

Terzo Rapporto sulla stabilità finanziaria - Banca d'Italia

Una sintesi operativa per i professionisti

04/06/2012

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

Dott. Gimede Gigante, Dott. Michele Conte

Prefazione

Il terzo 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. Occorre notare che dalla data di riferimento del rapporto sono intervenuti fatti nuovi che hanno sensibilmente modificato (in negativo) il contesto generale.

1. I rischi macroeconomici e i mercati internazionali

1.1. I principali rischi macroeconomici e finanziari

L'instabilità finanziaria emersa nel secondo semestre 2011 si è attenuata nel corso dei primi mesi 2012, in particolare nei Paesi più colpiti, anche se in questo ultimo periodo si sono verificate nuove tensioni. È aumentata la liquidità dei sistemi e sono diminuiti gli spread sia per gli Stati che per i sistemi bancari e, con ciò, è diminuito il timore di eventi di tipo catastrofico (in data successiva all'emissione del Rapporto, quanto avvenuto in JPMorgan nonché il riaccendersi della crisi Greca post-elezioni ha tuttavia richiamato all'attenzione degli investitori circa l'estrema vulnerabilità dei sistemi finanziari e del "sistema-euro", ritornando a far pensare a scenari di tipo catastrofe).

In questo quadro di minori incertezze (peraltro, vanificatosi) è rispuntata l'ipotesi di emissione di titoli "non garantiti" nell'area Euro (misura minore Italia e Spagna) ed è diminuita la distanza tra gli spread sovrani. I CDS sovrani e bancari sono decisamente migliorati ed è apparsa fiducia circa la sostenibilità del debito pubblico, con un'estensione della diminuzione dei rischi anche sulle scadenze più lunghe.

In Italia le misure in materia previdenziale assunte recentemente dovrebbero produrre una diminuzione di 20 punti percentuali del debito rispetto al PIL cumulativo entro il 2040, e ciò con una riduzione del rapporto deficit/Pil già nel 2013, senza misure aggiuntive anche qualora dovessero aumentare i tassi e diminuire la crescita. In ipotesi di stabilità della crescita dal 2015 il rapporto deficit/Pil, pari al 123% nel 2012, scenderebbe così al di sotto del 100% nel 2019 e per ottenere questo sarebbe sufficiente, dopo il 2015, un avanzo primario pari al 3,5%. Banca d'Italia annota che la simulazione è stata fatta con una tolleranza compresa tra +1 e -1 punti percentuali.

Altra notazione di particolare interesse riguarda la dinamica degli indicatori di stabilità finanziaria riferiti allo stesso periodo (2013 - 2015) dei paesi dell'area euro raffrontati con UK USA e Giappone. L'unico paese che proietta una riduzione di deficit/Pil dall'81,2% al 77,4 % è la Germania. Tutti gli altri sono al rialzo. In particolare: USA dal 102% al 109%, Giappone dal 229,8% al 241,1%, UK dall'85,7% al 91,4%, Portogallo dal 107,8% al 115,3%, Spagna dal 68,5% all'84,0% ed Italia dal 120,1% al 123,8%. Italia e Spagna sono, dopo il Giappone, i paesi che hanno la minore quota di debito pubblico posseduta da non residenti e questo li rende un po' meno vulnerabili. Tuttavia i rischi rimangono elevati e si diffondono velocemente anche in base a circostanze inusuali (vedi mese di aprile e maggio) e si estendono a stati, banche e CDS.

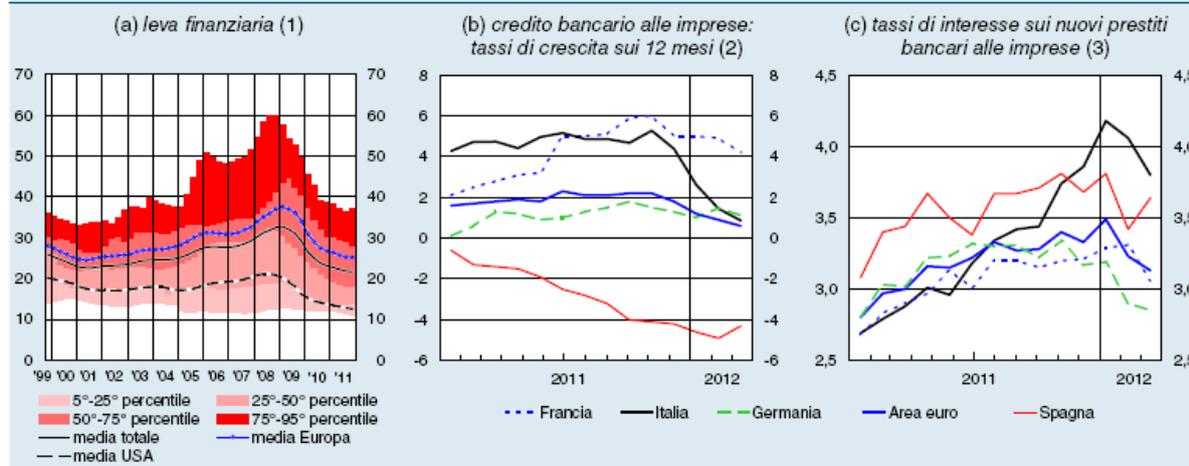
Ad offuscare le prospettive è proprio l'andamento dei conti pubblici in un contesto di economia che continua ad essere stagnante. Ciò rende gli investitori particolarmente sensibili all'evoluzione della congiuntura. Occorre tuttavia notare che la situazione delineata per l'Italia dal Fondo Monetario Internazionale è più negativa di quella delineata da Governo, Banca d'Italia e Commissione Europea. Ulteriori incertezze si devono poi considerare in merito alla Grecia e Portogallo, tuttora fonte di instabilità dei mercati. A livello globale:

- ✓ ulteriori rischi derivano da un indebolimento della crescita. Se dovesse ancora proseguire il rincaro del petrolio ciò potrebbe frenare la domanda e sospingere i prezzi dei beni di consumo ponendo un serio dilemma sulle politiche monetarie da intraprendere con margini di manovra delle banche centrali decisamente assottigliati;
- ✓ negli USA l'andamento del mercato immobiliare appare contraddittorio: a fronte di una stabilizzazione dei prezzi è ancora elevato il tasso di morosità;
- ✓ in Cina la ricomposizione della domanda a favore dei consumi privati è lenta;
- ✓ in EU continuano dubbi sulla stabilità delle banche e sulla capacità di restituzione del debito di certe economie.

Un'altra notazione interessante riguarda alcune economie, tra le quali l'Italia, che beneficiano di una sottostima delle attività estere, le quali risultano invece assai più cospicue di quanto ufficialmente risulti. L'Italia aveva nel 2010 una posizione netta negativa sull'estero pari al 24% del Pil, mentre la posizione corretta dovrebbe attestarsi tra il 16,4% ed il 18,2%. Tuttavia la posizione netta verso l'estero dei paesi oggetto di assistenza finanziaria permane altamente debitoria. Un fatto generalmente positivo è che, in genere, attualmente vi è una sovrastima globale delle passività e una sottostima delle attività verso l'estero.

Altro fattore critico è il "deleveraging" di tutto il sistema finanziario europeo dalla fine del 2008. Solo gli interventi della BCE hanno consentito di evitare un processo incontrollato con effetti depressivi dell'offerta di credito. Allo scopo pare utile una visione dei grafici qui di seguito:

Leva finanziaria delle maggiori banche internazionali e credito bancario alle imprese nell'area dell'euro



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

(1) Dati trimestrali. Rapporto tra totale dell'attivo di bilancio e patrimonio netto. Le fasce colorate con gradazioni di rosso rappresentano gli scarti tra i percentili indicati in legenda. Campione di maggiori banche internazionali (per alcune banche i dati di bilancio non sono tutti disponibili). L'insieme preso in considerazione comprende istituzioni finanziarie europee e statunitensi di grandi dimensioni che svolgono diverse tipologie di attività bancaria, anche su scala internazionale: Banco Santander, Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, ING, Intesa Sanpaolo, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS e UniCredit. - (2) Dati mensili, in valori percentuali. I prestiti sono corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. - (3) Dati mensili, in valori percentuali. I tassi di interesse si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema.

Altra nota degna di considerazione riguarda l'andamento degli spread correlato al costo della raccolta. A partire da gennaio, parallelamente alla diminuzione degli spread dei debiti sovrani, è diminuito il costo degli impieghi. Tuttavia la condizione di provvista all'ingrosso delle banche europee ostacola l'obiettivo di espandere le fonti di raccolta più stabili e di ridimensionare la dipendenza dalla Banca Centrale. A questa situazione contribuisce ulteriormente la scarsa redditività e la richiesta di incremento dei coefficienti patrimoniali voluti dalla autorità di vigilanza.

1.2 I mercati immobiliari.

In EU, salvo la Germania, i prezzi sono lievemente in calo - in misura superiore in Spagna. In Italia il settore è stazionario. Le compravendite sono a livello stazionario e prezzi stabili, non vi sono cenni di miglioramento ed, anzi, si rileva un peggioramento delle aspettative.

2. La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese

2.1. la condizione finanziaria delle famiglie

Nonostante la riduzione del valore delle attività finanziarie lorde registrata nel corso del 2011, la **ricchezza netta** complessiva delle famiglie italiane permane " ... prossima a circa otto volte il reddito disponibile, un livello elevato nel confronto internazionale" (pag. 17). Il rapporto tra **debito finanziario** delle famiglie e reddito disponibile lordo non è aumentato tra il 2010 ed il 2011 e permane decisamente più contenuto rispetto a quanto rilevato per Francia, Germania, Spagna, USA e Regno Unito. Inoltre, a fronte delle tensioni nell'offerta di credito e della minore

domanda di prestiti “... tra il 2008 e il 2010 la quota dei nuclei (famigliari, ndr) con debiti, già contenuta, è scesa ulteriormente (al 24,1 per cento, dal 26,5)”. La riduzione del numero di famiglie indebitate e l'assenza di una bolla speculativa sul mercato immobiliare spiegano il volume relativamente basso delle insolvenze dei prestiti concessi alle famiglie italiane.

La riduzione del reddito disponibile e la leggera risalita dei **tassi di interesse sui prestiti alle famiglie** potrebbe determinare nel corso di quest'anno un ulteriore innalzamento dell'onere per il servizio del debito, già lievemente aumentato nel 2011. La moratoria sui mutui (in vigore sino al prossimo giugno) e, in misura decisamente minore, il Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa (rinnovato sino al 2013) ed il Fondo di credito per i nuovi nati rappresentano utili strumenti di sostegno alla solvibilità delle famiglie. *“Per i prossimi mesi i rischi per le condizioni finanziarie delle famiglie derivano principalmente dalla debole dinamica dei redditi”* (pag. 18).

2.2. La condizione finanziaria delle imprese italiane

Erano sedici anni, e cioè dal lontano 1995, che il **rapporto tra MOL e valore aggiunto** delle imprese italiane non risultava così contenuto (33,5%). Nel corso del 2011, inoltre, **l'incidenza degli oneri finanziari sul MOL** ha nuovamente superato la soglia del 20% ed i minori flussi di autofinanziamento hanno determinato un innalzamento del **fabbisogno finanziario per investimenti fissi lordi**. A fine 2011 il **livello di indebitamento** delle imprese italiane risulta nettamente superiore a quello medio delle imprese operanti in Germania, ma ancora inferiore a quello delle imprese francesi e spagnole. La **leva finanziaria**, che già nel 2010 risultava superiore di quasi 4 p.p. al dato medio dell'area dell'euro, nel corso del 2011 si è ulteriormente innalzata di altri 3 p.p.. I **tempi medi di pagamento** si sono ulteriormente allungati da 83 ad 89 giorni ed il numero delle procedure fallimentari avviate nel 2011 è aumentato del 7,4%.

“I rischi principali per la situazione reddituale e patrimoniale delle imprese sono costituiti da possibili nuovi peggioramenti del quadro congiunturale e da una prosecuzione delle tensioni nell'offerta di finanziamenti” (pag. 19).

Il rafforzamento del Fondo di Garanzia, lo smobilizzo dei crediti vantati nei confronti della Pubblica Amministrazione e le **Nuove misure per il credito alle PMI** (per quanto più restrittive rispetto alla precedente moratoria) possono rappresentare fattori di contenimento dei citati rischi, anche alla luce del fatto che la moratoria del 2009 (il cd. Avviso comune) ha determinato l'accoglimento di 225mila domande da parte di PMI relative ad uno stock di 65 miliardi di euro di debiti verso banche.

3. IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO

3.1. VALUTAZIONE DEL MERCATO SULLE BANCHE ITALIANE

Nel quadro dei provvedimenti presi sia dalla BCE, sia dai paesi colpiti dalle tensioni finanziarie (i quali hanno contribuito ad allentare tali tensioni nell'area euro), il miglioramento per gli intermediari italiani è stato significativo, seppur fragile. Gli indicatori hanno mostrato segni di miglioramento (timori di insolvenze ridotti, valutazione delle banche nei mercati borsistici migliorate, JPoD ridotta significativamente) purtroppo ridimensionatisi tra marzo e maggio, in concomitanza con il giungere delle notizie - meno favorevoli di quelle attese - riguardo l'area euro.

3.2. CREDITO

Le imprese frenano la richiesta di prestiti a causa della fiacchezza degli investimenti e del deterioramento delle condizioni di offerta del credito (segnalato dai tassi bancari attivi al di sopra di quelli medi dell'area euro), mentre sulla domanda delle famiglie incidono l'occupazione e la debolezza del mercato immobiliare.

Si registra una contrazione degli impieghi dovuta all'instabilità nel mercato dei titoli pubblici italiani e alle conseguenti tensioni sulla liquidità delle banche. Tale contrazione, però, riguarda soprattutto le aziende più rischiose ed i primi cinque gruppi bancari: non avviene per le imprese con condizioni finanziarie più equilibrate ed intermediari minori che, anzi, presentano a riguardo tassi di crescita positivi. La dinamica dovrebbe recuperare nella parte finale del 2012, a patto che i tassi sui titoli sovrani calino e che venga confermato il miglioramento della situazione dei mercati dei capitali nei prossimi mesi.

Il peggioramento della qualità del credito alle imprese è tornato a crescere e si prevede che diminuisca per la metà del 2012, mentre dovrebbe rimanere costante per quanto riguarda le famiglie. Tuttavia, gli indici della qualità del credito particolarmente sfavorevoli riguardano soprattutto gruppi bancari di piccole dimensioni, rappresentativi del 5% dei prestiti complessivi. Il sistema bancario italiano è tra i meno esposti (sia direttamente che indirettamente) verso i debitori residenti in Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna. Al contrario, nel 2012 è aumentata l'esposizione verso il debito sovrano italiano con acquisti effettuati soprattutto dai maggiori gruppi bancari, con la prospettiva di guadagni in conto capitale a fronte della diminuzione del rischio sovrano. La prevalenza degli acquisti in BOT con durata minore o uguale ad un anno dimostra che si tratta di investimenti temporanei, prontamente smobilizzabili per far fronte agli ingenti rimborsi delle obbligazioni. Fuori dall'area euro esiste una rilevante operatività nelle economie dell'Europa centrale ed orientale le quali, nonostante le previsioni di crescita,

presentano rischi legati alla qualità del credito a fronte dei quali le due maggiori banche italiane adottano politiche prudenziali.

3.3. LA PROVISTA DELLE BANCHE, IL RISCHIO DI LIQUIDITA', IL RISCHIO DI RIFINANZIAMENTO

La raccolta bancaria si espande grazie al rifinanziamento dell'Eurosistema e all'aumento delle obbligazioni sottoscritte dalle famiglie. I depositi dei residenti risultano stabili in febbraio, in quanto il moderato aumento dei depositi delle famiglie è bilanciato dal contributo negativo delle società non finanziarie. Diminuiscono anche i depositi delle Amministrazioni Pubbliche a causa del ripristino del regime di Tesoreria unica. Accelera da dicembre il contributo dei depositi delle imprese finanziarie, in parte grazie ad operazioni di natura straordinaria, mentre quello dei depositi dei non residenti diminuisce. La restante parte della raccolta è costituita da passività sull'estero (facenti capo soprattutto a intermediari di maggiori dimensioni), le quali hanno subito in pochi mesi (estate 2011-fine 2011) una brusca discesa a causa dell'aggravarsi della crisi del debito sovrano. Tale rapidità riflette la prevalenza di prestiti con breve durata della provvista estera.

Gli intermediari italiani detengono liquidità sufficiente per ripagare le passività in scadenza e finanziare l'economia grazie ai fondi della banca centrale: tuttavia, è necessario che riattivino la raccolta all'ingrosso, recentemente scoraggiata dal riemergere delle tensioni sul debito sovrano e dal peggioramento delle condizioni sui mercati all'ingrosso.

La posizione di liquidità a breve termine è salita su posizioni superiori rispetto ai valori precedenti l'avvio della crisi finanziaria. Ciò nonostante, un rischio per la capacità di provvista deriva da possibili nuove riduzioni dei rating delle banche domestiche e delle loro emissioni.

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

L'esposizione delle banche italiane al rischio di tasso di interesse è bassa (i dati su un campione di 11 grandi banche dimostrano che la variazione del valore delle attività e delle passività data da uno spostamento parallelo di 200 punti base della struttura dei rendimenti determinerebbe un impatto molto inferiore alla soglia del 20% del patrimonio di vigilanza definita dal Comitato di Basilea) mentre la tendenza al rialzo dei rischi di mercato rilevata a fine 2011 (data dall'aumento della volatilità dei mercati) si è attenuata nei primi mesi del 2012.

3.5. IL PATRIMONIO E LA REDDITIVITA'

Il patrimonio dei 14 principali gruppi bancari si è rafforzato, soprattutto grazie ai consistenti aumenti di capitale. I piani di risposta (condivisi anche con la Vigilanza) delle quattro banche

italiane (UniCredit, Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e Unione di Banche Italiane) interessate dalla richiesta di creazione di un cuscinetto addizionale di capitale effettuata dalla European Banking Authority non implicano una significativa riduzione del credito all'economia. Infatti, UniCredit ha già effettuato un aumento di capitale sufficiente, mentre gli altri tre gruppi prevedono diverse iniziative (cessione di attività, capitalizzazione degli utili, operazioni di capital management ecc.) e l'impostazione di politiche dei dividendi e di criteri di remunerazione dei dirigenti coerenti con l'obiettivo da raggiungere.

Le prospettive per la redditività rimangono incerte: la minore pressione sul fronte della raccolta e l'aumento dei tassi attivi del 2011 che sostengono il margine di interesse potrebbero essere compensati dalla stagnazione del credito e da un deterioramento della qualità degli attivi bancari dovuti al rallentamento dell'attività produttiva.

3.6. PROCEDURE DI GESTIONE DELLA CRISI

Le 25 procedure di amministrazione straordinaria e gestione provvisoria chiuse (su 35 aperte a partire dal 2009) hanno portato per due terzi al ritorno alla gestione ordinaria e per i restanti casi alla liquidazione coatta amministrativa. Queste misure, utilizzate a fini preventivi, hanno coinvolto per lo più intermediari di piccole dimensioni (1,1% degli affidamenti creditorii) riportanti carenze degli assetti di governo e controllo interno.

Le Autorità si concentrano proprio sugli indicatori di questi squilibri ed incoraggiano la previsione di piani adeguati e l'individuazione di più qualificati organi di vertice.

3.7. IL RICORSO DELLE BANCHE ITALIANE AL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA

Le due operazioni di rifinanziamento effettuate dall'Eurosistema tra dicembre 2011 e febbraio 2012 hanno scongiurato il rischio che le difficoltà di raccolta sui mercati comportassero una significativa riduzione dell'offerta di credito. Il ricorso a queste misure è da ricondurre all'imminente rifinanziamento delle obbligazioni in scadenza e all'obiettivo di finanziare una ripresa del credito. La parte erogata alle banche italiane è cresciuta fino a fine febbraio (da 105 miliardi nel settembre 2011 a 273 miliardi) e dopo è rimasta costante.

3.8. MISURE PER L'ESPANSIONE DELLE GARANZIE NELLE OPERAZIONI DELL'EUROSISTEMA

Consistono in un provvedimento emanato dal Governo italiano ed in un altro emanato dal Consiglio direttivo della BCE. Il primo (DL 6/12/2011 n. 201) prevede che entro giugno 2012 il

Ministero dell'Economia e delle finanze possa concedere la garanzia dello stato su passività bancarie di nuova emissione, dietro pagamento di una commissione apposita per ciascun emittente, di cui la Banca d'Italia verifica l'adeguatezza patrimoniale e la capacità di far fronte agli obblighi assunti.

Il secondo provvedimento consiste nelle autorizzazioni concesse alle banche nazionali centrali ad accettare in garanzia, temporaneamente, prestiti bancari in bonis con requisiti diversi da quelli normalmente previsti (ad esempio probabilità di default pari a 1,5% invece che allo 0,4%). Tuttavia la Banca d'Italia ha stabilito che dal febbraio 2012 possono essere inseriti nelle garanzie prestiti con probabilità di default non superiore all'1%, in una logica di contenimento dei rischi per la banca centrale. Alle fonti di valutazione ordinarie del merito di credito (rating esterni, sistemi di rating interni delle banche) si aggiungerà temporaneamente anche quella offerta dalla Banca d'Italia.

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

4.1. Il mercato della liquidità

Ad inizio 2012 si è registrato un aumento (miglioramento) della liquidità dei mercati italiani e un riallineamento dei tassi di interesse a quelli europei. Tuttavia, la riduzione di liquidità verificatasi nel mese di aprile dimostra che non si può ritenere che il mercato abbia raggiunto un'adeguata solidità. Tale situazione ha indotto gli operatori a preferire, ancora una volta, i contratti assistiti da garanzie (sia nel segmento *general collateral* che nel segmento *special repo*¹) con conseguente riduzione delle transazioni non collateralizzate e delle operazioni interbancarie *over-the-counter*² a un giorno.

Si osserva, inoltre, che già nel novembre 2011 il segmento *general collateral* ha subito un aumento dei margini³ sui titoli pubblici italiani, determinato da una decisione assunta dalla controparte centrale francese LCH Clearnet SA. Tale comportamento ha indotto la CCG (Cassa di Compensazione e Garanzia) ad adottare una soluzione analoga, con la conseguenza di un'ulteriore dilatazione del differenziale *BTP-Bund* associata a tensioni di liquidità per i partecipanti al sistema di garanzia. Detti margini, successivamente, sono stati ridotti leggermente ed è stato avviato un tentativo, sollecitato dalle autorità di vigilanza, volto ad

¹ Si tratta di due tipi di contratti: il primo (*general collateral*), per il quale non viene indicato il titolo sottostante, ha come finalità la concessione di un finanziamento garantito da titoli, che permette di ridurre i rischi di controparte; il secondo tipo (*special repo*), che presenta di norma tassi di interesse più bassi del primo, ha come obiettivo principale il prestito di un titolo specifico.

² 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.

³ Incremento di 500 punti base sulla scadenza 7-10 anni.

individuare una soluzione condivisa idonea a garantire un graduale e meno prociclico⁴ impatto di variazioni dei margini sui titoli di Stato.

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

Nei primi mesi del 2012 si è registrato un aumento del rifinanziamento erogato dall'Eurosistema⁵ alle banche italiane, dovuto alla necessità di rifinanziare le obbligazioni in scadenza, a motivi precauzionali e al tentativo di favorire la crescita nei mesi successivi. Detto rifinanziamento è stato attuato dall'Eurosistema attraverso due operazioni con durata triennale LTRO (*Longer-Term Refinancing Operation*).

Si è registrato, inoltre, un ampliamento del valore delle garanzie stanziato presso la Banca d'Italia (*collateral pool*⁶) tant'è che alla fine di marzo il valore complessivo del *pool* al netto degli scarti di garanzia (*haircuts*⁷) era di 363 miliardi di euro, dei quali 272 impegnati nelle operazioni di rifinanziamento e 91 liberi e prontamente utilizzabili (margine disponibile)⁸. Tuttavia, nello stesso periodo, le banche italiane detenevano anche, al di fuori del *pool*, titoli stanziabili e liberi da vincoli per un valore pari a 111 miliardi di euro, al netto degli *haircuts*.

4.3. Il mercato dei titoli di stato

Il collocamento dei titoli di Stato italiani, nei primi mesi di quest'anno, ha mostrato un miglioramento associato ad un incremento della liquidità del mercato secondario⁹ degli stessi (MTS - Mercato Titoli di Stato - a pronti) e ad una riduzione significativa del costo medio di emissione dovuta al calo dei premi per il rischio.

In particolare, gli investitori esteri, pur continuando ad effettuare disinvestimenti netti di titoli a medio e a lungo termine, hanno iniziato a spostare le loro preferenze verso quelli con scadenza inferiore all'anno e per importi netti considerevoli. Tuttavia, nonostante il ribilanciamento dell'offerta verso le scadenze a breve e a medio termine, la vita residua del debito pubblico italiano è rimasta invariata e, pertanto, continua ad essere, con quella del debito francese, la più elevata tra quelle dei principali emittenti sovrani dell'area dell'euro.

⁴ "Prociclicità": consiste nel timore che il nuovo sistema di requisiti patrimoniali relativi al rischio di credito, fondati sui sistemi di *rating* interni delle banche, possa accentuare le fluttuazioni del ciclo economico aggravando in particolare le fasi recessive. In altre parole, quando il sistema economico attraversa una fase recessiva, le condizioni economico-finanziarie delle imprese tendono ulteriormente a deteriorarsi.

⁵ L'Eurosistema è il sistema di banche centrali dell'area dell'euro responsabile dell'attuazione della politica monetaria unica. Esso comprende la Banca Centrale Europea (BCE) e le banche centrali nazionali (BCN) dei Paesi dell'Unione europea che hanno adottato l'euro.

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.

⁸ L'ammontare delle attività stanziabili dalle controparti italiane di politica monetaria è aumentato a seguito della previsione da parte del Governo italiano della possibilità per il Ministero dell'Economia e delle Finanze di concedere la garanzia dello Stato su passività bancarie di nuova emissione a fronte del pagamento di una commissione commisurata alle caratteristiche di ciascun emittente (D.L. del 6 dicembre 2011, n. 201) e all'estensione dei criteri di stanziabilità operata dal Consiglio direttivo della BCE.

⁹ Il mercato secondario, a differenza del mercato primario nel quale vengono offerti i titoli di nuova emissione, è un mercato nel quale vengono scambiati titoli già in circolazione.

Si evidenzia, inoltre, che il Ministero del Tesoro ha già effettuato circa il 40% delle emissioni previste per il 2012 e per i prossimi mesi, fatta eccezione per il mese di dicembre, si prevede una notevole riduzione dell'ammontare dei titoli in scadenza.

4.4. Il mercato dei credit default swap

L'esposizione degli intermediari italiani su CDS¹⁰ continua ad essere trascurabile relativamente sia ai titoli domestici, sia ai titoli di stato di Grecia, Spagna, Irlanda e Portogallo.

Alla fine di marzo, infatti, l'esposizione netta su CDS su titoli italiani non superava per nessuna banca lo 0,04% delle attività complessive (0,05% su titoli di Spagna, Irlanda e Portogallo). Nel mese di marzo di quest'anno, peraltro, è stato stipulato l'accordo di ristrutturazione del debito della Grecia che ha comportato l'esercizio dei CDS sui titoli di Stato ellenici con la conseguenza, per l'insieme degli intermediari italiani, di un esborso stimabile in circa 300 milioni di dollari.

¹⁰ I credit default SWAP (CDS) costituiscono una delle tipologie più diffuse di contratti derivati su crediti, i quali hanno la funzione di trasferire il rischio di credito relativo a una determinata attività finanziaria sottostante (*reference obligation*) da un soggetto che intende acquisire copertura dal suddetto rischio (*protection buyer*) a un soggetto che intende prestarla (*protection seller*). In particolare, nei CDS il *protection seller*, a fronte di un premio periodico, si impegna ad effettuare un pagamento finale al *protection buyer* in caso di inadempienza da parte del soggetto cui fa capo la *reference obligation*