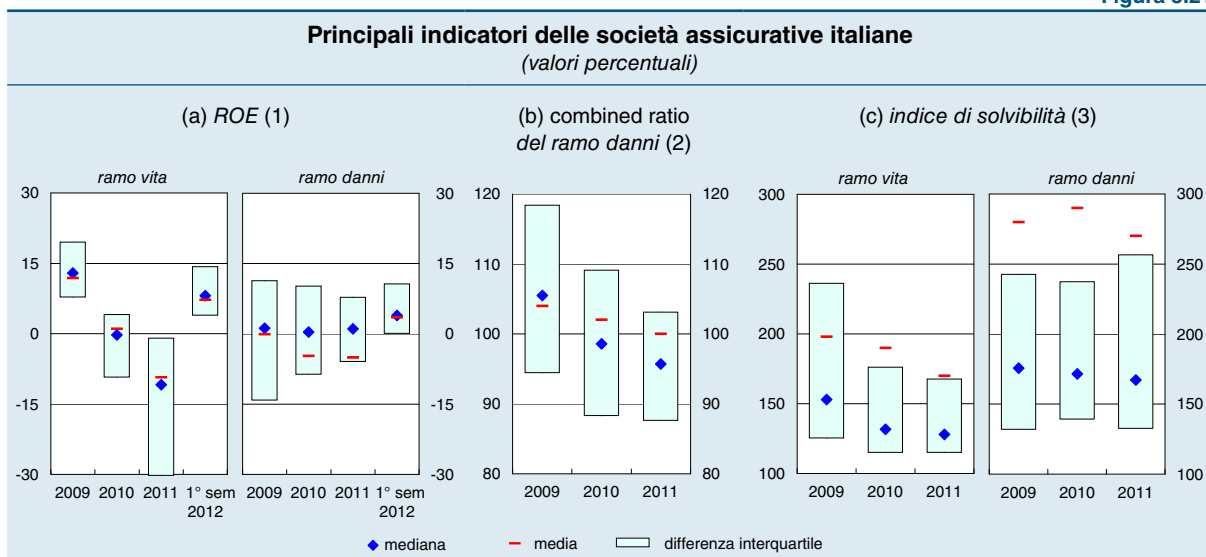
...i risultati del ramo vita risentono della debole raccolta netta

Nel ramo vita la gestione operativa continua a risentire dell'andamento negativo della raccolta premi e dell'aumento dei riscatti sui prodotti tradizionali. I rischi connessi con il basso livello dei tassi di interesse sono relativamente contenuti: sebbene la quota di polizze con remunerazione minima garantita sia elevata, larga parte degli attivi a copertura delle riserve tecniche è costituita da titoli di Stato italiani che offrono rendimenti relativamente elevati. In prospettiva, la redditività delle compagnie italiane del ramo vita potrebbe beneficiare della riduzione delle minusvalenze latenti realizzate negli ultimi mesi sul portafoglio dei titoli di Stato.

La situazione patrimoniale delle assicurazioni rimane solida

Gli indici di solvibilità dei rami vita e danni sono ampiamente superiori ai requisiti regolamentari. Alla fine del 2011 il patrimonio di vigilanza, seppur in calo rispetto all'esercizio precedente, era pari a 1,7 volte il valore richiesto per le compagnie del ramo vita e a 2,7 per quelle del ramo danni (fig. 3.21.c). Anche eliminando l'effetto delle citate misure anticrisi il patrimonio sarebbe rimasto su valori molto superiori al requisito minimo. Dati relativi ai gruppi quotati evidenziano un miglioramento della situazione patrimoniale nel 2012, anche grazie agli aumenti di capitale realizzati (pari a circa 2,8 miliardi). Gli effetti delle misure anticrisi, i rafforzamenti patrimoniali e le scelte gestionali volte al miglioramento della posizione di liquidità hanno creato le condizioni per meglio fronteggiare eventuali, ulteriori tensioni sui mercati finanziari.

Figura 3.21



Fonte: Isvap.

(1) Rapporto tra utile e patrimonio netto. Il dato del primo semestre del 2012 non è annualizzato. – (2) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e i premi di competenza. – (3) Rapporto tra patrimonio di vigilanza posseduto e patrimonio di vigilanza richiesto, calcolato su base individuale e riferito al mercato italiano. I valori elevati per la media riflettono la presenza di imprese (in genere capogruppo di conglomerati, anche internazionali) che presentano a livello individuale indici di solvibilità nettamente superiori ai minimi richiesti.

I rischi maggiori per le assicurazioni derivano dalla congiuntura negativa e dalle incertezze sui mercati finanziari

Nel complesso, i rischi principali per il settore assicurativo italiano derivano dal protrarsi della fase di debolezza congiunturale e dalle condizioni di incertezza sui mercati finanziari. La sfavorevole congiuntura, deprimendo la dinamica dei premi e alimentando le richieste di riscatto da parte degli assicurati, potrebbe gravare ulteriormente sulla redditività della gestione tecnica e peggiorare la posizione di liquidità delle compagnie. La raccolta continuerà a risentire della concorrenza dei prodotti bancari. Rimane, infine, elevata l'esposizione degli attivi delle compagnie italiane al rischio sovrano.

4 I MERCATI, IL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA E LE INFRASTRUTTURE DI PAGAMENTO

4.1 IL MERCATO DELLA LIQUIDITÀ

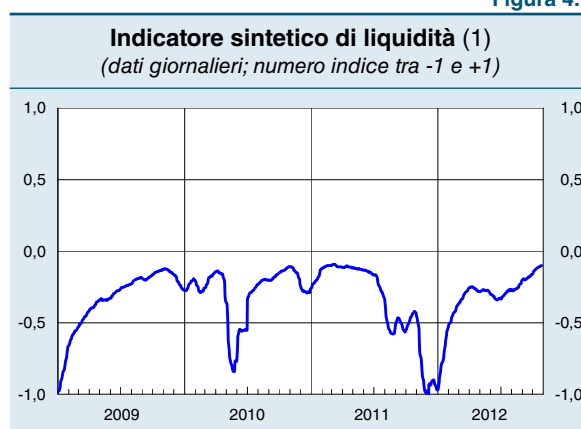
La liquidità dei mercati italiani è in miglioramento

Le condizioni di liquidità dei mercati italiani sono in miglioramento (fig. 4.1), per effetto soprattutto del progresso registrato nel mercato azionario (in particolare nel comparto bancario) e, più recentemente, in quello dei titoli di Stato.

Le transazioni interbancarie continuano a concentrarsi sui mercati garantiti...

L'incertezza che tuttora pervade il sistema finanziario italiano confina gli scambi sui comparti garantiti: nei mercati telematici della liquidità gli operatori sia italiani sia esteri concentrano le transazioni nei segmenti pronti contro termine *general collateral* e *special repo* (fig. 4.2). Le negoziazioni nel segmento *unsecured* sono invece molto contenute, anche includendo quelle a un giorno realizzate over-the-counter (OTC) da banche italiane, per le quali si dispone di stime.

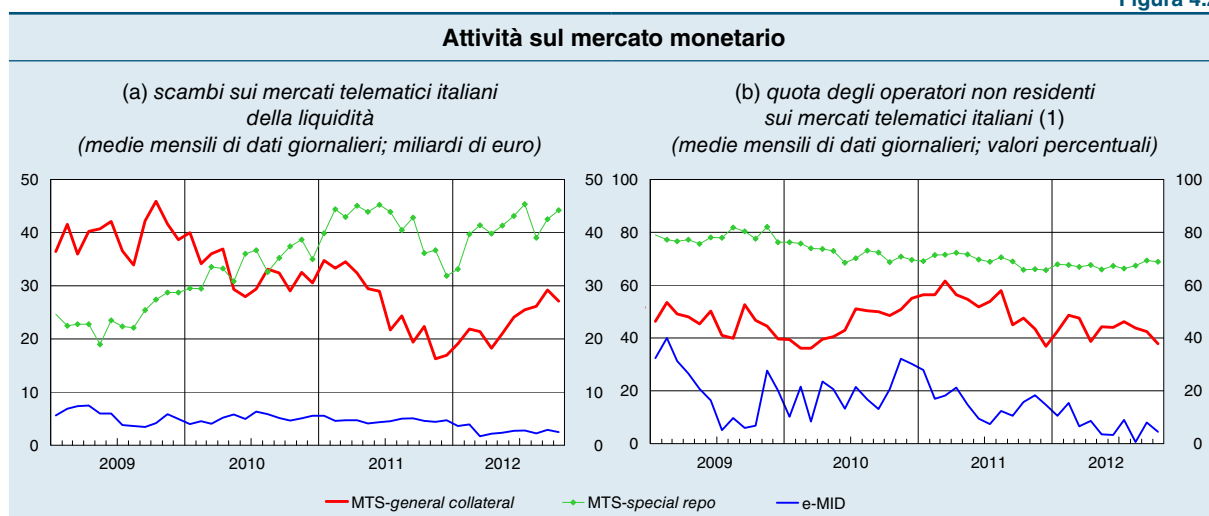
Figura 4.1



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. Per la metodologia di costruzione cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2010.

Figura 4.2



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa e MTS spa.

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

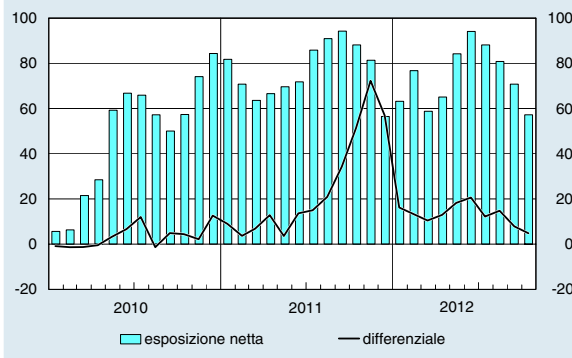
...nei quali le condizioni per le banche italiane sono più distese

Gli intermediari italiani rimangono prenditori netti nei mercati repo di MTS spa (fig. 4.3), ma la loro esposizione debitoria netta si è ridotta dallo scorso giugno, da 94 a 57 miliardi di euro, in concomitanza con la ripresa delle emissioni sui mercati all'ingrosso (cfr. il par. 3.3); il costo della liquidità è tornato in linea con quello prevalente nei mercati europei.

Le banche italiane aderenti a TARGET2 presentano un rischio di liquidità infragiornaliero assai contenuto, grazie alla capacità di fronteggiare adeguatamente eventuali shock di liquidità provenienti dalle loro controparti (cfr. il riquadro: *Il rischio di liquidità infragiornaliero delle banche operanti in TARGET2-Banca d'Italia*). Le politiche seguite nei mesi scorsi hanno evitato tensioni simili a quelle emerse nella seconda metà del 2011, in connessione con la fase acuta della crisi del debito sovrano italiano.

Figura 4.3

Posizione debitoria netta delle banche italiane nei mercati pronti contro termine e differenziale dei tassi rispetto all'Europa (1)
(dati di fine mese e medie mensili di dati giornalieri; miliardi di euro e punti base)



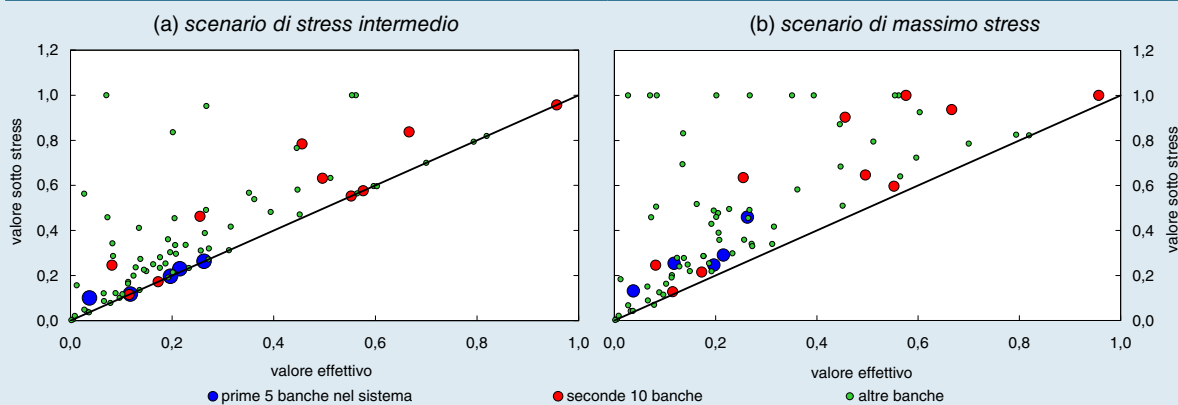
Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.
(1) Saldo tra posizioni debitorie e creditorie su MTS-general collateral e MTS-special repo. Il differenziale dei tassi tra MTS-general collateral ed Euro è relativo alla scadenza tomorrow-next.

IL RISCHIO DI LIQUIDITÀ INFRAGIORNALIERO DELLE BANCHE OPERANTI IN TARGET2-BANCA D'ITALIA

La Banca d'Italia conduce periodici esercizi di stress sul sistema di regolamento TARGET2, al fine di valutare la capacità delle banche di fronteggiare eventuali shock di liquidità. Per il periodo luglio-settembre 2012 è stata ricostruita, mediante un esercizio controfattuale, la posizione di liquidità infragiornaliera che ciascun gruppo bancario avrebbe presentato qualora la sua principale controparte in TARGET2 non fosse stata in grado di onorare i pagamenti dovuti in giornata. In un primo scenario, di stress intermedio, si ipotizza che la banca ricevente sia in grado di cancellare tutti i pagamenti dovuti alla controparte inadempiente nel corso della giornata; in una simulazione alternativa, di

Figura

Rischio di liquidità infragiornaliero delle banche italiane (1)



(1) Le figure riportano per ciascuna banca il rapporto tra esposizione massima netta cumulata infragiornaliera e liquidità detenuta sui conti di gestione (moneta di banca centrale e margine disponibile sulle linee di credito). Più precisamente, sull'asse orizzontale è riportato il 75° percentile della distribuzione del rapporto rilevato nel periodo luglio-settembre 2012. Sull'asse verticale è riportato lo stesso percentile per il rapporto calcolato in situazione di stress (secondo le modalità illustrate nel testo). Tale rapporto è stato posto uguale al valore effettivo nei casi in cui risulta inferiore a esso; è stato posto uguale a 1 nei casi in cui risulta superiore all'unità. La simulazione è stata effettuata in ciascuna giornata operativa del periodo preso a riferimento e a livello di gruppo, in ragione delle modalità di gestione della liquidità comunemente adottate, che prevedono l'accentramento dei flussi presso l'unità capogruppo.

massimo stress, si ipotizza invece che essa sia costretta a inviare i pagamenti in ogni caso. Per ciascuno scenario e per ogni intermediario si è quindi calcolato il rapporto tra il valore dell'esposizione massima netta infragiornaliera e la liquidità disponibile presso la banca centrale. I pannelli (a) e (b) della figura riportano tali valori, insieme con l'ammontare del rapporto effettivamente registrato. Qualora il grado di liquidità delle banche non risentisse in misura apprezzabile della situazione di stress, i punti giacerebbero sulla retta con inclinazione a 45 gradi; quanto maggiore è il grado di illiquidità conseguente alla situazione di stress, tanto più i punti saranno spostati verso l'alto.

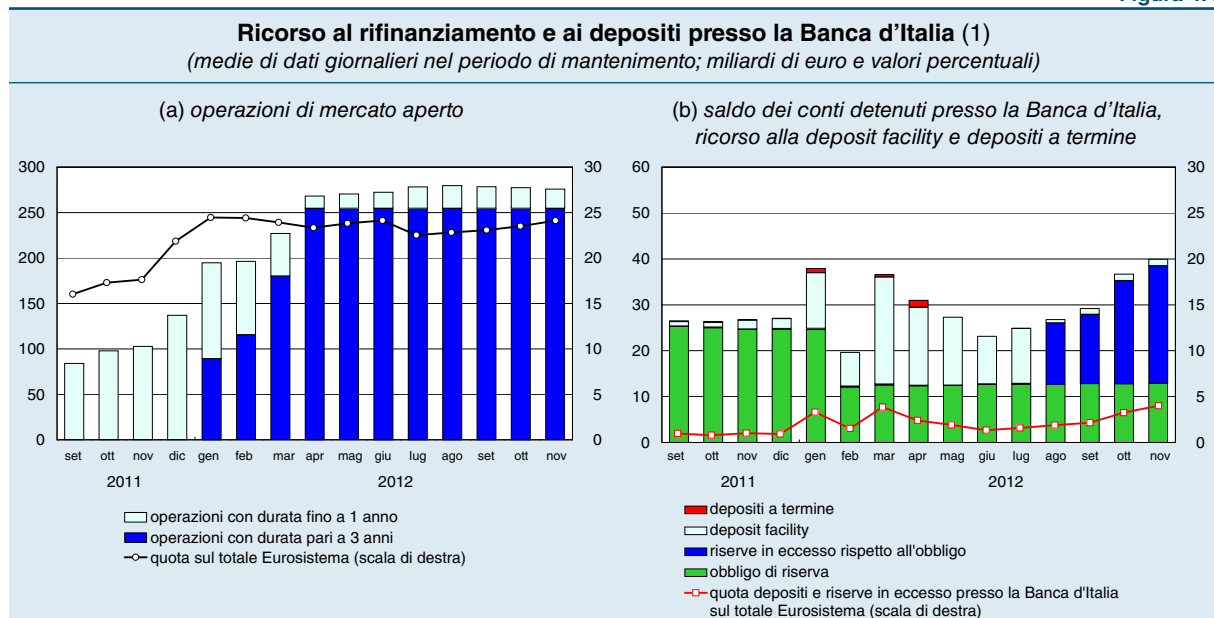
Le disponibilità liquide detenute dagli intermediari presso la banca centrale risultano, di norma, ampiamente sufficienti a fronteggiare un blocco dei pagamenti inviati dalla principale controparte, confermando i risultati di esercizi analoghi condotti in passato (cfr. il riquadro: *Simulazioni degli effetti in TARGET2-Banca d'Italia di uno shock nel mercato interbancario*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2010). Nell'ipotesi di stress intermedio oltre il 95 per cento degli operatori sarebbe in grado di eseguire i pagamenti dovuti entro tempi sostanzialmente analoghi a quelli osservati; tale percentuale scenderebbe all'85 per cento nello scenario peggiore. Alle banche che sarebbero costrette a procrastinare l'immissione di parte dei pagamenti o a ricorrere a fonti aggiuntive di liquidità fa capo una quota marginale dei pagamenti, pari nel complesso al 4 per cento del totale nello scenario di massimo stress e all'1 per cento nello scenario più favorevole. In entrambi i casi l'effetto sull'operatività del sistema risulterebbe contenuto.

4.2 IL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA

Il sistema bancario italiano ha mantenuto stabile il ricorso all'Eurosistema

Nei mesi più recenti il ricorso delle banche italiane al credito dell'Eurosistema è rimasto costante, a circa 280 miliardi di euro (fig. 4.4.a); le due operazioni di rifinanziamento triennali rappresentano il 92 per cento del totale. Il volume delle operazioni a breve termine è leggermente diminuito a seguito dell'annuncio del

Figura 4.4



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

(1) La data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento. Per l'ultimo periodo di mantenimento la media è calcolata fino al 31 ottobre.

programma di acquisti sui mercati secondari dei titoli di Stato (Outright Monetary Transactions) da parte della Banca centrale europea (BCE) e del connesso miglioramento delle condizioni dei mercati della raccolta bancaria all'ingrosso.

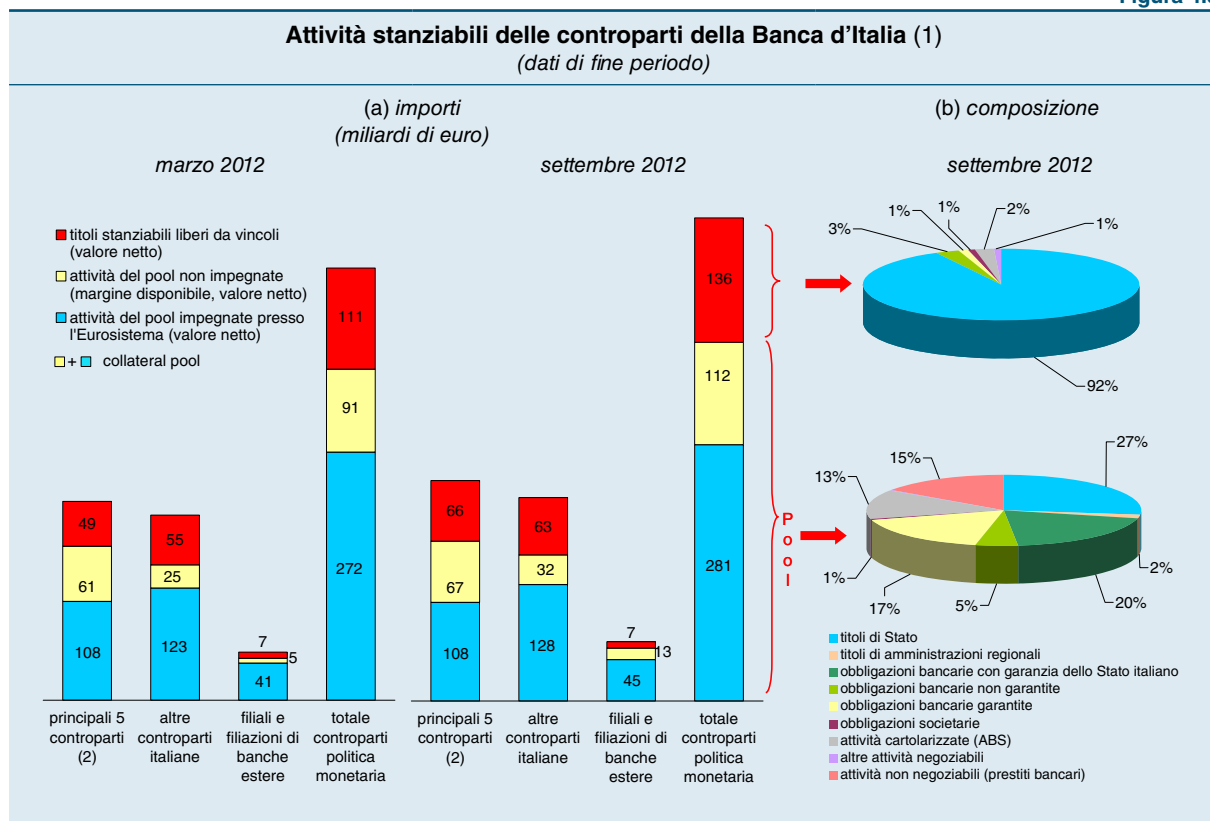
I fondi in eccesso depositati presso la Banca d'Italia sono contenuti

I fondi in eccesso depositati presso la Banca d'Italia (sia sul conto di riserva, in eccedenza rispetto all'obbligo, sia sulla deposit facility) sono progressivamente aumentati a 27 miliardi di euro (1) (fig. 4.4.b). Tali risorse, pari al 4 per cento dei fondi in eccesso depositati presso l'Eurosistema dal complesso delle banche dell'area, sono detenute dagli intermediari italiani a fini precauzionali, in vista della scadenza di altri strumenti di finanziamento e allo scopo di disporre di risorse per fronteggiare eventuali shock di liquidità.

Il valore delle attività stanziate nel pool è in ulteriore aumento...

L'ammontare delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema (il cosiddetto collateral pool) ha continuato ad aumentare. Alla fine di settembre il valore al netto degli scarti di garanzia (*haircuts*) aveva raggiunto i 393 miliardi di euro, di cui 112 liberi e prontamente utilizzabili (fig. 4.5.a). All'interno del pool è in aumento la quota delle obbligazioni bancarie garantite (covered bond), passate dall'11 al 17 per cento del totale (fig. 4.5.b), mentre è scesa (dal 51 al 47 per cento) la percentuale dei titoli riconducibili al settore statale (titoli di Stato e obbligazioni bancarie garantite dallo Stato).

Figura 4.5



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza della Banca d'Italia e dati BCE.
 (1) L'ammontare delle attività impegnate presso l'Eurosistema comprende la parte a copertura degli interessi maturati e del rifinanziamento in dollari. -
 (2) Principali controparti bancarie per dimensione dell'attivo del gruppo di appartenenza.

(1) Dopo l'ultima riduzione dei tassi ufficiali dell'Eurosistema, decisa lo scorso 5 luglio, per le banche è divenuto equivalente mantenere i fondi sul conto di riserva o sulla deposit facility, poiché la remunerazione è in entrambi i casi pari a zero. Le controparti italiane hanno quasi completamente sostituito il ricorso alla deposit facility con il deposito dei fondi sul conto di riserva.

...anche grazie alle misure di espansione delle garanzie adottate dall'Eurosistema

Le misure per un maggiore utilizzo dei prestiti bancari in qualità di collaterale (cfr. il riquadro: *Le misure per l'espansione delle garanzie nelle operazioni dell'Eurosistema*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 3, 2012) hanno consentito anche agli intermediari di piccole e medie dimensioni, con ridotte possibilità di ricorrere ad altri strumenti di smobilizzo degli attivi – *asset-backed securities* (ABS) e covered bond – di accedere ai prestiti dell'Eurosistema. La riduzione del requisito di rating minimo per gli ABS (ora pari a BBB-) si è tradotta sinora in una crescita del collaterale delle banche italiane pari a 5,4 miliardi di euro; ulteriori aumenti sono possibili. Allo scopo di rafforzare le misure recentemente adottate per favorire l'ampliamento delle garanzie la Banca d'Italia, in linea con quanto attuato da altre banche centrali nazionali, ha deciso di ridurre la soglia minima di idoneità dei prestiti da 500.000 a 100.000 euro.

Un'indagine condotta presso un campione rappresentativo di banche ha mostrato come la decisione di conferire i prestiti a garanzia delle operazioni con l'Eurosistema venga attentamente ponderata sulla base di una pluralità di fattori, quali le condizioni di provvista, i costi operativi connessi con le procedure di stanziamento, l'incidenza degli *haircuts* applicati al fine di contenere i rischi per la banca centrale, l'esistenza di risorse liquide non utilizzate. Lo stanziamento di prestiti a garanzia è frenato dalla diffusione in Italia di forme tecniche di concessione del credito (quali prestiti a vista e a revoca) che non presentano i requisiti previsti dall'Eurosistema. È stata riscontrata la disponibilità delle banche ad analizzare le possibili soluzioni.

Le garanzie libere da vincoli rimangono cospicue nell'aggregato

I titoli stanziabili e liberi da vincoli detenuti al di fuori del pool sono valutabili in 136 miliardi di euro, al netto degli *haircuts*; i titoli di Stato continuano a rappresentare la parte prevalente (il 92 per cento). Alla fine di settembre le banche erano quindi in grado di aumentare rapidamente l'ammontare del credito presso l'Eurosistema, ove necessario, di ulteriori 248 miliardi. Per poco meno di un terzo delle controparti, a cui fa capo il 26 per cento delle attività del sistema, l'ammontare delle attività stanziabili prontamente disponibili era pari a meno della metà del rifinanziamento già ottenuto.

L'abbassamento del rating è il principale rischio per le garanzie stanziabili

La disponibilità di garanzie libere da vincoli fornisce margini di sicurezza in caso di nuove tensioni sul fronte della liquidità. Attualmente ai titoli del settore statale italiano sono applicati gli *haircuts* previsti per i titoli di categoria pari o superiore ad A (2). Si stima che qualora tutte le agenzie riducessero il rating al di sotto di A- la diminuzione di valore delle garanzie nel pool, dovuta a *haircuts* più elevati, sarebbe di circa 30 miliardi. In una tale situazione, eventuali carenze di liquidità da parte di singole banche potrebbero essere fronteggiate utilizzando a garanzia i titoli di Stato fuori dal pool (il cui valore cauzionale si ridurrebbe nell'aggregato di circa 6 miliardi a causa del declassamento), ampliando il volume degli ABS e conferendo crediti in base ai nuovi criteri di stanziabilità.

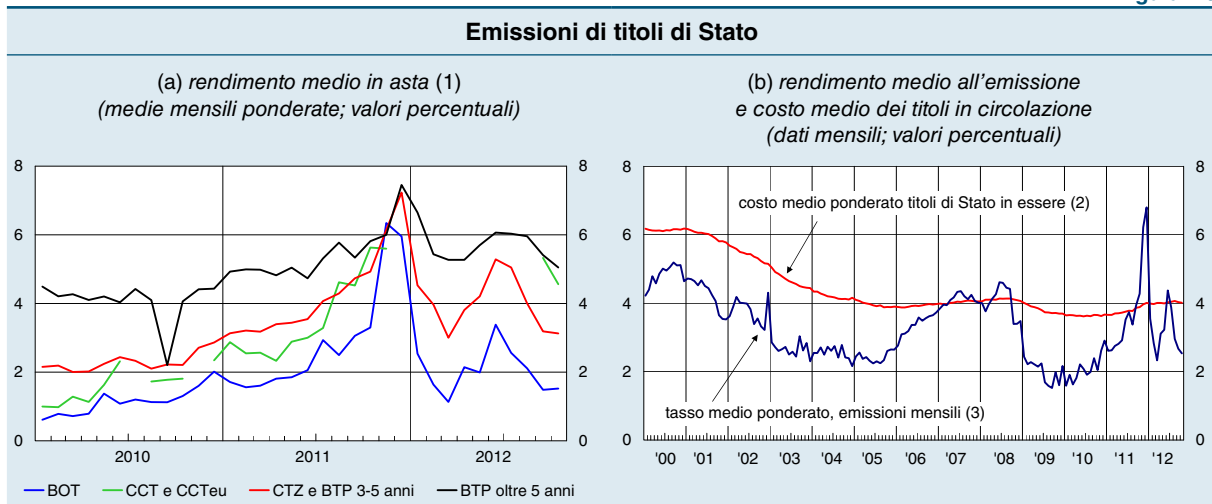
4.3 IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO

Il funzionamento del mercato primario rimane regolare; il costo medio di emissione è in calo

Il collocamento dei titoli pubblici è proseguito con regolarità, in linea con i piani di emissione del Tesoro. Il rapporto tra le quantità richieste e quelle offerte (*cover ratio*) si è sempre mantenuto ben superiore all'unità; per i BTP decennali è stato, nel 2012, pari in media a 1,4. In settembre l'offerta di BTP a 15 anni on-the-run, la cui ultima emissione risaliva a luglio del 2011, ha incontrato una domanda soste-

(2) L'Eurosistema definisce una soglia minima di qualità creditizia cui devono conformarsi le attività conferite in garanzia. La regola generale prevede l'applicazione della cosiddetta *first best rule*: nel caso di più rating disponibili viene selezionata la migliore valutazione. Per attività con minore merito di credito sono previsti *haircuts* più elevati.

Figura 4.6



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia relativi a titoli di Stato non indicizzati collocati sul mercato domestico. (1) Le interruzioni riflettono l'assenza di aste o il rinvio del regolamento al mese successivo. – (2) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese. – (3) Media ponderata dei tassi dei titoli di Stato collocati nel mese, per data di regolamento.

nuta. Il collocamento del BTP Italia a ottobre per un importo superiore a 18 miliardi conferma l'esistenza di un forte interesse degli investitori. Il ritorno di fiducia si è tradotto in un sensibile calo dei rendimenti all'emissione a partire da luglio (fig. 4.6.a); il tasso medio sulle nuove emissioni è ridisceso su valori prossimi al 2,5 per cento (fig. 4.6.b).

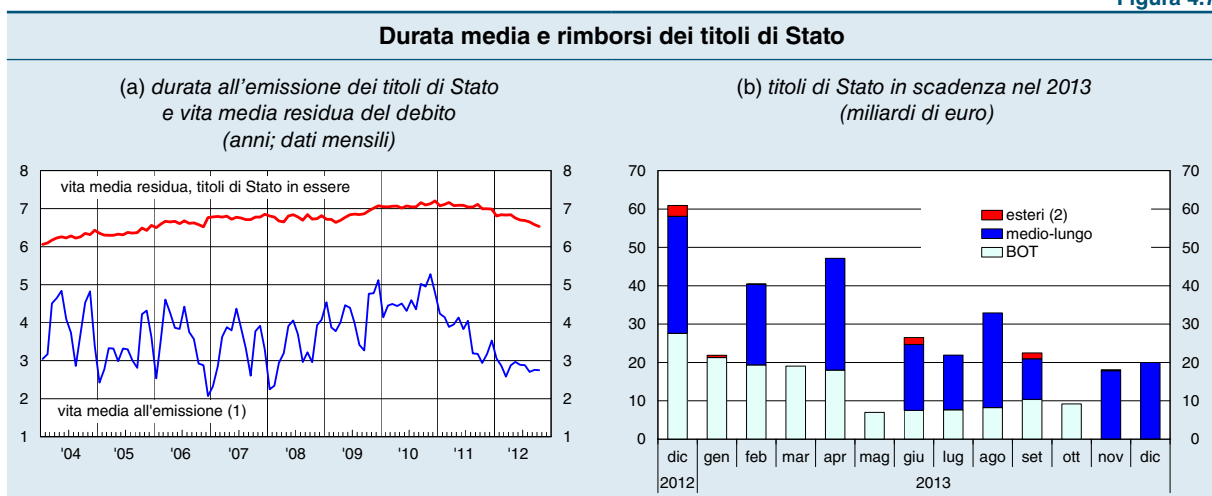
La vita residua del debito pubblico resta elevata e il costo medio contenuto

Calcolato sull'intera consistenza dei titoli pubblici, il costo medio dell'indebitamento si è mantenuto intorno al 4 per cento. Vi ha concorso una riduzione della durata media dei nuovi prestiti, peraltro arrestatasi negli ultimi mesi (fig. 4.7.a). Ne è conseguito un moderato accorciamento della vita media residua dello stock di debito pubblico, che rimane comunque su valori tra i più elevati nel confronto

con i principali paesi dell'area dell'euro.

L'ammontare dei titoli in scadenza sarà particolarmente elevato a dicembre del 2012 (61 miliardi di euro; fig. 4.7.b), mese nel quale è tuttavia previsto un forte avanzo di cassa del Tesoro. Nel 2013 le

Figura 4.7



Fonte: elaborazioni su dati MEF e Banca d'Italia. (1) Titoli di Stato collocati sul mercato domestico; media mobile su 3 mesi. – (2) Prestiti collocati su mercati internazionali.

scadenze di titoli a medio e a lungo termine saranno di ammontare inferiore rispetto al 2012 (155 miliardi contro 192) e avranno una distribuzione più uniforme nel corso dell'anno.

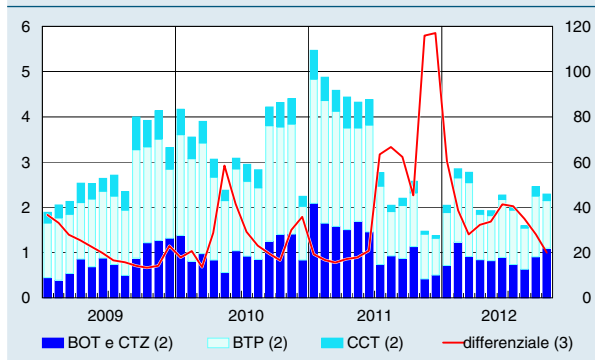
Il mercato secondario dei titoli di Stato mostra segnali di miglioramento...

A partire dall'estate la liquidità del mercato secondario MTS dei titoli di Stato è tornata a migliorare (cfr. il riquadro:

L'efficienza del mercato secondario dei titoli di Stato). Sul segmento dei BTP si registra una riduzione del differenziale denaro-lettera e, dal mese di settembre, un graduale aumento degli scambi (fig. 4.8). La ripresa dell'attività ha interessato anche il mercato BondVision, rivolto alla clientela istituzionale, grazie soprattutto agli acquisti da parte di investitori non bancari nazionali; in BondVision le negoziazioni hanno talora superato quelle concluse su MTS Cash. Dopo l'estate l'incidenza delle transazioni non regolate è rimasta limitata, al 2,3 per cento del totale, per effetto anche del sistema di penalizzazione introdotto nel settembre 2011 (cfr. il riquadro: *Le misure adottate per contrastare i fails e le vendite allo scoperto*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2011).

Figura 4.8

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



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.
(1) Il differenziale è calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati su tutti i BTP quotati sull'MTS durante l'intera giornata operativa. – (2) Scambi sull'MTS; scala di sinistra. – (3) Differenziale denaro-lettera; scala di destra.

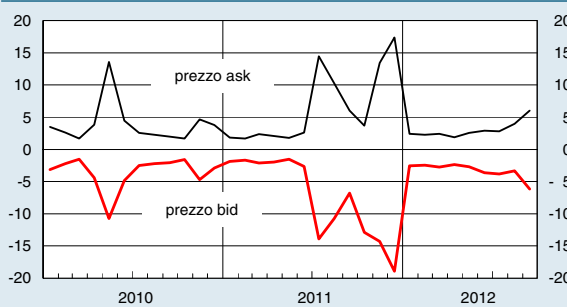
L'EFFICIENZA DEL MERCATO SECONDARIO DEI TITOLI DI STATO

L'ammontare degli scambi in titoli di Stato italiani sui mercati telematici domestici si è mantenuto significativo anche nei momenti di maggiore tensione, assicurando efficienza e trasparenza al processo di formazione dei prezzi (1).

Un mercato liquido è in grado di assorbire agevolmente ordini di importo elevato, senza effetti significativi sul prezzo. Al fine di valutare il grado di efficienza dell'MTS, per il periodo gennaio 2010-settembre 2012 è stato misurato l'impatto degli ordini di importo elevato (di ammontare pari a 20 milioni di euro, in acquisto e in vendita) sui prezzi quotati dei titoli benchmark decennali. I risultati indicano che tale impatto è contenuto: l'inserimento in pagina di una proposta di acquisto (vendita) provoca un aumento (flessione) dei corsi pari in media a 5 punti base nel periodo considerato (figura A). L'impatto è relativamente modesto (e simmetrico) anche nelle fasi di più alta tensione: ad esempio,

Figura A

Impatto degli ordini di importo elevato sui prezzi dei titoli benchmark decennali quotati su MTS Cash (1)
(dati mensili; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.
(1) Le simulazioni sono state condotte utilizzando gli ordini pari a 20 milioni di euro che, nel periodo di riferimento, hanno rappresentato il quadruplo del valore medio delle transazioni e lo 0,5 per cento del valore complessivo degli scambi.

(1) Rilevazioni condotte presso gli operatori specialisti in titoli di Stato italiani indicano che le negoziazioni sono suddivise in parti sostanzialmente uguali tra le piattaforme elettroniche (all'ingrosso e al dettaglio) e il canale bilaterale over-the-counter. Ai mercati regolamentati all'ingrosso, MTS Cash e BondVision, fa capo circa il 30 per cento del complesso degli scambi; su MTS Cash viene eseguito oltre il 70 per cento delle transazioni *inter dealer* concluse sui mercati elettronici.

l'incidenza sui prezzi è stata di 14 punti base nel maggio 2010, quando la crisi greca aveva provocato instabilità sugli altri mercati dei titoli pubblici dell'area, e di 18 punti base nella seconda metà del 2011, quando erano emerse tensioni sul debito sovrano italiano. Inoltre le fasi di elevata reattività dei prezzi ai volumi offerti tendono a essere riassorbite con rapidità.

La liquidità degli scambi sul mercato a pronti beneficia della funzionalità del mercato del prestito titoli, che consente di entrare celermente in possesso dello strumento finanziario venduto e da consegnare. Per i titoli pubblici italiani il prestito avviene prevalentemente nel segmento dello *special repo*, che ha registrato un volume di scambi assai elevato anche nelle fasi di turbolenza (cfr. fig. 4.2). Il prestito titoli può trarre origine sia da operazioni di vendita allo scoperto (*short selling*), nell'intento di ottenere beneficio dalla flessione dei corsi, sia dalla fisiologica attività di arbitraggio tra rendimenti, realizzata anche mediante negoziazioni di titoli con scadenze diverse.

Per valutare il movente delle transazioni *special repo*, il volume dei prestiti di BTP (che rappresentano oltre il 70 per cento dei prestiti complessivi di titoli) è stato posto in relazione con gli sbilanci (*order flow*) rilevati nel mercato a pronti per la stessa tipologia di titoli. In generale, l'andamento del prestito titoli è positivamente correlato con l'emergere di pressioni in acquisto o in vendita in MTS Cash. L'assunzione di posizioni corte di natura "ribassista" sembra aver costituito la principale motivazione dei prestiti di BTP tra la seconda metà del 2011 e la primavera del 2012, quando sul mercato a pronti hanno prevalso le vendite di titoli (figura B). Le vendite si sono successivamente attenuate, lasciando il posto ad acquisti netti nel corso dell'estate, quando l'impulso principale agli scambi *special repo* è venuto dai movimenti della curva dei rendimenti e dalla conseguente ricomposizione dei portafogli.

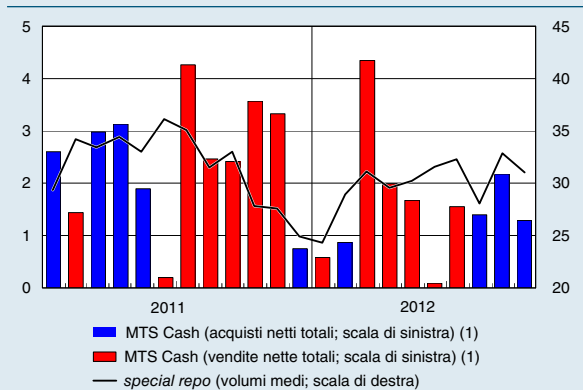
Il 1° novembre 2012 è entrato in vigore il regolamento europeo sulle vendite allo scoperto (regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio 14 marzo 2012, n. 236), che ha introdotto, tra l'altro, obblighi di segnalazione delle posizioni corte nette e alcune limitazioni alle vendite allo scoperto di titoli di Stato. L'impatto della nuova regolamentazione sul funzionamento di MTS Cash dovrebbe essere limitato dal regime di esenzione previsto a favore dei *market makers* e degli specialisti in titoli di Stato.

...e la domanda dei non residenti sembra in ripresa

Sebbene la volatilità dei premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro sia rimasta elevata, dal secondo trimestre del 2012 si registrano segnali di ripresa degli acquisti netti di titoli pubblici italiani da parte di investitori non residenti (cfr. il riquadro: *La domanda di titoli pubblici italiani da parte di non residenti*).

Figura B

Acquisti e vendite netti e prestiti di BTP
(dati mensili; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.
(1) In ciascun mese, scambi avviati da ordini di acquisto (vendita) al netto di quelli avviati da ordini di vendita (acquisto) in MTS Cash.

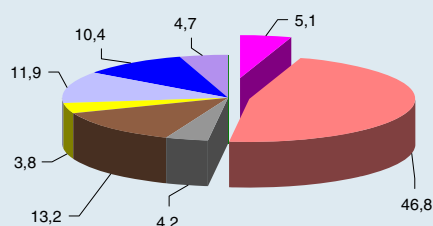
LA DOMANDA DI TITOLI PUBBLICI ITALIANI DA PARTE DI NON RESIDENTI

Tra la metà del 2011 e quella del 2012 gli investitori esteri hanno ceduto importi cospicui di titoli pubblici italiani. Secondo i dati dei conti finanziari, la quota di titoli detenuta all'estero è scesa dal 52 al 41 per cento della consistenza complessiva. Se si escludono i titoli nel portafoglio di fondi e gestioni esteri riconducibili a investitori italiani, tali valori passano a 47 e 33 per cento, rispettivamente (figura A). Escludendo anche i titoli detenuti dall'Eurosistema nell'ambito del Securities Markets Programme

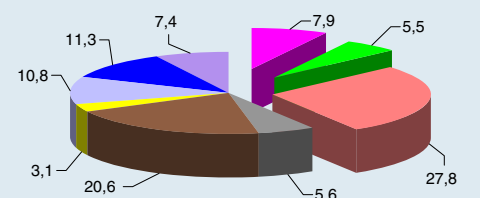
Titoli pubblici italiani: ripartizione per categoria di detentore e per tipologia di titolo
(dati di fine periodo; valori percentuali)

(a) ripartizione per categoria di detentore (1)

giugno 2011

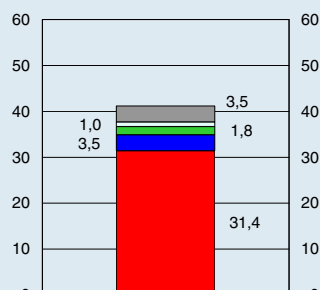
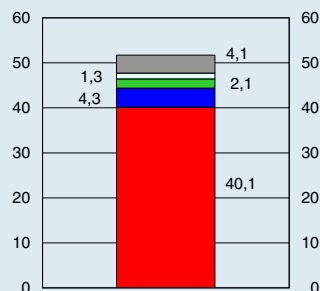


giugno 2012



- Eurosystem, esclusa la Banca d'Italia (stime di mercato) (2)
- banche italiane
- gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani (3)
- assicurazioni italiane
- detentori esteri (4)
- famiglie italiane
- Banca d'Italia
- altri detentori italiani (5)

(b) quota detenuta da non residenti: ripartizione per tipologia di titolo (6)



- BTP
- BOT
- CTZ
- CCT
- altri

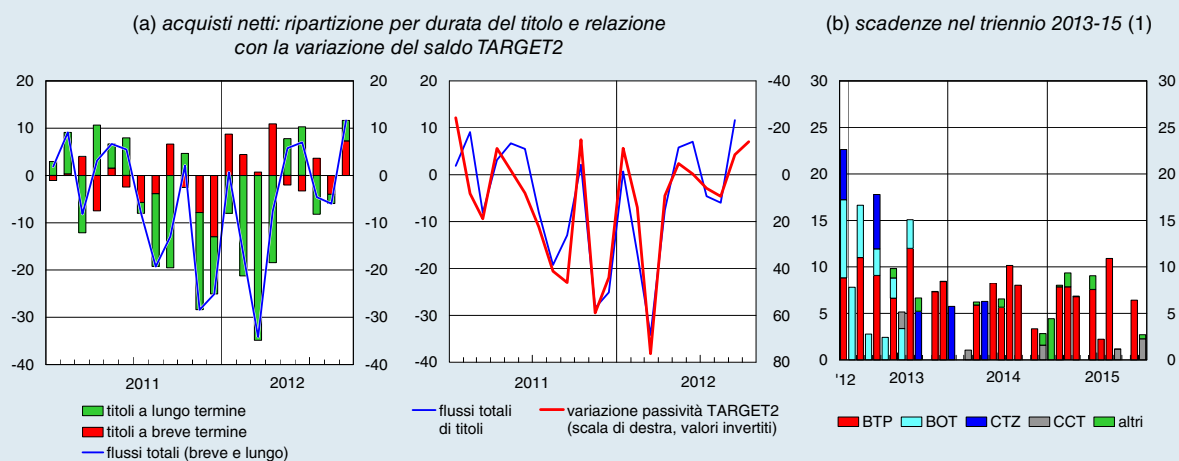
(1) Dati dei conti finanziari. Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. Le quote relative a detentori non residenti sono raffigurate in modo separato rispetto alle altre. – (2) Stima di mercato dei titoli pubblici italiani detenuti dall'Eurosistema (al netto di quelli della Banca d'Italia) nell'ambito del Securities Markets Programme. – (3) Gestioni patrimoniali e fondi comuni amministrati da operatori esteri ma riconducibili a risparmiatori italiani. Dati parzialmente stimati. – (4) Al netto dei titoli detenuti da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani e dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia). – (5) Include le società non finanziarie, i fondi pensione e altre tipologie di investitori. – (6) Ripartizione del totale delle quote di titoli pubblici italiani detenuti da investitori non residenti (raffigurate nel corrispondente grafico di sinistra in modo separato rispetto alle altre). La ripartizione è stimata sulla base di dati di bilancia dei pagamenti ai valori nominali. La tipologia "altri" è rappresentata da prestiti della Repubblica (2,3 per cento nel giugno 2012), titoli degli enti locali (0,8 per cento) e altre voci residuali (0,4 per cento).

(al netto di quelli in possesso della Banca d'Italia), il cui ammontare si basa su stime di mercato, la quota di titoli pubblici in mani estere è scesa nel periodo considerato di 19 punti percentuali, al 28 per cento della consistenza complessiva.

Dal secondo trimestre del 2012 i non residenti hanno mostrato segni di rinnovato interesse verso i titoli di Stato italiani: i disinvestimenti netti si sono ridotti in aprile, lasciando il posto sia in maggio sia in giugno ad acquisti netti, concentrati sui titoli a medio e a lungo termine (figura B.a). Le indicazioni relative al periodo seguente suggeriscono un'evoluzione della domanda estera scandita dall'evolvere delle percezioni circa la tenuta dell'Unione monetaria: in luglio e in agosto si sono avuti modesti disinvestimenti, seguiti in settembre da nuovi, consistenti acquisti netti; per il mese di ottobre l'andamento del saldo di TARGET2 segnala un proseguimento della ripresa della domanda estera (1).

(1) L'andamento della posizione netta della Banca d'Italia in TARGET2 nel periodo recente ha riflesso principalmente i disinvestimenti netti in titoli di Stato italiani da parte dei non residenti e la contrazione della raccolta estera delle banche italiane (cfr. Cecioni M. e G. Ferrero, *Determinants of TARGET2 imbalances*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», n. 136, 2012). L'elevata correlazione che si osserva in questo periodo tra i disinvestimenti esteri in titoli italiani e la variazione del saldo TARGET2 suggerisce che la seconda determinante del saldo si è stabilizzata e che dall'andamento del saldo stesso si possono ricavare indicazioni circa la domanda netta di titoli di Stato italiani, il cui dato si rende disponibile con circa due mesi di ritardo.

Titoli pubblici italiani dei non residenti (dati mensili; miliardi di euro)



(1) Profilo dei rimborsi calcolato sulla base dello stock di titoli detenuti da non residenti a fine agosto 2012. La tipologia "altri" include i prestiti della Repubblica, i titoli degli enti locali e voci residuali.

Sulla base delle informazioni relative allo scorso agosto, nel 2013 giungeranno a scadenza titoli detenuti da non residenti per 100 miliardi di euro (di cui circa 41 miliardi in BOT e CTZ; figura B.b), pari al 41 per cento dei rimborsi complessivi previsti per il 2013. Un eventuale calo della quota di titoli dei non residenti potrebbe trovare ampi spazi di compensazione in un aumento di acquisti da parte dei residenti, in particolare le famiglie, le quali in passato detenevano in titoli di Stato italiani una quota di ricchezza finanziaria assai più elevata di quella attuale.

4.4 IL MERCATO DEI CREDIT DEFAULT SWAP

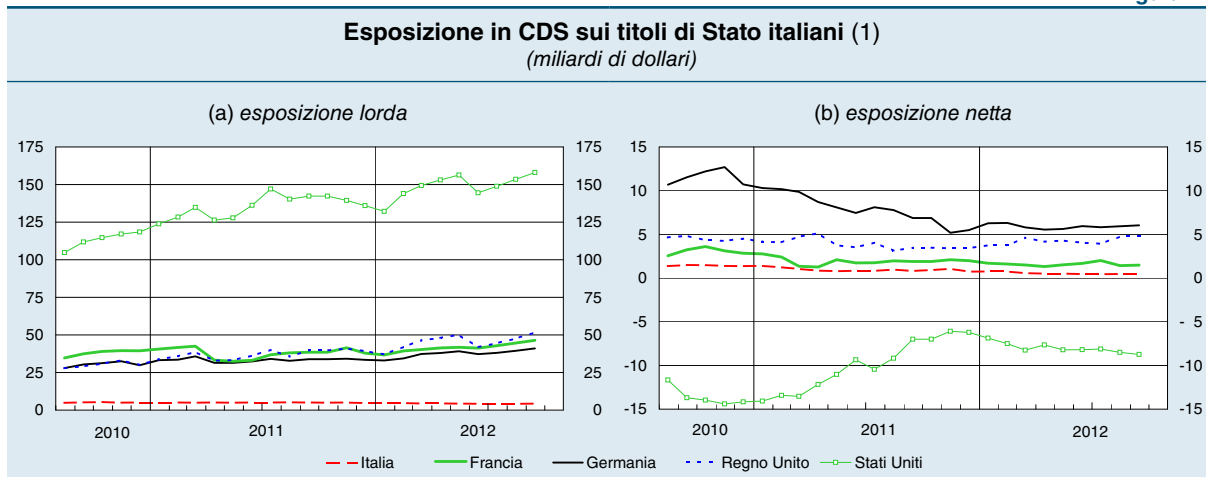
L'esposizione in CDS degli intermediari italiani è rimasta marginale

Gli intermediari italiani detengono posizioni sia lorde sia nette (vendite meno acquisti) molto contenute in credit default swap (CDS) sui titoli di Stato italiani (fig. 4.9); alla fine di settembre le esposizioni nette ammontavano a 0,5 miliardi di dollari e per nessuna banca superavano lo 0,03 per cento delle attività complessive. L'esposizione era limitata anche in CDS sui titoli di Stato di Spagna, Irlanda e Portogallo. Per nessun soggetto italiano l'esposizione nozionale netta in CDS sui titoli di Stato dei tre paesi superava lo 0,05 per cento delle attività complessive.

Il 1° novembre 2012 è entrato in vigore il regolamento europeo sulle operazioni di vendita allo scoperto, che ha introdotto, tra l'altro, restrizioni alle posizioni scoperte in CDS su emittenti sovrani (*naked sovereign CDS*) per scoraggiare l'operatività non a scopo di copertura.

L'interconnessione misurata sulla base dei CDS è contenuta

Alla fine di settembre le banche italiane avevano esposizioni lorde in CDS relative a banche e ad altri intermediari pari a 95 miliardi di dollari, il 33 per cento della loro esposizione totale in CDS. Il 91 per cento delle *reference entities* (emittenti del titolo sottostante) finanziarie aveva sede nei paesi europei, solo il 5 per cento in Italia. Per nessun soggetto italiano l'esposizione lorda in CDS su *reference entities* del settore finanziario superava il 4,2 per cento delle attività complessive (l'esposizione netta lo 0,4); il 95 per cento delle esposizioni lorde faceva capo a tre gruppi.



Fonte: elaborazioni su dati Depository Trust & Clearing Corporation.

(1) Posizioni in CDS delle società finanziarie dei paesi indicati. Nel pannello (b), valori positivi (negativi) indicano vendite nette (acquisti netti) di protezione contro il rischio di insolvenza. L'esposizione netta di ciascun paese è calcolata come somma algebrica delle esposizioni nette degli operatori residenti (*ultimate parents*) sui titoli di Stato italiani.

