

Secondo Rapporto sulla stabilità finanziaria - Banca d'Italia

Una sintesi operativa per i professionisti

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

Estensori:

Dott. Alberto Balestreri

Dott. Uberto Barigozzi

Dott. Marco Capra

Dott. Gimede Gigante

Prefazione

Il secondo 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 più rigorosa conoscenza potrebbe risultare utili ai Colleghi in sede di offerta dei propri servizi.

Ferma rimanendo l'importanza di acquisire direttamente dalla lettura del Rapporto - che può essere scaricato dal sito della Banca d'Italia (www.bancaditalia.it) - i dati e le informazioni complete, 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. Le prospettive ed i rischi macroeconomici

L'attuale situazione di andamento del PIL mondiale e le sue previsioni per il prossimo periodo sono sostanzialmente negative, anche se le stime per l'area Euro (crescita inferiore all'1%) sono di gran lunga peggiori di quelle degli altri Paesi che sono, in ogni caso, in rapida discesa. Ciò rafforza i timori circa la solidità degli operatori, sia pubblici che privati, con un alto grado di indebitamento. La durata e la profondità della fase di rallentamento sono tra le maggiori fonti di incertezza per l'andamento dell'economia globale. Le politiche di bilancio restrittive fanno temere che le fasi di debolezza congiunturale si prolungino nel tempo e vadano a causare una ulteriore contrattura dell'attività economica.

Oltre che dal peggioramento delle prospettive di crescita, i timori sulla sostenibilità dei debiti pubblici, sono acuiti dalle indecisioni che hanno sinora caratterizzato le politiche di contrasto della crisi in vari Paesi. In particolare nell'area dell'Euro c'è scetticismo circa l'efficacia del meccanismo intergovernativo di sostegno ai Paesi in difficoltà (EFSF¹) di far fronte all'aggravamento della crisi. Al riguardo i Capi di Stato e di Governo europei hanno varato misure volte alla creazione di un veicolo finanziario che potrà attrarre risorse da investitori (pubblici e privati).

¹ Lo European Financial Stability Facility (EFSF), chiamato in italiano anche Fondo europeo di stabilità finanziaria, è stato creato dai ventisette stati membri dell'Unione Europea, il 9/5/2010 in seguito alla crisi economica del 2008-2010, per il solo fine di aiutare finanziariamente gli stati membri, preservando la stabilità finanziaria dell'Eurozona in caso di difficoltà economica. L'EFSF può emettere obbligazioni o altri strumenti di debito sul mercato per raccogliere i fondi necessari alla fornitura di prestiti ai paesi della zona euro in difficoltà finanziarie, ricapitalizzare le banche o comprare debito sovrano.

L'incertezza globale e la volontà implicita degli investimenti ha generato una massiccia ricomposizione dei portafogli a favore di attività ritenute più sicure (Treasury, Bund, oro e franco svizzero). In questo quadro i premi per il rischio sui titoli pubblici sono aumentati nei Paesi a più alto debito mentre sono diminuiti in Irlanda, dove le politiche adottate hanno mostrato rispondenza ai piani di aggiustamento fiscale concordati con le autorità internazionali.

L'Italia risulta penalizzata da una situazione caratterizzata da un elevato debito pubblico e dalla bassa crescita che, in assenza di misure in grado di aumentare il potenziale di sviluppo dell'economia, potrebbe protrarsi, accrescendo in modo significativo il rischio sovrano. Una nota relativamente positiva del debito pubblico italiano è l'esistenza di un significativo disavanzo primario previsto per il 2012 - 2013 rispetto a tutti gli altri Paesi ed una quota significativamente inferiore (42,4%) di debito pubblico posseduto da non residenti rispetto a una media europea del 52,1%. Per contro, la quota in scadenza più disavanzo nel 2012 ammonta al 23,5% dell'intero debito (contro il 10,5% in Germania e 14,7% nel Regno Unito). Un'altra nota positiva riguarda il debito di famiglie e imprese non finanziarie pari al 126,1% del PIL contro il 168% circa dell'area Euro, il 166% USA e oltre il 200% circa del Regno Unito.

Un elevato livello ed una eccessiva mobilità del rendimento accrescono i timori del mercato circa la sostenibilità del debito pubblico. Tuttavia esercizi di simulazione che utilizzano come scenario le stime del Governo mostrano che, anche qualora i tassi di interesse all'emissione dovessero aumentare in modo significativo, il rapporto debito/PIL calerebbe o si stabilizzerebbe. Le previsioni indicano che anche in caso di scenario sfavorevole e nonostante una stagnazione prolungata dell'economia reale, il rapporto debito/PIL calerebbe nel 2014 al 115,5% stabilizzandosi poco al di sopra del 120%. L'assenza di riforme strutturali unitamente alle politiche fiscali restrittive potrebbero innescare una spirale negativa tra il calo dell'attività produttiva e il deterioramento delle finanze pubbliche.

Nell'area mondiale, le tensioni finanziarie stanno inducendo gli operatori a contenere il proprio indebitamento. Il processo di "deleveraggio" se, da una parte, è positivo per la stabilità finanziaria, rischia di pesare in modo significativo sulle spese per consumi e investimenti innescando una spirale negativa. Non di meno, la riduzione della leva nel sistema bancario in una fase di debolezza ciclica e di peggioramento della qualità del credito potrebbero accentuare la spinta della contrazione di bilancio e inasprire le condizioni di offerta di prestiti all'economia. L'avvio di un circolo vizioso tra il calo dell'attività produttiva e la sostenibilità dei bilanci bancari richiede la garanzia di idonei livelli di capitalizzazione delle maggiori Banche internazionali. Non di meno, per i Paesi emergenti i rischi sono legati alla elevata inflazione (oltre il 7%) che potrebbe pesare sulla domanda interna e provocare politiche restrittive.

1.2. I rischi nel sistema finanziario.

La crisi del debito sovrano in Europa ha effetti diretti sulla capacità di raccolta del sistema bancario. Al riguardo il problema di raccolta della banche desta preoccupazione in considerazione degli elevati volumi delle obbligazioni bancarie a scadenza nel 2012. Una caduta dei prezzi dei titoli pubblici provoca perdite sul portafoglio finanziario degli intermediari, indebolendone i bilanci e aumentandone la rischiosità. I timori sulla solvibilità di uno Stato si ripercuotono sugli intermediari anche attraverso una riduzione del valore delle garanzie pubbliche sulle passività bancarie. Il declassamento di “rating” dei titoli di Stato abbassa il merito di credito degli altri prenditori nazionali. In questo quadro la liquidità delle Banche tende drammaticamente a diminuire con un decremento dei depositi in conto corrente di famiglie e imprese e tassi di remunerazione medi sui depositi in crescita.

Nel breve termine, le difficoltà di raccolta delle banche nel medio/lungo periodo sono attenuate dagli interventi dell'Eurosistema, anche se un eccessivo prolungato ricorso ai finanziamenti della BCE incontra il limite nella disponibilità di collaterale. In questo contesto occorrono urgenti interventi per ridare con rapidità fiducia agli investitori nei confronti degli intermediari europei.

La redditività delle banche si riduce a causa dell'aumento dei costi di raccolta, da un lato, e dal calo dell'attività sul mercato dei capitali, dall'altro. Un argomento a parte riguardano i rischi con la gestione delle procedure esecutive. Un altro elemento di rischio riguarda l'interconnessione finanziaria in Europa, che può diventare la cinghia di trasmissione tra le posizioni attive e passive transfrontaliere. Al riguardo viene fatto notare che nell'ultimo decennio la crescita dell'attività lorda nei confronti dei Paesi più deboli (Grecia, Irlanda, Portogallo, Belgio, Italia e Spagna) è stata molto significativa per la Francia, che alla fine del 2009 mostrava una esposizione complessiva pari al 60% del PIL (la Germania del 30%, il Regno Unito del 25%). Per l'Italia l'esposizione complessiva si attesta su livelli più contenuti e pari al 15%. In questo quadro anche la spinta derivante dalla ripresa degli utili societari, che nei mesi scorsi ha contribuito a mantenere il calo delle quotazioni, potrebbe esaurirsi a seguito del deterioramento delle prospettive di crescita. Inoltre l'assenza di progressi verso la soluzione della crisi del debito sovrano, potrebbe causare il mantenimento dell'attuale alta volatilità.

1.3. Il mercato immobiliare

Negli Stati Uniti il mercato immobiliare mostra ancora segni di debolezza. Nel comparto delle abitazioni la fase di calo dei prezzi non è ancora finita. Nel settore degli immobili commerciali,

invece, le quotazioni sono prossime ai valori minimi degli ultimi dieci anni. I tassi sui mutui restano elevati. In Europa nel complesso le condizioni del mercato immobiliare sono favorevoli anche se ci sono notevoli divari tra i Paesi. In Germania e in Francia i prezzi delle abitazioni sono in deciso aumento. In Spagna e Paesi Bassi invece sono in calo. In Italia si registra una certa debolezza soprattutto nel comparto delle abitazioni, con numeri di compravendite ai livelli più bassi degli ultimi 10 anni. Restano deboli anche le condizioni del comparto non residenziale, anche se le proiezioni per i prossimi mesi restano stabili.

2. La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese

2.1. La condizione finanziaria delle famiglie

Nonostante la crisi finanziaria, nel triennio 2008-2010 la ricchezza netta delle famiglie italiane è aumentata dell'1,7% grazie a nuovi flussi di risparmio. “L’impatto della crisi è stato contenuto dal basso grado di rischio del portafoglio finanziario, caratterizzato da un peso elevato di depositi, titoli obbligazionari pubblici e privati, riserve assicurative e pensionistiche” (pag. 26). Il rapporto tra debito finanziario delle famiglie e reddito disponibile lordo, seppur cresciuto nel corso degli ultimi anni, risulta decisamente più contenuto rispetto a quanto rilevato per Francia, Germania, Spagna e Regno Unito. Per le famiglie indebitate, però, “ ... il valore mediano del rapporto fra debito e reddito è aumentato..., fino a sfiorare il 50 per cento”.

Esistono concreti rischi che i tassi di interesse sui prestiti alle famiglie possano aumentare significativamente, anche se l’elevata quota di mutui indicizzati all’Euribor, la contenuta quota di prestiti in scadenza nel corso del prossimo biennio ed i più elevati margini già applicati sulle nuove erogazioni rendono limitato il rischio di un incremento dell’onere del debito. La moratoria ABI, il Fondo di solidarietà per i mutui per l’acquisto della prima casa ed il Fondo di credito per i nuovi nati vanno concludendosi. “Nonostante il recente avvio di due ulteriori iniziative pubbliche per il sostegno alle giovani coppie e agli studenti, il venir meno delle precedenti misure – rivolte a una più ampia platea di destinatari – potrebbe far emergere condizioni di vulnerabilità presso nuclei a basso reddito e con un elevato servizio del debito” (pag.27). “Nei prossimi mesi i maggiori rischi per le condizioni finanziarie delle famiglie indebitate sono legati alla flessione della dinamica del reddito disponibile e a possibili ulteriori significativi aumenti dei tassi di interesse” (pag. 28). La quota di debito bancario che nel 2012 potrebbe essere detenuta dalle cosiddette “famiglie vulnerabili” (per le quali il rapporto tra servizio del debito e reddito disponibile è superiore al 30%) potrebbe elevarsi dal 23% del 2008 al 29% nel 2012, denotando comunque una non eccessiva esposizione delle famiglie vulnerabili agli shock di mercato.

2.2. La condizione finanziaria delle imprese italiane

Nel secondo trimestre del 2011 la crescita del MOL risulta in forte rallentamento, si rileva una ripresa dell'incidenza degli oneri finanziari sul MOL dopo un biennio di flessione, la crescita dell'autofinanziamento appare inferiore a quella degli investimenti e il tasso di crescita dei fallimenti è in aumento. "In prospettiva, i principali rischi per le imprese derivano dal rallentamento della congiuntura economica e da un peggioramento nelle condizioni di finanziamento conseguente alle tensioni sul fronte della raccolta bancaria." (pag. 31). Come noto, il rischio di tasso delle imprese italiane è elevato, data la scarsa diversificazione dei debiti, che per oltre due terzi sono di fonte bancaria ed il 60% dei quali ha scadenza inferiore ai 2 anni.

Definendo "aziende vulnerabili" quelle che presentano un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50%, le quali si stima fossero pari nel 2010 al 32,3% del totale, una minore crescita futura del MOL ed un innalzamento dei tassi di interesse potrebbe determinare nel 2012 un innalzamento di 7,6 punti percentuali della quota di aziende vulnerabili, al 38,9% del totale. "In tutti gli scenari considerati la quota di imprese finanziariamente fragili crescerebbe in misura maggiore tra le aziende piccole e medie. Il peggioramento risulterebbe inoltre accentuato per le imprese localizzate nelle regioni nord-orientali e per quelle dell'edilizia, della manifattura e dell'agricoltura"(pag. 33).

3. Il sistema bancario e finanziario

3.1. La valutazione del mercato sulle banche italiane

La crisi dei debiti sovrani si sta ripercuotendo con effetti negativi evidenti su tutte le banche europee. Quelle italiane, in particolare, hanno accusato l'aumento dei premi sui Credit Default Swap (cfr. infra) e l'aumento dei tassi attesi d'insolvenza desunti dai mercati azionari. Il Market to Book Value è molto basso e compresso sia dall'aumento dei premi per il rischio, sia dal calo degli utili attesi. Il peggioramento degli indicatori di rischio sistemico è un dato di fatto e investe tutte le principali banche europee. I movimenti azionari delle principali banche italiane hanno dimostrato un elevato grado di sincronia. Lo stesso dicasi per i corsi azionari di quelle europee e statunitensi. Le cause principali sono i fattori di rischio comuni (peggioramento prospettive di crescita, difficoltà a reperire fondi a m/l termine, esposizione verso debitori nei paesi colpiti dalla crisi) e la stretta interconnessione tra i sistemi finanziari nazionali.

L'aumento del rischio sistemico del sistema bancario è evidenziato dall'indice statistico JPoD (joint probabilità of distress), che indica la possibilità che più intermediari finanziari si trovino

contemporaneamente in difficoltà. Il JPoD è aumentato, rispetto al Marzo 2011, al 5,8 % in Italia ed, in misura minore, in Spagna, Francia, Regno Unito e Germania. Anche l'Indice di stabilità del sistema bancario internazionale (BSI) a Ottobre si collocava intorno ad un pericoloso 5%.

3.2. Il credito

La stabilizzazione della dinamica del credito osservata nell'estate 2011 può essere riferita a una crescente cautela delle banche nelle scelte di affidamento e nella difficoltà oggettiva nel reperire fondi a m/l termine. Nei prossimi mesi i prestiti alle imprese rimarranno sui livelli attuali per poi ridursi a causa sia dell'indebolimento dell'attività produttiva, sia del recente rialzo dei tassi sui titoli di Stato. I mutui concessi alle famiglie, invece, manterranno dinamiche simili a quelle attuali grazie alla tenuta delle quotazioni immobiliari. Il miglioramento rispetto al 2009-2010 nel flusso dei prestiti in sofferenza, in rapporto agli impieghi, potrebbe essere frenato dalla nuova fase di debolezza dell'economia italiana. Le stime indicano che per il 2012 tale miglioramento proseguirà e la successiva inversione di tendenza sarà ascrivibile alla risalita degli oneri finanziari delle imprese dovuti all'aumento del costo del credito derivante dalle tensioni sul debito sovrano. Il tasso d'ingresso in sofferenza delle famiglie invece si dovrebbe ridurre fino alla fine del 2013 grazie alla tenuta del mercato immobiliare ipotizzata nello scenario di riferimento di Banca d'Italia. L'esposizione al rischio sovrano delle banche italiane verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna è relativamente bassa. Sono aumentate le esposizioni all'estero verso l'Europa orientale e occidentale. I due principali gruppi bancari italiani (Intesa e Unicredit) stanno attuando politiche particolarmente prudenti laddove i rischi creditizi sono più elevati (Ungheria Romania e Ucraina). I rischi maggiori in queste aree potrebbero derivare dalla fragilità della situazione finanziaria di famiglie e imprese (dovute tra l'altro alle elevate percentuali di prestiti in valute differenti) e dalle quotazioni al ribasso sul mercato immobiliare (anche se ci sono segnali di normalizzazione in alcuni quei paesi come ad esempio in Polonia).

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

La provvista delle banche ha continuato a espandersi ma la sua composizione è mutata nel tempo soprattutto grazie ad emissioni obbligazionarie e al rifinanziamento nell' Eurosystema. La raccolta al dettaglio è cresciuta grazie all'aumento delle obbligazioni ma sono cresciuti anche i costi complessivi di raccolta. Da Luglio i collocamenti di obbligazioni da parte d'intermediari europei sono stati contenuti, dopo che ad inizio 2011 si era avuto un grosso ricorso ai titoli obbligazionari all'ingrosso. In diminuzione anche il segmento in dollari di certificati di deposito. Nei prossimi mesi per le banche europee ci sarà un cospicuo fabbisogno di finanziamento sui mercati obbligazionari all'ingrosso. Nel primo e terzo quadrimestre 2012 andranno a scadenza

titoli per 88 miliardi. Per fronteggiare l'ingente volume di rimborsi gli intermediari italiani potranno beneficiare di vari punti di forza, quali l'alto peso della raccolta obbligazionaria al dettaglio, caratterizzata da elevata stabilità, l'assenza di titoli in scadenza con garanzie pubbliche e una posizione di liquidità tuttora equilibrata. La principale fonte di rischio, invece, sarà data dalla possibilità di reperire adeguati volumi di raccolta nel m/l termine.

3.4. Gli altri rischi

I rischi di tasso d'interesse sono dati dal possibile innalzamento della curva dei rendimenti. Da metà del 2010 si è assistito a un calo progressivo, e poi a una stabilizzazione, dei rischi di mercato sui portafogli di negoziazione (trading book). Gli stessi rischi nel banking book, invece, sono aumentati a causa soprattutto dell'accumulo di riserve di strumenti finanziari maggiormente liquidi. Rischi di controparte per le banche italiane sono riferibili per tre quarti da operazioni su derivati negoziati in OTC e per un quarto per prestiti mediante operazioni pronti contro termine. Da giugno 2010 a Giugno 2011 il valore lordo dei derivati delle banche italiane si è quasi dimezzato. I rischi operativi sono calati nel 2010 a causa di una diminuzione delle frodi del personale dipendente e di minori malfunzionamenti di procedure informatiche

3.5. La redditività

La redditività, in particolare il ROE per i principali gruppi bancari italiani, è rimasta stabile nella prima metà del 2011 rispetto all'anno precedente. La crescita del margine d'interesse è stata frenata dai maggiori costi di raccolta. Vi è stato, inoltre, un aumento sostenuto del margine d'intermediazione, mentre sono leggermente calate le commissioni. Le prospettive di redditività e profittabilità sono state frenate dalla bassa crescita dell'economia e le aspettative sugli utili dei principali gruppi per il triennio dal 2012 al 2014 sono fortemente in ribasso.

3.6. Il patrimonio

La solidità patrimoniale dei principali gruppi bancari italiani è in miglioramento per quasi tutti gli operatori (eccezione fatta per Unicredit) grazie anche agli aumenti di capitale fatti nel giugno scorso e grazie all'accantonamento sistematico fatto negli ultimi anni di parte dei propri utili. Le prospettive sono, tuttavia, influenzate dalla bassa redditività prospettica. L'opera di rafforzamento del capitale da parte delle grandi banche italiane serve ad assorbire le tensioni presenti sui mercati finanziari. A tal proposito l'European Banking Authority (EBA), tramite misure concordate in sede europea, ha posto come obiettivo il raggiungimento per giugno 2012 di un Core Tier 1 Ratio del 9%. Per raggiungere tale obiettivo le banche limiteranno ancora le distribuzioni dei dividendi e le concessioni di bonus.

3.7. Gli intermediari finanziari non bancari

Il comparto delle SIM è caratterizzato da bassa redditività e dotazione patrimoniale insoddisfacente (prossima ai minimi previsti per legge). Le prospettive sono negative, aggravate dal calo dei volumi intermediati (e quindi dalle minori commissioni) e dallo spostamento della clientela verso prodotti meno rischiosi. Le società di leasing e di credito al consumo hanno subito nel primo semestre 2011 una variazione sui flussi dei crediti contenuta ed un notevole peggioramento della qualità dei prestiti. Le società di factoring, invece, hanno evidenziato miglioramenti sia nella quantità sia nella qualità dei flussi. Grossa diffusione stanno trovando tra i risparmiatori italiani gli ETF² a causa delle basse commissioni e dalla loro flessibilità d'uso. Le compagnie di assicurazione stanno vivendo una situazione problematica con deterioramenti delle proprie prospettive di crescita evidenti. Sono diminuite le previsioni sugli utili e sono cresciute le attese sui tassi d'insolvenza con conseguente abbassamento dei rating di alcune compagnie di primo piano. I rischi maggiori concernono le quote di titoli di Stato possedute a copertura delle riserve tecniche, ai bassi tassi d'interesse sui titoli con elevato merito creditizio e alla possibilità che la debolezza congiunturale possa portare a un ridimensionamento dei premi e ad un aumento di richieste di rimborso anticipato del capitale maturato soprattutto per prodotti con bassi oneri di riscatto. Il ramo vita potrebbe risentire degli elevati rendimenti dei titoli di Stato e dei prodotti bancari. Il ramo danni segna un miglioramento nei risultati.

4. I mercati, il sistema dei pagamenti e le infrastrutture

4.1. Il mercato della liquidità

La riduzione della liquidità dei mercati italiani, in molti casi emersa già nel precedente biennio, è determinata dal protrarsi della crisi, che rende gli operatori bancari più sensibili ai rischi di credito e di liquidità. L'attuale situazione - che negli ultimi mesi ha continuato a peggiorare per effetto, soprattutto, del deterioramento registrato sul mercato secondario dei titoli di Stato (solo in ottobre le condizioni di liquidità sono lievemente migliorate) - ha spinto gli operatori bancari a contenere al massimo i propri rischi di liquidità e di controparte concentrando principalmente gli scambi di fondi verso contratti collateralizzati³. L'interposizione, infatti, della controparte

² Gli exchange-traded fund (ETF) sono fondi comuni d'investimento oppure Sicav, negoziati in Borsa e caratterizzati da una gestione passiva in quanto replicano l'andamento di un determinato indice.

³ A partire dal febbraio 2009, per favorire una ripresa delle contrattazioni sui circuiti interbancari e una più ampia articolazione delle scadenze dei contratti, la Banca d'Italia, in collaborazione con la società e-Mid e con l'Associazione Bancaria Italiana (ABI), ha messo a punto un'iniziativa per consentire agli operatori di scambiarsi fondi minimizzando i rischi di controparte e di liquidità. L'iniziativa poggia sulla realizzazione di un apposito segmento del mercato nella piattaforma di contrattazione e-Mid, il **Mercato**

centrale consente agli operatori di mantenere anonime le transazioni e, quindi, di non rivelare al mercato il proprio fabbisogno di liquidità. Una ridotta visibilità può essere conseguita anche attraverso il ricorso ai mercati O.T.C. (Over The Counter⁴) che permettono agli intermediari di contattare direttamente, in modo bilaterale, le controparti presso le quali dispongono di maggiori linee di credito. Attraverso i mercati O.T.C., inoltre, transita la gran parte delle operazioni messe in atto con controparti estere.

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

A partire dallo scorso luglio le banche italiane hanno aumentato il ricorso all'Eurosistema⁵ e hanno accresciuto le garanzie stanziate presso la Banca d'Italia. I dati disponibili di agosto 2011 mostrano che, a fronte delle maggiori esigenze di rifinanziamento, le banche hanno adeguato le attività a garanzia stanziate presso la Banca d'Italia (collateral pool⁶); infatti il valore delle attività stanziate era pari a euro 126 miliardi al netto degli scarti di garanzia (haircuts⁷) (contro euro 94 miliardi a gennaio), dei quali euro 85 miliardi effettivamente impegnati ed euro 41 liberi e prontamente utilizzabili. Oltre alle attività cd. collateral pool, le banche operanti nel mercato italiano dispongono di ulteriori attività stanziabili e libere da vincoli che, al netto degli haircuts, sono state valutate nell'agosto 2011 in euro 92 miliardi alla fine di agosto.

4.3. Il mercato azionario

Nell'ultimo periodo, i corsi azionari si sono attestati su livelli molto bassi (collocandosi su valori tra i minimi degli ultimi vent'anni) in rapporto agli utili. Questa fase risente principalmente dell'incremento registrato dal premio per il rischio; infatti anche le attese per il futuro sembrerebbero prevedere ulteriori riduzioni delle quotazioni dei titoli azionari, mentre le previsioni degli utili sono mutate solo di poco relativamente alle società quotate, ma in maniera più significativa per quelli delle banche italiane. Gli analisti prevedono che solo prospettive di risoluzione della crisi potrebbero avere effetti positivi sulle quotazioni delle azioni, mentre nuove tensioni sul debito sovrano rischierebbero di innalzare ulteriormente i premi per il rischio e, quindi, risentire di ulteriori ribassi.

Interbancario Collateralizzato (MIC), che assicura il completo anonimato nelle contrattazioni. Esso si articola su scadenze pari a una, due e tre settimane e a uno, due, tre, quattro, cinque e sei mesi e prevede una compartecipazione, entro limiti predeterminati, delle banche alla copertura del rischio.

⁴ I mercati OTC sono il complesso delle operazioni di compravendita di titoli che non figurano nei listini di borsa, la cui funzionalità è organizzata da alcuni attori, e le cui caratteristiche dei contratti che vengono negoziati non sono standardizzate.

⁵ Comprende la BCE e le Banche centrali nazionali degli Stati membri. Vi partecipano attualmente quindici banche centrali nazionali. È governato dal Consiglio direttivo e dal Comitato esecutivo della BCE.

⁶ Si tratta di attività a garanzia composte dalla somma delle attività del pool non impegnate (margine disponibile) e dalle attività del pool impegnate presso l'Eurosistema.

⁷ Differenza tra il valore costituito in garanzia e l'ammontare del credito accordato.

4.4. Il mercato dei titoli di stato

Relativamente ai titoli di Stato si osserva che il mercato secondario⁸ ha risentito di una diminuzione significativa della liquidità, mentre sul mercato primario il collocamento dei titoli è avvenuto con regolarità. La crisi dei debiti sovrani ha avuto ovviamente notevoli ripercussioni sull'acquisto dei titoli di Stato; infatti è ormai di comune attualità l'indicazione della spread tra i BTP italiani e i Bund tedeschi che ha, in molte occasioni, oltrepassato la soglia dei 400 (ma i dati aggiornati indicano anche i 500) punti base. Questo indicatore, tuttavia, aumenta l'effetto delle tensioni sui tassi all'emissione, in quanto risente del valore eccezionalmente basso dei tassi dei Bund, condizionati dalla propensione degli investitori per attività con rischi ridotti. Si prevede che i rendimenti dei titoli di Stato italiani potrebbero risentire nei prossimi mesi dell'elevata concentrazione di scadenze tra febbraio e aprile 2012. I titoli pubblici italiani, tuttavia, continuano ad essere collocati nei portafogli di un'ampia e diversificata schiera di investitori, sia residenti sia non residenti⁹.

4.5. Il mercato dei credit default swap

Malgrado la crescita internazionale del mercato dei CDS¹⁰ (Credit Default Swap), l'esposizione delle banche italiane in detti prodotti è relativamente ridotta ed in percentuale notevolmente inferiore rispetto alle altre attività bancarie se rapportate alla media complessiva dei maggiori paesi a livello mondiale. Si pensi, ad esempio, che l'esposizione nozionale lorda degli operatori bancari italiani in CDS sui titoli di Stato di Grecia, Irlanda e Portogallo è di circa 5,6 miliardi di dollari, relativamente di importo ridotto se confrontato con gli altri operatori internazionali (Stati Uniti oltre 70 miliardi, Regno Unito circa 30 miliardi e Germania oltre i 20 miliardi).

4.6. Le infrastrutture di mercato e di regolamento

⁸ L'acquisto dei titoli di stato può essere effettuato sia in asta al momento dell'emissione (cd. mercato primario), sia sul mercato secondario, che riguarda, invece, i titoli di Stato già in circolazione.

⁹ Tra i detentori residenti, le famiglie sono le prime in ordine di importanza, con una quota del 14%, seguite dalle banche, dalle compagnie di assicurazione e dai fondi comuni. Gli operatori esteri possiedono il 46,2% del totale, mentre il 5,2% fa capo a gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani. Nel giugno del 2011 la consistenza del debito pubblico italiano ammontava ad euro 1.900 miliardi, di cui i titoli di Stato rappresentano circa quattro quinti del totale.

¹⁰ Il Credit Default Swap (CDS) è un contratto che ha la funzione di trasferire l'esposizione creditizia di prodotti tra le parti che sottoscrivono il contratto. Si tratta di uno dei derivati creditizi più utilizzati; infatti sancisce un accordo tra un acquirente ed un venditore per mezzo del quale un compratore paga un premio periodico a fronte di un pagamento da parte del venditore in occasione di un evento relativo ad un credito (come ad es. il fallimento del debitore) cui il contratto è riferito. Il CDS viene spesso utilizzato come polizza assicurativa o copertura per il sottoscrittore di una obbligazione. I CDS vengono tipicamente utilizzati come metro di misura del rischio di default di uno Stato Sovrano.

L'incertezza degli andamenti dei mercati mondiali ha costretto la Cassa di Compensazione e Garanzia¹¹ (CCG) ad aggiornare i parametri adottati per il calcolo dei margini che gli operatori finanziari sono tenuti a rimettere a garanzia delle operazioni. I dati delle ultime rilevazioni evidenziano che l'importo totale dei margini iniziali è aumentato del 39% rispetto all'anno precedente, soprattutto a causa della volatilità delle operazioni in titoli di Stato. Relativamente all'operatività dei sistemi di pagamento europeo (TARGET2¹²) e di regolamento dei titoli, il monitoraggio condotto ha evidenziato un operato regolare, che ha garantito con puntualità la chiusura di ogni giornata, ed, inoltre, ha assicurato continuità di funzionamento.

¹¹ La Cassa di Compensazione e Garanzia è l'organismo che, sui mercati che prevedono tale servizio, si interpone in ciascuna transazione evitando che gli intermediari siano esposti al rischio di inadempienza del proprio contraente. La controparte centrale si protegge da questo rischio raccogliendo dai propri partecipanti garanzie commisurate al valore delle obbligazioni assunte.

¹² L'avvio dell'Unione monetaria europea nel 1999 ha richiesto la realizzazione del sistema TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System) composto dai sistemi di regolamento lordo dei 17 Stati membri dell'UE e della Banca Centrale Europea, tra loro collegati. Il 19 novembre 2007 è stato avviato con gradualità il sistema Target 2 che sostituisce il precedente sistema TARGET e si avvale di una piattaforma unica condivisa (Single Shared Platform, SSP) realizzata e gestita dalla Banca d'Italia, dalla Deutsche Bundesbank e dalla Banque de France a beneficio dei sistemi finanziari europei, che peraltro, sul piano operativo e giuridico, fanno riferimento alle rispettive banche centrali, sulla base di norme armonizzate.