

ALCUNE EVIDENZE EMPIRICHE SUGLI INDICATORI DI RISCHIO
NELLA FINANZA DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI E DELLO STATO

CARLO D. MOTTURA

Alcune evidenze empiriche sugli indicatori di rischio nella finanza delle amministrazioni locali e dello Stato

Carlo D. Mottura[♦]

ABSTRACT

Gli indicatori di rischio maggiormente diffusi nella pratica dei mercati – il rating, lo spread, i prezzi di Credit Default Swap – sembrano aver perso, almeno rispetto ai paradigmi classici della teoria della finanza e specie nelle fasi di particolare instabilità finanziaria, il loro ruolo di indirizzo nelle attività di investimento. Questo lavoro propone evidenze empiriche su due indicatori di rischio: lo *spread* delle obbligazioni di enti territoriali italiani e il *costo* delle garanzie dello Stato italiano a favore delle banche nazionali. Tali indicatori rimandano a “convenzioni” diverse. Il primo è un *indicatore di mercato*, nel senso che si basa su quotazioni direttamente osservabili; il secondo è, invece, un *indicatore normativo*, essendo calcolato sulla base della regola sancita nel decreto c.d. “Salva-Italia” a partire da dati rilevati sul mercato. Le evidenze segnalano “anomalie” in entrambe le convenzioni e danno senso concreto alla responsabilità che, in ogni caso, è insita nella scelta di un indicatore di rischio.

1. Dal dibattito sulle “anomalie” degli indicatori di rischio

Dopo “*the end of risk-free sovereigns*” (Financial Times, 20 gennaio 2011), gli andamenti dei prezzi di mercato dei titoli pubblici appaiono sempre più soggetti a “salti di paradigma”. In particolare, gli indicatori di rischio maggiormente diffusi nella pratica dei mercati – il rating, lo spread, i prezzi di Credit Default Swap – sembrano aver perso, almeno rispetto ai paradigmi classici della teoria della finanza e specie nelle fasi di particolare instabilità finanziaria, il loro ruolo di indirizzo delle attività di investimento. Bastino alcuni richiami sulla stampa nazionale per dare il senso di questo disorientamento:

- “lo spread tra BTP e Bund, ... e ... il costo dei CDS che assicurano il rischio Italia, sono tutti migliorati, e molto, da quando Standard&Poor’s ha tagliato il rating sovrano italiano al temuto livello “BBB+” (Il Sole 24Ore, 21 gennaio 2012);
- “in questi giorni si osserva con generale grande soddisfazione la riduzione dello spread dell’Italia, arrivato a quota 375, duecento punti sotto il picco del novembre scorso ... Ma da cosa dipende lo spread? In situazioni normali ... da quanto un paese è indebitato, rispetto alle sua capacità di generare reddito; quindi si guarda al rapporto tra il totale del debito ... ed il suo prodotto interno ... Ma il termometro dello spread nell’Unione Europea non ha funzionato ... Dal 2000 al 2008 ... gli spread dei vari Paesi appartenenti alla zona euro erano molto simili tra loro – tendenzialmente nulli – nonostante i debiti ponderati fossero molto diversi ... Conosciamo la ragione: i mercati ritenevano credibile il principio di solidarietà europea ... A partire dal 2010 ... il termometro per l’area Euro è impazzito: l’ammontare del debito è improvvisamente diventato molto rilevante, forse troppo. ... E’ stato calcolato che in generale l’aumento degli spread è stato sei volte maggiore di quello spiegabile guardando al debito ponderato” (Il Sole 24Ore, 4 febbraio 2012);

[♦] Università degli Studi Roma Tre, Dipartimento di Economia.

- “l’attuale livello dello spread non rispecchia i fondamentali del Paese, bensì il rischio di un abbandono dell’euro da parte di uno o più degli Stati membri dell’Unione. Ne sono la prova i CDS ...: con un rapporto debito su Pil del 97% nell’Eurozona, la media (ponderata per il GDP) dei Credit Default Swap dei Paesi membri viaggia a 400 punti base, ben oltre i 50 punti base del CDS americano nonostante il rapporto sia il medesimo a 97,6 per cento. Lo stesso avviene per il Giappone al 226%, ma i CDS si fermano a 130 centesimi. Che cosa fa la differenza? La scommessa sull’euro e sulla sua sostenibilità nel lungo periodo” (Il Sole 24Ore, 4 febbraio 2012).

Si tratta di richiami che, oltre a dare forma esplicita a una sorta di disorientamento nel mercato, sollecitano domande: si tratta di andamenti anomali – l’aumento del rischio e la contestuale diminuzione del rendimento – giustificati dall’attuale ricerca di nuovi equilibri, da una “cornice” troppo mobile che fa prevalere la componente inattesa su quella attesa nel meccanismo di formazione dei prezzi di mercato? è necessario, oggi più di prima, avere una maggiore consapevolezza sulle “convenzioni” che sono all’origine dei numeri del rischio, piuttosto che utilizzare i numeri di per sé? A tal proposito, preziosa è la diagnosi di Keynes sulla relazione tra speculazione (*speculation*) e atteggiamento imprenditoriale (*enterprise*), tra informazioni di breve e di lungo periodo: entro certi limiti, la speculazione non causa alcun male “come bolle d’aria in un flusso continuo di attitudine imprenditoriale”, ma un pericolo può nascere se “l’attitudine imprenditoriale diviene una bolla d’aria in un vortice di speculazione”; e il rischio che la *speculation* prenda il sopravvento sull’*enterprise* è tanto maggiore quanto più perfezionata è l’organizzazione dei mercati di investimento¹. Quanto alla categoria della “convenzione”, il richiamo è alla spiegazione – sempre di Keynes – sugli andamenti dei valori di borsa degli investimenti: “una valutazione convenzionale, che è il risultato della psicologia di massa di un gran numero di individui ignoranti, è soggetta a variazioni violente in seguito ad un’improvvisa fluttuazione dell’opinione, dovuta in realtà a fattori che non esercitano forte influenza sul rendimento prospettivo; ciò perché manca la stabilità offerta da una base di convinzioni fortemente radicate” (J.M. Keynes, *The General Theory of Employment Interest and Money*, 1936, capitolo XII; London, McMillan, 1973).

In questo contesto, il lavoro propone evidenze empiriche su due indicatori di rischio: lo *spread* delle obbligazioni di enti territoriali italiani e il *costo* delle garanzie dello Stato italiano a favore delle banche nazionali. Tali indicatori rimandano a “convenzioni” diverse. Il primo è un *indicatore di mercato*, nel senso che si basa su quotazioni direttamente osservabili; il secondo è, invece, un *indicatore normativo*, essendo calcolato sulla base della regola stabilita nel decreto c.d. “Salva-Italia” a partire da dati osservati sul mercato. Le evidenze segnalano “anomalie” in entrambe le convenzioni e danno senso concreto alla responsabilità che, in ogni caso, è insita nella scelta di un indicatore di rischio.

2. Evidenze empiriche sullo *spread* di obbligazioni di enti territoriali italiani

Si considerano evidenze empiriche sullo *spread* di rendimento di obbligazioni emesse da enti territoriali italiani (c.d. bond municipali) rispetto a quello di titoli di Stato benchmark².

Il mercato delle obbligazioni emesse da enti territoriali – Come noto, il mercato delle obbligazioni degli enti territoriali italiani è costituito da bond domestici e internazionali; dei primi esistono numerose emissioni, con volumi modesti; i secondi sono normalmente collocati presso pochi buy-and-hold investors, con ridotti volumi di scambio. Sebbene l’intenzione originaria del legislatore fosse di favorire la nascita di uno strumento rivolto all’investitore al dettaglio, il mercato dei bond

¹ Vedi De Felice M., *Speculazione*, Enciclopedia delle scienze sociali (v. VIII), Istituto della enciclopedia italiana, 1998.

² Vedi Mottura (2012a).

municipali è rimasto caratterizzato da pochi investitori istituzionali e da scarsa liquidità, nonostante regole fiscali che hanno incentivato il ricorso a questo tipo di strumento favorendolo rispetto ai mutui concessi dalla Cassa Depositi e Prestiti o dalle banche³. Si tratta di caratteristiche di base che motivano particolare attenzione nell'utilizzo di prezzi e dei (corrispondenti) rendimenti osservati sul mercato dei bond municipali.

Quanto ai volumi, dalla ripartizione degli strumenti di debito delle amministrazioni locali italiane a fine 2010⁴, risulta che lo stock dei titoli emessi in Italia e all'estero dai nostri enti è, rispettivamente, di € 9,3 miliardi e di € 18,0 miliardi, corrispondenti all'8,4% e al 16,3% del totale delle passività. In generale, l'ammontare delle passività totali delle amministrazioni locali italiane è pari a € 110,7 miliardi circa, di cui € 75,6 miliardi sono prestiti concessi alle amministrazioni dalla Cassa Depositi e Prestiti.

I dati di riferimento – E' stato costruito un dataset delle serie storiche giornaliere, da settembre 2008 a gennaio 2012, dei rendimenti di obbligazioni quotate emesse da enti territoriali italiani. In particolare, a partire da un campione iniziale di 50 titoli (fonte Bloomberg), è stato selezionato un sottoinsieme di 16 obbligazioni ritenute rappresentative con le seguenti caratteristiche principali: a tasso fisso, con ammortamento in unica soluzione a scadenza, denominate in euro e senza opzioni accessorie⁵. Quindi, considerate le serie storiche dei rendimenti (yield to maturity) di ciascun titolo definite sullo scadenziario giornaliero comune nel periodo di osservazione (da settembre 2008 a gennaio 2012), si è proceduto a:

- raggruppare i titoli in tre gruppi: il gruppo “5 anni”, dei titoli con vita residua nel periodo compresa tra 3 a 10 anni; il gruppo “15 anni”, dei titoli con vita residua compresa tra 11 e 20 anni; il gruppo “30 anni” dei titoli con vita residua compresa tra 21 e 40 anni;
- calcolare, per ciascun gruppo e per ciascuna data dello scadenziario, la media aritmetica del rendimento dei titoli e la differenza tra rendimento medio del gruppo e rendimento del corrispondente BTP benchmark per le scadenze 5, 15 e 30 anni (*spread* MUN-BTP).

I titoli di riferimento sono riportati nella tabella 1.

Tabella 1 – titoli di riferimento

Id	Gruppo	ISIN	Emittente	Issue Date	Maturity	Amount Issued	Ticker
1	5Y	IT0004288921	Pro Vicenza	31/10/2007	31/10/2013	24.500.000	EG993791
2	5Y	XS0276262036	Reg Piem	27/11/2006	27/11/2013	56.000.000	EF859431
3	5Y	XS0107285255	Reg Lazio	16/02/2000	16/02/2015	250.000.000	EC221570
4	5Y	XS0121633126	Reg Sicilia	11/12/2000	11/12/2015	568.000.000	EC316782
5	5Y	IT0004668767	Pro Pesaro Urbino	03/01/2011	03/01/2016	1.607.000	EI535961
1	15Y	XS0171597395	Reg Marche	27/06/2003	27/06/2023	400.000.000	ED031763
2	15Y	XS0249657163	Com Venezia	31/03/2006	26/03/2026	15.000.000	EF341018
3	15Y	XS0145107297	Com Venezia	26/03/2002	26/03/2026	115.000.000	EC538164
4	15Y	IT0003991970	Com Castelmasa	27/12/2005	31/03/2026	5.506.000	EG018113
5	15Y	XS0259658507	Reg Camp	29/06/2006	29/06/2026	1.090.000.000	EF513781
6	15Y	XS0159264570	Reg Lazio	23/12/2002	23/06/2028	800.000.000	EC777723
7	15Y	XS0088330526	Reg Lazio	23/06/1998	23/06/2028	250.000.000	MM133770
1	30Y	XS0205761892	Reg Liguria	22/11/2004	22/11/2034	420.000.000	ED693877
2	30Y	XS0223484345	Com Milano	29/06/2005	29/06/2035	1.685.347.000	ED997758
3	30Y	XS0305278797	Reg Umbria	15/06/2007	15/06/2037	213.220.000	EG547878
4	30Y	XS0181673798	Com Roma	27/11/2003	27/01/2048	1.400.000.000	ED240095

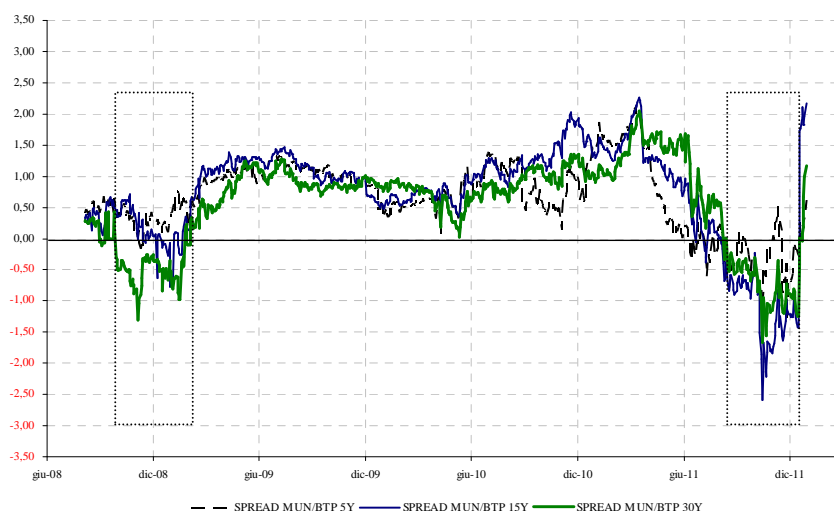
³ Vedi Menale, Tamisari (2003).

⁴ Vedi Banca d'Italia (2011).

⁵ Con riferimento al provider Bloomberg, i criteri di selezione del campione iniziale sono definiti dai campi [tra parentesi quadre è riportato il valore assegnato al campo]: “Paese emissione” [italia]; “Settori e tipo emittente” [governo regionale], “Prezzo” [quotato]; il dataset rappresentativo è stato costruito selezionando, dal campione iniziale, i campi: “Valuta” [euro]; “Tipo cedola” [cedola fissa]; “caratteristiche rimborso” [bullet]; “informazioni titolo” [no opzioni accessorie].

Evidenze empiriche – L'andamento dello *spread* MUN-BTP per le scadenze 5, 15 e 30 anni è illustrato nel grafico 1.

Grafico 1 - andamento dello *spread* MUN-BTP



Il grafico 1 mostra, nel periodo di osservazione, cambiamenti di segno dello *spread* MUN-BTP, che risultano maggiormente significativi per le scadenze a 15 e 30 anni. In particolare, considerando l'insieme unione degli *spread* dei singoli titoli, risultano livelli:

- sempre positivi dal 03/09/2008 al 26/09/2008 (sottoperiodo 1);
- positivi e negativi dal 29/09/2008 al 03/03/2009 (sottoperiodo 2);
- sempre positivi dal 04/03/2009 al 05/07/2011 (sottoperiodo 3);
- positivi e negativi dal 06/07/2011 al 16/01/2012 (sottoperiodo 4);
- sempre positivi dal 16/01/2012 al 23/01/2012 (sottoperiodo 5).

Si osserva, peraltro, che proprio i sottoperiodi che presentano *spread* (anche) negativi (sottoperiodi 2 e 4) corrispondono a due fasi storiche di particolare instabilità nei mercati internazionale e nazionale; rispettivamente: ai mesi successivi al fallimento, negli Stati Uniti, della banca d'affari Lehman Brothers (avvenuto a settembre 2008); ai mesi a partire dall'estate del 2011 fino all'insediamento, in Italia, del nuovo governo tecnico (a fine 2011) che hanno visto l'aumento significativo dello *spread* BTP-BUND, tra rendimenti dei titoli di Stato italiani e tedeschi. Nel periodo di osservazione analizzato, sembrerebbe dunque potersi affermare che in condizioni "normali" di mercato lo *spread* MUN-BTP ha valori positivi; e che, in condizioni di particolare "instabilità", lo *spread* può assumere valori negativi. Da un ulteriore confronto rispetto ai rendimenti dei titoli benchmark dello Stato tedesco, risultano (negli stessi sottoperiodi) inversioni di dominanza tra lo *spread* MUN-BUND e lo *spread* BTP-BUND. Gli esiti di questo ulteriore confronto, riferito alla scadenza 30 anni, sono illustrati nel grafico 2.

Grafico 2 - spread MUN-BUND vs spread BTP-BUND



Le quantificazioni degli *spread* distinte per segno, per gruppo e per sottoperiodo temporale sono riportati nella tabella 2.

Tabella 2 - livelli dello *spread* MUN-BTP

SPREAD MUN/BTP	Gruppo	Periodo 1	Periodo 2	Periodo 3	Periodo 4	Periodo 5	Periodo totale
livello minimo dei valori positivi		0,39	0,03	0,01	0,00	0,17	0,00
livello medio dei valori positivi	5Y	0,48	0,39	0,93	0,14	0,33	0,80
livello massimo dei valori positivi		0,61	0,77	2,11	0,53	0,62	2,11
livello minimo dei valori negativi		-	-0,16	-	-1,31	-	-1,31
livello medio dei valori negativi	5Y	-	-0,09	-	-0,38	-	-0,37
livello massimo dei valori negativi		-	-0,05	-	-0,01	-	-0,01
livello minimo dei valori positivi		0,13	0,02	0,35	0,00	1,82	0,00
livello medio dei valori positivi	15Y	0,39	0,31	1,12	0,38	1,98	0,98
livello massimo dei valori positivi		0,50	0,71	2,26	1,94	2,17	2,26
livello minimo dei valori negativi		-	-0,77	-	-2,60	-	-2,60
livello medio dei valori negativi	15Y	-	-0,23	-	-1,02	-	-0,85
livello massimo dei valori negativi		-	-0,01	-	-0,00	-	-0,00
livello minimo dei valori positivi		0,20	0,19	0,03	0,01	0,09	0,01
livello medio dei valori positivi	30Y	0,27	0,42	0,95	0,58	0,62	0,90
livello massimo dei valori positivi		0,34	0,54	2,05	1,39	1,16	2,05
livello minimo dei valori negativi		-	-1,30	-	-1,67	-	-1,67
livello medio dei valori negativi	30Y	-	-0,49	-	-0,73	-	-0,61
livello massimo dei valori negativi		-	-0,01	-	-0,01	-	-0,01

In conclusione, l'andamento dello *spread* MUN-BTP illustrato nel grafico 1 conferma la particolare attenzione richiesta, specie nell'attuale situazione dei mercati finanziari, nell'interpretazione e nell'uso degli indicatori di rischio basati sui differenziali tra rendimenti di mercato. In effetti, se da una parte lo "sconto" nel rendimento dei bond municipali rispetto a quello dei titoli di Stato (i.e. uno *spread* MUN-BTP negativo) potrebbe essere interpretabile come una "anomalia" di mercato, dall'altra, potrebbe essere giustificato da "inefficienze" di mercato (ad esempio, come già osservato, dalla scarsa liquidità dei bond municipali) o dalla "significatività" dei dati iniziali (ad esempio, per effetto delle procedure di aggiornamento – di quotazioni e rendimenti dei titoli – adottate dal provider informativo); ovvero, si potrebbe argomentare nel senso di una possibile "indipendenza" tra rischio municipale (delle "parti") e rischio Stato (del "tutto") indotta dall'assenza, sancita dal dettato costituzionale, di una garanzia dello Stato sul debito degli enti⁶.

⁶ L'art. 119 della Costituzione così detta: "I Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni hanno un proprio patrimonio, attribuito secondo i principi generali determinati dalla legge dello Stato. Possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento. E' esclusa ogni garanzia dello Stato sui prestiti dagli stessi contratti".

3. Evidenze empiriche sul *costo* di garanzie di Stato

Si considerano evidenze empiriche sul *costo* delle garanzie offerte dallo Stato italiano a favore di banche nazionali, calcolato secondo la regola stabilita nel c.d. decreto “Salva Italia”⁷.

Le garanzie dello Stato a favore delle banche – Le garanzie offerte dagli Stati sovrani a favore delle banche hanno assunto particolare rilievo a livello europeo. Come emerso da un’indagine dell’Ufficio Studi di Mediobanca⁸, l’ammontare delle garanzie pubbliche offerte dagli Stati europei a favore del sistema del credito corrisponde, a metà novembre 2011, a € 1.900 miliardi circa; lo Stato italiano, a quella data, non ha concesso nessuna garanzia alle banche nazionali.

Il D.L. n. 201/2011, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214, autorizza lo Stato italiano, in conformità alle normative europee⁹, a garantire obbligazioni assunte dalle banche italiane. La concessione della garanzia è effettuata sulla base della valutazione svolta dalla Banca d’Italia sull’adeguatezza della patrimonializzazione della banca richiedente e sulla sua capacità di fare fronte alle obbligazioni assunte. Per la concessione della garanzia pubblica sono inoltre previste specifiche condizioni. In particolare, l’art. 8 (commi dal 14 al 19) dispone che le banche beneficiarie della garanzia pubblica corrispondano allo Stato una commissione di garanzia che deve essere applicata, in ragione d’anno, all’ammontare nominale della passività garantita e che dipende dalla durata originaria e dal tipo di passività oggetto della garanzia.

Per le passività con durata originaria di almeno 12 mesi, è previsto che la commissione di garanzia sia calcolata come somma di una commissione di base e di una commissione di rischio. La commissione di base è eguale allo 0,4%. La commissione di rischio è “eguale al prodotto di 0,40 punti percentuali per una metrica di rischio composta come segue: la metà del rapporto fra la mediana degli spread sui contratti di Credit Default Swap (CDS) senior a 5 anni relativi alla banca o alla capogruppo nei tre anni che terminano il mese precedente la data di emissione della garanzia e la mediana dell’indice iTraxx Europe Senior Financial 10 a 5 anni nello stesso periodo di tre anni, più la metà del rapporto fra la mediana degli spread sui contratti CDS senior a 5 anni di tutti gli Stati Membri dell’Unione Europea e la mediana degli spread sui contratti CDS senior a 5 anni dell’Italia nel medesimo periodo di tre anni”¹⁰. Per le banche per le quali non sono negoziati contratti di CDS o comunque non sono disponibili dati rappresentativi, la mediana degli spread è calcolata nel modo seguente:

- per banche che abbiano un rating rilasciato da agenzie esterne di valutazione del merito di credito (ECAI) riconosciute: la mediana degli spread sui contratti di CDS a cinque anni nei tre anni che terminano il mese precedente la data di emissione della garanzia registrati per un campione di grandi banche, definito dalla Commissione europea, insediate in paesi dell’area euro appartenenti alla medesima classe di rating del debito senior unsecured;
- per banche prive di rating: la mediana degli spread sui contratti CDS registrati nel medesimo periodo per un campione di grandi banche, definito dalla Commissione europea, insediate in paesi dell’area dell’euro e appartenenti alla più bassa categoria di rating disponibile.

Per le passività con durata originaria inferiore a 12 mesi, la commissione di garanzia è pari alla somma di una commissione di base eguale a un ammontare costante dello 0,5% e di una commissione di rischio eguale:

- allo 0,2% nel caso di banche aventi un rating del debito senior unsecured di A+ o A ed equivalenti;

⁷ Vedi Mottura (2012b).

⁸ Vedi *Il Sole 24Ore*, 10 gennaio 2012, pag. 2.

⁹ Vedi Comunicazione della Commissione europea C(2011)8744.

¹⁰ Gli indici *iTraxx* sono indici relativi a CDS e rappresentano il prezzo medio delle coperture di un possibile default di un insieme di emittenti obbligazionari scelti secondo diversi criteri; l’indice *iTraxx Europe Senior Financial* è composto da 25 banche e compagnie assicurative europee.

- allo 0,3% nel caso di banche aventi un rating di A- o equivalente;
- allo 0,4% per banche aventi un rating inferiore a A- o prive di rating.

Con riguardo al rating, è previsto che il punteggio rilevante ai fini della determinazione della commissione di garanzia sia quello assegnato al momento della concessione della garanzia stessa e che, in caso di difformità delle valutazioni di rating, il rating rilevante per il calcolo della commissione sia quello più elevato.

I dati di riferimento – Sono state considerate due ipotetiche garanzie pubbliche offerte dallo Stato italiano a due banche nazionali (Intesa San Paolo e Unicredit) e riferite a passività con durata originaria di almeno 12 mesi; si è assunto che le garanzie siano emesse in ogni giorno lavorativo compreso tra ottobre 2008 e febbraio 2012 (periodo di riferimento).

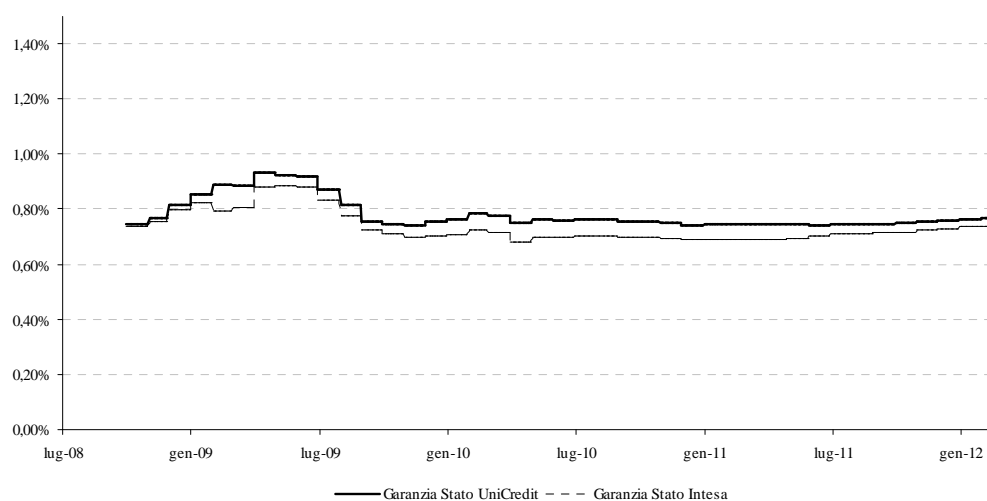
Data la convenzione pubblica per il calcolo del *costo* della garanzia, la componente di costo relativa alla commissione di rischio è stata calcolata utilizzando i seguenti dati riferiti ai tre anni che terminano il mese precedente ciascuna data di emissione delle garanzie nel periodo di riferimento considerato (fonte Bloomberg):

- prezzi di mercato giornalieri dei CDS senior a 5 anni di Intesa San Paolo e di Unicredit;
- prezzi di mercato giornalieri dell'indice iTraxx Europe Senior Financial a 5 anni;
- prezzi di mercato giornalieri dei CDS senior a 5 anni degli Stati Membri dell'Unione Europea;
- prezzi di mercato giornalieri dei CDS senior a 5 anni dell'Italia;
- Prodotto Interno Lordo (PIL) dell'anno 2010 relativo agli Stati Membri dell'UE.

In particolare, non essendo esplicitamente prevista dalla legge una regola per determinare la “mediana degli spread sui contratti CDS senior a 5 anni di tutti gli Stati Membri dell'Unione Europea”, questa componente è stata calcolata come media pesata delle mediane degli spread (per tutti gli Stati Membri salvo che per Cipro, Lussemburgo e Malta, non essendo disponibili quotazioni di CDS per questi tre Stati), assumendo ai fini della media pesi definiti dal rapporto tra PIL 2010 di ciascun Stato membro e PIL totale. Inoltre, nel caso di serie storica di prezzi di CDS con profondità inferiore a 3 anni, la mediana è stata calcolata utilizzando le osservazioni disponibili.

Evidenze empiriche – I risultati del calcolo del *costo* delle due ipotetiche garanzie pubbliche, in ciascuna giornata nel periodo di osservazione, sono illustrati nel grafico 3.

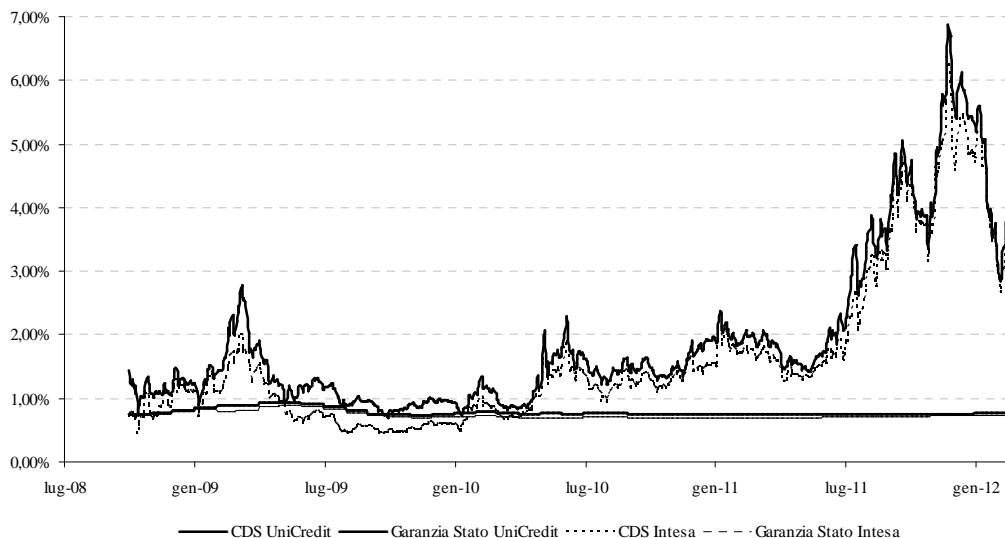
Grafico 3 – andamento del costo di garanzie di Stato a favore del sistema del credito



Per interpretare i risultati della *convenzione pubblica* rispetto a una *convenzione di mercato* di misurazione del rischio “assicurato” – di insolvenza della banca nel pagamento della passività garantita –, è stato impostato un confronto tra *costo* della garanzia e prezzo di mercato dei CDS a 5

anni delle banche garantite (che, si ricorda, sono anche uno dei dati di riferimento per calcolare il *costo*). Il confronto, che deve essere interpretato tenendo conto delle diverse caratteristiche della garanzia di Stato rispetto a quelle del CDS¹¹, è illustrato nel grafico 4.

Grafico 4 – costo delle garanzie di Stato vs CDS



I livelli caratteristici del *costo* delle garanzie di Stato e dei CDS, nel periodo di riferimento analizzato, sono riportati nella tabella 3.

Tabella 3 – livelli del *costo* di garanzie di Stato e dei CDS

Livelli di costo nel periodo di riferimento	Garanzia Stato Intesa	Garanzia Stato UniCredit	CDS Intesa	CDS UniCredit
Costo minimo	0,68%	0,74%	0,45%	0,69%
Costo massimo	0,88%	0,93%	6,28%	6,88%
Costo medio	0,74%	0,78%	1,62%	1,93%

La tabella 3 mostra che i costi delle due ipotetiche garanzie pubbliche su Intesa e su Unicredit risultano stabili nel periodo di riferimento, con livelli compresi, rispettivamente, tra lo 0,68% e lo 0,88% e tra lo 0,74% e lo 0,93%; e con un livello medio dello 0,74% e dello 0,78%. Ciò a fronte di prezzi di mercato dei corrispondenti CDS che si presentano, invece, significativamente variabili con livelli compresi, rispettivamente, tra lo 0,45% e il 6,28% e tra lo 0,69% e il 6,88%; e con un livello medio dell'1,62% e dell'1,93%.

Le evidenze illustrate nel grafico 4 rivelano la significatività dell'effetto di isolamento del *costo* della garanzia dal mercato dei CDS, prodotto dalla convenzione pubblica sebbene alimentata con criteri di mercato (del CDS e del rating). Rispetto alle recenti tendenze della teoria economica, sono evidenze che evocano la “distanza” tra i “pensieri veloci” del mercato e i “pensieri lenti” della norma¹². Si tratta di una “distanza” che si ritiene potrà assumere nuovi significati tenuto conto

¹¹ Per un'analisi sul mercato dei CDS vedi Carbone (2011) e IOSCO (2012).

¹² Il richiamo è alla “*prospect theory*” di Kahneman e al rapporto tra “sistema automatico” e “sistema riflessivo”: il primo “opera in fretta e automaticamente, con poco o nessuno sforzo e nessun senso di controllo volontario”; il secondo “indirizza l'attenzione verso le attività mentali impegnative che richiedono focalizzazione, come i calcoli complessi”. Il sistema automatico “sa fare molto bene il suo mestiere: i suoi modelli di situazioni noti sono precisi, le sue predizioni a breve termine sono di solito esatte e le sue reazioni iniziali alle difficoltà sono rapide e perlopiù appropriate. Esso è però soggetto a bias, a errori sistematici ... a volte risponde a domande più facili anziché a quella, più difficile, che gli è stata

dell'orientamento della Vigilanza europea che, in prospettiva, sembra interpretare atteggiamenti più "interventisti" rispetto al passato, nella ridefinizione degli equilibri di mercato (tra libertà e divieto)¹³; e, al tempo stesso, della sempre maggiore attenzione rivolta dalla Vigilanza nazionale "alla promozione dell'educazione finanziaria dei cittadini"¹⁴.

Ricorre, in conclusione, un'avvertenza sull'*interpretazione* e sull'*uso* degli indicatori di rischio: "il rischio guarda al futuro, è essenziale prendere atto che il governo del rischio è, anzitutto, sfida culturale: occorre adottare (ricostruire?) un atteggiamento e uno stile che siano adeguati alle nuove esigenze, prima ancora dell'idonea e indispensabile dotazione tecnica"¹⁵; e con riguardo alle *convenzioni* per la misurazione del rischio, è bene ricordare che un giudizio di rischio non può che essere impostato in termini di coerenza con la convenzione valutativa che si è scelto di adottare, perché "nella finanza ... non può esistere il modello vero"¹⁶.

Riferimenti bibliografici

Banca d'Italia, (2011), *Supplementi al bollettino statistico, Debito delle amministrazioni locali*, n. 56.

Banca d'Italia, (2012), *Considerazioni finali*, Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, Roma.

Carbone A., (2011) *The sovereign Credit Default Swap market: price discovery, volumes and links with bank's risk premia*, Banca d'Italia, Tema di discussione n. 821.

Comunicazione della Commissione europea C(2011)8744, *Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1° gennaio 2012, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, Bruxelles.

De Felice M., Moriconi F., (2011), *Una nuova finanza d'impresa*, Bologna, Il Mulino.

IOSCO (2012), *The Credit Default Swap market*, Report, FR05/12.

Menale P., Tamisari M., (2003), *Le emissioni obbligazionarie degli enti territoriali in Italia*, Cassa Depositi e prestiti, Quaderni monografici, n. 13.

Mottura C.D., (2011), *Il ruolo del rischio nella recente crisi dei mercati finanziari*, in "Gnosis. Rivista Italiana di Intelligence", n.1.

Mottura C.D., (2012a), *Sugli indicatori di rischio: evidenze empiriche dal mercato dei bond municipali*, Forum Banche e PA.

Mottura C.D., Mottura L., (2012b), *Le garanzie dello Stato italiano per la stabilità del sistema creditizio e a salvaguardia dell'euro. Considerazioni tra diritto, contabilità pubblica e finanza*" (in corso di pubblicazione).

Mottura C.D., (2012c), *Derivati e finanza pubblica: situazione e prospettive*, in Nicolai M. (a cura di), *Primo rapporto sulla finanza pubblica. Finanza pubblica e federalismo. Strumenti finanziari innovativi: autonomia e sostenibilità*, Fondazione Rosselli, Maggioli Editore.

posta, e ha scarsa comprensione della logica e della statistica. Un suo ulteriore limite è che non lo può spegnere" (D. Kahneman, *Pensieri lenti e veloci e pensieri lenti*, Mondadori, 2012; pp. 27-28).

¹³ Vedi Mottura (2012c), pp. 666-668.

¹⁴ Vedi Banca d'Italia (2012), p. 4.

¹⁵ Vedi Mottura (2011), p. 58.

¹⁶ Vedi De Felice, Moriconi (2011), pp. 161-162.