



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Rapporto sulla stabilità finanziaria

aprile 2012

numero

3



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Rapporto sulla stabilità finanziaria**

**Numero 3 Aprile 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](http://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**

Fabio Panetta (coordinamento), Paolo Angelini, Martina Bignami, Pietro Catte, Pietro Franchini, Andrea Generale, Raffaella Giordano, Giorgio Gobbi, Giuseppe Grande, Claudio Impenna, Sergio Nicoletti Altimari, Giandomenico Scarpelli

#### **Alla redazione hanno contribuito**

Ugo Albertazzi, Antonella Aleandri, Gianluca Aloia, Luca Arciero, Laura Bartiloro, Marcello Bofondi, Francesco Calise, Francesco Caprioli, Valerio Caruso, Patrizia Ceccacci, Laura Cerami, Francesco Ciarniello, Emidio Cocozza, Wanda Cornacchia, Alessio De Vincenzo, Giuseppe Della Corte, Antonio Di Cesare, Giovanni di Iasio, Fabrizio Fabi, Antonella Foglia, Carlo Gola, Giovanni Guazzarotti, Giancarlo Mazzoni, Stefano Nobili, Alberto Panicucci, Valeria Pellegrini, Giovanni Pepe, Federico Pierobon, Mario Pietrunti, Anna Rendina, Marco Rocco, Luigi Russo, Laura Santuz, Marco Savegnago, Federico Maria Signoretti, Enrico Tosti, Francesco Zollino

#### **Aspetti editoriali e grafici**

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano, Valentina Memoli, Rita Tosi, 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

Aggiornato con i dati disponibili al 20 aprile 2012, salvo diversa indicazione

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

# INDICE

SINTESI	5
<b>1</b> I RISCHI MACROECONOMICI E I MERCATI INTERNAZIONALI	7
1.1 I principali rischi macroeconomici e finanziari	7
1.2 I mercati immobiliari	14
<b>2</b> LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE	17
2.1 Le famiglie	17
2.2 Le imprese	18
<b>3</b> IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO	21
3.1 La valutazione del mercato sulle banche italiane	21
3.2 Il credito	22
3.3 La provvista delle banche, il rischio di liquidità, il rischio di rifinanziamento	29
3.4 Il rischio di tasso di interesse e il rischio di mercato	33
3.5 Il patrimonio e la redditività	34
3.6 Le procedure di gestione delle crisi	35
3.7 Le assicurazioni	36
3.8 Gli <i>exchange-traded funds</i> in Italia	37
<b>4</b> I MERCATI, IL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA E LE INFRASTRUTTURE DI PAGAMENTO	39
4.1 Il mercato della liquidità	39
4.2 Il ricorso delle banche italiane al rifinanziamento presso l'Eurosistema	41
4.3 Il mercato dei titoli di Stato	44
4.4 Il mercato dei credit default swap	45

---

## INDICE DEI RIQUADRI

La dinamica del debito pubblico dell'Italia	8
La posizione netta verso l'estero di alcuni paesi dell'area dell'euro	11
Le moratorie dei debiti delle imprese: rischi di <i>forbearance</i> ?	20
Il recente andamento dei depositi dei residenti	29
La raccolta sull'estero delle banche italiane	30
L'iniziativa di LCH.Clearnet SA	40
Le misure per l'espansione delle garanzie nelle operazioni dell'Eurosistema	43

---

---

## AVVERTENZE

---

### **A partire da questo numero il *Rapporto sulla stabilità finanziaria della Banca d'Italia* assume cadenza semestrale**

---

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

### **I rischi per la stabilità finanziaria si sono attenuati...**

*La massiccia immissione di liquidità da parte della Banca centrale europea (BCE) e le misure attuate dai governi per contrastare la crisi nell'area dell'euro hanno interrotto la spirale negativa tra aumento dei rischi sovrani, difficoltà del sistema bancario e peggioramento congiunturale, che nell'ultima parte del 2011 tendeva ad assumere carattere sistemico.*

**...ma non sono svaniti** *Le tensioni sono riemerse in aprile, segnalando l'esistenza di rischi tuttora elevati. A offuscare le prospettive economiche e finanziarie nei paesi avanzati contribuiscono i timori sui conti pubblici e sull'intensità della crescita globale. Il recente accordo per ampliare la capacità di intervento dei meccanismi intergovernativi di sostegno alle economie dell'area dell'euro in difficoltà ha mitigato ma non ha fugato le inquietudini degli investitori.*

*Nell'area dell'euro le turbolenze sui mercati riaffiorano, con rapidità, non appena si diffondono dubbi sull'efficacia degli interventi volti a risanare le finanze pubbliche e a stimolare la crescita. Le preoccupazioni circa la profondità e la durata della fase recessiva sono acuite dai timori sulla capacità di erogare credito e sulla solidità delle banche, che stanno tuttavia rafforzando il patrimonio.*

### **L'Italia ha fatto rilevanti progressi sul fronte delle finanze pubbliche...**

*In Italia le misure di consolidamento fiscale attuate dalla metà del 2011, gli interventi in materia previdenziale e i progressi nelle riforme volte a elevare il potenziale di crescita dell'economia hanno consentito di riguadagnare fiducia sulla sostenibilità dei conti pubblici. Il miglioramento registrato sul mercato del debito sovrano è significativo, anche se è stato in parte ridimensionato dalle tensioni delle scorse settimane, nate al di fuori dell'Italia. Nostre simulazioni, che ipotizzano la piena efficacia degli interventi governativi, mostrano che il rapporto debito/PIL comincerebbe a ridursi già nel 2013 anche qualora il costo del debito aumentasse e la crescita risultasse inferiore alle attese.*

### **...ma risente del contagio e della recessione**

*Il differenziale di rendimento tra i titoli italiani e tedeschi rimane tuttavia elevato; continua a risentire dei fattori speculativi che hanno spinto i tassi in Germania su valori eccezionalmente bassi.*

*Nell'attuale fase di debolezza congiunturale e di volatilità dei mercati è essenziale proseguire, con rapidità e coerenza, nel vasto programma di riforme strutturali in grado di influire sulle aspettative di reddito futuro, senza le quali sarebbe più difficile rafforzare il consolidamento dei conti pubblici e cogliere le opportunità della ripresa globale.*

### **L'indebitamento di famiglie e imprese italiane è contenuto**

*In Italia le condizioni finanziarie del settore privato rimangono nel complesso equilibrate. Famiglie e imprese risentono però della recessione in atto e delle tensioni nell'offerta di prestiti. Ad arginare le difficoltà contribuiscono le misure introdotte negli ultimi due anni dal Governo in favore di famiglie e imprese indebitate e gli accordi tra le associazioni di categoria di banche, imprese e consumatori. Una quota elevata delle imprese che hanno beneficiato della moratoria sui mutui è successivamente tornata a effettuare rimborsi con regolarità.*

### **Le tensioni nelle condizioni di offerta di credito si stanno attenuando...**

*La contrazione dei prestiti bancari registrata nello scorcio del 2011 ha riflesso i vincoli all'offerta di credito provocati, in quella fase, dall'instabilità del mercato dei titoli pubblici: le tensioni sul fronte della liquidità delle banche che ne sono derivate hanno spinto gli intermediari a irrigidire le politiche di impiego, accentuando la decelerazione del credito dovuta al calo della domanda da parte di famiglie e imprese. La dinamica dei prestiti è condizionata anche dal peggioramento della qualità del credito.*

*In base a segnali recenti, le tensioni nelle condizioni di offerta di credito si starebbero attenuando: i tassi sulle erogazioni alle imprese sono tor-*

nati a scendere; l'indagine trimestrale sul credito bancario in Italia (Bank Lending Survey) segnala per i primi mesi del 2012 un miglioramento dei criteri di concessione dei prestiti.

**...riflettendo la riduzione del rischio di finanziamento delle banche...**

Questa evoluzione riflette il calo del rischio sovrano nel primo trimestre del 2012 e soprattutto l'intervento dell'Eurosistema, che ha fortemente ridotto i rischi di finanziamento delle banche nel medio termine. Gli intermediari italiani dispongono ora di risorse liquide per fronteggiare passività in scadenza e per finanziare l'economia; la dotazione di collaterale è anch'essa assai ampia. Nell'ambito dei sondaggi condotti dalla Banca d'Italia, le maggiori banche italiane hanno manifestato l'intenzione di impiegare parte dei fondi ottenuti dalla BCE per riavviare il credito a famiglie e imprese.

I miglioramenti delle condizioni di offerta potranno riflettersi, con gli usuali ritardi, sulla dinamica effettiva dei prestiti. Il cammino verso la normalizzazione dipenderà dalle condizioni del mercato dei titoli sovrani, dalla funzionalità del mercato internazionale dei capitali, dalla evoluzione congiunturale. Nostre stime indicano che la dinamica del credito dovrebbe risollevarsi nella parte finale del 2012. Il flusso di sofferenze in rapporto ai prestiti tornerebbe a ridursi nella seconda metà del 2012.

**...ma è necessario riattivare i mercati della raccolta all'ingrosso**

I finanziamenti della banca centrale non possono tuttavia rappresentare una fonte di provvista permanente. È essenziale che le banche mantengano l'accesso ai mercati internazionali della raccolta all'ingrosso. I segnali positivi di ripresa delle emissioni emersi nei primi mesi dell'anno si sono affievoliti con il riaccendersi delle tensioni sul debito sovrano.

**L'esposizione verso i paesi in difficoltà è bassa, quella verso il debito sovrano italiano è aumentata**

Il sistema bancario italiano è tra i meno esposti verso i paesi dell'area dell'euro in difficoltà, sia direttamente sia indirettamente (attraverso posizioni creditorie verso banche estere a loro volta esposte verso quei paesi).

Nei primi due mesi di quest'anno le banche italiane hanno ripreso ad acquistare titoli pubblici

italiani, dopo la pausa registrata nello scorcio del 2011. Quasi il 60 per cento degli acquisti ha fatto capo a banche piccole e medie, che hanno ottenuto una quota molto bassa dei finanziamenti a medio termine erogati dalla BCE.

**È essenziale proseguire nel rafforzamento del patrimonio senza restringere il credito all'economia...**

Il patrimonio dei principali gruppi italiani è ulteriormente cresciuto: il core tier 1 ratio è salito al 9,3 per cento. Il rafforzamento patrimoniale sta proseguendo nell'ambito dell'iniziativa della European Banking Authority, tenendo conto dell'esigenza di non limitare il credito all'economia.

**...e sostenere la redditività**

Le prospettive della redditività bancaria rimangono incerte. Essa trova parziale sostegno nelle più distese condizioni di raccolta; il rallentamento produttivo, se protratto, potrebbe tuttavia frenare gli impieghi e prolungare il deterioramento della qualità degli attivi. Oltre il breve termine, le banche devono proseguire l'azione volta a conseguire ulteriori, rilevanti guadagni di efficienza.

**Il mercato dei titoli di Stato ha mantenuto funzionalità**

Il collocamento dei titoli di Stato si è svolto con regolarità anche nel difficile contesto di fine 2011. Nel periodo gennaio-aprile 2012 il costo medio delle emissioni si è ridotto significativamente rispetto al trimestre precedente, per effetto del calo del premio per il rischio e del riequilibrio delle emissioni verso le scadenze a breve e a medio termine; la vita residua del debito (6,8 anni) rimane peraltro una delle più elevate tra i paesi dell'area dell'euro.

Alla metà di aprile era già stato effettuato il 40 per cento delle emissioni totali di titoli pubblici previste per l'intero 2012. La liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato è migliorata: i differenziali denaro-lettera si sono dimezzati rispetto ai livelli record registrati alla fine del 2011; le proposte di negoziazione sono tornate ad ampliarsi. Nella parte iniziale del 2012 i non residenti hanno continuato a effettuare disinvestimenti netti; essi hanno però ripreso, per la prima volta dopo diversi mesi, ad acquistare importi netti non trascurabili di titoli a breve termine.

# 1 I RISCHI MACROECONOMICI E I MERCATI INTERNAZIONALI

## 1.1 I PRINCIPALI RISCHI MACROECONOMICI E FINANZIARI

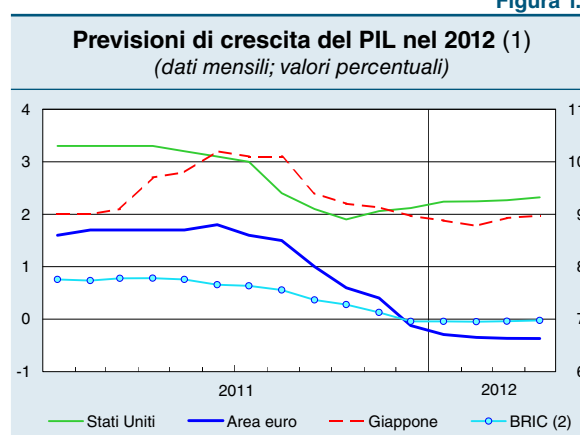
**I rischi per la stabilità finanziaria si sono attenuati...** L'instabilità finanziaria emersa nell'estate e rafforzatasi nell'autunno del 2011 si è attenuata nei primi mesi di quest'anno, riflettendo soprattutto i progressi conseguiti nella gestione della crisi nell'area dell'euro. Le prospettive di crescita dell'economia globale si sono via via stabilizzate (fig. 1.1), confinando le attese di recessione ai paesi più colpiti dalla crisi del debito (cfr. *Bollettino economico*, n. 68, 2012). Nuove tensioni sono affiorate in aprile.

**...grazie alle misure di politica monetaria...** Nell'area dell'euro, nel periodo a cavallo tra il 2011 e il 2012 la massiccia immissione di liquidità a medio termine e l'ampliamento della gamma delle attività stanziabili a garanzia attuati dalla Banca centrale europea (BCE) hanno interrotto la spirale negativa tra aumento dei rischi sovrani, difficoltà di finanziamento delle banche e peggioramento congiunturale, che tendeva ad assumere carattere sistemico. Si è fortemente ridotto, su un orizzonte di medio termine, il rischio di finanziamento degli intermediari dell'area, soprattutto quelli delle economie più colpite dalla crisi del debito. I premi per il rischio sulla raccolta bancaria sono diminuiti. Nei primi mesi del 2012 le banche dei paesi vulnerabili (quali Italia e Spagna) sono tornate a emettere sui mercati internazionali obbligazioni non garantite a medio termine (fig. 1.2.a; cfr. il par. 3.3). In base agli indicatori di mercato, si sono sopiti i timori di eventi catastrofici (fig. 1.2.b).

**...e ai progressi delle politiche nell'area dell'euro...** Un ulteriore contributo al miglioramento del clima nei mercati è venuto dal raggiungimento, in sede europea, di un accordo volto a rafforzare la cooperazione in materia di bilancio (*fiscal compact*). Nel contempo, i paesi colpiti da tensioni hanno adottato manovre di correzione degli squilibri fiscali. Questi interventi e le misure della BCE hanno ridimensionato i tassi sui titoli pubblici e i differenziali rispetto alla Germania (con l'eccezione della Spagna, che ha subito un aumento dei differenziali sulle scadenze più lunghe; fig. 1.2.c); hanno ridotto la dipendenza tra i premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro (fig. 1.2.d). I timori di un default incontrollato della Grecia si sono diradati in seguito all'accordo raggiunto in marzo. Gli spread sui titoli sovrani sono nuovamente aumentati in aprile, in parte per effetto del calo dei tassi sui Bund tedeschi su livelli eccezionalmente bassi.

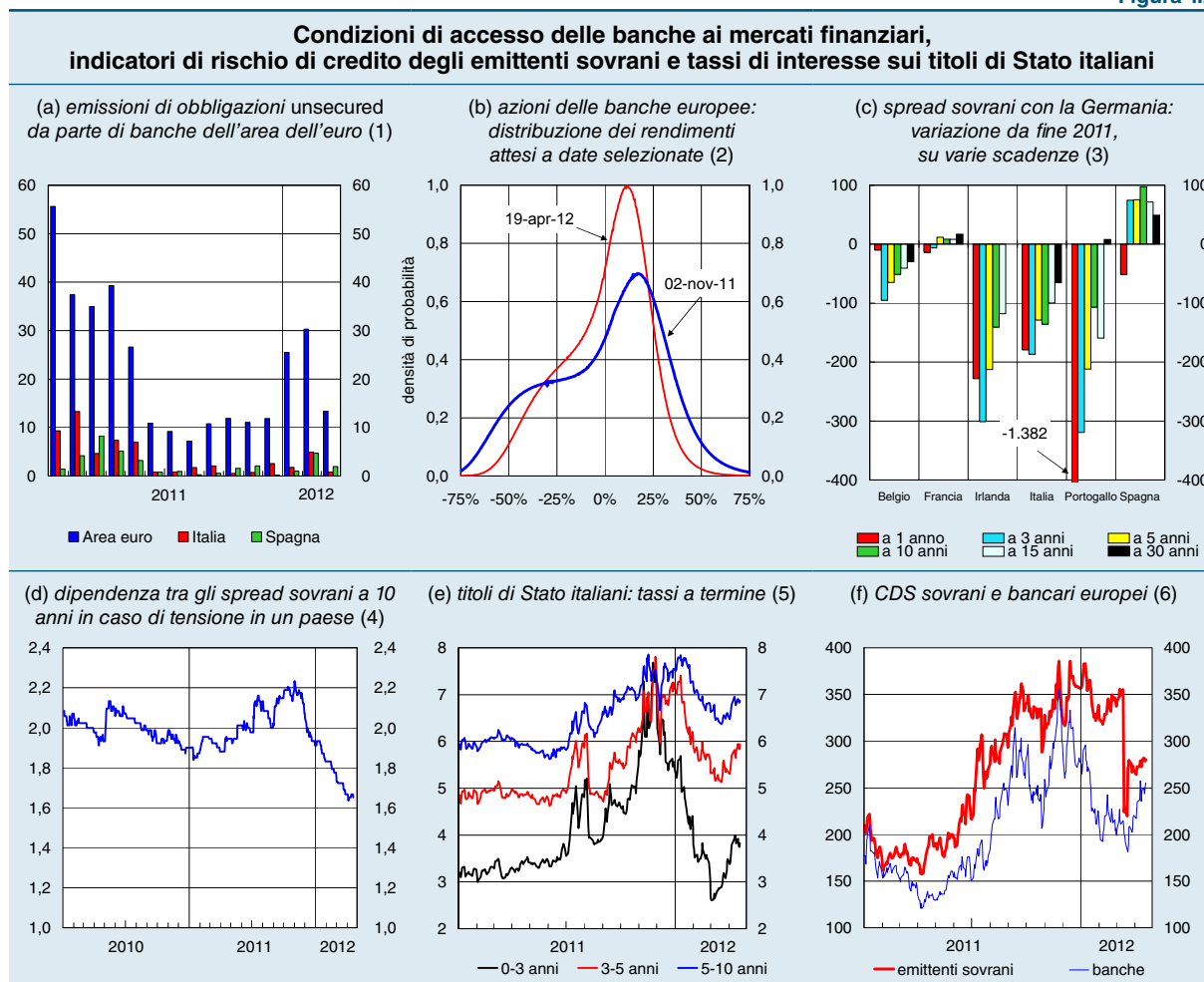
**...in particolare in Italia** In Italia le misure di consolidamento fiscale varate nella seconda metà del 2011, gli interventi in materia previdenziale e i progressi nelle riforme volte a elevare il

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 e Thomson Reuters Datastream.

(1) Dati mensili, in miliardi di euro. Obbligazioni prive di collaterale o garanzia pubblica. – (2) Valori percentuali. Distribuzioni di probabilità dei rendimenti attesi a 30 giorni (per un operatore neutrale al rischio), stimate sulla base dei prezzi delle opzioni sull'indice delle azioni bancarie Stoxx Europe 600 Banks. – (3) Variazioni dei differenziali di interesse con la Germania tra la fine del 2011 e il 19 aprile 2012, in punti base. Per l'Irlanda il dato relativo alla scadenza a 30 anni non è disponibile. – (4) Numero di paesi, su 7 considerati. L'indicatore si basa sugli spread 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 dello spread superiore al 95° percentile della sua distribuzione (stimata sui 2 anni precedenti) qualora un rialzo dello spread di quella entità avvenisse in almeno uno dei paesi considerati. – (5) 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. – (6) 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 della Grecia dal paniere.

potenziale di crescita dell'economia hanno consentito di riguadagnare la fiducia degli investitori nella sostenibilità del debito pubblico (cfr. il riquadro: *La dinamica del debito pubblico dell'Italia*). Il miglioramento registrato sul mercato dei titoli di Stato è risultato pronunciato ed è stato solo in parte ridimensionato dalle tensioni emerse in aprile, nate fuori dal nostro paese. Con il recupero di credibilità, il calo dei rendimenti – inizialmente limitato alle scadenze più vicine – si è progressivamente esteso agli orizzonti più lontani (fig. 1.2.e; cfr. il capitolo 4).

### LA DINAMICA DEL DEBITO PUBBLICO DELL'ITALIA

Dalla metà del 2011 in Italia sono state varate tre manovre correttive dei conti pubblici con effetti strutturali crescenti nel triennio 2012-14 e pari nel 2014 a circa 80 miliardi di euro (il 4,8 per cento

del PIL). Le misure in materia previdenziale avranno effetti crescenti anche negli anni successivi: secondo stime del Ministero dell'Economia e delle finanze, la sola riforma di dicembre 2011 ridurrà, rispetto alle tendenze precedenti, la spesa pensionistica in rapporto al PIL di circa 20 punti percentuali cumulativamente fino al 2040.

Un esercizio contabile basato su nostre simulazioni, che ipotizza la piena efficacia degli interventi, mostra che il rapporto debito/PIL comincerebbe a ridursi già nel 2013, senza misure aggiuntive, anche qualora i tassi all'emissione dovessero aumentare rispetto ai livelli attuali e la crescita risultasse inferiore alle attese (figura). Successivamente, il conseguimento

del pareggio di bilancio richiesto dalle nuove regole europee (1), che presuppone avanzi primari crescenti nei prossimi anni, accentuerebbe la flessione del rapporto debito/PIL.

Lo scenario di base qui utilizzato incorpora fino al 2015 le stime del Governo sulla crescita economica, sull'onere medio del debito e sull' avanzo primario (2). Per gli anni successivi si ipotizza il mantenimento del pareggio di bilancio in un contesto in cui il costo medio del debito e la crescita del prodotto rimarrebbero costanti ai livelli del 2015. In questo scenario il rapporto debito/PIL (circa il 123 per cento nel 2012) scenderebbe al 121 nel 2013 e al di sotto del 100 nel 2019. A fronte di questa dinamica del debito, l'avanzo primario necessario a mantenere il pareggio di bilancio raggiungerebbe il 5,7 per cento del PIL nel 2015 per poi diminuire nel decennio in corso al 5 per cento del PIL e nel successivo al 3,5, un valore in linea con quello medio nei quindici anni precedenti la crisi e inferiore di quasi due punti a quello conseguito nella seconda metà degli anni novanta.

Per valutare come questi andamenti sarebbero influenzati da variazioni della crescita economica e del costo del debito, si sono esaminati due scenari alternativi (3). Nel primo (scenario A) si è ipotizzato che dal 2012 i rendimenti all'emissione siano più bassi di un punto percentuale rispetto allo scenario di base e che la crescita economica sia più elevata di 0,5 punti percentuali, fino a raggiungere l'1,7 per cento dal 2015 (anche per effetto delle riforme strutturali). In un secondo scenario (scenario B), si sono invece ipotizzati andamenti sfavorevoli per entrambe le variabili, assumendo che i rendimenti aumentino di un punto rispetto al quadro di base e che la crescita sia inferiore di 0,5 punti percentuali, portandosi

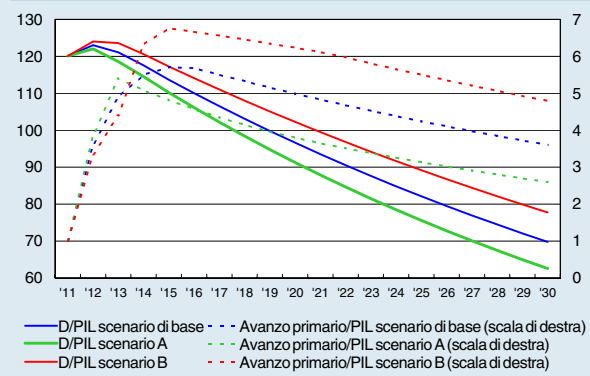
(1) Per l'Italia il pareggio di bilancio garantirebbe, per un'ampia gamma di ipotesi sulla crescita, il rispetto della regola sul debito (introdotta nell'ambito del cosiddetto *six-pack*) che richiede ai paesi con rapporto debito/PIL superiore al 60 per cento una correzione media annua, calcolata su un arco di tre anni, pari a un ventesimo dello scostamento tra il livello osservato e quello di riferimento.

(2) Cfr. *Documento di economia e finanza 2012*. La crescita dell'economia, negativa nel 2012 (-1,2 per cento), si porterebbe allo 0,5 nel 2013, all'1,0 per cento nel 2014 e all'1,2 nel 2015. Il costo medio del debito aumenterebbe gradualmente dal 4,4 per cento nel 2012 al 5 nel 2015 (il tasso sui titoli trimestrali aumenterebbe dall'1,0 per cento nel 2012 al 4,9 nel 2015, quello sui decennali dal 5,4 al 6,2). L'avanzo primario, crescente dal 3,6 per cento nel 2012 al 5,7 per cento nel 2015, garantirebbe una riduzione dell'indebitamento netto all'1,7 per cento nel 2012 e allo 0,5 nel 2013 e un sostanziale pareggio di bilancio sia nel 2014 sia nel 2015. Queste stime differiscono da quelle dell'FMI (cfr. tav. 1.1) principalmente a causa delle diverse previsioni di crescita del prodotto (-1,9 e -0,3 per cento rispettivamente nel 2012 e nel 2013 nelle stime del Fondo).

(3) Data l'attuale vita media residua del debito pubblico italiano, in entrambi gli esercizi si assume che un aumento (calo) di un punto percentuale dei tassi di mercato accresca (riduca) l'onere medio del debito di 0,2 punti nel primo anno, 0,3 nel secondo, 0,4 nel terzo; il completo allineamento dell'onere del debito al nuovo livello dei tassi avverrebbe in circa dieci anni. Si assume inoltre, per il calcolo dell'avanzo primario nel 2012 e 2013, che un incremento (calo) di un punto percentuale della crescita aumenti (riduca) l'avanzo primario di 0,5 punti di PIL.

Figura

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



dal 2015 allo 0,7 per cento (4). Nel primo scenario il rapporto debito/PIL scenderebbe al 90 per cento nel 2020 e a circa il 60 nel 2030; l'avanzo primario necessario per garantire il pareggio di bilancio si ridurrebbe a meno del 4 per cento nel 2020 e a circa il 2,5 nel 2030. Nel secondo scenario il rapporto debito/PIL continuerebbe a scendere ma più lentamente, portandosi sotto l'80 per cento nel 2030; l'avanzo primario rimarrebbe superiore al 6 per cento fino al 2021 per poi diminuire al 4,8 nel 2030.

(4) Lo scenario B incorpora quindi un'ipotesi di crescita del prodotto per gli anni 2012 e 2013 (-1,7 e 0,0, rispettivamente) molto simile a quella prevista dall'FMI, ma inferiore di 0,5 punti percentuali nel medio periodo (0,7 per cento contro 1,2 dell'FMI).

Tavola 1.1

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

	Disavanzo pubblico (1)			Avanzo primario (1)			Debito pubblico (1)			
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	
Italia	3,9	2,4	1,5	1,0	3,0	4,0	120,1	123,4	123,8	
Germania	1,0	0,8	0,6	1,6	1,0	1,3	81,2	78,9	77,4	
Francia	5,2	4,6	3,9	-2,6	-2,2	-1,5	85,8	89,0	90,8	
Spagna	8,5	6,0	5,7	-6,1	-3,6	-3,0	68,5	79,0	84,0	
Grecia	9,1	7,2	4,6	-2,2	-1,0	1,8	165,3	153,2	160,9	
Portogallo	4,2	4,5	3,0	-0,4	0,1	1,5	107,8	112,4	115,3	
Irlanda	13,1	8,5	7,4	-9,7	-4,4	-1,8	108,2	113,1	117,7	
Area euro	4,1	3,2	2,7	-1,1	-0,5	0,1	87,2	90,0	91,0	
Regno Unito	8,3	8,0	6,6	-5,1	-5,3	-4,0	85,7	88,4	91,4	
Stati Uniti	9,6	8,1	6,3	-7,3	-6,1	-4,4	102,9	106,6	110,2	
Giappone	10,1	10,0	8,7	-9,1	-8,9	-7,5	229,8	235,8	241,1	
	Caratteristiche del debito pubblico (2)			Indicatori di sostenibilità			Debito privato al 3° trim. 2011 (6)		Statistiche verso l'estero al 3° trim. 2011	
	Quota in scadenza più residua dei disavanzi nel 2012	Vita media residua dei titoli di Stato nel 2012 (anni)	Quota detenuta da non residenti nel 2011 (in percentuale del debito)	Indicatore S2 (3)	Indice di vulnerabilità (4)	Indicatore FMI (5)	Famiglie	Imprese non finanziarie	Saldo di conto corrente (7)	Posizione netta sull'estero (8)
Italia	28,7	6,9	43,7	2,3	0,41	3,4	45,4	82,0	-3,6	-23,3
Germania	8,9	6,3	51,6	5,0	0,18	2,3	60,2	69,8	6,0	35,6
Francia	18,2	7,0	59,0	5,5	0,32	6,6	56,0	105,8	-2,4	-11,1
Spagna	20,9	5,9	42,6	12,0	0,52	10,0	82,2	135,9	-3,8	-91,9
Grecia	....	10,4	58,4	....	0,60	10,7	61,2	66,4	-9,9	-92,2
Portogallo	26,7	5,6	50,6	....	0,61	8,1	92,8	154,3	-7,9	-102,7
Irlanda	15,3	6,4	59,1	15,2	0,48	12,2	119,6	168,8	0,6	-95,3
Area euro	....	....	....	6,4	....	....	65,8	102,0	-0,2	-13,1
Regno Unito	14,8	14,2	27,3	9,6	0,41	11,3	97,6	105,4	-2,3	-11,1
Stati Uniti	25,8	5,1	28,7	....	....	17,6	88,3	76,9	-3,1	-17,0
Giappone	59,1	5,9	6,6	....	....	18,9	66,7	99,8	2,6	52,5

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

(1) I dati a consuntivo 2011 per i paesi europei sono tratti da Eurostat, *Newsrelease euroindicators*, 23 aprile 2012. I dati a consuntivo 2011 per i paesi extra-europei e le previsioni 2012 e 2013 per tutti i paesi sono tratti da FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2012, al fine di garantire la confrontabilità internazionale. Le previsioni dell'FMI per l'Italia differiscono dalle stime ufficiali del Governo (cfr. il riquadro: *La dinamica del debito pubblico dell'Italia*). – (2) Dati tratti da FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2012. – (3) Aumento del rapporto avanzo primario/PIL (rispetto al valore del 2010) 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 2011, che riportano aggiornamenti dei valori presentati nel *Sustainability Report 2009*. – (4) Indice costruito sulla base di un ampio insieme di variabili fiscali e macrofinanziarie: un valore superiore a quello soglia (stimato, sulla base di episodi passati, pari a 0,51) segnala la possibilità di una crisi fiscale; stime provvisorie della Commissione europea, *Public finances in EMU 2011*. – (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. – (6) Prestiti e titoli. Per l'Irlanda, dati al 2° trimestre 2011. – (7) Periodo dal 4° trimestre 2010 al 3° trimestre 2011. – (8) Per gli Stati Uniti, dati a fine 2010.

**I rischi restano tuttora significativi...** Nonostante i progressi conseguiti, i rischi per il sistema finanziario globale sono significativi e riaffiorano con rapidità non appena si diffondono timori sull'efficacia degli interventi volti a risanare le finanze pubbliche e a stimolare la crescita economica. L'aumento dei premi sul debito sovrano registrato in aprile nell'area dell'euro si è rapidamente ripercosso sulle banche, che hanno subito un nuovo peggioramento dei corsi azionari e dei CDS (fig. 1.2.f).

**...e riflettono le precarie condizioni dei conti pubblici...** A offuscare le prospettive economiche e finanziarie a livello internazionale contribuiscono in primo luogo i timori relativi ai conti pubblici. Nei paesi avanzati, nonostante i miglioramenti conseguiti nel 2011 sul fronte dei disavanzi e la previsione di ulteriori progressi nell'anno in corso e nel prossimo, pesa l'elevato indebitamento: secondo le stime del Fondo monetario internazionale (FMI), il debito in rapporto al PIL continuerebbe a salire, sospinto soprattutto dalla fiacchezza dell'attività produttiva (tav. 1.1). Ciò rende gli investitori altamente sensibili all'evoluzione della congiuntura reale. Le stime dell'FMI per l'Italia sono più pessimistiche sia di quelle del Governo sia delle ultime proiezioni della Banca d'Italia e della Commissione europea.

Nell'area dell'euro le incertezze sugli effetti dei piani di risanamento adottati dai paesi che beneficiano di programmi di assistenza finanziaria, in particolare Grecia e Portogallo, sono tuttora fonte di instabilità dei mercati. L'accordo raggiunto nel vertice europeo di marzo per ampliare la capacità di intervento dei meccanismi intergovernativi di sostegno alle economie in difficoltà (lo European Financial Stability Facility e lo European Stability Mechanism) ha mitigato ma non ha fugato le inquietudini degli investitori.

**...della crescita...** Rischi ulteriori derivano da un possibile indebolimento della ripresa globale. Se il rincaro del petrolio, in parte legato a fattori geopolitici, dovesse accentuarsi, potrebbe frenare la domanda e sospingere i prezzi dei beni di consumo, ponendo un dilemma per le politiche monetarie. Nei paesi avanzati pesa la necessità di ridurre i livelli dell'indebitamento privato, oltre che pubblico, in una fase in cui i margini di manovra per le banche centrali si sono fortemente assottigliati. Negli Stati Uniti i segnali circa le condizioni del mercato immobiliare non sono univoci: da un lato, l'eccesso di offerta di abitazioni è in diminuzione e le attese sui prezzi si stanno stabilizzando; dall'altro, restano elevati sia i tassi di morosità sia le nuove procedure esecutive sui mutui. In Cina e nelle altre economie emergenti è ancora lenta la ricomposizione della domanda verso i consumi privati.

Nell'area dell'euro l'incertezza sulla profondità e sulla durata della fase recessiva è acuita dai timori circa la solidità delle banche, i quali sussistono presso gli investitori globali nonostante il rafforzamento patrimoniale in atto. Permangono inoltre preoccupazioni circa le significative posizioni debitorie sull'estero di alcuni paesi dovute alla prolungata perdita di competitività. Tuttavia, per alcune economie, tra cui l'Italia, la posizione netta sull'estero corretta per tener conto del fenomeno della sottostima delle attività estere è assai migliore di quella ufficiale (cfr. il riquadro: *La posizione netta verso l'estero di alcuni paesi dell'area dell'euro*).

#### LA POSIZIONE NETTA VERSO L'ESTERO DI ALCUNI PAESI DELL'AREA DELL'EURO (1)

La posizione netta verso l'estero (PNE) di un paese – la differenza tra le attività e le passività finanziarie nei confronti dei non residenti – è un importante indicatore della sostenibilità dei saldi finanziari; ad esempio, i tre paesi dell'area dell'euro oggetto di programmi di assistenza finanziaria sono caratterizzati da una PNE fortemente debitoria. La PNE ha inoltre assunto considerevole rilievo all'interno dell'Unione europea: insieme con il saldo di conto corrente e con altri indicatori, essa verrà infatti utilizzata, già da quest'anno, dalla Commissione europea per valutare l'esistenza di squilibri macroeconomici nei paesi membri e per avviare eventuali azioni correttive (Procedura per gli squilibri eccessivi).

(1) Le metodologie utilizzate in questo riquadro sono illustrate in Pellegrini V. e Tosti E., *Alla ricerca dei capitali perduti: una stima delle attività all'estero non dichiarate dagli italiani*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», n. 97, 2011.

I valori ufficiali della PNE dei diversi paesi risultano tuttavia con ogni probabilità distorti. Da un punto di vista contabile, le passività verso l'estero di un paese dovrebbero equivalere alla somma delle attività nei suoi confronti segnalate da tutti gli altri paesi. Le statistiche non rispettano però questa identità. In particolare, il valore complessivo delle passività estere di portafoglio (azioni, fondi comuni di investimento e titoli di debito) è sistematicamente superiore a quello delle attività dichiarate dai paesi investitori. Ciò segnala che i paesi sovrastimano le proprie passività estere e/o sottostimano le attività. È presumibile che questa discrepanza rifletta prevalentemente la seconda possibilità, a causa della riluttanza dei soggetti privati a dichiarare il possesso di attività non detenute per il tramite di intermediari nazionali (sui quali ricadono obblighi di segnalazione statistica). La discrepanza ammontava a 4.800 miliardi di dollari a livello globale nel 2010; nel periodo 2001-2010 essa è rimasta relativamente stabile su valori intorno al 7-8 per cento del PIL mondiale.

Al fine di stimare l'effettivo valore della PNE delle diverse economie, le discrepanze vengono qui utilizzate per valutare l'ammontare delle attività sull'estero di ciascun paese corretto per il fenomeno della sottodichiarazione. Ipotizzando che le discrepanze siano interamente dovute a sottodichiarazione, esse vengono ripartite per singolo paese investitore secondo due criteri: attribuendo al paese una percentuale delle discrepanze degli altri paesi pari alla quota delle attività verso questi ultimi sulle attività estere complessive (criterio 1); attribuendo al paese una quota della discrepanza globale pari alla sua quota sul PIL mondiale (criterio 2)(2). Una ulteriore stima si ottiene ipotizzando che le discrepanze siano dovute in ugual misura a una sottodichiarazione delle attività e a una sovrastima delle passività (criterio 3)(3).

In base alle statistiche ufficiali, l'Italia ha una PNE negativa pari al 24 per cento del PIL nel 2010, dovuta ai disavanzi del conto corrente registrati nell'ultimo decennio. Varie considerazioni, fra cui il cospicuo valore delle attività estere emerse con gli scudi fiscali (4), suggeriscono però che le attività del nostro paese verso il resto del mondo siano fortemente sottostimate e che la PNE effettiva sia migliore di quella ufficiale. Coerentemente con questa ipotesi, la PNE "corretta" (calcolata con i tre criteri appena descritti) è stimabile in un intervallo tra il 16,4 e il 18,2 per cento del PIL (tavola). Tali valori

Tavola

**Confronto tra PNE ufficiale e stimata per tener conto della sottodichiarazione delle attività**  
(dati di fine 2010, in percentuale del PIL nazionale)

Saldi PNE	Italia	Germania	Francia	Spagna
Saldo ufficiale PNE fine 2010	-24,0	38,4	-10,0	-89,4
Saldo PNE stimato: criterio 1	-17,3	51,1	3,1	-85,0
criterio 2	-18,2	46,8	-1,6	-80,9
criterio 3	-16,4	45,2	0,5	-81,9

Fonte: elaborazioni su dati FMI, Eurostat e fonti nazionali.

(2) Sia  $D^i$  il valore monetario della discrepanza del paese  $i$ , e sia  $A_j^i$  il valore dell'attivo del paese  $j$  nei confronti del paese  $i$  (ad esempio, i titoli di debito emessi da residenti nel paese  $i$  e detenuti da residenti nel paese  $j$ ). Secondo il criterio 1 la stima delle attività non dichiarate del paese  $j$  è ottenuta come  $\sum_{i \neq j} D^i \frac{A_j^i}{\sum_i A_j^i}$ ; secondo il criterio 2 la stima è ottenuta come  $\frac{PIL_j}{\sum_j PIL_j} \sum_i D^i$ .

(3) In base a tale criterio, a ogni paese viene attribuita una quota del 50 per cento delle attività non dichiarate (stimate con il criterio 1) con una contemporanea riduzione del 50 per cento della discrepanza tra le proprie passività e le attività dichiarate nei suoi confronti dagli altri paesi. In questo modo risultano ridotte le passività dei paesi che hanno passività sull'estero non dichiarate da investitori esteri.

(4) L'ultimo scudo fiscale, tra il 2009 e il 2010, ha comportato l'emersione di 104,5 miliardi di euro di attività estere non dichiarate, di cui circa 60 in titoli di portafoglio.

risultano più coerenti con i dati della bilancia dei pagamenti: la cumulata dei saldi di conto corrente e conto capitale registrati nel tempo produce infatti un indebitamento estero netto inferiore a quello registrato dalla PNE ufficiale (5).

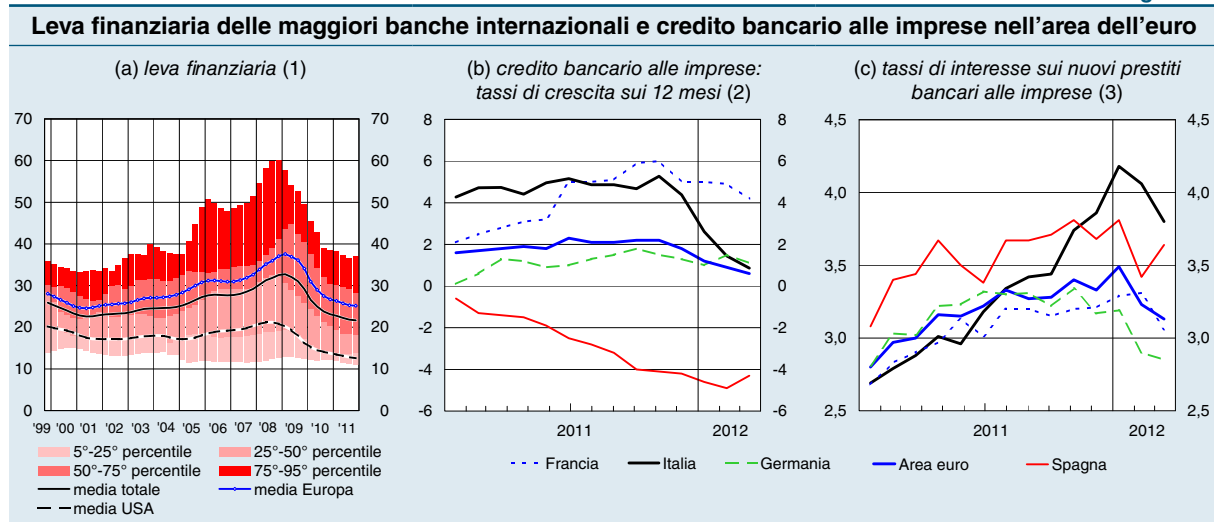
Tra gli altri paesi dell'area dell'euro, l'aggiustamento risulta per la Spagna di entità analoga, in punti percentuali di PIL, a quello relativo all'Italia. Quello per Francia e Germania è leggermente maggiore; in particolare, la PNE della Francia risulterebbe pressoché in equilibrio, mentre quella della Germania, strutturalmente creditoria, si innalzerebbe notevolmente.

(5) In assenza di errori e omissioni vale l'identità contabile: (saldo del conto corrente e conto capitale) = -(saldo del conto finanziario). A meno di aggiustamenti di valutazione, la cumulata del saldo di conto corrente e conto capitale dovrebbe essere prossima alla PNE.

### ...e dell'offerta di credito

La leva finanziaria delle principali banche internazionali è in calo dalla fine del 2008 (fig. 1.3.a); negli ultimi mesi diversi paesi dell'area dell'euro hanno registrato una rapida decelerazione dei prestiti bancari alle imprese (fig. 1.3.b). Gli interventi della BCE hanno evitato che il processo di riduzione della leva finanziaria del settore bancario divenisse incontrollato, generando effetti depressivi sull'offerta di credito, sui prezzi delle attività finanziarie e sull'economia reale.

Figura 1.3



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

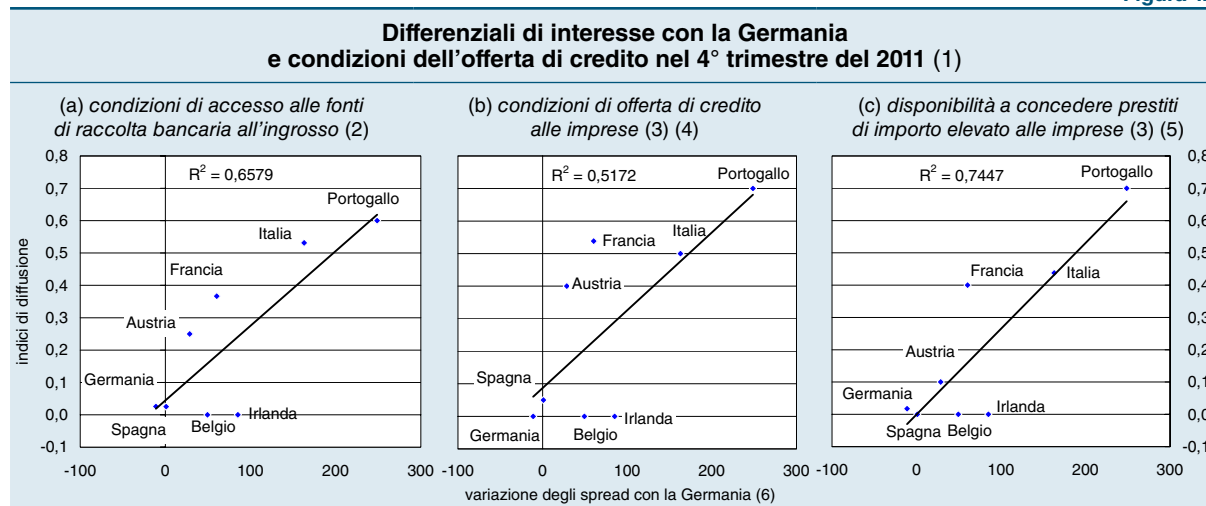
(1) Dati trimestrali. Rapporto tra totale dell'attivo di bilancio e patrimonio netto. Le fasce colorate con gradazioni di rosso rappresentano gli scarti tra i percentili indicati in legenda. Campione di maggiori banche internazionali (per alcune banche i dati di bilancio non sono tutti disponibili). 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.

In prospettiva, le condizioni di offerta di credito e la dinamica dei prestiti potranno subire spinte significative in direzioni opposte. Da un lato, la riduzione dei premi per il rischio sul debito sovrano registrata nei primi mesi dell'anno potrà contribuire a migliorare le condizioni di offerta di prestiti, data la relazione osservata in passato tra le due variabili (fig. 1.4), e riflettersi positivamente (con gli usuali ritardi di uno o due trimestri) sulla dinamica effettiva dei finanziamenti (1),

(1) Cfr. Del Giovane P., Eramo G. e Nobili A., *Disentangling demand and supply in credit developments: a survey-based analysis for Italy*, «Journal of banking and finance», 10, 2011.

soprattutto nelle economie più colpite dalla crisi del debito pubblico. Primi segnali di riduzione del costo degli impieghi alle imprese sono emersi in più paesi a partire dal mese di gennaio (fig. 1.3.c).

Figura 1.4



**La situazione delle banche europee rimane fragile sul fronte della raccolta...**

Dall'altro lato, diversi fattori possono frenare l'andamento del credito. Le banche europee fronteggiano ancora condizioni di provvista all'ingrosso peggiori di quelle prevalenti prima della crisi del debito sovrano; ciò ostacola l'obiettivo di espandere le fonti di raccolta più stabili e di ridimensionare la dipendenza dalla banca centrale (cfr. il capitolo 4).

**...della redditività...**

Sui bilanci bancari pesa inoltre la bassa redditività, riflessa nella continua revisione al ribasso degli utili attesi (fig. 1.5.a), e l'esigenza di accrescere gli accantonamenti (fig. 1.5.b) in vista di un possibile aumento delle sofferenze dovuto alla fase recessiva e al conseguente deterioramento del merito di credito dei debitori (fig. 1.5.c).

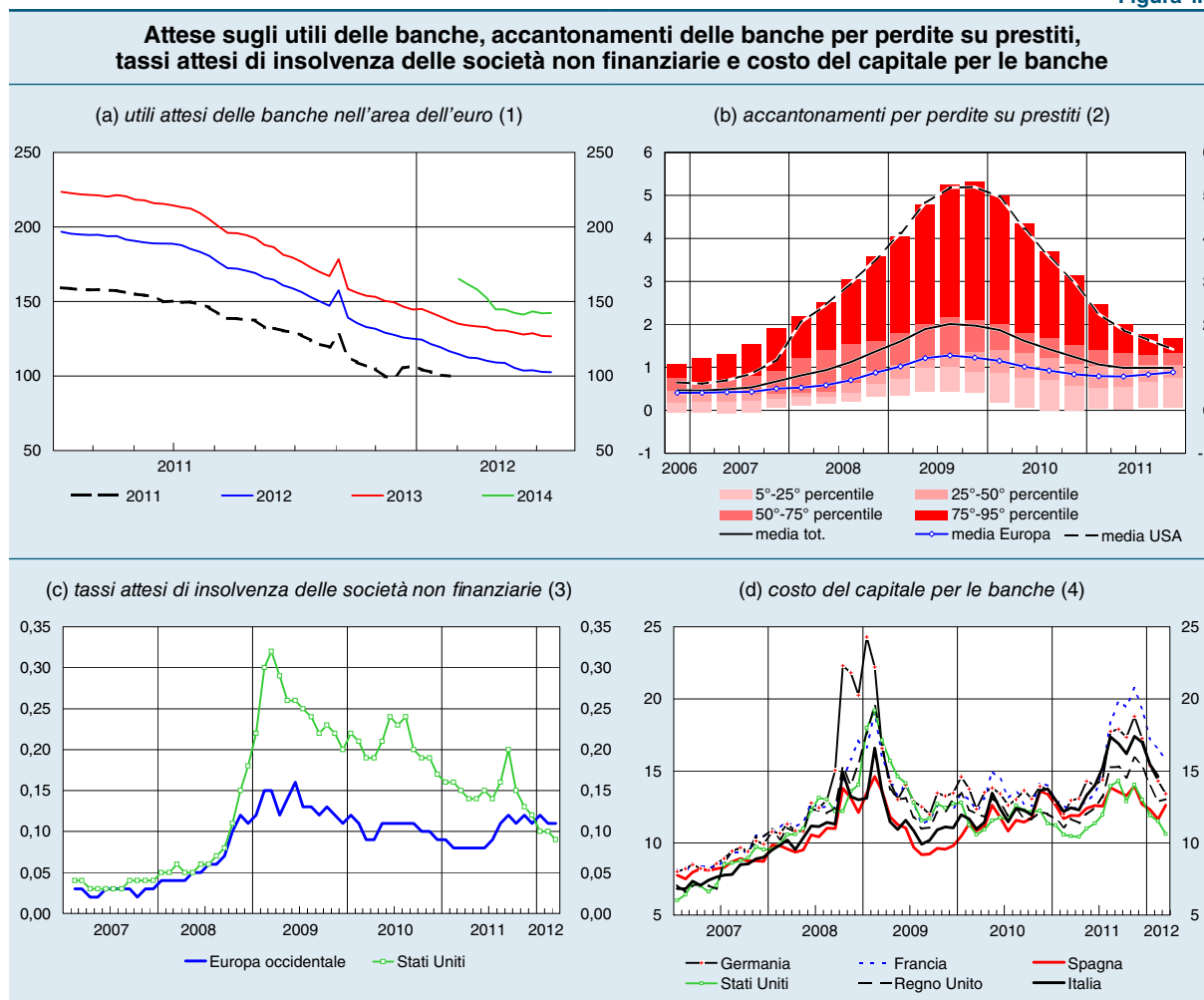
**...e del capitale**

Le banche stanno infine subendo pressioni significative a rafforzare il patrimonio, da parte sia dei mercati sia delle autorità di supervisione (la European Banking Authority ha richiesto un innalzamento dei coefficienti patrimoniali ad alcuni grandi intermediari; cfr. il capitolo 3). Data la bassa redditività, le elevate perdite su crediti e l'alto costo del capitale di rischio (fig. 1.5.d), ciò potrebbe ripercuotersi negativamente sulla capacità di finanziare l'economia.

**1.2 I MERCATI IMMOBILIARI**

**Nell'area dell'euro i prezzi degli immobili divergono tra paesi**

Nell'area dell'euro i prezzi degli immobili sono prevalentemente in calo (in particolare in Spagna) o tutt'al più in lieve aumento. In Germania si registra invece, dopo anni di stabilità, un deciso incremento dei prezzi delle abitazioni nelle principali città.



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Thomson Reuters Datastream e Moody's KMV.

(1) Dati settimanali. Numeri indice: ultima previsione sul 2011=100. – (2) 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. Campione di maggiori banche internazionali (le banche prese in considerazione sono elencate nella nota n. 1 della fig. 1.3; per alcune banche i dati di bilancio non sono tutti disponibili). – (3) Dati mensili, in valori percentuali. I tassi attesi di insolvenza (*expected default frequencies*, EDF), calcolati sulla base del prezzo e della volatilità dei titoli azionari delle società cui si riferiscono, misurano la probabilità che il valore di mercato delle attività risulti inferiore a quello delle passività su un orizzonte di un anno. – (4) Dati mensili, in punti percentuali. Per ciascun paese, media delle stime del costo del capitale, in termini reali, ottenute in base a tre modelli diversi (*Cyclically adjusted earnings yield*, *Beta model*, *Dividend discount model*).

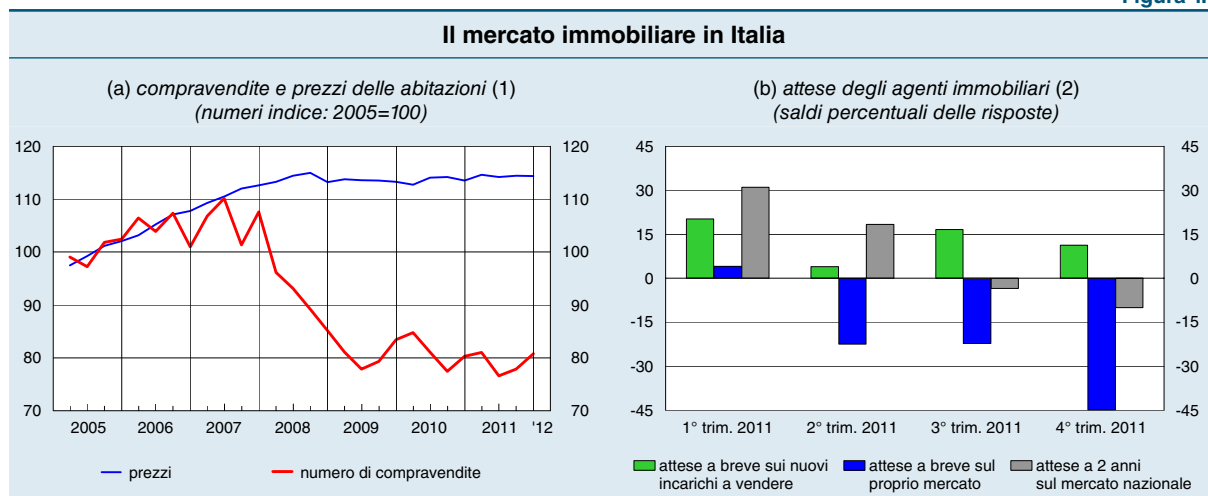
### In Italia il quadro rimane stazionario

zi delle case sono stabili.

In Italia la situazione del settore immobiliare è stazionaria: alla fine del 2011 gli investimenti in costruzioni hanno segnato un parziale recupero; il numero delle compravendite di abitazioni oscilla intorno a livelli molto bassi (fig. 1.6.a); i prezzi delle case sono stabili.

Gli indicatori prospettici non prefigurano un miglioramento nei prossimi mesi. Il clima di fiducia delle imprese di costruzioni è tornato a scendere; è proseguita, con oscillazioni, la tendenza negativa della produzione nei settori industriali che forniscono i principali input al comparto edile; il nuovo calo del numero dei permessi di costruire alla metà del 2011 verosimilmente anticipa una prosecuzione della fase di debolezza degli investimenti nei mesi successivi. Secondo il sondaggio trimestrale condotto in gennaio dalla Banca d'Italia con Tecnoborsa e l'Agenzia del Territorio, si accentuano le attese di calo dei prezzi di vendita, mentre si attenuano quelle sui nuovi incarichi a vendere (fig. 1.6.b). Le aspettative di medio periodo degli operatori denotano un lieve peggioramento.





Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Agenzia del Territorio, *Il Consulente Immobiliare* e Tecnoborsa.

(1) Dati trimestrali destagionalizzati. – (2) Dati trimestrali, tratti dal sondaggio Banca d'Italia, Tecnoborsa e Agenzia del Territorio. Saldi fra le percentuali di risposte che indicano andamento favorevole e andamento sfavorevole. Le attese sui nuovi incarichi a vendere e sul proprio mercato si riferiscono al trimestre successivo a quello indicato; per quelle sul mercato nazionale l'orizzonte è di 2 anni in avanti.

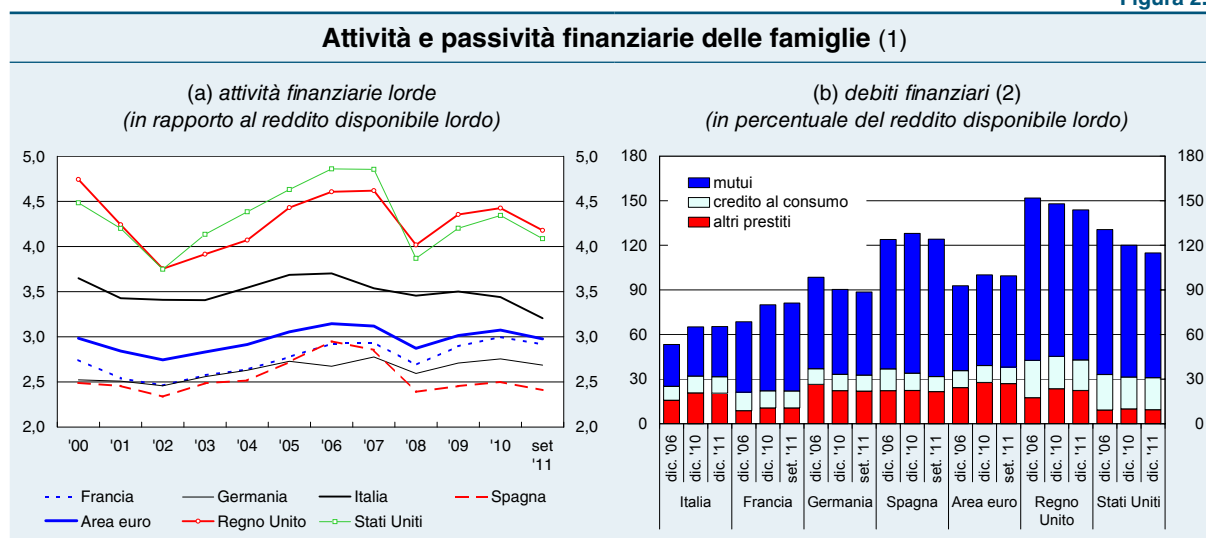
## 2 LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

### 2.1 LE FAMIGLIE

**La ricchezza delle famiglie italiane è diminuita**

Nei primi nove mesi del 2011 la ricchezza netta delle famiglie italiane è diminuita. Come nel resto dell'Europa, il calo si è concentrato nella componente finanziaria, soprattutto a causa della diminuzione dei prezzi di mercato delle attività finanziarie lorde (fig. 2.1.a); la ricchezza reale è rimasta invece stabile. La ricchezza netta complessiva è prossima a circa otto volte il reddito disponibile, un livello elevato nel confronto internazionale.

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 e Banca d'Inghilterra per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors 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. - (2) I dati del 4° trimestre del 2011 sono provvisori. Le passività includono le sofferenze.

**L'indebitamento è contenuto, soprattutto tra i meno abbienti**

I debiti finanziari delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile rimangono bassi nel confronto con gli altri principali paesi (fig. 2.1.b).

La crisi finanziaria sta modificando le caratteristiche dei nuclei familiari indebitati. In base all'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF) condotta dalla Banca d'Italia, tra il 2008 e il 2010 la quota dei nuclei con debiti, già contenuta, è scesa ulteriormente (al 24,1 per cento, dal 26,5); si è inoltre ridotta la percentuale di famiglie con basso reddito che hanno un mutuo (tra quelle appartenenti al quartile di reddito più basso la quota si è dimezzata, al 4,8 per cento). Questa evoluzione riflette in ampia misura le tensioni nell'offerta di credito registrate negli anni scorsi (la percentuale di famiglie che non hanno ottenuto almeno in parte il credito richiesto è salita dal 23 al 28 per cento), oltre che la minore domanda di prestiti; contribuisce a spiegare, insieme con l'assenza di bolle speculative sul mercato immobiliare, il volume relativamente basso di insolvenze tra i prestiti alle famiglie (cfr. il capitolo 3).

**I bassi tassi di interesse e le misure di sostegno contengono le vulnerabilità finanziarie...**

A limitare la vulnerabilità finanziaria delle famiglie concorre il basso livello dei tassi di interesse sui mutui in essere, tra i quali prevalgono quelli indicizzati ai tassi a breve termine (circa il 70 per cento del totale). Nel 2011 l'onere per il servizio del debito sarebbe rimasto stabile all'11 per cento del reddito disponibile; per l'anno in corso si profila un lieve aumento, in ragione delle attese di calo del reddito disponibile e di leggera risalita dei tassi di interesse.

Un ulteriore sostegno alla solvibilità delle famiglie viene dalle misure pubbliche e private varate a partire dal 2009 (1), in particolare dalla moratoria sui mutui (in vigore fino al prossimo giugno) concordata tra l'Associazione bancaria italiana (ABI) e le associazioni dei consumatori. Tra il febbraio del 2010 e lo scorso gennaio la moratoria ha consentito a 60.000 famiglie di sospendere pagamenti pari a circa l'1 per cento dei prestiti erogati nello stesso periodo; sebbene l'impatto macroeconomico sia limitato, la moratoria ha rappresentato, in un momento di grande difficoltà, un importante aiuto per i beneficiari, i quali hanno goduto di un sollievo finanziario stimabile in circa un quarto del loro reddito disponibile. La misura sembra aver inoltre migliorato il merito creditizio di chi vi ha fatto ricorso: il 62 per cento delle famiglie che prima della sospensione presentavano ritardi nei pagamenti è tornato a pagare regolarmente al termine del periodo di moratoria.

Gli effetti delle misure governative sono stati più contenuti. Lo scorso anno il Governo ha rinnovato i provvedimenti avviati nel 2009 (Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa e Fondo di credito per i nuovi nati), attivando nel contempo nuove misure (fondi di garanzia per mutui alle coppie giovani e con reddito basso e prestiti agli studenti). Il fondo solidarietà mutui prima casa, con 20 milioni di dotazione per il 2011, ha fornito un contributo al pagamento della quota interessi a 5.000 famiglie che avevano ottenuto la sospensione della rata del mutuo; all'atto del rinnovo, lo scorso dicembre, sono stati stanziati altri 20 milioni per il 2012 e il 2013. Lo stesso provvedimento ha esteso fino al 2014 il fondo in favore dei nuovi nati, grazie al quale tra il 2010 e il 2011 sono stati erogati a 21.000 famiglie prestiti per 116 milioni di euro (lo 0,2 per cento dei prestiti totali alle famiglie).

**...ma non eliminano i rischi legati alla debole dinamica dei redditi**

Per i prossimi mesi i rischi per le condizioni finanziarie delle famiglie derivano principalmente dalla debole dinamica dei redditi – a sua volta legata allo sfavorevole quadro congiunturale – che potrebbe acuire le difficoltà di rimborso dei prestiti.

## 2.2 LE IMPRESE

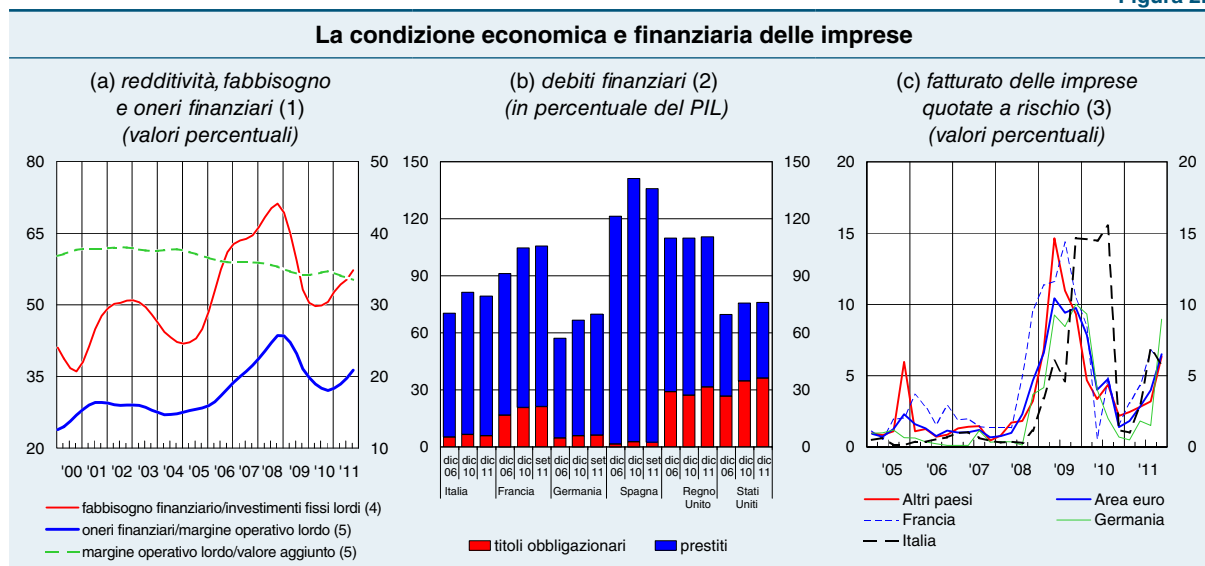
**Si contrae la redditività delle imprese, aumenta il fabbisogno finanziario**

La nuova fase di ripiegamento congiunturale si sta ripercuotendo sulla redditività delle imprese: nel 2011 il margine operativo lordo (MOL) in rapporto al valore aggiunto è ancora peggiorato, scendendo al livello più basso dal 1995 (33,5 per cento; fig. 2.2.a). Anche le condizioni finanziarie registrano un deterioramento: gli oneri finanziari sul MOL sono saliti di circa due punti percentuali; è proseguito l'aumento del fabbisogno finanziario, a causa soprattutto del minor autofinanziamento (cfr. *Bollettino economico*, n. 68, 2012). A livello aggregato si registra una contrazione degli impieghi, un parallelo incremento del ricorso al factoring e un aumento delle sofferenze (cfr. il par. 3.2).

**L'indebitamento delle imprese è stabile**

Nel confronto internazionale i debiti delle imprese in rapporto al PIL restano relativamente contenuti (fig. 2.2.b), sebbene i divari con gli altri paesi si stiano riducendo. La leva finanziaria delle imprese italiane (il rapporto tra i debiti

(1) Cfr. Bartiloro L., Carpinelli L., Finaldi Russo P. e Pastorelli S., *L'accesso al credito in tempo di crisi: le misure di sostegno a imprese e famiglie*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», n. 111, 2012.



Fonte: Banca d'Italia, Istat, BCE, Central Statistical Office, Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis, Thomson Reuters Datastream.

(1) Stime basate sui conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie. I dati utilizzati sono pari alla somma dei 4 trimestri terminanti nel trimestre di riferimento. – (2) I dati del 4° trimestre del 2011 sono provvisori. – (3) Fatturato delle imprese a rischio sul totale di quelle quotate. Le imprese a rischio sono quelle che, tra le società non finanziarie quotate nell'area dell'euro, presentano negli ultimi 4 trimestri un ROE netto negativo e un rapporto tra debiti e margine operativo lordo superiore a 5. – (4) Scala di sinistra. Il fabbisogno finanziario è la differenza fra investimenti e autofinanziamento. – (5) Scala di destra.

finanziari e l'aggregato che li ricomprende insieme con il patrimonio netto) era pari nel 2010 al 45,8 per cento, un valore analogo a quello medio dell'area dell'euro (42,2 per cento); in Italia il rapporto è aumentato durante il 2011 (al 48,5 per cento in settembre).

Le tensioni emerse nei mesi scorsi si stanno propagando all'interno del sistema produttivo attraverso l'allungamento dei tempi di pagamento nelle transazioni commerciali (passati da 83 a 89 giorni in media dal primo al secondo semestre del 2011) (2). Ad acuire le difficoltà contribuisce l'ingente volume di pagamenti pendenti da parte della Pubblica amministrazione. Nello scorso anno il numero di procedure fallimentari è cresciuto del 7,4 per cento.

#### Tra le imprese quotate prevalgono segnali di peggioramento

Nel 2011 la leva finanziaria è aumentata anche per le imprese italiane quotate, al 55,4 per cento. Il peso in termini di fatturato delle aziende a rischio (ossia quelle in perdita e fortemente indebitate) è in linea con la media per l'area dell'euro (fig. 2.2.c; l'aumento della quota registrato in Germania riflette la grande dimensione di un'azienda che nel quarto trimestre del 2011 è diventata a rischio).

#### Il maggior rischio deriva dalla debole fase congiunturale

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. Le difficoltà potranno essere tuttavia contenute da misure di sostegno promosse dal Governo, quali il rafforzamento del Fondo centrale di garanzia, l'introduzione di meccanismi che semplificano lo smobilizzo dei crediti vantati nei confronti della Pubblica amministrazione e la nuova moratoria sul pagamento della quota capitale del debito delle piccole e medie imprese (cfr. il riquadro: *Le moratorie dei debiti delle imprese: rischi di forbearance?*).

(2) I dati sui tempi di pagamento sono tratti dalla rilevazione *Payline* di Cerved Group.

## LE MORATORIE DEI DEBITI DELLE IMPRESE: RISCHI DI FORBEARANCE?

Per sostenere le imprese nell'attuale fase recessiva sono stati di recente varati provvedimenti che consentono ai debitori dotati di adeguati requisiti di sospendere il rimborso di parte dei prestiti contratti. Interventi di questo tipo possono generare rischi di "eccessiva tolleranza" (*forbearance*), ritardando l'emersione delle sofferenze e il necessario aggiustamento dei bilanci bancari, con conseguenze negative per la stabilità finanziaria e l'allocazione delle risorse. Tuttavia le misure varate in Italia a partire dal 2009 hanno contenuto i possibili effetti indesiderati delle sospensioni dei debiti, generando invece significativi benefici per le imprese che ne hanno usufruito.

**La moratoria del 2009.** – Nell'agosto del 2009 il Ministero dell'Economia e delle finanze, l'ABI e le associazioni delle imprese hanno sottoscritto un accordo (Avviso comune) per la sospensione dei rimborsi della quota di capitale relativa ad alcune forme di debito delle piccole e medie imprese (PMI). Nei due anni successivi sono state accolte 225.000 domande, per un controvalore di 65 miliardi di euro (di cui tre quarti sotto forma di mutui). Si stima che l'accordo abbia determinato la sospensione di rimborsi per circa 15 miliardi.

Nel corso di visite ispettive condotte dalla Banca d'Italia presso cinque gruppi bancari di media e grande dimensione sono state raccolte informazioni dettagliate sulle imprese che hanno ottenuto una sospensione dei pagamenti dei mutui, anche non riconducibile all'Avviso comune (1). I risultati delle ispezioni indicano che dopo la sospensione i pagamenti sono tornati regolari per una quota di mutui pari al 60 per cento del valore complessivo (figura); la quota percentuale è più elevata tra le aziende che all'avvio presentavano condizioni finanziarie solide (85 per cento) rispetto a quelle deboli (35 per cento). I rischi di *forbearance* sono quindi stati nel complesso contenuti.

**La nuova moratoria.** – Nel febbraio scorso è stato sottoscritto un nuovo accordo (Nuove misure per il credito alle PMI) volto a fornire sollievo alle imprese in difficoltà (2) e a stimolare la ricapitalizzazione delle imprese minori attraverso l'erogazione di appositi finanziamenti.

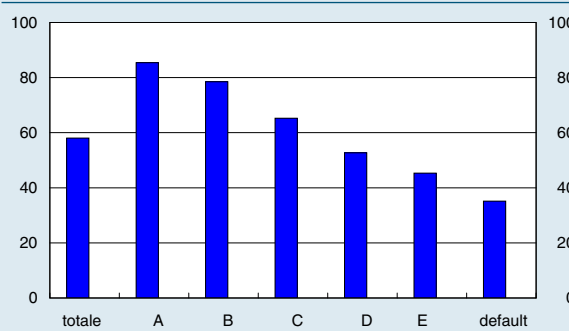
Anche la nuova misura, riservata alle imprese con buone prospettive economiche e prive di gravi anomalie nel rimborso dei debiti, fornirà sostegno alle imprese nell'attuale difficile congiuntura; rispetto al precedente intervento, i requisiti di ammissibilità sono più restrittivi. In particolare, la qualifica di debitore in bonis deve sussistere al momento della presentazione della domanda e non a una data precedente, come era invece previsto dalla prima moratoria; inoltre, l'accesso alle agevolazioni è precluso alle imprese che presentino incagli, mentre l'Avviso comune prevedeva che la richiesta potesse essere vagliata dall'intermediario; infine, il nuovo accordo include le esposizioni scadute o sconfinanti da oltre 90 giorni (e non da oltre 180, come il precedente). L'esclusione dei prestiti che abbiano usufruito della precedente sospensione limita ulteriormente la platea dei potenziali beneficiari.

(1) Alcune banche hanno concesso sospensioni di pagamento prima che entrasse in vigore la moratoria e ne hanno esteso il perimetro di applicazione a imprese con requisiti diversi da quelli previsti dall'accordo.

(2) Il nuovo accordo ricalca l'Avviso comune, prevedendo: (a) la sospensione per dodici mesi della quota capitale delle rate di mutuo (dodici o sei mesi per i canoni di leasing, rispettivamente immobiliare e mobiliare); (b) l'allungamento della durata dei mutui per non più di due anni per i prestiti chirografari e tre anni per gli ipotecari (con l'esclusione di quelli che hanno beneficiato dell'analoga misura prevista dall'Accordo del febbraio 2011); (c) l'allungamento fino a 270 giorni delle scadenze delle anticipazioni su crediti per i quali si siano registrati insoluti di pagamento.

Figura

Quota di prestiti con pagamenti regolari dopo il periodo di moratoria (1)  
(valori percentuali)



Fonte: Bartiloro L., Carpinelli L., Finaldi Russo P. e Pastorelli S., *L'accesso al credito in tempo di crisi: le misure di sostegno a imprese e famiglie*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», n. 111, 2012.

(1) Rapporto tra il valore dei prestiti con pagamenti tornati regolari dopo il termine del periodo di sospensione e il totale dei prestiti ammessi a beneficiare della moratoria. Le classi di rischio sono crescenti da A (rischio minimo) a E (rischio massimo). I default includono i prestiti a controparti che all'avvio delle moratorie erano classificati dalle banche in past-due o in incaglio.

# 3 IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO

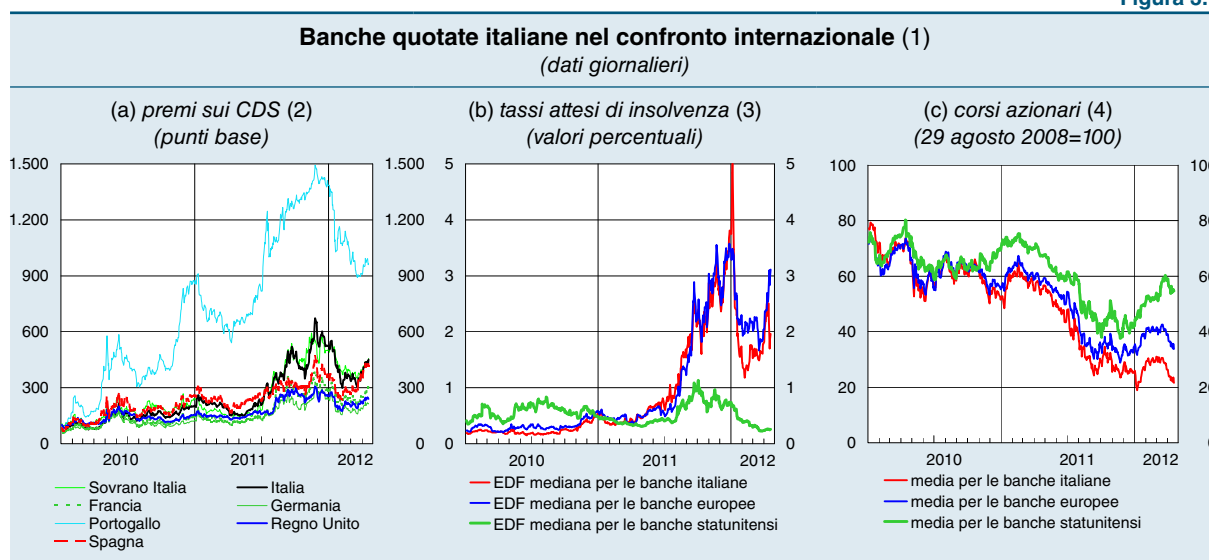
## 3.1 LA VALUTAZIONE DEL MERCATO SULLE BANCHE ITALIANE

**Gli indicatori desunti dai mercati mostrano segnali di miglioramento ma le condizioni restano fragili**

Nei mesi scorsi l'azione intrapresa dalla Banca centrale europea (BCE), le misure di bilancio decise dai paesi colpiti da tensioni finanziarie e l'accordo siglato in Europa per una cooperazione rafforzata in materia di bilancio (*fiscal compact*) hanno contribuito ad allentare le tensioni finanziarie nell'area dell'euro (cfr. il capitolo 1).

Il miglioramento è stato accentuato per gli intermediari italiani, che in precedenza avevano subito gli effetti delle turbolenze insorte nel mercato dei titoli sovrani. I timori di insolvenze di singoli intermediari, desunti dagli indicatori di mercato, si sono ridimensionati (figg. 3.1.a e 3.1.b); le valutazioni delle banche espresse nei mercati borsistici sono migliorate (fig. 3.1.c). Anche gli indicatori di rischio sistemico hanno registrato un progresso: la JPoD (1) per le banche italiane si è ridotta in misura significativa.

Figura 3.1



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg 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, Dexia, Deutsche Bank, Commerzbank, ING, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, HSBC, Barclays, Royal Bank of Scotland, Lloyds, UBS, Credit Suisse; per gli Stati Uniti, Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America, Goldman Sachs e Morgan Stanley. – (2) Debito senior con scadenza a 5 anni. – (3) 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 di calcolo, cfr. il riquadro: *Gli indicatori di dipendenza tra banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2011.

I segnali di tensione riemersi nelle settimane a cavallo tra marzo e aprile hanno ampliato i premi per il rischio sui titoli delle banche italiane, tornando a comprimerne il rapporto tra valore di mercato e valore di bilancio. Il rapido deterioramento degli indicatori di mercato registrato in questa fase, in concomitanza con la diffusione di notizie macroeconomiche relative all'area dell'euro meno favorevoli rispetto alle attese, denota la fragilità dei miglioramenti conseguiti.

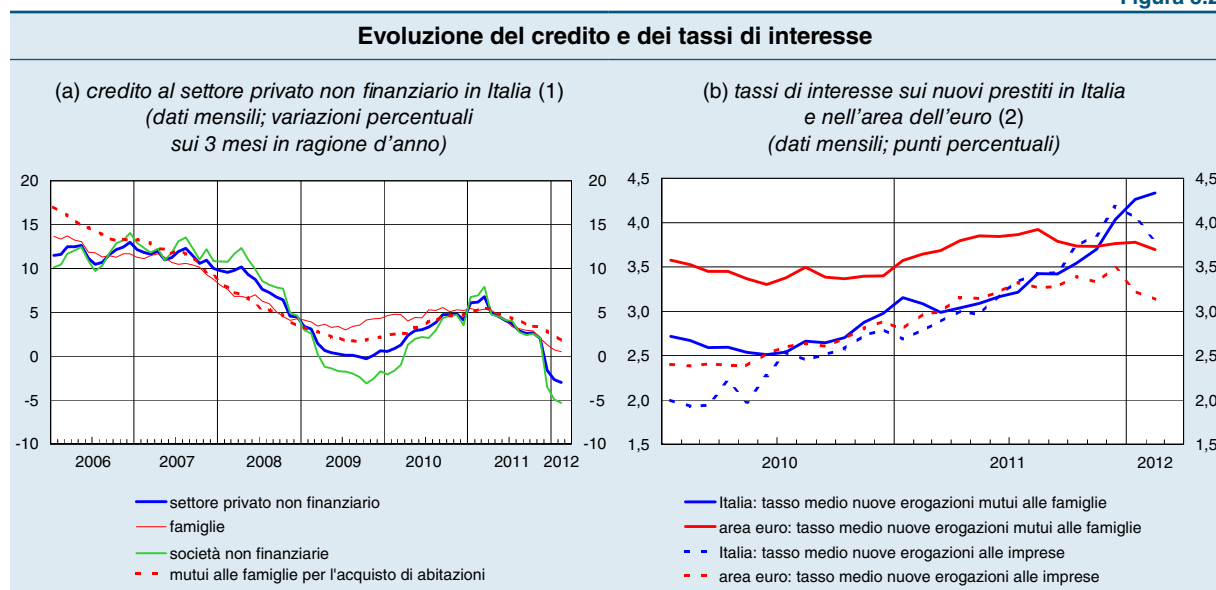
## 3.2 IL CREDITO

### *Il finanziamento dell'economia*

**La decelerazione del credito riflette fattori sia di domanda sia di offerta**

Le tensioni nei mercati finanziari dei mesi scorsi stanno influenzando sull'andamento del credito. Gli impieghi al settore privato non finanziario hanno registrato una flessione (fig. 3.2.a). Una tale evoluzione riflette in parte la minore domanda di finanziamenti: la richiesta di prestiti da parte delle imprese è frenata dalla mancanza degli investimenti; sulla domanda di credito delle famiglie incidono l'andamento dell'occupazione e la debolezza del mercato immobiliare.

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 della componente stagionale, quando presente. – (2) I tassi di interesse si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema.

Ma a frenare i prestiti alle imprese ha concorso in misura significativa anche il deterioramento delle condizioni di offerta di credito. Ciò è segnalato dai tassi bancari attivi, saliti al di sopra di quelli medi dell'area dell'euro (fig. 3.2.b), dalle analisi empiriche e dagli indicatori congiunturali, inclusi i sondaggi condotti presso banche e imprese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*, in *Bollettino economico*, n. 68, 2012). Alla netta decelerazione degli impieghi registrata in dicembre hanno contribuito l'instabilità emersa nei mesi precedenti nel mercato dei titoli pubblici italiani e le conseguenti tensioni sul fronte della liquidità delle banche, che hanno spinto gli intermediari, in quella fase, a irrigidire le politiche di impiego.

**La frenata del credito è stata meno intensa per le imprese finanziariamente più solide**

La dinamica dei prestiti sta inoltre risentendo del peggioramento della qualità del credito. Dati disaggregati indicano che la contrazione dei prestiti alle imprese nel 2011 si è concentrata presso le aziende più rischiose, a fronte di tassi di crescita ampiamente positivi (quasi il 6 per cento sui dodici mesi) per le imprese con condizioni finanziarie più equilibrate (fig. 3.3). Alla luce dell'aumento delle sofferenze registrato alla fine dell'anno, ciò suggerisce che le banche stiano tentando di evitare un ulteriore deterioramento dei propri bilanci e di garantire allo stesso tempo supporto alla clientela meritevole.

**I prestiti delle banche di minore dimensione continuano a espandersi**

La contrazione dei prestiti concessi dai primi cinque gruppi bancari (-2,8 per cento, al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine, nei dodici mesi terminanti in febbraio) è stata in parte controbilanciata dall'espansione dei crediti erogati dagli intermediari minori (1,4 per cento). Anche questa seconda componente è però in rallentamento. Inoltre, in prospettiva, essa potrebbe risentire dell'indebolimento delle condizioni di bilancio delle banche piccole e medie dovuto all'evoluzione del rischio di credito e della redditività.

**La dinamica dei prestiti dovrebbe recuperare nella parte finale del 2012**

Gli interventi delle autorità sia nazionali sia internazionali hanno migliorato le condizioni di offerta di credito. In base ai dati più recenti, i tassi di interesse praticati alle imprese sono tornati a ridursi (fig. 3.2.b); inoltre, le maggiori banche hanno manifestato, nell'ambito di sondaggi recenti condotti dalla Banca d'Italia, l'intenzione di impiegare parte dei fondi ottenuti dall'Eurosistema per riavviare gli impieghi a famiglie e imprese (cfr. il capitolo 4). L'indagine trimestrale sul credito bancario in Italia (*Bank Lending Survey*) indica per il primo trimestre di quest'anno un netto miglioramento dei criteri di offerta dei prestiti (fig. 3.4).

I miglioramenti delle condizioni di offerta potranno riflettersi positivamente sulla dinamica effettiva del credito. La normalizzazione sarà possibile a condizione che il calo dei tassi sui titoli sovrani e il miglioramento della situazione dei mercati dei capitali si confermino nei mesi a venire. Essa sarà inoltre necessariamente graduale, in ragione della debolezza congiunturale e delle spinte all'aumento dei coefficienti patrimoniali delle banche provenienti da più fronti.

La dinamica dei prestiti sta inoltre risentendo del peggioramento della qualità del credito. Dati disaggregati indicano che la contrazione dei prestiti alle imprese nel 2011 si è concentrata presso le aziende più rischiose, a fronte di tassi di crescita ampiamente positivi (quasi il 6 per cento sui dodici mesi) per le imprese con condizioni finanziarie più equilibrate (fig. 3.3). Alla luce dell'aumento delle sofferenze registrato alla fine dell'anno, ciò suggerisce che le banche stiano tentando di evitare un ulteriore deterioramento dei propri bilanci e di garantire allo stesso tempo supporto alla clientela meritevole.

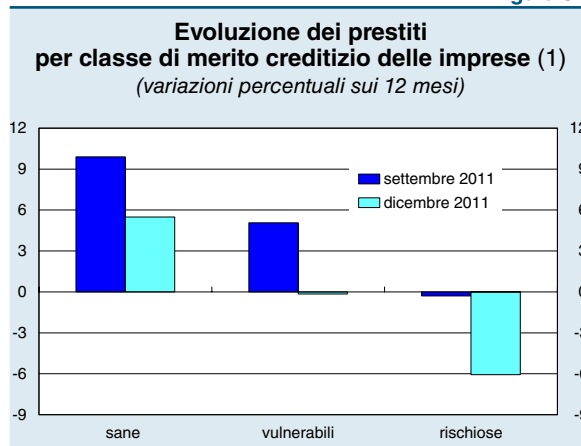
La contrazione dei prestiti concessi dai primi cinque gruppi bancari (-2,8 per cento, al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine, nei dodici mesi terminanti in febbraio) è stata in parte controbilanciata dall'espansione dei crediti erogati dagli intermediari minori (1,4 per cento). Anche questa seconda componente è però in rallentamento. Inoltre, in prospettiva, essa potrebbe risentire dell'indebolimento delle condizioni di bilancio delle banche piccole e medie dovuto all'evoluzione del rischio di credito e della redditività.

Gli interventi delle autorità sia nazionali sia internazionali hanno migliorato le condizioni di offerta di credito. In base ai dati più recenti, i tassi di interesse praticati alle imprese sono tornati a ridursi (fig. 3.2.b); inoltre, le maggiori banche hanno manifestato, nell'ambito di sondaggi recenti condotti dalla Banca d'Italia, l'intenzione di impiegare parte dei fondi ottenuti dall'Eurosistema per riavviare gli impieghi a famiglie e imprese (cfr. il capitolo 4). L'indagine trimestrale sul credito bancario in Italia (*Bank Lending Survey*) indica per il primo trimestre di quest'anno un netto miglioramento dei criteri di offerta dei prestiti (fig. 3.4).

I miglioramenti delle condizioni di offerta potranno riflettersi positivamente sulla dinamica effettiva del credito. La normalizzazione sarà possibile a condizione che il calo dei tassi sui titoli sovrani e il miglioramento della situazione dei mercati dei capitali si confermino nei mesi a venire. Essa sarà inoltre necessariamente graduale, in ragione della debolezza congiunturale e delle spinte all'aumento dei coefficienti patrimoniali delle banche provenienti da più fronti.

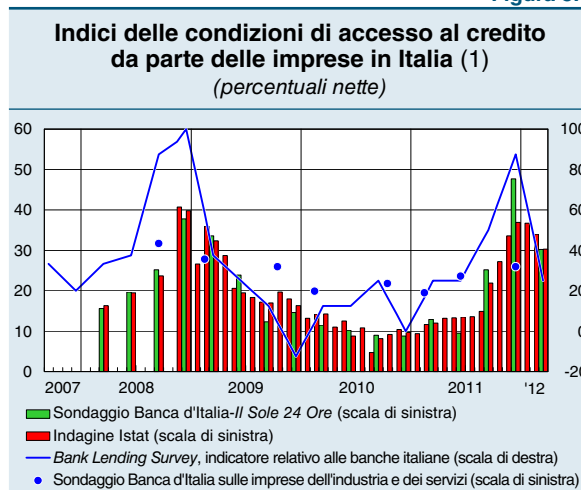
Gli interventi delle autorità sia nazionali sia internazionali hanno migliorato le condizioni di offerta di credito. In base ai dati più recenti, i tassi di interesse praticati alle imprese sono tornati a ridursi (fig. 3.2.b); inoltre, le maggiori banche hanno manifestato, nell'ambito di sondaggi recenti condotti dalla Banca d'Italia, l'intenzione di impiegare parte dei fondi ottenuti dall'Eurosistema per riavviare gli impieghi a famiglie e imprese (cfr. il capitolo 4). L'indagine trimestrale sul credito bancario in Italia (*Bank Lending Survey*) indica per il primo trimestre di quest'anno un netto miglioramento dei criteri di offerta dei prestiti (fig. 3.4).

**Figura 3.3**



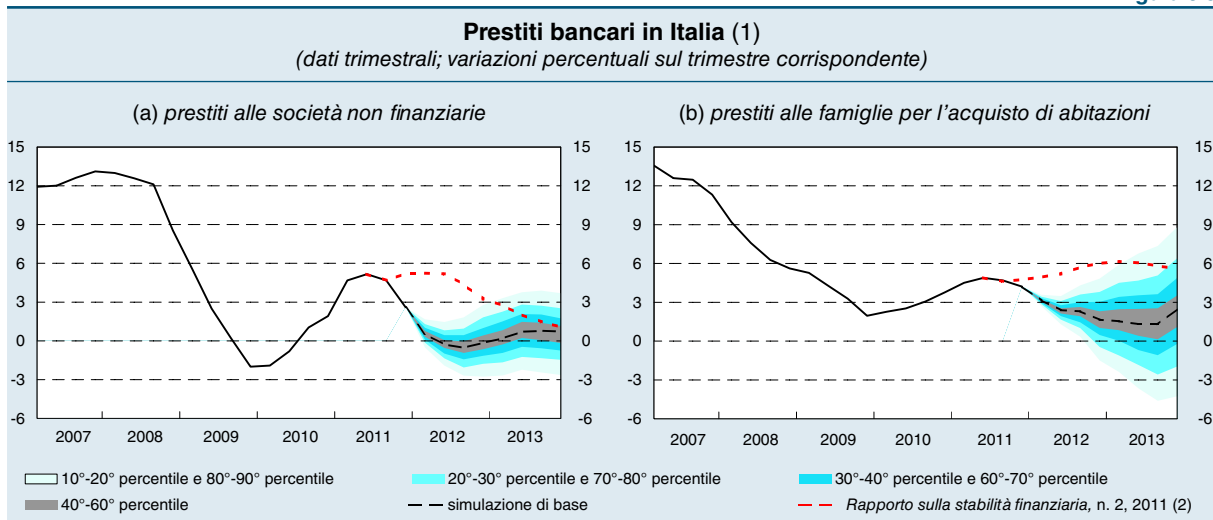
Fonte: Centrale dei rischi e Cerved Group.  
 (1) I dati sono riferiti a un campione di circa 340.000 imprese, ripartite nelle diverse classi di rischio in base allo z-score (un punteggio assegnato dalla Cerved sulla base dei bilanci del 2010). Si definiscono "sane" le imprese con z-score pari a 1 (sicurezza elevata), 2 (sicurezza), 3 (ampia solvibilità) e 4 (solvibilità); "vulnerabili" le imprese con z-score pari a 5 (vulnerabilità) e 6 (vulnerabilità elevata); "rischiose" quelle con z-score pari a 7 (rischio), 8 (rischio elevato) e 9 (rischio molto elevato).

**Figura 3.4**



Fonte: elaborazioni 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 delle condizioni di accesso al credito e la percentuale di risposte indicanti un miglioramento.





(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.

Nostre stime coerenti con l'evoluzione attesa delle principali variabili macroeconomiche indicano che il credito alle società non finanziarie continuerebbe a decelerare per larga parte del 2012 (fig. 3.5.a), per l'effetto ritardato del deterioramento delle condizioni di offerta osservato alla fine dello scorso anno e del rallentamento degli investimenti. La successiva ripresa rifletterebbe il lento miglioramento dell'attività produttiva e il connesso aumento del fabbisogno finanziario. La crescita dei mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si ridurrebbe nell'anno in corso, pur rimanendo positiva, e tornerebbe ad aumentare nel 2013 (fig. 3.5.b) (2).

Questo quadro previsivo incorpora l'ipotesi che le condizioni sul mercato del credito si normalizzino gradualmente nella prima metà dell'anno in corso: l'impatto della crisi del debito sovrano sulle quantità offerte dalle banche svanirebbe nella parte centrale del 2012, riflettendo gli effetti delle misure straordinarie di liquidità dell'Eurosistema, che emergerebbero con una velocità analoga a quella osservata nel periodo successivo al dissesto di Lehman Brothers. Gli effetti della crisi sui tassi attivi sarebbero più persistenti, contribuendo a moderare la dinamica dei prestiti lungo tutto l'orizzonte previsivo.

#### **I margini di incertezza delle previsioni sono ampi**

Le previsioni sono caratterizzate da elevate incertezza. I rischi sono nel complesso orientati al ribasso. La dinamica del credito potrebbe risentire in primo luogo di un possibile peggioramento del quadro macroeconomico. Inoltre, le tensioni sul finanziamento delle banche, ora sopite dagli interventi di natura straordinaria dell'Eurosistema, potrebbero riemergere, inducendo gli intermediari a mantenere un orientamento restrittivo nella concessione dei prestiti; nello stesso senso potrebbero spingere un eventuale ulteriore deterioramento della qualità del credito e le connesse pressioni alla difesa del grado di patrimonializzazione. Questi effetti potrebbero essere in parte controbilanciati da un riassorbimento dei vincoli all'offerta di credito più rapido di quanto ipotizzato, anche in relazione all'eccezionalità delle misure adottate dall'Eurosistema.

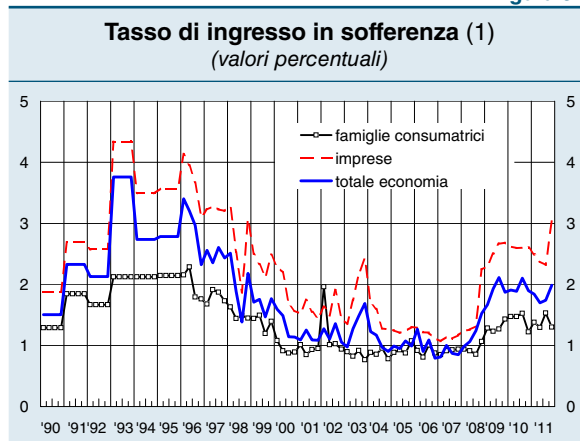
(2) L'andamento qui delineato prefigura una dinamica del credito nel 2012 difforme dalla previsione pubblicata nella scorsa edizione di questo Rapporto. Il cambiamento è in larga parte attribuibile all'aggravamento della crisi del debito sovrano nell'ultimo trimestre del 2011 e alla forte revisione al ribasso della dinamica degli investimenti e del reddito disponibile.

## La qualità del credito

### Peggiora la qualità del credito alle imprese

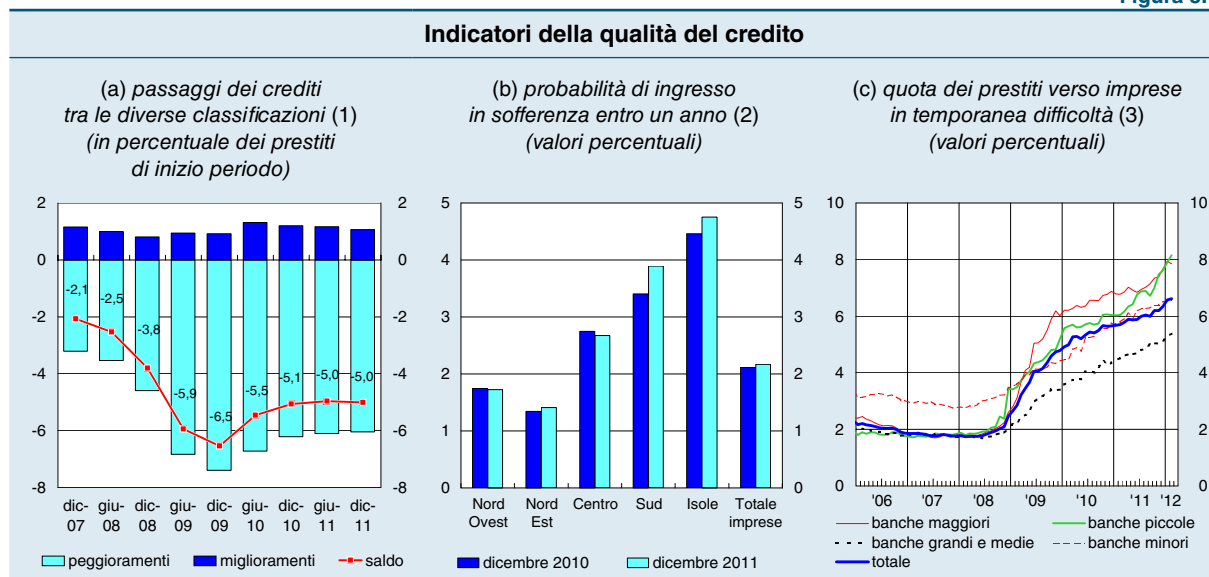
Il peggioramento della congiuntura reale si sta riflettendo sulla qualità del credito alle imprese: il flusso dei prestiti in sofferenza in rapporto agli impieghi complessivi è tornato a crescere per le società non finanziarie (fig. 3.6), soprattutto per quelle delle costruzioni. Gli indicatori prospettici non prefigurano un miglioramento nei prossimi mesi (fig. 3.7): l'indice della qualità del credito basato sulla transizione dei prestiti tra le diverse classificazioni qualitative è stazionario; le probabilità di ingresso in sofferenza entro un anno hanno registrato un aumento, pur lieve. Inoltre, la quota dei prestiti a soggetti in temporanea difficoltà è tornata ad aumentare. Il flusso di sofferenze relative alle famiglie si è invece mantenuto costante in rapporto ai prestiti (cfr. il capitolo 2).

Figura 3.6



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 3.7



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 a febbraio 2012 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre 2008. Banche maggiori: banche appartenenti ai gruppi UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unione di Banche Italiane, Banco Popolare. Banche grandi e medie, piccole e minori sono quelle (appartenenti a gruppi o indipendenti) con totale dei fondi intermediati compresi, nell'ordine, tra 21.532 e 182.052 milioni di euro, tra 3.626 e 21.531 milioni, e inferiori a 3.626 milioni di euro. Sono escluse le filiali di banche estere.

### Il flusso dei crediti in sofferenza tornerebbe a ridursi dalla metà del 2012

Secondo nostre stime, il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti alle imprese tornerebbe a ridursi in maniera graduale nella seconda metà del 2012 (fig. 3.8.a), beneficiando con gli usuali ritardi del miglioramento della congiuntura reale. Per i prestiti alle famiglie, il tasso di ingresso in sofferenza si attesterebbe



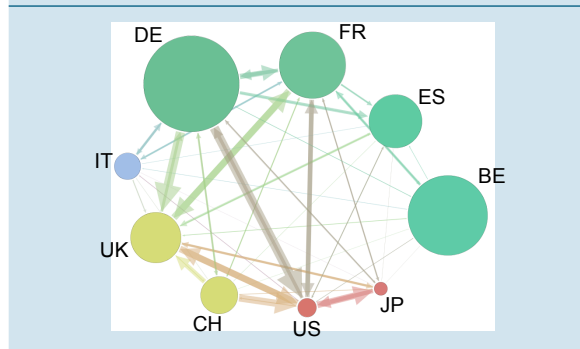
## Le esposizioni al rischio sovrano nell'area dell'euro e le attività sull'estero

### L'esposizione diretta verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna è molto bassa

L'esposizione del sistema bancario italiano verso tutte le categorie di debitori residenti in Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna è bassa (tav. 3.1; l'1,6 per cento delle esposizioni complessive verso residenti nell'area dell'euro a dicembre 2011); all'interno di tale aggregato i rischi sovrani sono trascurabili (poco più di un decimo del totale). Tra i sistemi bancari europei quello italiano è tra i meno esposti verso queste quattro economie (fig. 3.9). Al pari di quelli degli altri maggiori paesi, il nostro sistema è esposto in via indiretta attraverso posizioni creditorie verso banche estere a loro volta esposte verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna. Anche questa esposizione (la cui entità è indicata nel grafico dallo spessore delle frecce tra paesi) è assai più contenuta che all'estero: alle banche italiane fa capo una quota del 4 per cento del complesso dell'esposizione interbancaria tra i nove sistemi bancari nel grafico, a fronte di una media dell'11.

Figura 3.9

**Esposizione diretta e indiretta delle banche dei principali paesi industriali verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna (1)**  
(settembre 2011)



Fonte: BRI.

(1) La dimensione delle sfere è proporzionale all'esposizione diretta delle banche di ciascun paese verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, in percentuale degli attivi totali dell'intero sistema (per la Spagna non è incluso il credito verso residenti). Le frecce indicano la direzione dei crediti interbancari tra i due paesi connessi; il loro spessore indica l'entità dell'esposizione. Codifica dei paesi: BE = Belgio, CH = Svizzera, DE = Germania, ES = Spagna, FR = Francia, IT = Italia, JP = Giappone, UK = Regno Unito, US = Stati Uniti.

Tavola 3.1

**Esposizioni dei gruppi e delle banche italiane verso residenti nei paesi dell'area dell'euro per settore di controparte (1)**  
(miliardi di euro al 31 dicembre 2011)

PAESI	Settore pubblico	Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	In percentuale sul totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2)
Italia	272,0	122,8	99,1	1.516,3	2.010,1	78,9 (3)
Germania	37,7	39,2	10,5	94,2	181,6	14,4
Austria	11,1	9,3	1,8	55,8	78,1	39,4
Francia	1,8	19,9	4,3	7,4	33,4	3,8
Spagna	4,7	4,3	4,3	8,3	21,6	4,3
Lussemburgo	0,4	5,3	9,4	4,1	19,2	5,2
Paesi Bassi	0,1	4,1	5,9	6,0	16,1	2,7
Irlanda	0,4	3,2	8,1	0,4	12,1	3,8
Portogallo	0,4	1,1	0,3	0,8	2,5	1,8
Grecia	0,6	0,1	0,1	0,9	1,7	2,0
Altri (4)	4,2	2,2	1,2	17,5	25,1	3,8
<b>Totale</b>	<b>333,4</b>	<b>211,4</b>	<b>144,9</b>	<b>1.711,7</b>	<b>2.401,4</b>	

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. Il dato include anche i titoli acquisiti da alcuni gruppi attraverso contratti *structured repo* (o *long term repo*), operazioni a lungo termine che generano per l'intera durata dell'operazione un rendimento proporzionale al differenziale tra la remunerazione dei titoli sottostanti e i costi di finanziamento; tali transazioni (usualmente assistite da specifiche forme di garanzia a vantaggio delle controparti delle banche italiane) assumono nel complesso importanza limitata ai fini della quantificazione delle esposizioni verso il debito sovrano italiano data la loro ridotta dimensione (circa 10 miliardi). – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere verso ciascun paese a settembre 2011, 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 gruppi e banche estere, sia tramite stabilimenti in Italia sia operanti cross-border. – (4) La voce include: Slovenia, Slovacchia, Belgio, Finlandia, Cipro, Malta.

**L'esposizione verso il debito sovrano italiano, invariata nel 2011...**

Alla fine dello scorso dicembre l'esposizione complessiva del sistema bancario italiano verso il settore pubblico domestico ammontava a 272 miliardi di euro, il 10 per cento delle attività complessive, ed era detenuta in gran parte sotto forma di titoli pubblici (211 miliardi), a fronte di una quota limitata di crediti. Con riferimento ai cinque maggiori gruppi, l'esposizione complessiva era di 164 miliardi, di cui 116 sotto forma di titoli, classificati per circa un quarto tra le attività detenute per finalità di negoziazione (trading book). L'esposizione delle banche italiane verso il settore pubblico domestico mediante credit default swap (CDS) rimane del tutto trascurabile (cfr. il par. 4.3).

**...è aumentata nei primi mesi del 2012**

Nei primi due mesi del 2012 le banche operanti in Italia hanno acquistato titoli pubblici italiani, ponendo fine alle vendite effettuate nello scorcio del 2011 sotto la pressione dell'instabilità dei mercati della provvista all'ingrosso (fig. 3.10). Gli acquisti netti ammontano a 45 miliardi e sono stati classificati prevalentemente nel banking book. Tenendo conto della rivalutazione dei corsi registrata dall'inizio dell'anno (circa 13 miliardi), il valore della consistenza dei titoli sovrani delle banche è cresciuto di circa 58 miliardi rispetto alla fine di dicembre. Gli acquisti effettuati dai primi dieci gruppi bancari sono stati pari a 20 miliardi; la parte restante è stata acquistata dagli altri gruppi e dalle banche di medie e piccole dimensioni non appartenenti a gruppi.

Gli acquisti di titoli di Stato effettuati dalle banche italiane nel primo bimestre del 2012 sembrano essere stati sospinti prevalentemente dalla riduzione del rischio sovrano e dalla prospettiva di guadagni in conto capitale, che nel periodo in esame si sono in effetti materializzati. Essi sembrano solo in parte connessi con l'ammontare del rifinanziamento a più lungo termine presso la BCE. In primo luogo, alla prima operazione a tre anni hanno partecipato soprattutto i gruppi maggiori, meno coinvolti negli acquisti. Inoltre più di un terzo degli acquisti netti ha riguardato BOT, con durata all'emissione pari o inferiore a un anno: l'investimento sarebbe quindi almeno in parte temporaneo, pronto per essere eventualmente smobilizzato per far fronte agli ingenti rimborsi di obbligazioni che si profilano nei prossimi mesi (cfr. il par. 3.3) e per finanziare una eventuale ripresa della domanda di credito.

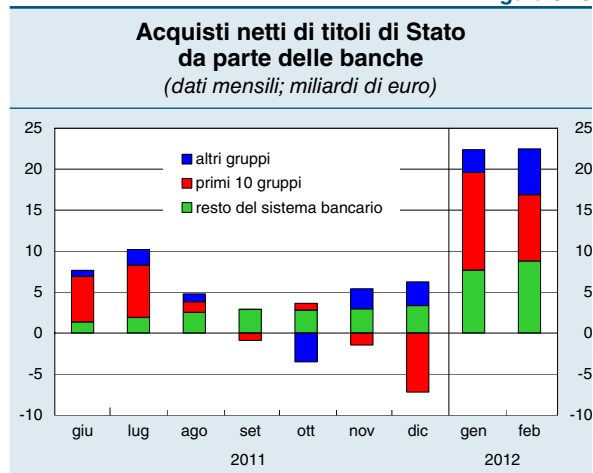
**Rimane rilevante l'esposizione nei paesi dell'Europa centrale e orientale, dove il PIL continua a crescere...**

All'esterno dell'area dell'euro le banche italiane mostrano un'operatività rilevante nei confronti delle economie dell'Europa centrale e orientale, che secondo la valutazione del Fondo monetario internazionale nel 2012 dovrebbero nel complesso continuare a crescere, pur rallentando (con prospettive più favorevoli in Polonia). Non vi sono segnali di significativi mutamenti delle esposizioni delle banche italiane verso tali paesi (fig. 3.11).

**...ma con fragilità finanziarie...**

I principali rischi in quest'area sono legati al deterioramento della qualità del credito, anche in ragione dell'elevata percentuale di prestiti espressa in valute diverse da quella locale (circa il 50 per cento con riferimento ai due maggiori gruppi italiani). I rischi che potrebbero derivare da una massiccia e simultanea uscita dei gruppi bancari esteri dai paesi emergenti dell'Europa centrale e orientale sono attenuati dalla cosiddetta *Vienna Initiative*, riaffermata nello scorso marzo dalle principali istituzioni finanziarie e banche internazionali. In particolare,

Figura 3.10



Fonte: segnalazioni individuali delle banche operanti in Italia.

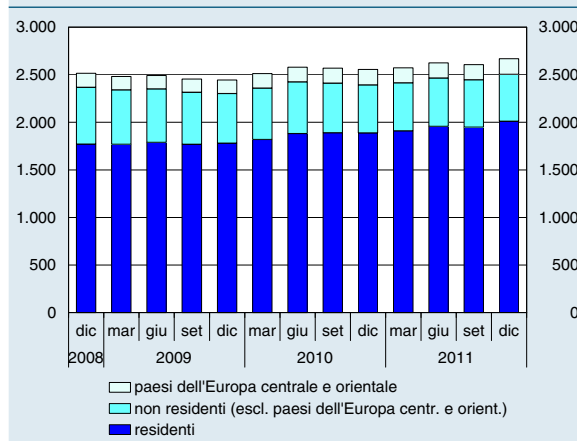
sono stati stabiliti principi di cooperazione tra autorità di vigilanza locali ed estere, al fine di favorire il trasferimento internazionale della liquidità e del capitale delle banche ed evitare che misure prese da singole autorità nazionali possano avere effetti indesiderati sulla stabilità del sistema finanziario di altri paesi.

**...a fronte delle quali le banche italiane adottano politiche prudenti**

A fronte dell'aumento della consistenza delle attività deteriorate nei paesi dell'Europa centrale e orientale (al 9,8 per cento delle esposizioni complessive nello scorso dicembre, dall'8,6 di un anno prima), le due maggiori banche italiane (caratterizzate da un significativo volume di attività in quest'area) hanno ulteriormente aumentato il flusso complessivo delle rettifiche in rapporto alla consistenza dei prestiti (in media a 189 punti base nel dicembre 2011, contro 151 in giugno); la consistenza degli accantonamenti alla fine del 2011 era pari al 46 per cento del complesso dei crediti deteriorati (42 per cento a fine 2010). Le due banche hanno seguito politiche particolarmente prudenti laddove i rischi creditizi sono più elevati (soprattutto in Romania, Ungheria e Ucraina).

Figura 3.11

**Esposizione in crediti e titoli dei gruppi e delle banche italiane verso residenti e non residenti (1)**  
(miliardi di euro)



(1) Dati trimestrali, consolidati per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppo. Esposizione in crediti e titoli a fine trimestre verso controparti bancarie, finanziarie, governi, famiglie e imprese; non sono compresi i rapporti intra-gruppo.

### 3.3 LA PROVVISATA DELLE BANCHE, IL RISCHIO DI LIQUIDITÀ, IL RISCHIO DI RIFINANZIAMENTO

**La raccolta complessiva continua a espandersi grazie al rifinanziamento presso l'Eurosistema**

Nei mesi più recenti l'aumento del ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema (cfr. il capitolo 4) ha consentito alla raccolta bancaria di continuare a espandersi; un contributo positivo è inoltre venuto dalla crescita delle obbligazioni sottoscritte dalle famiglie. I depositi dei residenti sono rimasti stabili in febbraio (cfr. il riquadro: *Il recente andamento dei depositi dei residenti*). All'interno di questo aggregato i depositi delle famiglie hanno ripreso a crescere, dopo il calo di gennaio. I depositi dei non residenti hanno invece registrato una riduzione.

#### IL RECENTE ANDAMENTO DEI DEPOSITI DEI RESIDENTI

In febbraio la dinamica dei depositi dei residenti è tornata nulla, dopo aver registrato valori lievemente negativi nei mesi recenti (figura). Si osservano andamenti differenziati tra le componenti, in parte connessi con fattori di natura straordinaria. A fronte della moderata espansione dei depositi delle famiglie, il contributo della componente relativa alle società non finanziarie è negativo, pur se attenuato rispetto agli ultimi mesi dello scorso anno, quando aveva risentito del marcato irrigidimento delle condizioni di offerta di credito. Indicazioni che le imprese abbiano ridotto i mezzi liquidi detenuti sotto forma di depositi in risposta alla minore disponibilità di prestiti sono fornite sia dall'indagine condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, sia dalla correlazione positiva (calcolata sui dati relativi alle singole banche) tra la riduzione dei depositi e quella dei prestiti alle imprese.

Il contributo dei depositi delle Amministrazioni pubbliche è stato leggermente negativo nel corso del 2011. Il dato di febbraio 2012 riflette un deflusso per oltre 4 miliardi, spiegato in larga parte dal ripristino del regime di Tesoreria unica, che sta determinando l'accentramento dei depositi bancari delle Amministrazioni pubbliche nei conti detenuti presso la Banca d'Italia. Gli effetti del provvedimento, stabilito nell'ambito degli interventi di consolidamento della finanza pubblica (decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1), si protrarranno fino ad aprile (per una cifra stimabile in altri 5 miliardi circa).

Dopo aver contribuito al calo dei depositi dei residenti per gran parte del 2011, i depositi delle imprese finanziarie, caratterizzati da elevata volatilità, hanno accelerato da dicembre, beneficiando in parte di operazioni di natura straordinaria. In particolare, si sono registrati incrementi dei depositi in conto corrente detenuti dalle controparti centrali, in connessione con l'aumento dei margini sulle transazioni in titoli di Stato italiani degli ultimi mesi del 2011, e di quelli detenuti da società assicurative, in relazione a operazioni di riorganizzazione di uno dei principali intermediari.

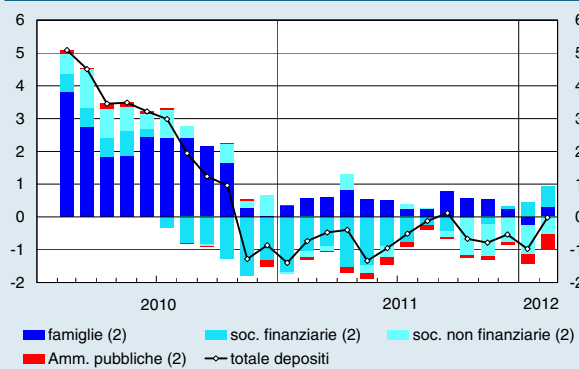
Alla fine di febbraio la raccolta delle banche italiane, al netto della componente interbancaria domestica, era costituita per il 47,5 per cento da depositi sull'interno, per il 25,3 per cento da obbligazioni e per l'8,4 per cento da passività nei confronti della BCE (fig. 3.12). La parte restante era rappresentata da passività sull'estero, il cui ammontare ha registrato importanti variazioni nel periodo recente (cfr. il riquadro: *La raccolta sull'estero delle banche italiane*).

#### Il costo della raccolta scende lievemente

Il ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema ha consentito alle banche di ridurre lievemente il costo complessivo della raccolta rispetto a giugno 2011 (1,6 per cento a febbraio 2012, contro 1,7). Il calo determinato dal basso costo del rifinanziamento presso la Banca centrale è stato compensato dall'incremento dei tassi corrisposti sui depositi a termine e sulle obbligazioni.

Figura

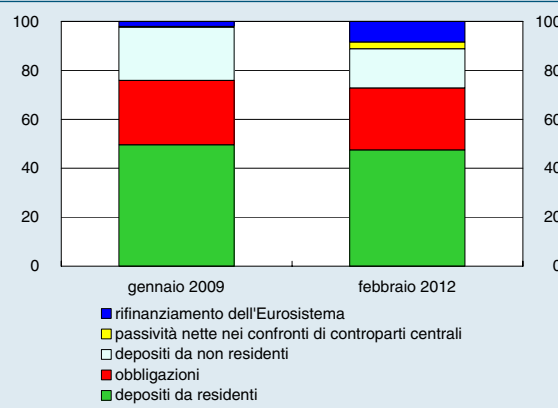
#### Depositi bancari in Italia, per settore detentore (1) (variazioni percentuali sui 12 mesi e contributi)



(1) Al netto dei PCT nei confronti degli "enti preposti al funzionamento dei mercati" e dei depositi con durata prestabilita connessi con l'attività di cartolarizzazione. I tassi di crescita sono corretti per tenere conto di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni. – (2) Contributi alla variazione sui 12 mesi.

Figura 3.12

#### Composizione della raccolta bancaria in Italia (1) (valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Non sono considerate le passività nei confronti di istituzioni finanziarie monetarie residenti. Le passività nette nei confronti di controparti centrali rappresentano la raccolta in pronti contro termine con non residenti effettuata per mezzo di tali intermediari.

### LA RACCOLTA SULL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE

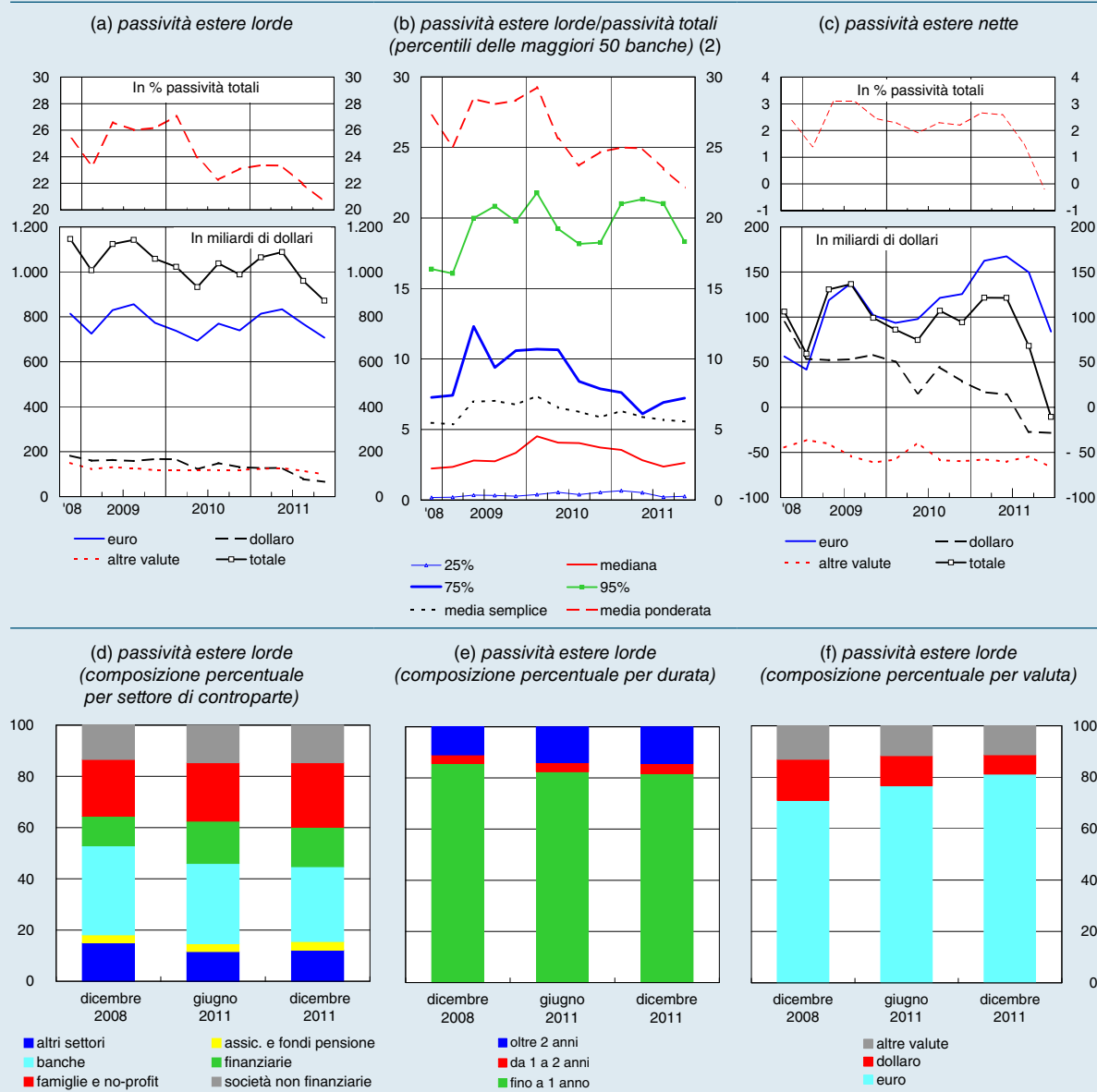
Alla fine del 2011 le passività estere lorde delle banche italiane (escluso l'Eurosistema) ammontavano a 870 miliardi di dollari (il 21 per cento delle passività complessive; fig. A.a). La raccolta estera fa capo quasi esclusivamente agli intermediari di maggiori dimensioni; considerando le prime 50 banche,

l'incidenza della raccolta estera sul totale è eterogenea, con una quota del 3 per cento per la banca mediana (fig. A.b).

Fino all'estate del 2011 le banche italiane erano caratterizzate da una posizione debitoria netta sull'estero per circa 100 miliardi di dollari (poco più del 2 per cento del passivo). Con l'aggravarsi della crisi del debito sovrano, le passività nette sono scese bruscamente, fino a trasformarsi in una posizione netta leggermente creditoria alla fine del 2011 (fig. A.c).

Figura A

**Banche italiane: passività lorde, attività lorde e passività nette verso controparti estere (1)**  
(dati trimestrali)



(1) Sono presi in considerazione i gruppi bancari italiani (dati consolidati) e le banche individuali italiane; sono dunque escluse filiazioni e filiali di banche estere. – (2) Rapporto tra passività estere lorde e passività totali, in valori percentuali. Dati relativi alle prime 50 banche italiane per totale dell'attivo alla fine del 2011. La figura mostra le serie storiche trimestrali dei valori medi (sia ponderati per il totale dell'attivo, sia non ponderati), del valore mediano e dei percentili relativi ai valori soglia indicati in legenda.

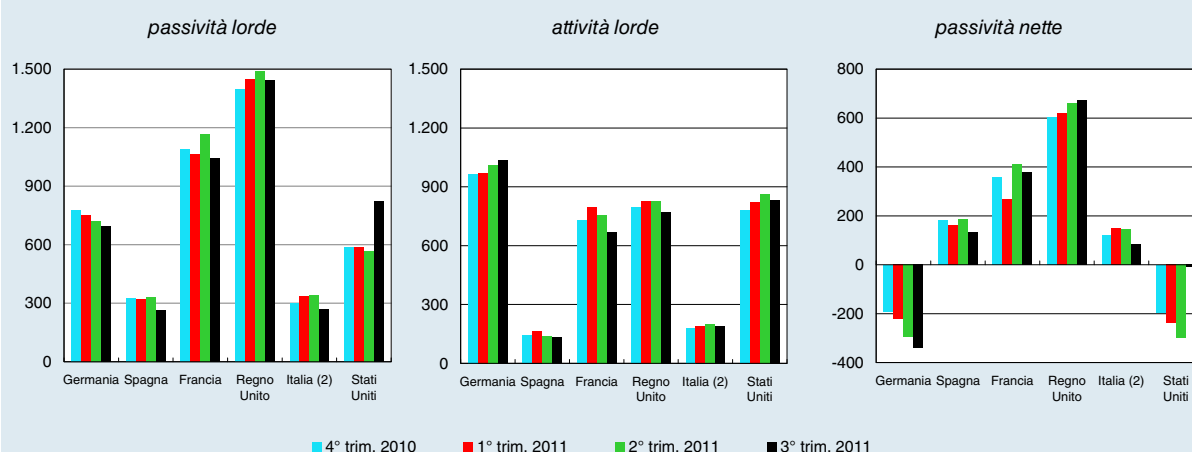


La rapidità di questo mutamento riflette le caratteristiche della provvista estera, quali la prevalenza di prestiti con breve durata – soggetti a rinnovo frequente – presso banche e altre istituzioni finanziarie estere, che tipicamente rivedono le proprie esposizioni con tempestività al mutare delle condizioni dei mercati. Ha inoltre influito la denominazione in valuta estera di parte della provvista, che richiede una gestione del rischio di cambio che nelle fasi di tensione diviene particolarmente onerosa. In linea con queste valutazioni, il cambiamento della posizione estera netta delle banche italiane osservato nei mesi più recenti ha riguardato la raccolta lorda effettuata presso banche e società finanziarie (fig. A.d), su scadenze inferiori a un anno (fig. A.e) e in valute diverse dall'euro (principalmente, dollari statunitensi e sterline; fig. A.f). La provvista estera presso famiglie e imprese si è ridotta in misura contenuta e il suo peso relativo sulla raccolta totale è cresciuto (al 40 per cento del totale). Una tale evoluzione sottolinea l'esigenza, al fine di contenere il rischio di finanziamento delle banche, di mantenere un'adeguata diversificazione delle fonti di provvista nonché un'attenta gestione della trasformazione delle scadenze e della posizione in cambi.

Un confronto con i sistemi bancari degli altri paesi avanzati, limitato ai prestiti erogati a controparti bancarie (1), mostra che le passività interbancarie estere lorde delle banche italiane sono relativamente ridotte (fig. B); le passività nette sono anch'esse tra le più basse, ma il divario con gli altri paesi è più contenuto.

Figura B

**Banche dei paesi avanzati: passività lorde, attività lorde e passività nette verso controparti bancarie estere (1)**  
(miliardi di dollari)



Fonte: elaborazioni su dati BRI.

(1) Dati basati sulle esposizioni consolidate dei sistemi bancari nazionali pubblicate dalla BRI, *Detailed tables on preliminary locational and consolidated banking statistics at end-September 2011*, gennaio 2012, tavola 9. Le passività lorde sono stimate; per la metodologia di stima, si veda la nota (1) del riquadro. – (2) Per comparabilità con gli altri paesi, anche i dati relativi alle banche italiane sono tratti dal campione BRI.

(1) Le statistiche della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) sulle esposizioni transfrontaliere dei sistemi bancari nazionali su base consolidata (BRI, *Detailed tables on preliminary locational and consolidated banking statistics at end-September 2011*, gennaio 2012, tavola 9) stimano per le banche di ciascun paese le attività vantate verso le banche estere. Tali statistiche consentono di stimare le passività lorde verso banche estere, ottenute come somma delle corrispondenti posizioni attive segnalate dalle banche di tutti gli altri paesi partecipanti. La stima delle passività lorde così calcolata per il sistema bancario italiano è confrontabile con quella riportata nella fig. A.d. La discrepanza tra le due misure è contenuta ed è dovuta principalmente: (a) alla natura campionaria della rilevazione BRI (cui partecipano 24 paesi, rappresentativi di un'ampia quota delle esposizioni cross-border a livello mondiale); (b) alla mancata attribuzione, nei dati BRI, di alcune poste ai gruppi italiani (nelle tavole ultimate risk della BRI le esposizioni delle filiali estere sono in genere allocate al paese della casa madre mentre per le filiazioni il trasferimento sulla casa madre vale solo se questa ha prestato una garanzia esplicita); (c) all'adozione di diversi criteri di valutazione su poste reciproche (ad esempio, se il creditore ha registrato una perdita, anche parziale, mentre la controparte continua a valutare il debito al valore nominale).

**Si sono significativamente ridotti i rischi di rifinanziamento...**

Gli intermediari italiani detengono risorse liquide per fronteggiare le passività in scadenza e per finanziare l'economia. Per il complesso dei 32 gruppi bancari italiani oggetto del monitoraggio settimanale della liquidità da parte della Banca d'Italia, le scadenze di obbligazioni collocate presso investitori istituzionali sono distribuite in maniera pressoché uniforme nei prossimi dodici mesi (fig. 3.13). La raccolta effettuata mediante le due operazioni di durata triennale presso la BCE è in grado di coprire per intero tali scadenze nel prossimo biennio; lo stesso vale per i primi cinque gruppi.

**...ma è necessario riattivare la raccolta all'ingrosso**

I fondi della banca centrale non possono tuttavia rappresentare una fonte di provvista permanente. È essenziale che le banche mantengano l'accesso ai mercati internazionali della raccolta all'ingrosso, sia a breve sia a medio e a lungo termine. Nei primi mesi di quest'anno quattro banche, pur avendo fatto abbondante provvista di liquidità a lungo termine presso l'Eurosistema, hanno emesso obbligazioni sui mercati internazionali per circa 6 miliardi, in gran parte dei casi con scadenze superiori a quelle delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. Il successivo riemergere delle tensioni sul debito sovrano e il concomitante peggioramento delle condizioni sui mercati all'ingrosso hanno contribuito a un nuovo calo delle emissioni.

**La posizione di liquidità è fortemente migliorata**

La posizione di liquidità a breve termine delle banche italiane ha registrato una significativa distensione (fig. 3.14), salendo su valori superiori a quelli precedenti l'avvio della crisi finanziaria. Attualmente un rischio per la capacità di provvista del sistema bancario italiano deriva da possibili nuove riduzioni dei rating delle banche domestiche e delle loro emissioni.

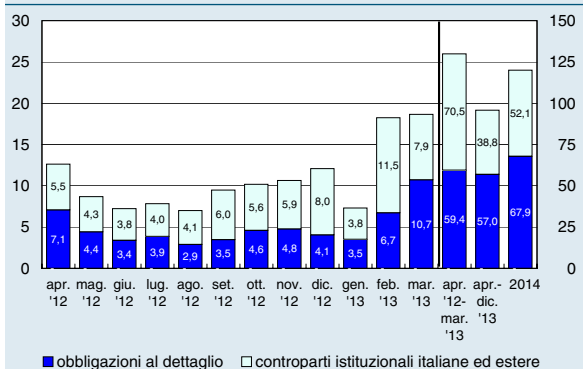
### 3.4 IL RISCHIO DI TASSO DI INTERESSE E IL RISCHIO DI MERCATO

**L'esposizione al rischio di tasso di interesse è contenuta**

L'esposizione delle banche italiane al rischio di tasso di interesse rimane bassa. In base ai dati relativi a un campione di 11 grandi banche che utilizzano modelli interni per quantificare gli effetti di movimenti della curva dei tassi privi di rischio, la variazione di valore di attività e passività provocata da uno spostamento

**Figura 3.13**

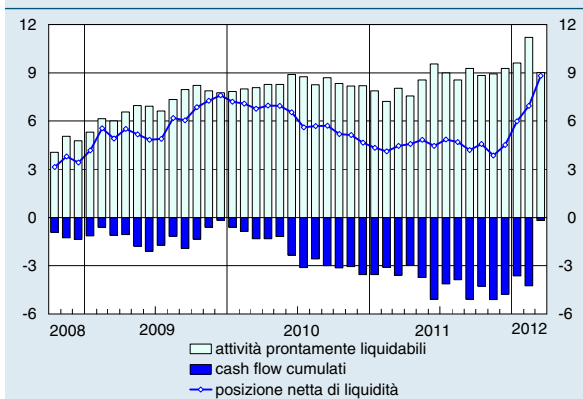
**Scadenze di obbligazioni bancarie per detentore (1)**  
(miliardi di euro)



Fonte: dati relativi a un campione di 32 gruppi bancari trasmessi alla Banca d'Italia nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità. (1) Dati aggiornati al 31 marzo 2012. I dati non comprendono le obbligazioni con garanzia statale ai sensi del decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201.

**Figura 3.14**

**Posizione di liquidità a un mese dei gruppi sottoposti a monitoraggio (1)**  
(in percentuale dell'attivo)



Fonte: dati relativi a un campione di 32 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 i flussi di cassa cumulati attesi e le attività prontamente liquidabili. Queste ultime includono: gli attivi disponibili, non impegnati, utilizzabili come garanzia (eligible) presso l'Eurosistema (comprensivi dei titoli derivanti da operazioni di pronti contro termine attivi); le stime aziendali sui crediti eligible per il rifinanziamento in BCE ma non ancora stanziati; il saldo disponibile sui conti presso la banca centrale alla fine della giornata; le attività conferite al Mercato interbancario collateralizzato e non utilizzate a garanzia di finanziamenti ricevuti. L'orizzonte temporale di riferimento per i flussi cumulati e le attività prontamente liquidabili è di un mese; in via prudenziale, tutte le scadenze con controparti istituzionali si assumono non rinnovate.

parallelo di 200 punti base, sia al ribasso sia al rialzo, dell'intera struttura dei rendimenti (approssimata dalla curva dei tassi swap) determinerebbe un impatto significativamente inferiore alla soglia di attenzione definita dal Comitato di Basilea (20 per cento del patrimonio di vigilanza). Nella maggior parte dei casi lo scenario sfavorevole è rappresentato da un innalzamento della curva.

**Si è ridimensionato l'aumento dei rischi di mercato registrato nella parte finale del 2011**

Sebbene le banche non abbiano significativamente aumentato l'esposizione in strumenti finanziari, dalla metà del 2011 è cresciuta l'esposizione ai rischi di mercato (valutata in base ai VaR che le banche calcolano sui titoli detenuti sia a fini di negoziazione sia come riserva di liquidità), come riflesso dell'innalzamento della volatilità dei mercati finanziari. Tale tendenza si è attenuata nei primi mesi del 2012, per effetto dei segnali di distensione sui mercati.

### 3.5 IL PATRIMONIO E LA REDDITIVITÀ

**Prosegue il rafforzamento patrimoniale delle banche italiane**

Il patrimonio dei 14 principali gruppi bancari quotati si è rafforzato, come risultato soprattutto dei consistenti aumenti di capitale; un contributo è derivato in alcuni casi dall'accantonamento a riserva di parte degli utili. Il coefficiente relativo al patrimonio di migliore qualità (core tier 1 ratio) è salito all'8,8 per cento alla fine del 2011; tenendo conto dell'aumento di capitale realizzato da UniCredit quest'anno, il core tier 1 ratio sale ulteriormente al 9,3 per cento (fig. 3.15). I coefficienti relativi al patrimonio di base (tier 1 ratio) e a quello complessivo (total capital ratio) sono aumentati al 10,3 e al 13,5 per cento, rispettivamente. La leva finanziaria dei 14 principali gruppi italiani, misurata dal rapporto tra il totale delle attività di bilancio e il patrimonio di base, risulta significativamente inferiore a quella osservata in media per un campione di grandi banche europee (18 contro 33).

**I piani per l'EBA delle banche italiane non implicano una significativa riduzione del credito**

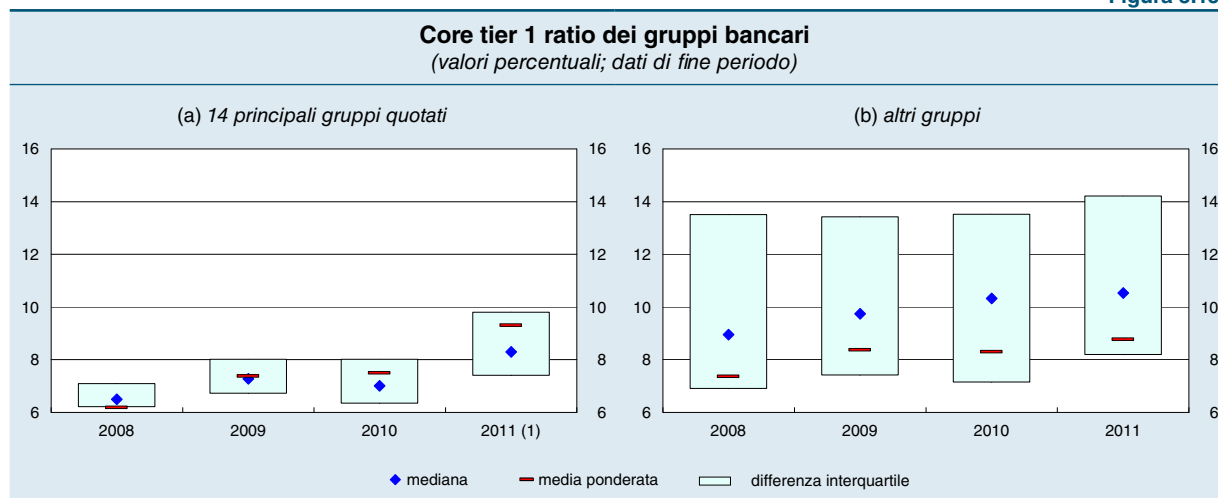
La richiesta di aumento di capitale avanzata dalla European Banking Authority (EBA) (3) nel dicembre del 2011 ha interessato quattro delle cinque banche italiane partecipanti all'esercizio (UniCredit, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e Unione di Banche Italiane), per un importo complessivamente pari a 15,4 miliardi di euro. In gennaio tali intermediari hanno trasmesso alla Banca d'Italia i piani definiti per raggiungere l'obiettivo. Uno di essi (UniCredit) ha già completato un aumento di capitale che soddisfa interamente le esigenze patrimoniali. I piani delle altre banche indicano una pluralità di iniziative (cessione di attività, operazioni di capital management, capitalizzazione degli utili, validazione dei modelli interni, operazioni su strumenti ibridi esistenti). La Banca d'Italia ha chiesto agli intermediari di impostare politiche dei dividendi e criteri di remunerazione dei dirigenti in grado di contribuire al raggiungimento degli obiettivi di capitalizzazione individuati dall'EBA. Nel complesso, i piani condivisi in aprile dalle banche con la Vigilanza non implicano una significativa riduzione del credito all'economia.

**Le prospettive per la redditività rimangono incerte**

Nel 2011 l'insieme dei cinque maggiori gruppi bancari italiani ha registrato una perdita pari a circa 26 miliardi (a fronte di un utile di 5 nel 2010). Il risultato è interamente riconducibile a ingenti svalutazioni a tantum degli avviamenti, effettuate al fine di allineare i bilanci all'evoluzione dei mercati nei mesi scorsi,

(3) A seguito di una decisione del Consiglio europeo dello scorso ottobre, l'EBA ha richiesto, con una raccomandazione emanata l'8 dicembre, a 71 intermediari europei di costituire, ove necessario, un cuscinetto addizionale di capitale tale da portare, entro giugno del 2012, il rapporto tra capitale di qualità più elevata (core tier 1) e attività ponderate per il rischio al 9 per cento, dopo aver valutato le esposizioni verso gli emittenti sovrani detenute alla fine di settembre del 2011 in base al valore di mercato alla stessa data.

Figura 3.15



Fonte: segnalazioni consolidate di vigilanza.

(1) Il dato tiene conto dell'aumento di capitale effettuato da UniCredit all'inizio del 2012.

accrescendone la trasparenza (4). Escludendo tali svalutazioni non si sarebbero registrate perdite per nessuna banca.

Le prospettive per la redditività bancaria rimangono incerte. Da un lato, l'allentamento delle pressioni sul fronte della raccolta e l'aumento dei tassi attivi registrato nel 2011 contribuiscono a sostenere il margine di interesse; dall'altro, il rallentamento dell'attività produttiva potrebbe provocare una stagnazione del credito e un nuovo, prolungato deterioramento della qualità degli attivi bancari, tornando ad alimentare le rettifiche di valore e gli accantonamenti. Al di là del breve termine, le banche devono proseguire l'azione volta a conseguire ulteriori, significativi guadagni di efficienza.

### 3.6 LE PROCEDURE DI GESTIONE DELLE CRISI

**Le crisi hanno riguardato intermediari di dimensione molto contenuta, in larga misura tornati a operare con regolarità**

A partire dal 2009 sono stati assoggettati ad amministrazione straordinaria e gestione provvisoria 35 intermediari (fig. 3.16): 28 banche, una capogruppo di un gruppo bancario, 4 SGR, una SIM, un istituto di moneta elettronica, contro 9 nel triennio precedente. Agli intermediari interessati (per lo più di piccole dimensioni) fa capo l'1,1 per cento degli affidamenti creditizi del sistema bancario. L'incremento del numero delle crisi è ascrivibile soprattutto a irregolarità e violazioni normative dovute a debolezze negli assetti di governo aziendale e di controllo del processo creditizio (con un conseguente deterioramento dei presidi dei rischi), spesso associati a violazioni degli obblighi di anticiclaggio e di correttezza nei confronti della clientela.

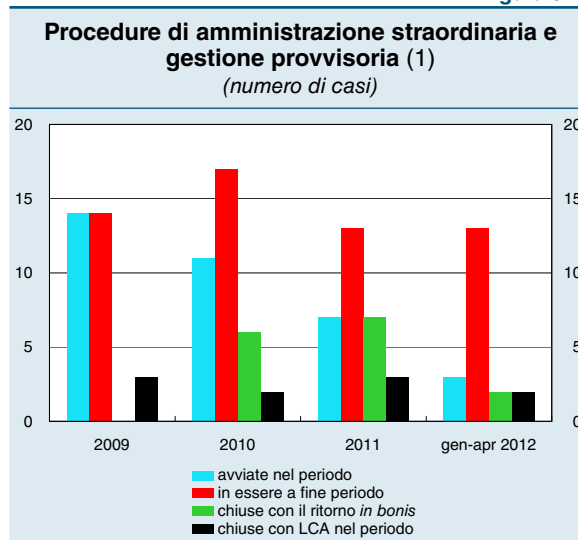
Gli strumenti dell'amministrazione straordinaria o della gestione provvisoria (che consente di contenere i tempi dell'intervento) sono stati utilizzati in maniera preventiva, al fine di limitare i casi di deterioramento non reversibile delle situazioni aziendali. Per effetto di questa strategia, in quasi due terzi delle 25 procedure chiuse gli intermediari sono tornati alla gestione ordinaria (talvolta a seguito

(4) Le rettifiche di valore (*impairment*) degli avviamenti iscritti nell'attivo vanno rilevate, in base alle norme contabili, in conto economico e rappresentano un costo d'esercizio che concorre alla formazione del risultato del periodo. Esse non influenzano il patrimonio di vigilanza, che viene calcolato deducendo il valore dell'avviamento.

di aggregazioni). Negli altri casi le procedure sono invece sfociate nella liquidazione coatta amministrativa.

In prospettiva, i principali rischi per gli intermediari di piccola dimensione sono connessi, oltre che con lo sfavorevole quadro macroeconomico, con le carenze degli assetti di governo e controllo interno. L'attenzione della Vigilanza si concentra sugli indicatori che possono segnalare squilibri (crescita eccessiva degli impieghi in rapporto alla raccolta, carenze nel processo di erogazione del credito, elevata concentrazione degli affidamenti, soprattutto nel comparto immobiliare, alta incidenza dei costi operativi) e sugli assetti di governo aziendale. Viene incoraggiata l'elaborazione di credibili piani di risanamento e, nei casi più problematici, l'individuazione di nuovi e più qualificati organi di vertice, in grado di assicurare discontinuità gestionale.

Figura 3.16



(1) Nella legenda, LCA sta per liquidazione coatta amministrativa. Le procedure chiuse con il ritorno *in bonis* sono quelle in cui l'intermediario è tornato all'amministrazione ordinaria, anche attraverso operazioni di acquisizione.

### 3.7 LE ASSICURAZIONI

#### Gli indicatori di mercato segnalano prospettive incerte

Gli indicatori di mercato delle compagnie di assicurazione continuano a segnalare prospettive incerte. L'indice azionario di settore è sui livelli minimi dal 2007 (fig. 3.17.a); gli utili previsti dagli analisti finanziari sono stagnanti (fig. 3.17.b); le attese di insolvenza desunte dai mercati azionari sono peggiorate.

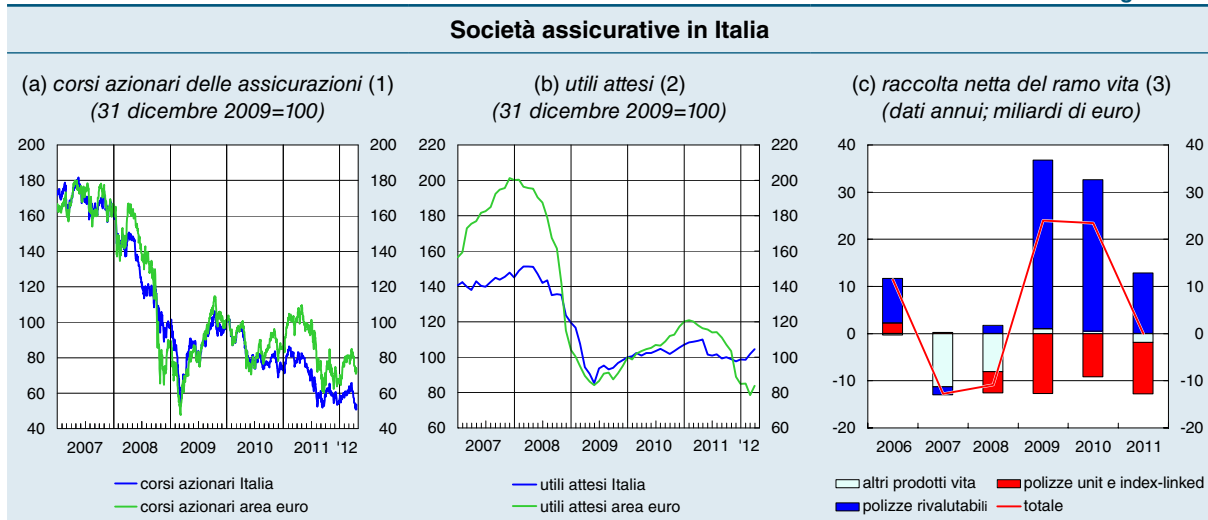
#### La redditività ha risentito della recente crisi del debito sovrano...

I risultati di bilancio del 2011 risentono dell'andamento negativo dei mercati nella seconda metà dell'anno; pesano in particolare i rischi sovrani, sebbene le compagnie possano avvalersi, fino all'entrata in vigore della nuova normativa prudenziale europea, della facoltà di non contabilizzare le minusvalenze sui titoli di Stato, a fronte della costituzione di riserve indisponibili.

#### ...e di un indebolimento della raccolta netta

La redditività risente inoltre dei risultati negativi della gestione tecnica del ramo vita. Nel 2011 la raccolta al netto delle uscite per oneri e riscatti si è pressoché annullata (fig. 3.17.c), per effetto sia del calo delle sottoscrizioni, sia dell'aumento delle richieste di rimborso anticipato del capitale maturato; la flessione è stata accentuata per i prodotti con maggiore contenuto finanziario e per quelli collocati mediante il canale bancario.

In prospettiva, la domanda di prodotti del ramo vita potrebbe essere penalizzata sia dalla debolezza congiunturale sia da uno spiazzamento da parte dei prodotti bancari. Nel ramo danni, la raccolta premi ha continuato a crescere grazie soprattutto all'aumento dei prezzi unitari delle coperture assicurative del comparto della responsabilità civile automobilistica. L'andamento della gestione tecnica del ramo danni dipenderà in parte dagli effetti delle recenti riforme del settore, volte da una parte a contenere i prezzi – stimolando la concorrenza tra le compagnie – e dall'altra a ridurre i costi dei risarcimenti, in particolare nel segmento della responsabilità civile automobilistica.



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream, IBES e ANIA.  
 (1) Dati giornalieri. – (2) Valore medio degli utili per azione attesi 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. – (3) Raccolta premi al netto delle uscite per oneri e rimborsi.

### 3.8 GLI EXCHANGE-TRADED FUNDS IN ITALIA

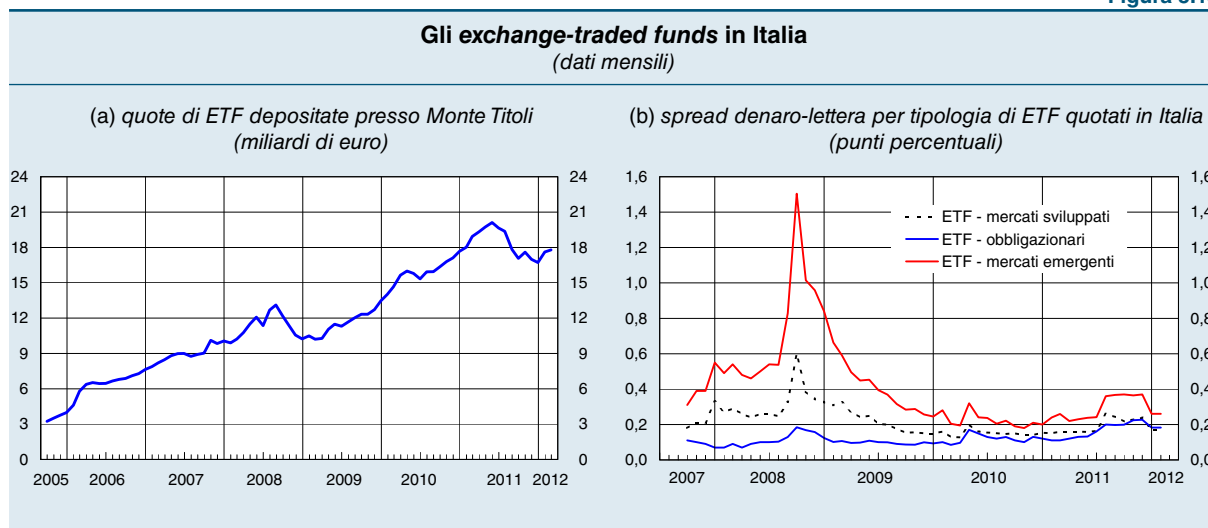
**Gli ETF si stanno diffondendo tra i risparmiatori**

Gli *exchange-traded funds* (ETF) sono fondi di investimento passivi quotati in borsa, volti a replicare indici di riferimento (benchmark). In ragione del basso livello delle commissioni e della flessibilità d'uso, questi strumenti si sono diffusi anche tra i risparmiatori italiani, pur se in misura limitata rispetto ad altri paesi: nello scorso febbraio il patrimonio gestito (per le quote depositate presso la Monte Titoli, che rappresentano la gran parte del totale) ammontava a 17,8 miliardi di euro (fig. 3.18.a; a titolo di confronto, pari al 4,1 per cento dei mezzi amministrati dai fondi comuni e dalle Sicav, diversi dagli ETF offerti in Italia). In Europa i tre maggiori gestori detengono una quota di mercato del 70 per cento circa; nessun operatore italiano gestisce ETF, sebbene alcune grandi banche operino come *market makers* su questi prodotti presso Borsa Italiana.

**Questi strumenti possono celare rischi**

Gli ETF possono celare rischi di cui i risparmiatori potrebbero non essere del tutto consapevoli. Ad esempio, gli spread denaro-lettera degli ETF sono tipicamente contenuti, ma possono dilatarsi in misura significativa in fasi di turbolenza (come nel periodo a cavallo tra il 2008 e il 2009), specie per alcune tipologie di prodotti (fig. 3.18.b). Inoltre, anche sul mercato italiano sono stati recentemente introdotti prodotti altamente complessi, la cui attività contempla l'utilizzo di strumenti derivati o l'investimento in titoli diversi da quelli inclusi nell'indice di riferimento (5).

(5) Gli ETF possono replicare gli indici di riferimento sia acquistando direttamente i titoli in essi compresi (ETF *physically-based* o a replica fisica), sia acquistando un paniere di strumenti finanziari diversi da quelli contenuti nell'indice attraverso contratti di *total return swap* (stipulati di norma con una banca d'investimento appartenente allo stesso gruppo; ETF *swap-based* o a replica sintetica). Gli ETF *swap-based* possono essere a loro volta *funded* o *unfunded*. Quelli del primo tipo non detengono portafogli di proprietà, ma cedono il risparmio raccolto a un ente esterno (lo *swapper*) in cambio del rendimento del benchmark. Gli ETF *unfunded* detengono invece strumenti finanziari di proprietà, il cui rendimento è scambiato con quello del benchmark attraverso contratti finanziari stipulati con lo *swapper*.



Fonte: Borsa Italiana.

Alla fine di febbraio di quest'anno presso Borsa Italiana risultavano quotati 587 ETF; 186 di questi sono riconducibili a una strategia di replica fisica mentre 401 sono a replica sintetica (cfr. nota n. 5); nello stesso mese gli scambi di ETF sono risultati pari a circa 4,4 miliardi di euro, attribuibili per oltre due terzi a ETF sintetici.

I rischi che gravano sui sottoscrittori (rischi di controparte, di liquidità, derivanti da posizioni di leva, di mercato) sono mitigati ma non eliminati dalle norme europee (direttiva UCITS4) e dalle pratiche di mercato. In una proposta di regolamentazione la cui fase di consultazione si è da poco conclusa, la European Securities and Markets Authority (ESMA) ha sottolineato l'importanza di distinguere tra ETF semplici e complessi e tra ETF e altri *exchange-traded products* (per i quali, in quanto titoli, non sono normativamente previste le medesime tutele assicurate dai fondi, tra cui la presenza di un intermediario depositario e limiti alla concentrazione degli investimenti).

# 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 migliorata

Nei primi mesi del 2012 la liquidità dei mercati italiani è tornata sui livelli registrati prima della fase acuta della crisi dei debiti sovrani (fig. 4.1), soprattutto per effetto del miglioramento delle condizioni nel comparto dei titoli di Stato. Il deterioramento della liquidità dei mercati registrato in aprile, sebbene relativamente contenuto, testimonia il persistere di condizioni di fragilità.

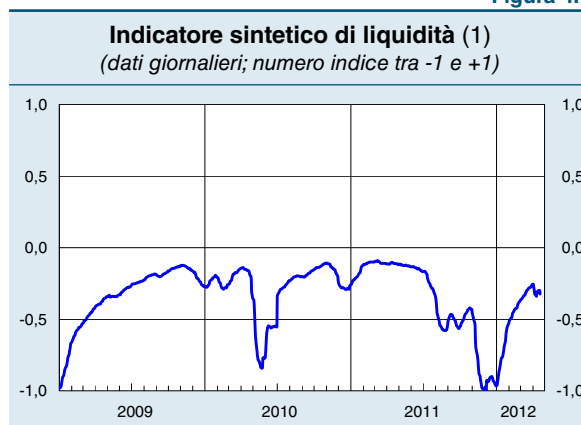
### Sul mercato interbancario i tassi si sono riallineati a quelli esteri...

Sul mercato monetario non collateralizzato, i tassi di interesse corrisposti dalle banche italiane si sono riallineati a quelli medi dell'area dell'euro (fig. 4.2.a). Si è inoltre ridotta la dispersione del costo della raccolta overnight effettuata dalle banche italiane sull'e-MID (la deviazione standard è scesa da circa 50 a 7 punti base).

### ...ma l'attività sul mercato monetario rimane contenuta

Nei primi mesi del 2012 l'incertezza che pervade i mercati ha provocato un ulteriore spostamento de-

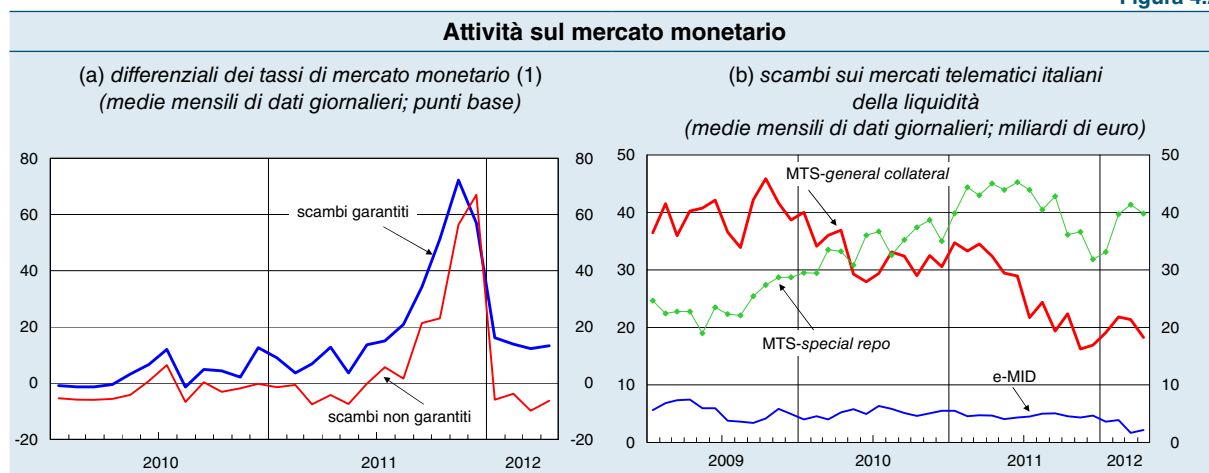
Figura 4.1



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) Scambi non garantiti: differenziale e-MID-Eonia, scadenza overnight. Scambi garantiti: differenziale MTS *general collateral*-Eurepo, scadenza tomorrow-next.



gli scambi in favore dei contratti assistiti da garanzie. Le transazioni non collateralizzate rilevate sull'e-MID hanno continuato ad assottigliarsi, riducendosi del 50 per cento in marzo e aprile rispetto a febbraio (fig. 4.2.b); un andamento analogo si registra per le operazioni interbancarie over-the-counter a un giorno (al netto della componente intra-gruppo), stimate in base ai pagamenti trattati nel sistema di regolamento TARGET2–Banca d'Italia. La ripresa dei contratti assistiti da garanzia ha interessato sia il segmento *special repo*, sia il segmento *general collateral*, che in novembre aveva fortemente risentito dell'aumento dei margini sui titoli pubblici italiani deciso dalla controparte centrale francese LCH.Clearnet SA (cfr. il riquadro: *L'iniziativa di LCH.Clearnet SA*).

## L'INIZIATIVA DI LCH.CLEARNET SA

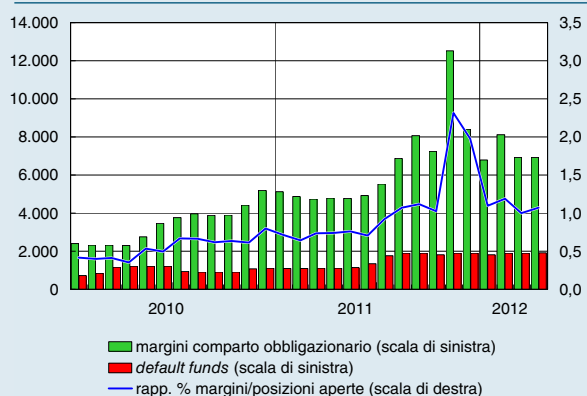
Nel 2011 l'ammontare delle garanzie versate alla controparte centrale italiana Cassa di compensazione e garanzia (CCG) è aumentato in media di circa il 90 per cento (fig. A), riflettendo soprattutto la maggiore volatilità dei mercati finanziari. Nei primi quattro mesi del 2012 i margini sono rimasti elevati, ma lontani dai massimi di novembre del 2011, quando la controparte centrale francese LCH.Clearnet SA ha innalzato i margini unitari sulle posizioni in titoli di Stato italiani. L'aumento, di rilevante entità (500 punti base sulla scadenza 7-10 anni), ha fatto seguito all'ampliamento del divario tra i corsi dei titoli di Stato italiani e quelli del benchmark europeo; la decisione, assunta in base a criteri in parte discrezionali, si è ispirata al Sovereign Credit Risk Framework (SRF) adottato dalla consorella inglese LCH.Clearnet Ltd, che prevede maggiorazioni anche più elevate (ad esempio di 1.500 punti base per i margini sui titoli emessi da paesi per i quali lo spread rispetto alle nazioni europee con rating pari a AAA superi i 450 punti). La CCG – collegata a LCH.Clearnet SA da un accordo di interoperabilità – ha innalzato anch'essa i propri parametri, al fine di salvaguardare il collegamento con la società francese.

L'ampiezza dell'incremento dei margini ha inciso sul funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato italiani, provocando un'ulteriore dilatazione del differenziale BTP-Bund (fig. B) e tensioni di liquidità per i partecipanti al sistema di garanzia. L'aumento è stato comunicato agli operatori ed è entrato in vigore all'apertura della giornata del 9 novembre; nello stesso giorno la CCG ha richiesto

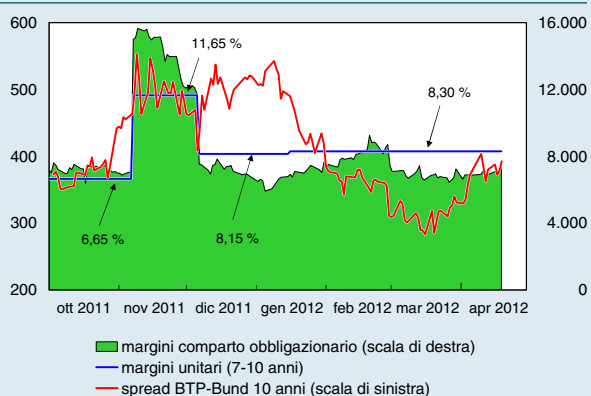
Figura A

Figura B

**Garanzie depositate presso la Cassa di compensazione e garanzia (1)**  
(medie mensili; milioni di euro e valori percentuali)



**Differenziale BTP-Bund e margini di garanzia sull'MTS**  
(dati giornalieri; punti base e milioni di euro)



Fonte: elaborazioni su dati CCG spa.

(1) I margini iniziali sono fondi o titoli versati a garanzia dai partecipanti in proporzione alla loro attività, volti a fronteggiare eventuali perdite in condizioni di mercato ordinarie. I *default funds* sono invece fondi mutualistici da utilizzare qualora i margini dell'insolvente risultino insufficienti; essi sono determinati in modo da coprire l'eventuale insolvenza dei tre intermediari con le maggiori esposizioni negative e, di norma, vengono valutati in base a stress test eseguiti due volte al mese. Nella definizione delle garanzie richieste ai partecipanti la CCG adotta criteri condivisi a livello internazionale; per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *La Cassa di compensazione e garanzia*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2010.

marginari infragiornalieri per un ammontare pari a circa 12 volte quello richiesto in media negli altri mesi del 2011.

L'8 dicembre le due controparti centrali hanno ridotto i margini, senza tuttavia riportarli ai livelli precedenti l'aumento di novembre. Successivamente, su impulso delle autorità di vigilanza (1), esse hanno avviato lavori per definire una metodologia condivisa in grado di rendere più graduale e meno prociclico l'impatto di eventuali variazioni dei margini sui titoli di Stato. In situazioni di tensione, infatti, incrementi repentini e consistenti dei margini possono esacerbare le oscillazioni dei mercati, richiedendo agli operatori liquidità o garanzie aggiuntive proprio quando esse risultano più costose e difficili da reperire. Il tema della prociclicità viene affrontato nell'ambito delle iniziative normative e regolamentari internazionali, quali i nuovi principi CPSS-Iosco per le infrastrutture dei mercati e il regolamento europeo sulle controparti centrali (European Market Infrastructures Regulation, EMIR).

(1) I lavori sono condotti principalmente dalle banche centrali italiana e francese e dalla Consob, in consultazione con banche centrali e autorità di controllo sui mercati finanziari di altri paesi coinvolti.

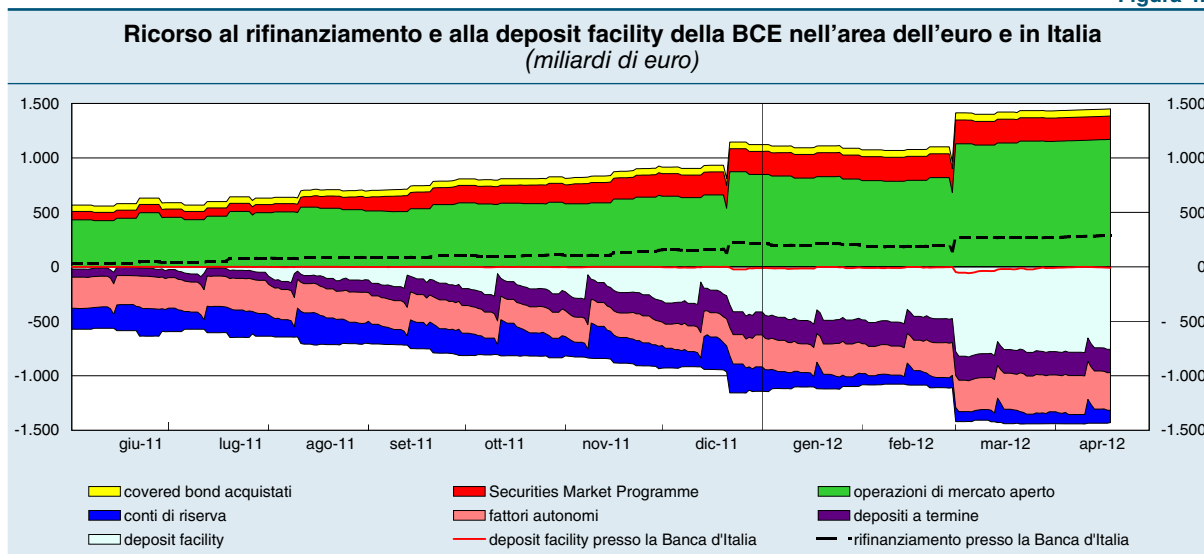
## 4.2 IL RICORSO DELLE BANCHE ITALIANE AL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA

**Il sistema bancario italiano ha aumentato il ricorso all'Eurosistema**

Nel periodo compreso tra dicembre 2011 e febbraio 2012 l'Eurosistema ha effettuato due operazioni di rifinanziamento con durata triennale (LTRO) e ha ampliato la gamma delle attività stanziabili a garanzia (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle operazioni di rifinanziamento a tre anni*, in *Bollettino economico*, n. 68, 2012). La massiccia immissione di liquidità che ne è derivata ha scongiurato il rischio che le difficoltà di raccolta sui mercati internazionali si traducessero in una significativa contrazione dell'offerta di credito e, per questa via, in un aggravamento della fase ciclica negativa.

Il rifinanziamento erogato dall'Eurosistema alle banche operanti in Italia è cresciuto sino alla fine dello scorso febbraio, quando ha toccato i 273 miliardi di euro (da 105 nel settembre 2011); suc-

Figura 4.3



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

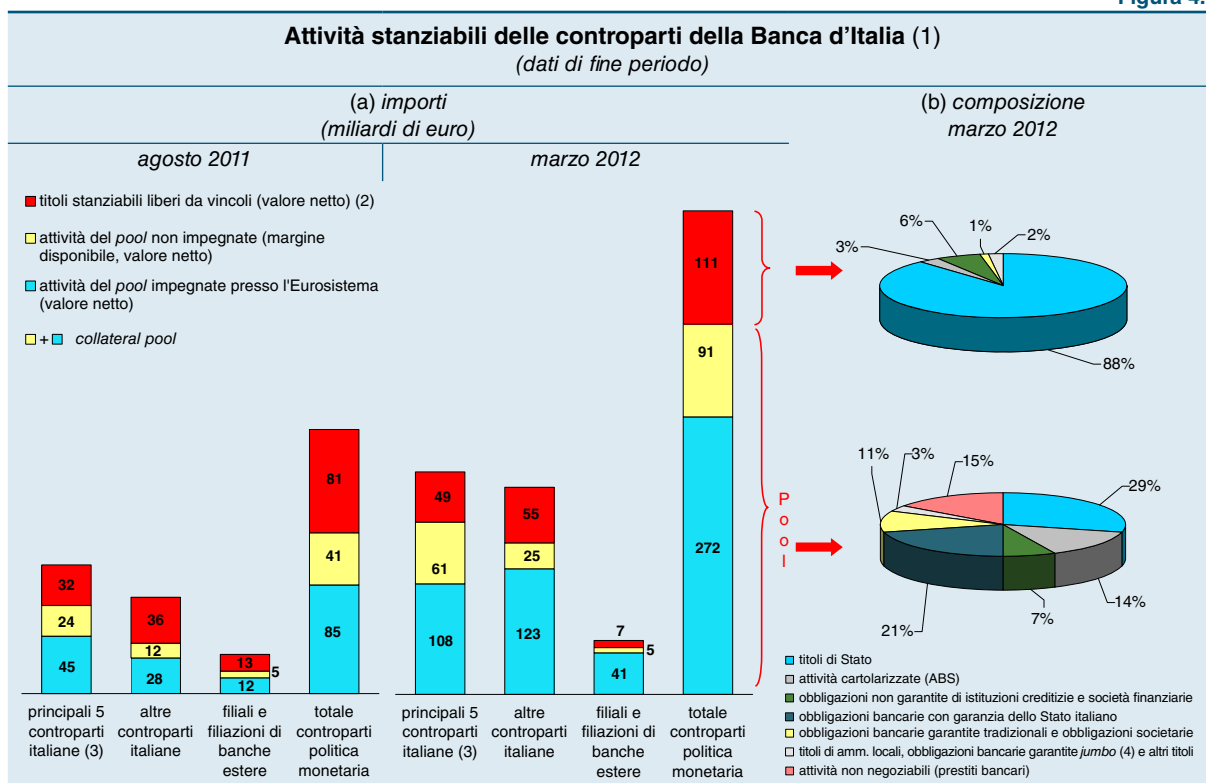
cessivamente è rimasto costante (fig. 4.3). Attraverso le due LTRO triennali le controparti della Banca d'Italia hanno ottenuto 255 miliardi di euro (30 dei quali assegnati a banche appartenenti a gruppi esteri).

L'ampio ricorso al credito della banca centrale è da ricondurre in via prevalente all'esigenza di rifinanziare l'ingente volume di obbligazioni in scadenza, in un periodo di difficile accesso ai mercati, oltre che a motivi precauzionali (cfr. il capitolo 3 e *Bollettino economico*, n. 68, 2012). In base a indagini recentemente condotte dalla Banca d'Italia presso le banche, la forte richiesta di liquidità nella seconda LTRO sarebbe stata inoltre motivata dall'obiettivo di finanziare una ripresa del credito in grado di accompagnare il ritorno alla crescita nei prossimi mesi; i depositi overnight presso la Banca d'Italia registrati da marzo, pur contenuti (fig. 4.3), rappresenterebbero un utilizzo temporaneo dei fondi. Data l'ampia partecipazione alla seconda LTRO di intermediari piccoli e medi (favorita dall'estensione della gamma delle attività bancarie stanziabili a garanzia), potrebbero determinarsi ricadute positive anche per l'offerta di credito alle imprese di minori dimensioni.

### Le garanzie libere da vincoli rimangono cospicue

Le controparti operanti in Italia hanno ampliato il valore delle garanzie depositate presso la Banca d'Italia (collateral pool): alla fine di marzo il valore complessivo del pool al netto degli scarti di garanzia (*haircuts*) era di 363 miliardi di euro, dei quali 272 impegnati nelle operazioni di rifinanziamento e 91 liberi e prontamente utilizzabili (margine disponibile; fig. 4.4.a). Alla fine di marzo le banche italiane detenevano inoltre, al di fuori del pool, titoli stanziabili e liberi da vincoli valutati in 111 miliardi, al

Figura 4.4



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 del rifinanziamento in dollari. – (2) I dati di agosto 2011 tengono conto delle rettifiche delle segnalazioni di vigilanza successive alla pubblicazione del *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2011. – (3) Principali controparti bancarie per dimensione dell'attivo del gruppo di appartenenza. – (4) Si definiscono *jumbo* le obbligazioni con un volume di emissione di almeno un miliardo di euro e quotate regolarmente da almeno 3 *market makers*.

netto degli *haircuts*. Poiché le operazioni dell'Eurosistema sono attualmente basate sull'integrale accoglimento della domanda, le banche sono in grado di reperire con rapidità, ove necessario, finanziamenti per ulteriori 202 miliardi (oltre la metà dei quali relativi alle cinque maggiori banche). L'ammontare delle garanzie disponibili potrebbe aumentare nei prossimi mesi con la piena attuazione delle misure che estendono i criteri di stanziabilità dei prestiti bancari (cfr. il riquadro: *Le misure per l'espansione delle garanzie nelle operazioni dell'Eurosistema*).

La composizione del pool delle garanzie è cambiata nei primi mesi del 2012 soprattutto a causa dell'inserimento delle obbligazioni bancarie con garanzia statale (21 per cento del totale alla fine di marzo) e del maggior peso assunto dai titoli pubblici, a fronte di una riduzione in termini percentuali delle attività cartolarizzate e dei prestiti bancari (fig. 4.4.b).

#### LE MISURE PER L'ESPANSIONE DELLE GARANZIE NELLE OPERAZIONI DELL'EUROSISTEMA

Dal dicembre del 2011 il volume di attività stanziabili dalle controparti italiane di politica monetaria è aumentato in seguito a due provvedimenti emanati dal Governo italiano e dal Consiglio direttivo della BCE.

**Obbligazioni bancarie con garanzia dello Stato.** – Il decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201 ha previsto che entro il mese di giugno 2012 il Ministero dell'Economia e delle finanze possa concedere la garanzia dello Stato su passività bancarie di nuova emissione, a fronte del pagamento di una commissione definita in funzione delle caratteristiche di ciascun emittente. La garanzia è concessa sulla base di una valutazione, da parte della Banca d'Italia, dell'adeguatezza patrimoniale dell'emittente, nonché della sua capacità di far fronte agli obblighi assunti. Alla fine di marzo le obbligazioni bancarie garantite dallo Stato ammontavano a 87 miliardi ed erano contabilizzate nel collateral pool per circa 77 miliardi al netto degli scarti di garanzia. I titoli emessi dai primi cinque gruppi erano pari a 49 miliardi al netto degli scarti.

**Estensione dei criteri di stanziabilità dei prestiti bancari.** – Il Consiglio direttivo della BCE ha autorizzato le banche centrali nazionali (BCN) ad accettare in garanzia, in via temporanea, prestiti bancari in bonis con requisiti diversi da quelli normalmente utilizzati dall'Eurosistema; in particolare, la probabilità di default massima è stata fissata all'1,5 per cento (rispetto allo 0,4 ammesso in via ordinaria). Il rischio patrimoniale derivante dal rifinanziamento garantito da tali prestiti è a carico della BCN che ne autorizza l'uso.

In seguito a tale decisione la Banca d'Italia ha stabilito che a partire dal febbraio del 2012 possono essere inseriti nel collateral pool prestiti delle banche italiane con probabilità di insolvenza del debitore non superiore all'1 per cento. La scelta di una soglia inferiore a quella massima consentita dal Consiglio direttivo è volta (insieme all'utilizzo di *haircuts* molto ampi) a contenere i rischi per la banca centrale. La valutazione del merito di credito verrà effettuata in via temporanea anche mediante il sistema di valutazione interno della Banca d'Italia (che si aggiunge alle fonti di valutazione ordinarie: agenzie di rating, sistemi di rating interni delle banche, *rating tools*). Sono stati inoltre ammessi tra le attività stanziabili i prestiti sotto forma di leasing finanziario e factoring pro soluto, nonché i crediti all'esportazione garantiti dalla SACE.

L'ammontare di collaterale che si potrebbe rendere disponibile in base alle nuove norme è cospicuo; tuttavia, in una fase di ampia disponibilità di liquidità e di garanzie, le banche italiane hanno sin qui conferito al pool un ammontare limitato di questa tipologia di attività (4,2 miliardi alla fine di marzo, su un valore del totale dei prestiti nel pool pari a 54 miliardi).

### 4.3 IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO

Il collocamento dei titoli di Stato italiani si è svolto con regolarità anche nel difficile contesto della fine del 2011; è divenuto più agevole a partire dallo scorso gennaio. Il rapporto tra le quantità richieste e quelle offerte (*cover ratio*) si è mantenuto per tutte le aste ben superiore all'unità; per i BTP decennali è stato pari a circa 1,4 in media tra ottobre e aprile.

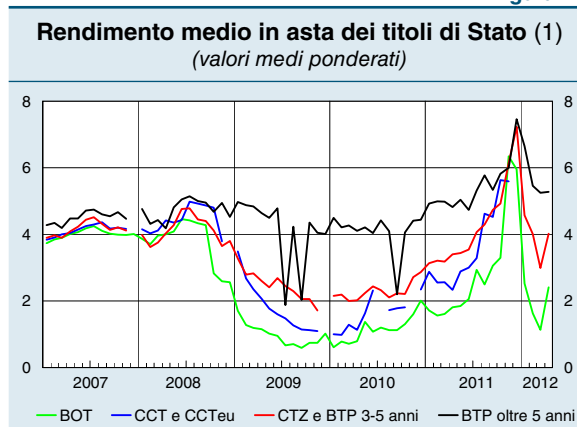
#### Il costo medio all'emissione è diminuito

Il costo medio di emissione è sceso in misura significativa (al 3,01 per cento tra gennaio e metà aprile, dal 5,47 del trimestre precedente), riflettendo soprattutto il netto calo dei premi per il rischio (fig. 4.5). A tale fenomeno ha contribuito il ribilanciamento dell'offerta di titoli verso le scadenze a breve e a medio termine; peraltro questa strategia non ha significativamente modificato la vita residua del debito pubblico italiano (pari a 6,8 anni nel marzo del 2012), che rimane – insieme con quella del debito francese – la più elevata tra quelle dei principali emittenti sovrani dell'area dell'euro.

#### Il 40 per cento delle emissioni previste nel 2012 è già stato effettuato

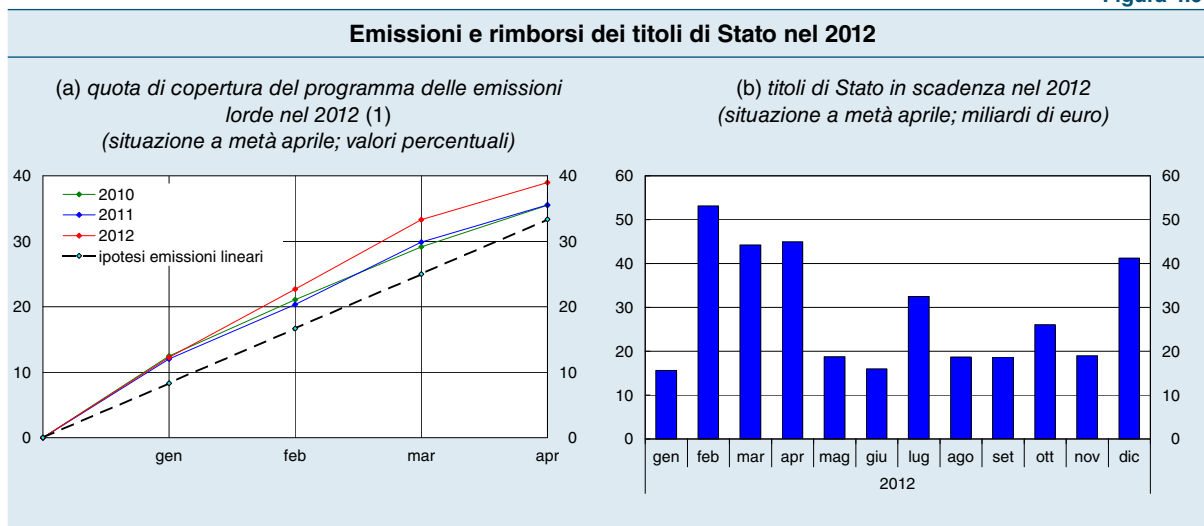
Fino alla metà di aprile il Tesoro ha emesso titoli per 170 miliardi, pari al 40 per cento del totale dei collocamenti previsti per l'intero anno (una quota superiore a quella osservata nei corrispondenti periodi del 2010 e del 2011; fig. 4.6.a). L'ammontare dei titoli in scadenza si riduce in misura considerevole nella parte restante dell'anno (fig. 4.6.b); fa eccezione il mese di dicembre, peraltro caratterizzato da un abbondante avanzo di cassa del Tesoro.

Figura 4.5



(1) Le interruzioni riflettono l'assenza di aste o il rinvio del regolamento al mese successivo.

Figura 4.6



(1) Rapporto percentuale tra gli importi collocati nel periodo gennaio-metà aprile di ciascun anno e il totale delle emissioni effettive lorde annue. Per il 2012 le emissioni lorde totali sono ottenute sommando i titoli da rimborsare, il fabbisogno previsto a inizio anno e il rinnovo dei BOT emessi e in scadenza nell'anno. La linea tratteggiata indica la quota di collocamenti nell'ipotesi di ripartizione uniforme nel corso dell'anno.

**Da gennaio il mercato secondario dei titoli di Stato ha mostrato segni di ripresa**

La liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato (MTS a pronti) è migliorata (fig. 4.7). Le quantità proposte e quelle scambiate dai *market makers* attraverso il sistema elettronico di negoziazione sono tornate ad ampliarsi, riportandosi sui livelli della scorsa estate; il differenziale denaro-lettera è sceso ai valori medi prevalenti prima della metà del 2011. Le tensioni registrate nei mesi di marzo e aprile hanno attenuato questi progressi, ma il differenziale denaro-lettera è rimasto relativamente contenuto. Sulla base di un confronto limitato ad alcuni titoli benchmark, la riduzione del differenziale tra i titoli pubblici italiani e quelli tedeschi è superiore a quella registrata da altri paesi dell'area dell'euro.

Nel secondo semestre del 2011 gli investitori esteri hanno venduto titoli pubblici italiani per importi significativi, riducendo la loro quota sulla consistenza complessiva al 40 per cento lo scorso dicembre (47 nel giugno del 2011) (1). I dati di bilancia dei pagamenti relativi al bimestre gennaio-febbraio 2012 segnalano che i non residenti hanno continuato a effettuare disinvestimenti netti di titoli a medio e a lungo termine ma hanno acquistato, per la prima volta da alcuni mesi, importi netti non trascurabili di titoli con scadenza inferiore all'anno.

#### 4.4 IL MERCATO DEI CREDIT DEFAULT SWAP

**L'esposizione in CDS degli intermediari italiani è rimasta marginale sia sull'Italia...**

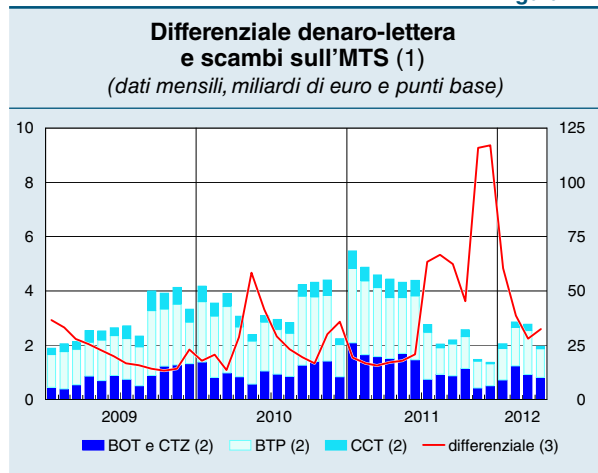
Alla fine di marzo il valore nozionale lordo dei CDS su titoli di Stato italiani era pari a 333 miliardi di dollari, in lieve aumento rispetto al valore di settembre del 2011 (310 miliardi). L'insieme degli intermediari italiani mostrava posizioni sia lorde sia nette (vendite meno acquisti di CDS) molto contenute (fig. 4.8). In particolare, le esposizioni nette ammontavano a 0,6 miliardi di dollari per il complesso del sistema; per nessuna banca esse superavano lo 0,04 per cento delle attività complessive (lo 0,8 per cento del patrimonio di base).

**...sia su Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna**

In marzo è stato raggiunto l'accordo sulla ristrutturazione del debito pubblico greco. A ciò ha fatto seguito l'esercizio dei CDS relativi ai titoli di Stato greci, che per l'insieme degli intermediari italiani ha comportato un esborso stimabile in circa 300 milioni di dollari. Alla fine di marzo l'esposizione netta sui CDS relativi ai titoli di Stato greci era pressoché azzerata. È limitata anche l'esposizione sui CDS relativi ai titoli di Stato di Spagna, Irlanda e Portogallo (fig. 4.9). Per nessun soggetto italiano l'esposizione nozionale netta in CDS sui titoli di Stato di questi tre paesi superava lo 0,05 per cento delle attività complessive.

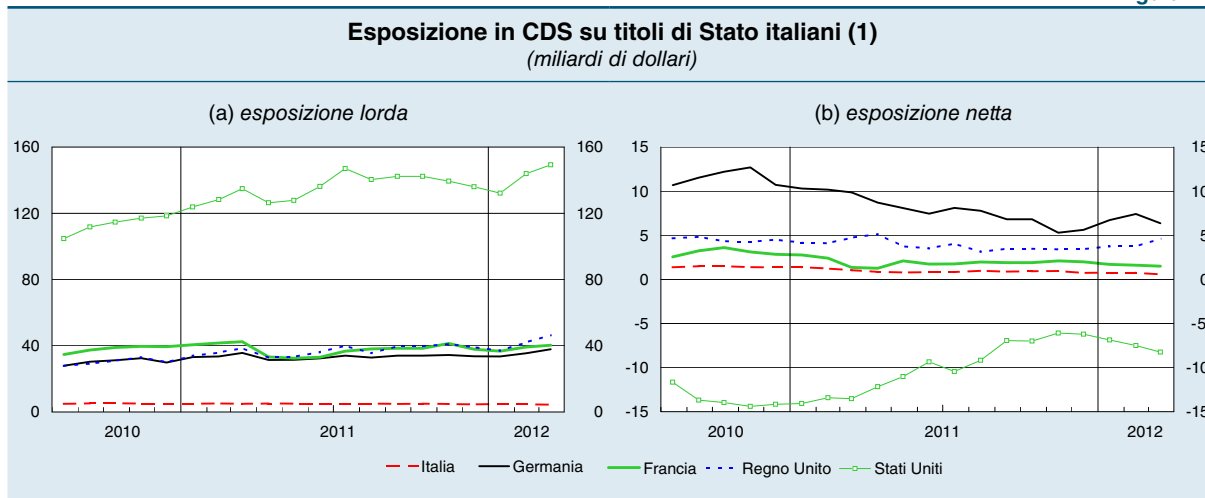
(1) Tale quota è calcolata al netto di una stima dei titoli detenuti da fondi e gestioni esteri riconducibili a risparmiatori italiani (cfr. il riquadro: *I detentori di debito pubblico e di titoli di Stato italiani*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2011). Al lordo di tali titoli la quota degli investitori esteri scende al 46 per cento del totale, dal 52 del giugno 2011.

Figura 4.7



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.

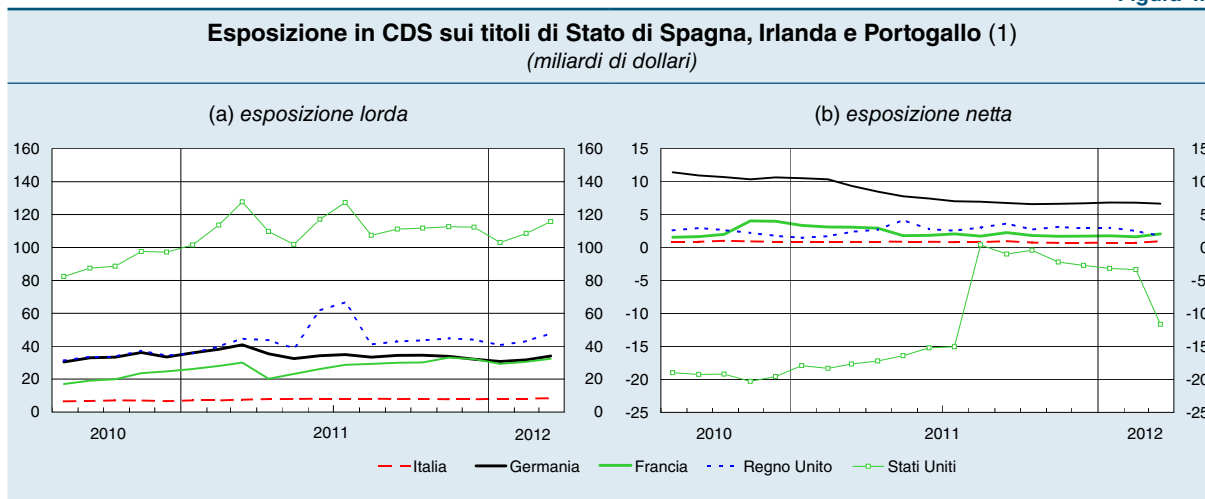
Figura 4.8



Fonte: elaborazioni su dati della Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC).

(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.

Figura 4.9



Fonte: elaborazioni su dati della Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC).

(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 di Spagna, Irlanda e Portogallo.