

Quarto Rapporto sulla stabilità finanziaria - Banca d'Italia

Una sintesi operativa per i professionisti

07/12/2012

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano
Commissione Banche, Intermediari Finanziari e Assicurazioni.

a cura di:

Dott. Alberto Balestreri

Dott. Uberto Barigozzi

Dott. Marco Capra

Prefazione

Il Quarto Rapporto sulla stabilità finanziaria pubblicato dalla Banca d'Italia è stato oggetto di analisi da parte di alcuni membri della Commissione Banche, Intermediari Finanziari e Assicurazioni con l'obiettivo di evidenziare, in ottica professionale, taluni fattori di rischio la cui conoscenza potrebbe risultare utile ai Colleghi in sede di offerta dei propri servizi.

Ferma rimanendo l'importanza di acquisire i dati e le informazioni complete direttamente dalla lettura del Rapporto - che può essere scaricato dal sito della Banca d'Italia (www.bancaditalia.it) - la presente sintesi si configura come una qualificata introduzione a tutti i temi contenuti in esso.

1. I rischi macroeconomici e i mercati internazionali

1.1. I principali rischi macroeconomici e finanziari

L'economia europea mostra nuovi segni di debolezza, pur con andamenti difforni tra i vari paesi, connessi con le perduranti incertezze sull'andamento dei debiti sovrani, con la riduzione della domanda interna determinata dalle manovre restrittive di finanza pubblica e con il rallentamento delle altre economie. A fronte delle manovre di sostegno alla crescita attuate dalle banche centrali di Stati Uniti, Gran Bretagna e Giappone il Consiglio direttivo della BCE ha varato, nel mese di agosto, un programma di acquisto di titoli di stato (OMT). Inoltre il Consiglio europeo ha compiuto passi decisivi verso la piena integrazione finanziaria mediante un rapido passaggio ad un sistema unico di vigilanza bancaria cui si accompagnano un accordo teso a risolvere eventuali crisi bancarie e meccanismi europei di garanzia dei depositi. L'idea è concordare un quadro legislativo entro il gennaio 2013. In questo contesto i CDS sovrani e bancari europei sono tornati a livelli di inizio 2011 come pure i tassi a termine sui titoli di stato italiani.

Per quanto concerne l'Italia il peggioramento del quadro macroeconomico si è ripercosso sui conti pubblici, costringendo al mantenimento di una politica di bilancio orientata al risanamento finanziario. Il calo dei rendimenti, la compressione dello spread sovrano rispetto alla Germania e la ripresa degli acquisti di Titoli di Stato da parte di operatori esteri denotano un ritorno alla fiducia nella sostenibilità dei conti pubblici italiani che, in prospettiva, risentono però della debolezza della crescita attesa.

Il rallentamento ciclico, il risanamento dei conti pubblici e le riforme strutturali stanno determinando una forte correzione degli squilibri esterni di taluni paesi dell'area euro. Tuttavia le condizioni finanziarie internazionali rimangono fragili vittime della spirale instauratasi tra bassa crescita economica, crisi dei debiti sovrani e condizioni del sistema bancario. Una breve

sintesi degli elementi da tenere presenti per formulare un giudizio sul livello di stabilità delle economie:

- i. negli USA il “fiscal cliff” potrebbe spingere l’economia americana in recessione;
- ii. il rallentamento nella crescita delle economie emergenti potrebbe essere ben più duraturo di quanto non fosse lecito attendersi;
- iii. il prezzo del petrolio potrebbe essere influenzato dai noti temi geopolitici;
- iv. gli spread sovrani di taluni paesi, condizionati dai timori di reversibilità dell’euro, se persistenti deprimerebbero la crescita. Di qui la necessità di perseguire con rigidità la politica di risanamento dei conti pubblici;
- v. il sistema bancario soffre del deterioramento della qualità degli attivi, della bassa redditività e della difficoltà di raccogliere capitale di rischio. Al riguardo si nota che il livello medio dei premi sui CDS delle banche europee è oggi circa il doppio di quello delle banche britanniche e statunitensi, influenzando la loro capacità di raccolta. Il debole quadro macroeconomico non farà quindi che gravare sul margine di interesse delle banche ed influenzare il merito creditizio della clientela. Il risultato sarà di una pressione sempre maggiore sui bilanci delle banche con una inevitabile contrazione dell’offerta di credito all’economia.

1.2 La dinamica del debito pubblico in Italia

Relativamente al rapporto tra debito pubblico e PIL il Rapporto riporta un interessante esercizio che esamina la dinamica del debito in scenari alternativi. La base di ogni ragionamento è costituita dal mantenimento in termini strutturali del pareggio di bilancio.

Lo scenario di base assunto sconta un contesto macroeconomico più sfavorevole di quello dello scorso aprile, nel quale il rapporto debito/PIL, attualmente pari al 126,4%, scenderebbe lievemente nel 2013 per portarsi al 120% nel 2015 ed al 102 % nel 2020. La necessità sottesa è il conseguimento di un avanzo primario pari al 6% nel 2017, per scendere al 5,4% al 2020.

Il caso peggiore parte dall’ipotesi che i tassi sui titoli pubblici di nuova emissione e di lunga durata siano superiori di 1,5 punti percentuali rispetto alle ipotesi del Governo (spread con il Bund nuovamente a 500 punti base). In questa eventualità il rapporto tra debito e PIL nel 2020 si attesterebbe intorno al 113% e la base richiederebbe nel 2017 di un avanzo primario del 7%.

L’ipotesi ottimistica, basata su una riduzione dello spread verso il Bund a 200 p.b., porterebbe ad una riduzione del rapporto debito/PIL al 110% al 2017 ed al 90% nel 2020 con la necessità di un avanzo primario del 4% al fine di mantenere il pareggio di bilancio. In EU, salvo la Germania, i prezzi sono lievemente in calo - in misura superiore in Spagna.

1.3. La segmentazione dei mercati bancari e dei titoli di stato nell’area Euro

Negli ultimi anni si è assistito ad una crescente divaricazione nel processo di integrazione finanziaria nell’area Euro in conseguenza sia dell’andamento di variabili macroeconomiche, sia,

a partire dall'estate 2011, dall'emergere di rischi sistemici. Questa situazione pone problemi di stabilità finanziaria sia nei paesi che registrano afflussi di capitali, con rischio di sopravvalutazione degli attivi, che nelle economie colpite dai deflussi. A causa di questo fenomeno – avviatosi dalla crisi Lehman ed acuitosi con la crisi dei debiti sovrani - i tassi bancari di più paesi hanno perso il legame con i tassi di riferimento. In quest'ultimo periodo, attraverso il canale del rischio sovrano, i fattori sistemici si sono trasferiti ai tassi bancari accrescendone la dispersione tra paesi. Tra i rischi sistemici appare particolarmente significativo il cosiddetto "rischio di reversibilità" dell'euro.

Nella zona euro i premi al rischio sovrano di alcuni Paesi hanno raggiunto livelli non giustificati dalle condizioni di fondo delle economie nazionali. Per l'Italia, ad esempio, il differenziale sul decennale tedesco coerente con le condizioni economiche è stimabile nell'intorno dei 200 p.b., contro un valore di mercato ben più elevato. L'eccessivo livello dei tassi per i paesi più deboli e quello troppo basso dei paesi più forti segnalano timori di disgregazione monetaria ("rischio di reversibilità"). L'esigenza di stroncare questo fenomeno ha indotto il Consiglio direttivo della BCE ad adottare nuove modalità di intervento sui titoli di stato. Questa situazione di divario sistematico ha anche causato una significativa contrazione delle attività estere lorde dei sistemi bancari dei maggiori stati membri. Non diversamente dagli altri paesi dell'area euro, l'Italia ha visto ridursi gli investimenti privati esteri in modo significativo (13,4 per cento del PIL) per lo più nel comparto dei prestiti bancari e dei titoli pubblici.

1.4. I mercati immobiliari

Nel contesto generale si manifestano segni di miglioramento sul mercato statunitense, con volumi e prezzi in miglioramento, grazie alle manovre intese alla rinegoziazione dei mutui da parte di debitori in difficoltà.

2. La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese

2.1. la condizione finanziaria delle famiglie

Nel primo semestre del 2012 la ricchezza netta delle famiglie italiane si è ridotta, risultando pari a 3.600 miliardi di euro. Grazie alle recenti vendite le attività estere incidono per circa un decimo sul totale della ricchezza netta, mentre circa la metà di essa risulta costituita da attività a basso rischio. Il rapporto tra debito finanziario delle famiglie e reddito disponibile lordo permane costante da un biennio e prossimo al 65%, valore più contenuto rispetto a quanto rilevato per le principali economie europee. Anche l'onere per il servizio del debito permane stabile, principalmente grazie alla riduzione del tasso Euribor.

Sorprendentemente il Rapporto rileva che *“la crisi non sembra aver modificato in misura significativa le condizioni debitorie delle famiglie”* (pag. 24) e questo per i seguenti principali motivi:

- a) la quota di nuclei familiari indebitati è contenuta (pari a circa un quarto del totale) e 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;
- b) nel biennio 2011-12 viene stimato che la percentuale di famiglie vulnerabili sia pari al 2,2 per cento del totale (circa 553mila unità), come nel periodo precedente, percentuale che si eleva al 3,6 per cento (906mila unità) ove si consideri il solo reddito monetario;
- c) la condizione di sovraindebitamento riguarderebbe lo 0,6% dei nuclei familiari (circa 150mila unità);
- d) la proroga sino a gennaio del 2013 della moratoria concordata tra ABI ed associazioni dei consumatori, che ha consentito (dal febbraio 2010) a più di 74.000 mutuatari (0,3% delle famiglie) – dei quali 16.500 nei primi sette mesi del 2012 - un minor esborso pari, in media, a 7.300 euro (corrispondenti a minori incassi per 504 milioni di euro per il sistema bancario).

“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.” (pag. 24), anche se:

- 1) i nuclei familiari a basso reddito rappresentano una quota limitata di quelli indebitati;
- 2) i mutui rappresentano un fattore di rischio circoscritto per gli intermediari a causa del “basso rapporto tra prestito e valore degli immobili”.

Una seconda area di rischio per la posizione finanziaria delle famiglie, strettamente correlata alla precedente, potrà derivare da un aumento dei tassi di mercato se non associato ad una *“sostenuta ripresa dell'attività economica”*.

2.2. La condizione finanziaria delle imprese italiane

Nel secondo trimestre del 2012 si è registrata un'ulteriore flessione del rapporto tra MOL e Valore Aggiunto - sceso al 32,2 per cento, valore inferiore di oltre 5 punti percentuali rispetto all'inizio 2006 - con evidenti impatti sulla capacità di autofinanziamento delle imprese. Prosegue inoltre l'aumento dell'incidenza degli oneri finanziari sul MOL, avviatasi nel corso del primo trimestre del 2011. Il Rapporto evidenzia la presenza di alcuni segnali di miglioramento e di attenuazione del pessimismo, ma rileva che *"... la diminuzione dei prestiti bancari alle imprese si è accentuata nel corso dell'anno..."* e che *"... la percentuale delle imprese con gravi ritardi nei pagamenti (oltre due mesi rispetto alle scadenze concordate) è salita al 6,5 per cento"*.

Nel 2012 sono aumentate le emissioni obbligazionarie lorde sui mercati internazionali delle imprese italiane (da 8 miliardi dei primi 9 mesi del 2011 a 14 miliardi dei primi nove mesi del 2012). Nel Rapporto viene evidenziato che i rendimenti all'emissione delle obbligazioni - post crisi finanziaria e post crisi del debito - vengono oggi determinati solo per un quinto dalle caratteristiche della singola emissione, mentre tre quinti derivano dalle caratteristiche dell'emittente ed un quinto dal merito di credito dello Stato di appartenenza.

Le principali iniziative volte a mitigare le difficoltà di accesso al credito da parte delle imprese sono state:

- a) domande di finanziamento accolte dal Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese: nei primi sette mesi dell'anno 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;
- b) nell'ambito del Nuovo Accordo sottoscritto dal Ministero dell'Economia e delle finanze, l'ABI e le associazioni delle imprese nel febbraio scorso, tra marzo e luglio di quest'anno sono state concesse 32.000 sospensioni dei rimborsi relative a un debito residuo pari a 11 miliardi.

"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" (pag. 27).

3. IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO

3.1. La valutazione delle mercato sulle banche italiane

Le valutazioni degli investitori circa le banche italiane sono in miglioramento, e ciò sia perché il rischio di insolvenza percepito si è ridotto - come evidenziato dai premi sui CDS per il debito senior a 5 anni e dalla dinamica dei cd. tassi attesi di insolvenza - sia perché la stima della probabilità che più banche italiane si trovino contemporaneamente in situazioni di difficoltà si è contratta in misura significativa grazie alla riduzione dei rischi sovrani, alla prospettiva dell'Unione bancaria ed al ridimensionamento dei timori di contagio.

Nonostante ciò, i mercati azionari penalizzano ancora in modo molto significativo le quotazioni dei titoli bancari italiani: rispetto alla fine di agosto del 2008, infatti, i corsi azionari delle banche italiane permangono in media inferiori di circa l'80%, rispetto a circa il -60% osservato per le banche europee ed a circa il meno 35% per le quotazioni delle banche statunitensi.

3.2. Il credito

Il credito risulta in riduzione, in particolare per il netto calo dei prestiti alle imprese. La debolezza della domanda, sia da parte di famiglie che delle imprese, e le severe restrizioni imposte dalle banche alle condizioni di offerta del credito spiegano tale dinamica. Purtroppo le restrizioni alla concessione ed alla erogazione di credito sono attese permanere anche per tutto il corso del 2013.

Il Rapporto dedica ampio spazio ad esaminare l'impatto della dinamica dello spread BTP-BUND a 10 anni sulle banche italiane e suggerisce agli scriventi che tale dinamica, che non pare generare solamente aumento dei rischi e/o degli oneri a carico delle banche, potrebbe essere oggetto di gestione più accurata da parte delle banche italiane.

Il rischio di credito è tornato valori osservati nel 2009 ed è dovuto interamente ai finanziamenti alle imprese. Gli indicatori prospettici prefigurano un ulteriore deterioramento della qualità dei prestiti alle imprese nel corso dei trimestri a venire. Al 30 giugno i crediti deteriorati risultavano pari al 12,3% dei prestiti alla clientela (e ben il 16,8% di quelli concessi alle imprese). Il tasso di copertura del rischio di credito, pari al rapporto tra le rettifiche di valore su crediti e l'ammontare delle esposizioni deteriorate lorde, è sceso alla medesima data al 37,7% rispetto al 49,4% del 2007 (- 11,7 p.p.). Si tenga però presente che:

- il grado di collateralizzazione delle esposizioni deteriorate lorde appare assai elevato per le banche italiane. Al 30 giugno 2012 il 45% dei finanziamenti bancari risulta assistito da garanzie reali;

- nel corso dell'ultimo quinquennio è mutata la struttura delle esposizioni deteriorate lorde a favore delle componenti meno rischiose;
- a circa il 5% dell'ammontare delle partite deteriorate sono stati apportati "stralci diretti" della componente di perdita che, di fatto, riducono il tasso nominale di copertura.

La Vigilanza sta intensificando il vaglio circa l'adeguatezza delle rettifiche di valore apportate dai singoli intermediari: alle banche che presentano tassi di copertura inadeguati è richiesto un rapido intervento correttivo.

3.3. La provvista delle banche, il rischio di liquidità, il rischio di rifinanziamento.

Sul fronte della provvista da clientela pervengono segnali contrastanti: da un lato il ricorso alle aste triennali dell'Eurosistema ha rappresentato, nel 2012, la principale fonte di provvista delle banche italiane, le quali continuano a manifestare difficoltà di accesso ai mercati internazionali e a subire il drenaggio di depositi da parte di non residenti. Dall'altro la raccolta dalla clientela al dettaglio (depositi da residenti e obbligazioni sottoscritte dalle famiglie) ha finalmente mostrato alcuni primi segnali di ripresa, ciò che ha determinato una riduzione al 16% della quota dei prestiti alla clientela finanziato da provvista all'ingrosso (cd. funding gap), che è sceso a circa 240 miliardi di euro. Escludendo gli intermediari esteri, il funding gap delle banche italiane scende al 13 per cento (185 miliardi). Sul fronte degli oneri fra febbraio e settembre 2012 il costo medio della raccolta si è ridotto di oltre 20 punti base, all'1,4 per cento.

Sul fronte dei rischi di rifinanziamento la scadenza di 78 miliardi di euro di obbligazioni all'ingrosso da parte dei 33 principali gruppi bancari italiani attesa nel 2013 non preoccupa particolarmente l'Organo di Vigilanza, che monitora con cadenza settimanale la liquidità di tali gruppi e che rileva come, a fronte di tali scadenze, risultino già acquisite attività prontamente liquidabili e siano disponibili attività libere stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. La provvista assistita da garanzie, costituita da pronti contro termine e dal rifinanziamento presso l'Eurosistema, si è attestata ad ottobre 2012 a circa 400 miliardi, il 43% in più rispetto a 12 mesi prima. Dal lato degli attivi, a dicembre 2011 risultava che il 22% di essi era impegnato sotto forma di garanzie, dei quali metà presso BCE.

Il rischio di liquidità delle banche italiane appare in riduzione: la posizione netta di liquidità è migliorata (più per l'aumento delle scorte di attività stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema che per la disponibilità di flussi di cassa positivi). In termini più generali, il rischio di liquidità si è ridotto anche grazie all'allungamento della scadenza media della provvista ed alla riduzione dei margini sulle operazioni di pronti contro termine.

3.4. Il rischio di tasso di interesse ed il rischio di mercato

Nonostante le valutazioni espresse dal mercato, l'esposizione delle banche italiane al rischio di tasso di interesse appare contenuta. Variazioni significative dei rendimenti di mercato, infatti, dovrebbero in parte poter determinare una compensazione delle perdite conseguite sul portafoglio di proprietà grazie all'innalzamento del contributo del margine di interesse. Le valutazioni espresse dai modelli interni di 13 banche evidenziano che, a fronte di un incremento di 200 b.p. dei rendimenti, le perdite nette risulterebbero pari a circa l'8% del patrimonio di vigilanza.

I rischi di mercato relativi all'intero portafoglio titoli (trading e banking book) di un campione di banche italiane risultano in lieve riduzione ma permangono più che doppi rispetto a quelli rilevati ad inizio 2011, e ciò anche per l'adozione di nuove regole di allocazione delle nuove acquisizioni di titoli indotte da Basilea 2.5.

3.5. Il patrimonio e la redditività

Nel corso del primo semestre del 2012 le dotazioni patrimoniali dei 14 principali gruppi bancari quotati è stata rafforzata grazie agli aumenti di capitale ed ai maggiori flussi di autofinanziamento. Tre dei quattro gruppi ai quali l'EBA aveva raccomandato di rafforzare il capitale hanno soddisfatto tale richiesta con risorse proprie. Al 30 giugno 2012 il Core Tier 1 dei primi 14 gruppi quotati si attestava, in media, al 10,2 per cento, il Tier 1 al 10,8 ed il Total Capital al 13,8 per cento. Grazie agli aiuti pubblici conseguiti nel tempo, i gruppi bancari europei dispongono di livelli medi di patrimonializzazione superiori a quelli dei gruppi bancari italiani che, in aggiunta, hanno conseguito livelli di leva inferiori, in media, a quelli dei competitors europei (18 rispetto a 24).

Nel primo semestre del 2012 le attività ponderate per il rischio dei gruppi bancari italiani sono state ridotte sia per la ricomposizione operata a favore di attività meno *capital intensive*, sia per l'approvazione, da parte dell'Organo di Vigilanza, di modelli interni di determinazione dei requisiti patrimoniali di alcuni di essi. Un'analisi specifica riportata a pag. 43 del Rapporto evidenzia le significative differenze con le quali i gruppi bancari italiani pervengono alla determinazione degli attivi ponderati per il rischio rispetto ai principali gruppi europei. Sul tema stanno lavorando due gruppi distinti di esperti internazionali.

Al netto della svalutazione degli avviamenti, il ROE medio conseguito nel primo semestre dai primi 14 gruppi bancari quotati è risultato pari al 3,5%, in riduzione rispetto all'analogo dato relativo al 2011. Il ROE delle altre banche è risultato inferiore e pari al 2,8%. La distruzione di

valore determinata dalle rettifiche di valore su crediti, che hanno assorbito circa la metà dei risultati di gestione prodotto nel periodo, ha vanificato le riduzioni dei costi operativi (-2%) conseguite nel periodo. Il cost/income medio dei primi 14 gruppi è risultato pari al 60%, a fronte del 67% rilevato in media per le principali banche europee.

3.6. Le assicurazioni

Nonostante il miglioramento delle quotazioni azionarie, la valutazione di mercato del settore rimane caratterizzata da taluni importanti elementi di fragilità, primi fra tutti quelli derivati dalla dinamica degli utili netti attesi. Nel corso dei primi 6 mesi del 2012 le sottoscrizioni di prodotti assicurativi si è ridotta di circa il 9% rispetto all'analogo periodo del 2011, con particolare riguardo ai premi del ramo vita.

La rilevante incidenza del portafoglio di titoli di Stato con vita residua elevata ha determinato una rilevante esposizione dei risultati reddituali delle Compagnie alla crisi del debito sovrano, peraltro in parte sterilizzata da taluni provvedimenti adottati dal ISVAP coerentemente con quanto fatto da altri Paesi europei. Elevata appare anche l'incidenza delle obbligazioni societarie ad elevato rating emesse da banche. L'andamento favorevole dello spread con il Bund ha però consentito, nel corso degli ultimi mesi, di riassorbire buona parte delle perdite in conto capitale precedentemente iscritte nei bilanci.

Il rischio di liquidità appare generalmente contenuto, anche se nel corso del 2012 si è registrato un aumento dei riscatti delle polizze vita. A fronte di un limitato ricorso da parte delle compagnie a strumenti di copertura del rischio di liquidità quali *liquidity swaps* e *short-term funding*, le Compagnie hanno reagito alla maggiore domanda di liquidità dotandosi di attivi maggiormente liquidi e definendo linee di credito con istituti bancari.

La redditività conseguita nel corso del primo semestre 2012 ha mostrato segnali di rafforzamento principalmente per i positivi risultati conseguiti nella gestione finanziaria. Il ROE è risultato positivo e pari al 7,2% nel ramo vita (-9,3% nel 2011) ed al 3,5% nel ramo danni (-5,0% nel 2011). Il Combined Ratio del ramo danni è migliorato, in particolare nel settore della responsabilità civile automobilistica, anche grazie a significative innovazioni legislative. Il ramo vita, invece, soffre per la riduzione dei premi raccolti e per l'aumento dei riscatti: i rischi connessi con il contenuto livello dei tassi di interesse appare ben fronteggiato dalla struttura del portafoglio titoli e le recenti dinamiche dello spread rispetto al Bund potrebbero far emergere risultati superiori alle attese.

Gli indici di solvibilità dei rami vita e danni sono ampiamente superiori ai requisiti regolamentari, e tali rimarrebbero anche ove venisse eliminato l'effetto delle misure anticrisi adottate.

“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.” (pag. 48).

4 - I mercati, il rifinanziamento presso l'Eurosistema e le infrastrutture di pagamento

4.1. Il mercato della liquidità

La liquidità dei mercati italiani continua il suo trend di miglioramento, rispetto al 2011, dovuto principalmente all'evoluzione registrata nel mercato azionario e in quella dei titoli di Stato. Le principali transazioni degli operatori restano concentrate maggiormente sui mercati garantiti (sia nel settore general collateral che in quello special repo), mentre l'operatività nel segmento unsecured, incluse le operazioni interbancarie ad un giorno su contrattazioni over-the-counter, continuano ad essere contenute. Si registra, inoltre, una riduzione dell'esposizione debitoria netta degli intermediari italiani (da 94 miliardi di euro nel giugno 2012 agli attuali 57), riportando il costo della liquidità sui livelli degli altri mercati europei.

Si osserva, peraltro, che le valutazioni periodiche della capacità delle banche di fronteggiare eventuali shock di liquidità del sistema di regolamento TARGET2 hanno dimostrato l'esistenza di un rischio assai contenuto di non riuscire a fare fronte ad un eventuale inadempimento della controparte nel corso di una giornata. Nell'ipotesi di stress intermedio oltre il 95% degli operatori sarebbe in grado di eseguire i pagamenti dovuti.

4.2. Il ricorso delle banche italiane al rifinanziamento presso l'Eurosistema

Il ricorso del sistema bancario italiano al credito dell'Eurosistema si è mantenuto costante e pari a circa 280 miliardi di euro. Le banche italiane hanno progressivamente incrementato l'ammontare dei fondi in eccesso depositati presso la Banca d'Italia sia per scopi precauzionali, sia ai fini di disporre di risorse per fronteggiare eventuali shock di liquidità. Il valore delle attività detenute presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni dell'Eurosistema (cd. collateral pool) ha registrato un ulteriore aumento, principalmente dovuto all'incremento della quota delle obbligazioni bancarie garantite (covered bond) e grazie alle misure di espansione delle garanzie adottate dall'Eurosistema, che hanno permesso anche ad intermediari di piccole e medie dimensioni di accedere all'utilizzo dei prestiti interbancari.

I titoli di Stato continuano a rappresentare la parte prevalente delle attività libere da vincoli, al di fuori del pool, posizionandosi su importi rilevanti valutati in 136 miliardi di euro al netto degli scarti di garanzia (cd. haircuts). Si evidenzia, peraltro, che un ulteriore abbassamento del rating dei titoli di Stato italiani (al di sotto del giudizio di A-) comporterebbe un rischio per le garanzie stanziabili, in quanto verrebbero applicati haircuts più elevati a causa di titoli con minor merito creditizio, con una riduzione di valore stimata in circa 30 miliardi di euro.

4.3. Il mercato dei titoli di stato

L'attività del mercato primario dei titoli di Stato italiani rimane regolare ed il rapporto tra il numero delle richieste e le quantità offerte è costantemente superiore all'unità. La rinnovata fiducia degli investitori per queste attività ha prodotto un sensibile calo del costo di emissione a

partire dal luglio 2012, che si è attestato su un rendimento medio pari a circa il 2,50%. Nonostante una riduzione della vita media residua del debito pubblico italiano, dovuta ad una diminuzione della durata dei prestiti, il confronto con gli altri paesi dell'area euro si attesta comunque su valori più elevati.

La liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato, a partire dall'estate 2012, ha mostrato segnali di miglioramento anche nei momenti di maggiore tensione dei mercati, assicurando efficienza e trasparenza al processo di formazione dei prezzi. Da settembre 2012 anche il segmento dei BTP ha registrato un incremento degli scambi dei titoli ed una riduzione del differenziale denaro (bid)-lettera (ask). 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. Nel secondo trimestre 2012 si sono, peraltro, registrati segnali di ripresa degli acquisti netti dei titoli di Stato italiani da parte di operatori non residenti, oltre ad una notevole riduzione degli disinvestimenti, che aveva caratterizzato il periodo precedente a partire dalla seconda metà del 2011.

4.4. Il mercato dei credit default swap

L'esposizione degli intermediari italiani su CDS non ha registrato miglioramenti e continua ad essere marginale relativamente sia ai titoli domestici, sia ai titoli di stato di Spagna, Irlanda e Portogallo. Alla fine di settembre 2012, infatti, l'esposizione netta su CDS su titoli italiani non superava per nessuna banca lo 0,03% delle attività complessive (alla fine di marzo 2012 era pari allo 0,04%). Dal 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.