



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

aprile 2015

1 | 2015



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 1 / 2015
Aprile

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 oppure in formato cartaceo presso la Biblioteca (Via Nazionale 91, 00184 Roma) e presso le Filiali della Banca d'Italia

© **Banca d'Italia, 2015**

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

Eugenio Gaiotti

Comitato di redazione

Giorgio Gobbi (coordinatore), Giorgio Albareto, Martina Bignami, Pierluigi Bologna, Marianna Caccavaio, Francesco Columba, Wanda Cornacchia, Alessio De Vincenzo, Antonio Di Cesare, Paolo Finaldi Russo, Cristina Floccari, Antonella Foglia, Andrea Generale, Aviram Levy, Gaetano Marseglia, Stefano Neri, Stefano Pasqualini (Ivass), Marcello Pericoli, Matteo Piazza, Massimo Sbracia, Fabrizio Venditti, Silvia Vori, Francesco Zollino

Riquadri

Federica Ciocchetta, Giovanni Guazzarotti, Antonio Ilari, Andrea Nobili, Stefano Nobili, Alessandro Giuseppe Notarpietro, Nicola Pellegrini, Francesco Piersante, Anna Rendina, Enrico Sette

Aspetti editoriali e grafici

Rita Anselmi, Giuseppe Casubolo, Roberto Marano, Valentina Memoli, Silvia Mussolin, 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

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 17 aprile 2015, salvo diversa indicazione

Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

INDICE

SINTESI	5
1 I RISCHI DERIVANTI DAL QUADRO MACROECONOMICO E FINANZIARIO	7
1.1 I rischi macroeconomici e finanziari	7
1.2 I mercati immobiliari	12
2 I RISCHI SETTORIALI DELL'ECONOMIA ITALIANA	15
2.1 Le famiglie	15
2.2 Le imprese	17
3 I RISCHI PER IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO	20
3.1 La valutazione del mercato sulle banche	20
3.2 I rischi delle banche	21
3.3 Il patrimonio e la redditività delle banche	28
3.4 I rischi delle assicurazioni	32
4 I RISCHI DEI MERCATI MONETARI E FINANZIARI	37
4.1 La liquidità dei mercati e i rischi per la stabilità finanziaria	37
4.2 Il mercato monetario e il rifinanziamento presso l'Eurosistema	38
4.3 Il mercato dei titoli di Stato	42

INDICE DEI RIQUADRI

Una società specializzata per l'acquisto delle sofferenze delle banche italiane	22
<i>Deferred tax assets</i> (DTA): capacità di assorbimento delle perdite e computabilità nel patrimonio delle banche italiane	29
L'evoluzione della redditività dell'industria bancaria italiana: un confronto con il periodo precedente la crisi	30
L'impatto del programma di acquisto di titoli sulla redditività delle banche	32
Lo stress test dell'EIOPA per il rischio di bassi tassi di interesse	35
Primi effetti sul comparto degli ABS e dei covered bond dei programmi di acquisto di titoli strutturati da parte dell'Eurosistema	39

AVVERTENZE

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 globali diminuiscono, ma restano significativi

Il miglioramento delle prospettive di crescita nei paesi avanzati attenua i rischi per la stabilità finanziaria. Permangono tuttavia aree di vulnerabilità. La crescita rallenta nelle economie emergenti, esposte ai rischi di un possibile rialzo dei tassi ufficiali negli Stati Uniti e di un ulteriore apprezzamento del dollaro. La caduta del prezzo del petrolio potrebbe avere ripercussioni negative sulla sostenibilità del debito nei paesi produttori. Le tensioni geopolitiche potrebbero innescare repentini aumenti della volatilità dei prezzi delle attività finanziarie.

La situazione in Grecia è un fattore di potenziale instabilità

L'incertezza sulle trattative tra le autorità greche e le istituzioni europee per il completamento del programma macroeconomico di aggiustamento sta determinando un rialzo degli spread sui titoli di Stato dell'area. L'Eurosistema è pronto a fronteggiare gli effetti sui mercati finanziari di un aggravamento delle tensioni; nondimeno un deterioramento della situazione potrebbe avere sviluppi difficili da prevedere.

L'Eurosistema ha avviato misure per contrastare i rischi derivanti dalla bassa inflazione...

I rischi per la stabilità finanziaria dell'area dell'euro, che derivano dalla bassa crescita e dal persistere di livelli di inflazione molto contenuti, si stanno attenuando con l'avvio del programma di acquisto di titoli pubblici. Il piano sta già producendo effetti: le aspettative di inflazione a medio e a lungo termine stanno risalendo e i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi, divenendo negativi fin oltre la scadenza quinquennale in alcuni paesi dell'area.

...con modalità volte a preservare l'ordinato funzionamento dei mercati

Dagli indicatori di mercato non emergono squilibri nei prezzi o nei volumi scambiati. Le modalità di attuazione degli acquisti da parte

dell'Eurosistema sono definite in modo da non distorcere il processo di formazione dei prezzi dei titoli.

Il miglioramento macroeconomico può favorire il riequilibrio dei conti pubblici

In Italia il ritorno alla crescita e il rialzo dell'inflazione possono accelerare il riequilibrio dei conti pubblici. Secondo il Documento di economia e finanza 2015 presentato dal Governo, il rapporto tra debito e prodotto comincerebbe a ridursi dal 2016, grazie al miglioramento del quadro economico e al contenimento dei disavanzi.

La situazione patrimoniale delle famiglie rimane solida

Il grado di indebitamento delle famiglie resta basso. La vulnerabilità di quelle indebitate rimarrebbe contenuta anche in caso di caduta del reddito nominale o di rialzi dei tassi di interesse.

La redditività delle imprese è diminuita, ma migliorano le prospettive di crescita

Si è ancora ridotta la redditività delle imprese, ma le indagini più recenti rilevano un miglioramento delle prospettive di crescita delle vendite e degli investimenti, soprattutto per le aziende grandi e per quelle esportatrici. Per il settore nel suo complesso è proseguito il graduale rafforzamento della struttura finanziaria; le condizioni di liquidità e di accesso ai finanziamenti esterni sono migliorate. Una fascia rilevante di imprese di piccola e media dimensione e con elevato indebitamento continua tuttavia a incontrare difficoltà nell'accesso al credito.

La debolezza congiunturale continua a pesare sulla qualità del credito...

Il protrarsi della debolezza dell'attività economica e il recepimento nei bilanci bancari dei risultati della revisione della qualità degli attivi hanno determinato un aumento dei flussi di prestiti deteriorati nell'ultimo trimestre del 2014. Ciò nonostante i tassi di copertura continuano a

crescere. Sono allo studio iniziative per ridurre lo stock di partite deteriorate nei bilanci delle banche; il loro avvio contribuirebbe a sostenere la dinamica del credito a famiglie e imprese e, per questa via, la ripresa economica.

...e sulla redditività delle banche

Nel 2014 le rettifiche su crediti hanno assorbito pressoché interamente il risultato di gestione delle banche. Il rendimento del capitale è stato negativo. Prosegue il riassetto organizzativo delle banche, che negli ultimi anni ha consentito guadagni di efficienza attraverso la riduzione di sportelli e di dipendenti. La ripresa della redditività è strettamente legata alla crescita dell'economia.

Il livello di patrimonializzazione continua a migliorare

La dotazione patrimoniale degli intermediari continua a crescere; alla fine dell'anno scorso il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per i rischi (CET1 ratio) aveva raggiunto l'11,8 per cento. Per i due principali gruppi il rapporto era in linea con quello delle altre grandi banche europee.

L'esposizione al rischio di tasso è limitata sia per le banche...

L'esposizione delle banche italiane al rischio di tasso di interesse è bassa. Le potenziali perdite del valore

netto di attività e passività sarebbero, anche per gli intermediari più esposti, ben inferiori alla soglia di attenzione prevista dalla regolamentazione.

...sia per le assicurazioni

Le imprese di assicurazione italiane sono tra le meno esposte in Europa al rischio di tasso di interesse, anche a fronte di un prolungato periodo di bassi rendimenti nominali. La maggior parte di esse ha una struttura dei flussi di cassa equilibrata, che riflette un buon allineamento della durata finanziaria delle attività e delle passività. L'impatto di variazioni della curva dei tassi di interesse sul valore netto dell'attivo e del passivo sarebbe limitato anche in scenari di stress. Le compagnie restano esposte a variazioni dei premi per il rischio sui titoli di Stato.

La liquidità dei mercati italiani si mantiene buona

Il programma di acquisto di titoli pubblici dell'Eurosistema ha avuto effetti positivi sulla liquidità dei mercati azionari e obbligazionari privati italiani, non direttamente interessati dagli interventi. I rendimenti dei titoli di Stato si sono fortemente ridotti; nei primi due mesi dell'anno si sono avuti ingenti acquisti dall'estero. Anche sui mercati italiani degli ABS e dei covered bond interessati dai piani di acquisto dell'Eurosistema si sono realizzati significativi cali dei rendimenti.

1 I RISCHI DERIVANTI DAL QUADRO MACROECONOMICO E FINANZIARIO

1.1 I RISCHI MACROECONOMICI E FINANZIARI

Permangono vulnerabilità connesse con fattori di instabilità globale

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'evoluzione dell'economia mondiale si stanno attenuando, ma rimangono elevati. Le prospettive di crescita per il 2015 sono in miglioramento, soprattutto nei paesi avanzati, in seguito al forte calo del prezzo del petrolio e all'intonazione espansiva delle politiche monetarie; gli analisti privati prevedono che l'attività produttiva continui a crescere in misura sostenuta negli Stati Uniti e nel Regno Unito, prosegua a ritmi modesti in Giappone e acceleri nell'area dell'euro (fig. 1.1). Sono invece peggiorate le prospettive per le economie emergenti, soprattutto quelle di Brasile, Cina, Russia e di diversi paesi esportatori di materie prime. Anche le tensioni geopolitiche e il protrarsi delle difficoltà nella risoluzione della crisi economica e finanziaria in Grecia rappresentano fattori di rischio rilevanti.

Il ribasso del prezzo del petrolio contribuisce alla crescita, ma comporta rischi

Nei paesi per i quali le esportazioni di greggio contribuiscono in misura rilevante alle entrate fiscali, il calo dei corsi petroliferi sta determinando un notevole peggioramento dei conti pubblici e del saldo corrente della bilancia dei pagamenti. La riduzione dei profitti delle imprese del settore energetico si ripercuote negativamente sulla capacità di servire l'ingente volume di debito che negli ultimi dieci anni è più che raddoppiato, raggiungendo nel 2014 un valore stimato in 2.500 miliardi di dollari a livello globale. I rischi sono mitigati dalla dispersione del debito tra gli investitori: il 60 per cento è costituito da obbligazioni e il resto prevalentemente da prestiti sindacati. Nei paesi avanzati l'esposizione delle banche più grandi verso le imprese del settore energetico è inferiore al 4 per cento del totale dei prestiti.

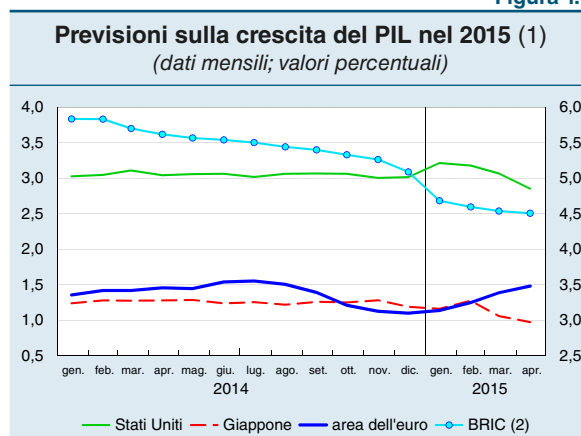
I rischi derivanti dalla bassa inflazione rimangono significativi...

Persistono rischi per la stabilità finanziaria derivanti da tassi di inflazione molto bassi, che rendono più difficile il riassorbimento dell'elevato volume di debito, pubblico e privato. L'inflazione, già molto contenuta nel 2014, è scesa su valori negativi in alcune economie avanzate, riflettendo soprattutto la caduta dei corsi petroliferi; in alcuni grandi paesi emergenti, come la Cina e l'India, la forte flessione dei prezzi alla produzione potrebbe trasmettersi a quelli al consumo.

...ma nell'area dell'euro sono contrastati dal programma di acquisto di titoli pubblici

Nell'area dell'euro il programma di acquisto di titoli pubblici avviato in marzo dall'Eurosistema sta già producendo i primi effetti (cfr. *Bollettino economico*, n. 2, 2015). Le aspettative di inflazione a medio e a lungo termine, in netta discesa dallo scorso anno, stanno risalendo (fig. 1.2). Le proiezioni dello

Figura 1.1



Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics.

(1) Previsioni formulate nel mese indicato sull'asse orizzontale. – (2) Scala di destra. Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India e Cina, ponderata con i corrispondenti PIL nel 2013, valutati alla parità dei poteri d'acquisto.

staff della BCE (1) prefigurano un rapido aumento dell'inflazione al consumo già a partire dalla fine di quest'anno e un ritorno all'1,8 per cento nel 2017.

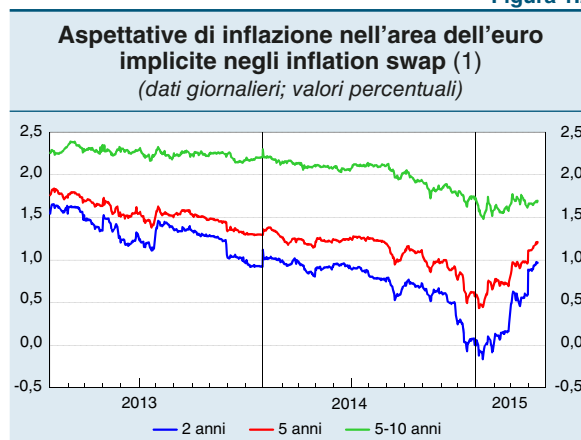
La politica monetaria degli Stati Uniti può avere ripercussioni negative sui paesi emergenti

Le economie dei paesi emergenti potrebbero risentire del rialzo dei tassi ufficiali negli Stati Uniti, atteso dai mercati per la seconda metà di quest'anno. L'aumento dei rendimenti e l'ulteriore apprezzamento del dollaro potrebbero riflettersi negativamente sulle imprese indebitate in valuta e dare luogo a deflussi di capitale. Il programma di acquisto di titoli pubblici dell'Eurosistema ha ridotto significativamente il rischio che futuri rialzi dei tassi a lungo termine statunitensi si trasmettano a quelli dell'area.

I mercati obbligazionari hanno reagito alle misure espansive dell'Eurosistema

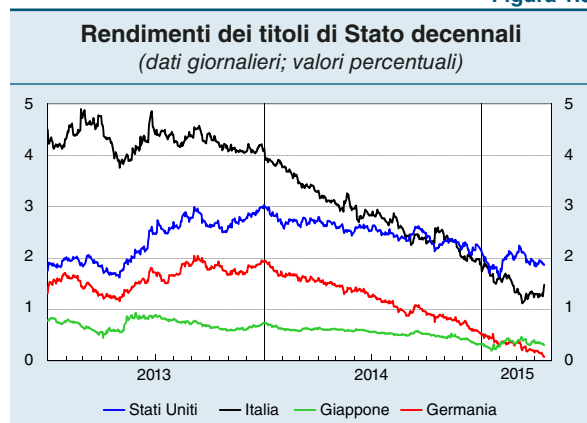
Gli acquisti di titoli pubblici hanno determinato una rapida discesa dei tassi di interesse a medio e a lungo termine nell'area dell'euro (fig. 1.3); in alcuni paesi i rendimenti hanno toccato valori negativi fin oltre la scadenza quinquennale. La gradualità degli acquisti e le operazioni di prestito titoli previste dall'Eurosistema dovrebbero consentire al programma di non interferire con i meccanismi di mercato nella determinazione dei prezzi delle attività finanziarie (cfr. il par. 4.2). Gli indicatori comunemente utilizzati per valutare i rischi provenienti dai mercati obbligazionari, azionari, immobiliari e del credito non segnalano sinora squilibri. In alcuni paesi il basso livello dei tassi potrebbe causare difficoltà ai fondi pensione e alle compagnie di assicurazione le cui passività prevedono prestazioni definite in termini nominali o rendimenti minimi garantiti (cfr. il riquadro: *Lo stress test dell'EIOPA per il rischio di bassi tassi di interesse*).

Figura 1.2



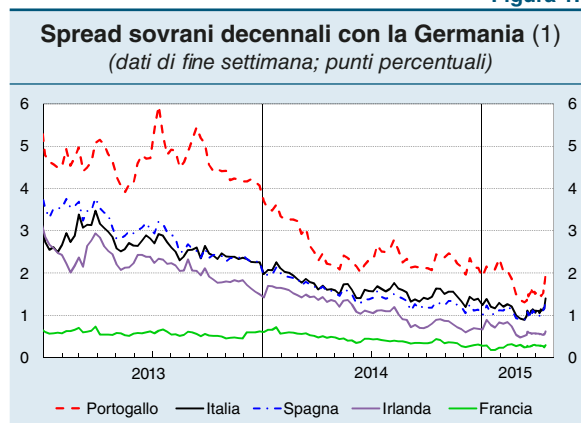
Fonte: Bloomberg.
(1) Tassi di inflazione impliciti nei contratti di inflation swap con durata 2 anni, 5 anni e 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti.

Figura 1.3



Fonte: Bloomberg.

Figura 1.4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali dei paesi indicati rispetto a quelli tedeschi.

(1) Cfr. BCE, *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2015*, 2015.

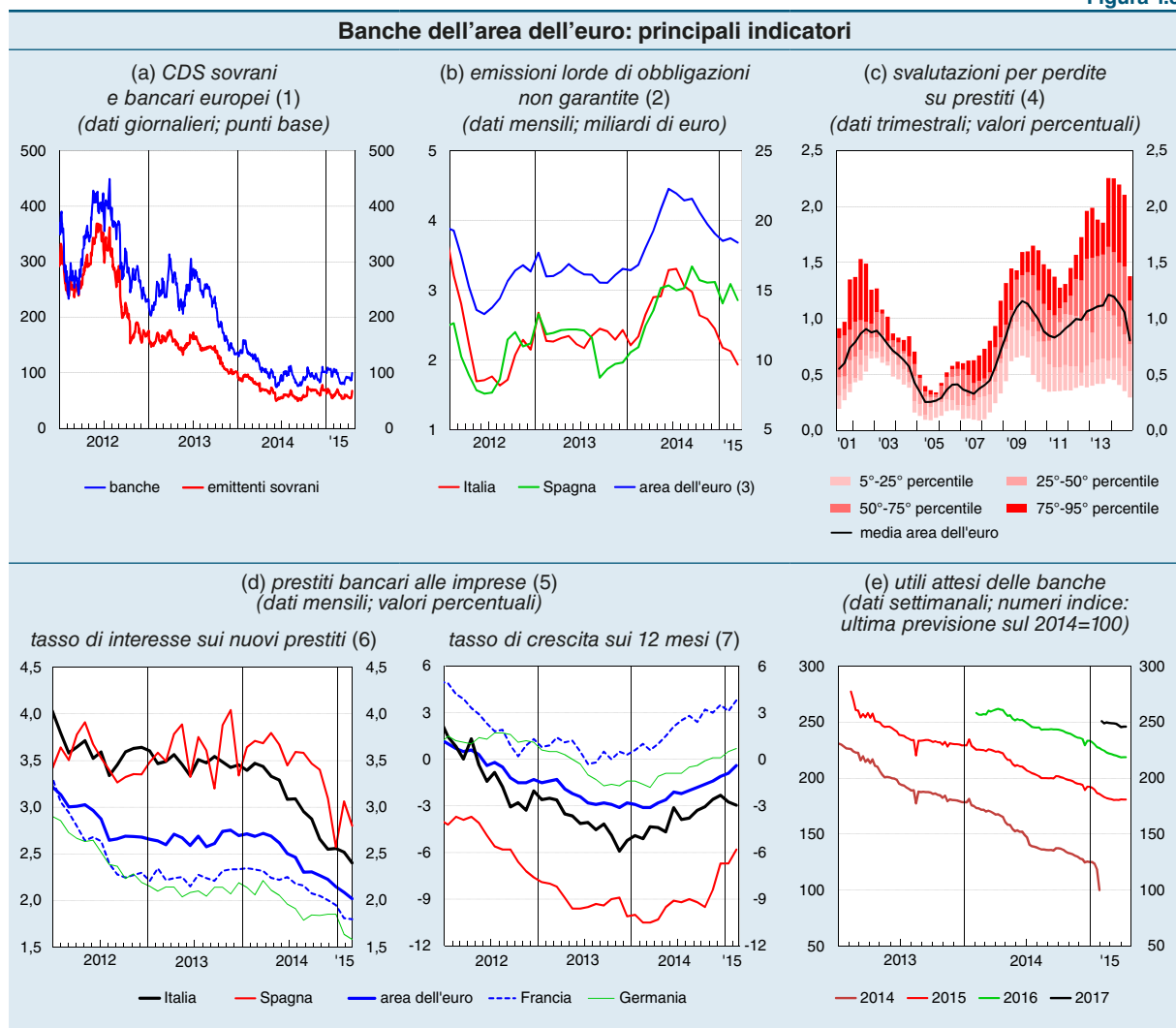
Gli spread risentono della situazione in Grecia

L'evolversi della situazione in Grecia resta un rilevante fattore di instabilità. L'incertezza sulle trattative per il completamento del programma macroeconomico di aggiustamento ha causato, nelle ultime settimane, un rialzo degli spread sui titoli di Stato dell'area con i premi per il rischio più elevati (fig. 1.4). Dal negoziato dipende l'erogazione delle misure di sostegno necessarie affinché la Grecia possa far fronte ai prossimi impegni finanziari. L'Eurosistema è pronto a fronteggiare un aggravamento delle tensioni, che potrebbe però avere sviluppi difficilmente prevedibili.

Le condizioni delle banche migliorano...

Nell'area dell'euro sono complessivamente migliorate le condizioni delle banche. I premi per il rischio di credito sulle obbligazioni bancarie sono scesi (fig. 1.5.a), contribuendo a comprimere il costo della raccolta. Le nuove emissioni di titoli si

Figura 1.5



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Bloomberg, Dealogic, I/B/E/S e Thomson Reuters Datastream. (1) Paniere di CDS di emittenti sovrani: media semplice di Germania, Francia, Italia e Spagna; paniere di CDS di banche: media semplice delle 10 banche elencate, per questi 4 paesi, nella nota 1 alla fig. 3.1. – (2) Medie mobili mensili a 12 mesi. Obbligazioni prive di collaterale o garanzia pubblica. – (3) Scala di destra. – (4) Somma mobile su 4 trimestri delle svalutazioni, espressa in percentuale del volume complessivo di prestiti. Le fasce colorate con gradazioni di rosso rappresentano gli scarti tra i percentili indicati in legenda. Campione di maggiori banche dell'area dell'euro, comprendente istituzioni finanziarie di grandi dimensioni che svolgono diverse tipologie di attività bancaria, anche su scala internazionale: Banco Santander, BBVA, BNP Paribas, Crédit Agricole, Commerzbank, Deutsche Bank, ING, Intesa Sanpaolo, Société Générale e UniCredit. – (5) Prestiti a imprese non finanziarie residenti nell'area dell'euro. – (6) I dati si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (7) Dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni.

sono tuttavia ancora ridotte (fig. 1.5.b), per la sostituzione del ricorso al mercato dei capitali con il finanziamento a breve termine a tassi molto contenuti. La qualità del credito è migliorata nell'ultimo trimestre del 2014 per tutte le maggiori banche e si è ridotta la variabilità tra gli intermediari (fig. 1.5.c). Le tensioni all'offerta di credito hanno continuato ad allentarsi: i tassi di interesse sui prestiti alle imprese sono scesi e la contrazione dei volumi si è attenuata, pur restando significativa in alcuni grandi paesi, tra cui Italia e Spagna (fig. 1.5.d). Le aspettative degli analisti indicano un forte aumento degli utili delle banche nel 2015 e nel 2016 (fig. 1.5.e).

...e restano modesti i rischi legati all'intermediazione non bancaria

un peso contenuto e il ciclo finanziario stenta a riprendere (cfr. il par. 3.2); in tale situazione l'espansione del credito non bancario può fornire sostegno alla crescita, in parte controbilanciando i rischi connessi con la stabilità.

Rischi per la stabilità finanziaria possono derivare dallo spostamento dei flussi di finanziamento dal settore bancario, più regolamentato, a forme di intermediazione basate sul mercato, più opache e potenzialmente rischiose. Gli effetti sono differenziati a seconda del grado di sviluppo del settore finanziario non bancario e del ciclo del credito. Nell'Europa continentale la finanza basata sul mercato ha

I mercati azionari possono essere vulnerabili alle tensioni geopolitiche

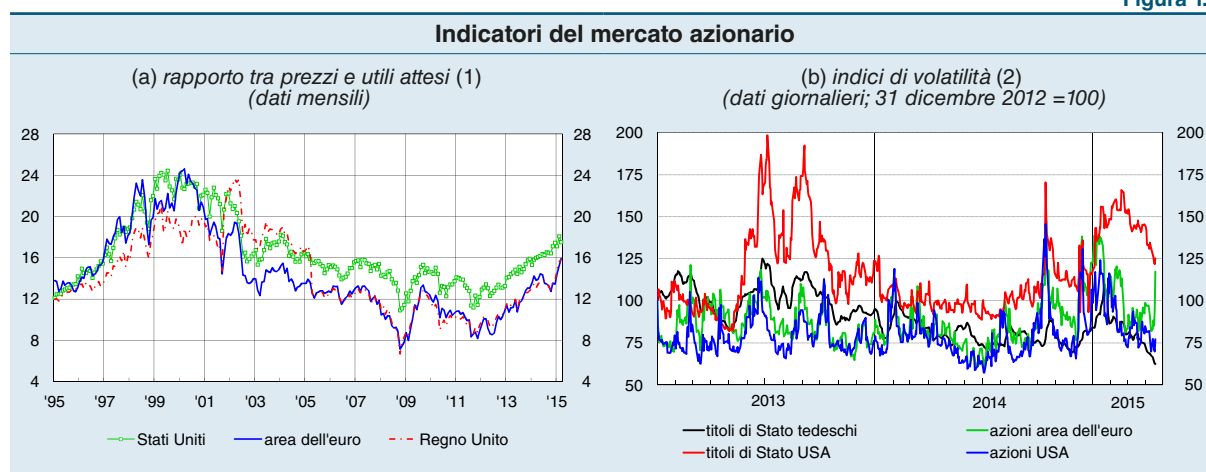
come testimoniato dalle ampie fluttuazioni dei corsi osservate negli ultimi mesi in seguito alla crisi tra Russia e Ucraina, all'incertezza legata alla situazione in Grecia e ai conflitti in Medio Oriente (fig. 1.6.b). Non è quindi da sottovalutare il rischio che l'intensificarsi delle tensioni geopolitiche possa determinare disordinate ricomposizioni dei portafogli degli investitori.

Nelle principali economie avanzate il rapporto tra prezzi azionari e utili attesi, pur in rialzo negli ultimi mesi, rimane prossimo ai valori medi storici (fig. 1.6.a); non si rilevano significativi disallineamenti rispetto ai livelli coerenti con le grandezze economiche di fondo. Quando la volatilità delle attività finanziarie è mediamente bassa, come in questo periodo, gli investitori tendono tuttavia ad assumere posizioni meno diversificate e ad accentuare la propria reazione a notizie negative,

In Italia gli indicatori di sostenibilità finanziaria rimangono favorevoli...

In Italia l'indebitamento del settore privato si mantiene contenuto e gli indicatori di sostenibilità del debito pubblico, che tengono conto anche degli oneri derivanti dall'invecchiamento della popolazione, attestano un quadro di sostanziale equilibrio nel lungo periodo (tav. 1.1). In aprile, nel *Documento di economia e finanza 2015*, il

Figura 1.6



Fonte: I/B/E/S, Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni su dati Bloomberg.
 (1) Rapporto tra capitalizzazione di borsa dell'indice generale e utili attesi nei 12 mesi successivi, censiti dalla società I/B/E/S. – (2) Numeri indice ricavati dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni.

Tavola 1.1

Indicatori di sostenibilità finanziaria (in percentuale del PIL, ove non altrimenti specificato)												
PAESI	PIL (tasso di crescita annuo) (1)		Caratteristiche del debito pubblico (2)				Avanzo primario di sostenibilità S2 (2)	Indicatore di sostenibilità S2 (3)	Debiti finanziari del settore privato (4)		Statistiche verso l'estero (5)	
	2015	2016	livello	vita media residua dei titoli di Stato (anni)	quota detenuta da non residenti (in % del debito)	2015	2012	famiglie	imprese non finanziarie	saldo di conto corrente	posizione netta sull'estero	
			2015	2016	2015	2014	2015	2014 (6)	2014 (6)	2014	2014 (7)	
Italia	0,5	1,1	133,8	132,9	6,4	36,0	1,4	-2,3	42,8	78,6	1,9	-27,7
Germania	1,6	1,7	69,5	66,6	6,6	61,0	1,5	1,4	54,8	53,7	6,2	36,4
Francia	1,2	1,5	97,0	98,1	6,8	61,2	-2,0	1,6	55,8	122,4	-1,0	-16,4
Spagna	2,5	2,0	99,4	100,1	6,0	42,5	-1,6	4,8	72,3	109,6	0,8	-93,5
Paesi Bassi	1,6	1,6	67,5	65,6	6,7	51,8	-0,7	5,9	115,4	127,0	10,3	65,8
Belgio	1,3	1,5	106,6	106,2	8,0	59,2	-0,3	7,4	57,0	136,1	1,8	54,7
Austria	0,9	1,6	88,8	87,4	7,7	75,5	0,4	4,1	50,7	89,9	0,8	2,1
Finlandia	0,8	1,4	61,7	62,8	6,1	78,5	-2,2	5,8	65,6	109,1	-1,8	4,7
Grecia	2,5	3,7	172,7	162,4	....	81,5	3,0	....	63,6	62,1	0,9	-121,9
Portogallo	1,6	1,5	126,3	124,3	6,4	71,8	1,7	....	81,9	122,5	0,6	-111,6
Irlanda	3,9	3,3	107,7	104,9	12,4	62,2	0,6	....	89,4	187,2	6,2	-97,5
Area dell'euro (8)	1,5	1,6	93,5	92,4	....	....	-0,1	2,1	61,3	101,1	2,3	-9,4
Regno Unito	2,7	2,3	91,1	91,7	14,5	28,4	-3,2	5,2	87,8	73,8	-5,5	-19,6
Stati Uniti	3,1	3,1	105,1	104,9	5,7	33,8	-2,2	....	77,6	68,2	-2,4	-39,7
Giappone	1,0	1,2	246,1	247,0	6,8	8,1	-5,7	....	62,5	103,4	0,5	77,2
Canada	2,2	2,0	87,0	85,0	6,5	22,4	-1,4	....	92,7	103,7	-2,2	7,4

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

(1) FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2015. – (2) FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2015. – (3) Commissione europea, *Fiscal Sustainability Report 2012*, dicembre 2012. Aumento del rapporto avanzo primario/PIL (rispetto al valore del 2011) 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. – (4) I dati per i paesi dell'area dell'euro sono tratti da BCE, *Statistical Data Warehouse*; i dati per il Regno Unito e per i paesi extra europei sono tratti da fonti nazionali; i dati utilizzati sono redatti secondo il nuovo sistema europeo dei conti (SEC 2010). – (5) I dati per i paesi europei e per il totale dell'area dell'euro sono tratti da Eurostat, *Statistics Database*, BCE, *Statistical Data Warehouse* e fonti nazionali; i dati per i paesi extra europei sono tratti da fonti nazionali; i dati utilizzati sono redatti secondo i nuovi standard contabili internazionali (cfr. il riquadro: *I nuovi standard internazionali dei conti con l'estero*, in *Bollettino economico*, n. 4, 2014); i dati della posizione netta sull'estero di Finlandia e totale dell'area dell'euro si riferiscono alla fine del 3° trimestre 2014. – (6) Fine 3° trimestre. – (7) Dati di fine anno. – (8) Il dato si riferisce: a 19 paesi per il debito pubblico e l'avanzo primario; a 18 paesi per il PIL, i debiti finanziari del settore privato e le statistiche verso l'estero; a 17 paesi per l'indicatore S2.

Governo ha confermato gli obiettivi per l'indebitamento netto definiti lo scorso ottobre: il saldo delle Amministrazioni pubbliche, indicato al 2,6 per cento del PIL per l'anno in corso, scenderebbe all'1,8 nel 2016 e allo 0,8 nel 2017, quando si raggiungerebbe il pareggio di bilancio in termini strutturali; il rapporto tra debito e prodotto, ancora in lieve aumento nel 2015, scenderebbe di circa 1,5 punti percentuali nel 2016.

...e beneficiano delle migliori prospettive di crescita nominale

Il riequilibrio dei conti pubblici sarà favorito dalla ripresa della crescita e dal rialzo dell'inflazione. Secondo nostre valutazioni, in Italia l'effetto sul prodotto determinato dal programma di acquisto di titoli da parte dell'Eurosistema sarebbe di oltre un punto percentuale nel complesso del biennio 2015-16; l'impatto sui prezzi al consumo e sul deflatore del PIL risulterebbe di entità analoga (cfr. il riquadro: *L'impatto macroeconomico per l'Italia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema*, in *Bollettino economico*, n. 2, 2015).

Aumentano gli afflussi di capitale in Italia

Il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari ha favorito la ripresa degli afflussi di capitali privati in Italia. In particolare nei primi due mesi dell'anno gli acquisti netti di titoli pubblici italiani da parte di non residenti sono stati pari a 36 miliardi, di cui 26 relativi a titoli a medio e a lungo termine. Valutato su dati medi mensili, tra dicembre e aprile il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2 è sceso da 187 a 182 miliardi (fig. 1.7). Il saldo su TARGET2 è soggetto a fluttuazioni particolarmente ampie, soprattutto in corrispondenza della fine di ogni mese per effetto di scadenze tecniche e di operazioni temporanee che vengono generalmente riassorbite nei giorni successivi.

1.2 I MERCATI IMMOBILIARI

Nell'area dell'euro prosegue il recupero dei prezzi delle abitazioni

Nell'area dell'euro i prezzi delle case sono di nuovo aumentati (fig. 1.8); il rapporto tra prezzi e affitti si è stabilizzato su valori prossimi a quelli di lungo periodo (media degli anni 1995-2013). In alcuni paesi, come la Spagna, l'aumento delle quotazioni riduce i rischi connessi con la debolezza del settore immobiliare. In altri vi sono segnali di surriscaldamento: dopo Svezia e Regno Unito, recentemente anche le autorità macroprudenziali irlandesi hanno attivato misure volte a contenere i rischi per il sistema finanziario derivanti dall'eccessiva crescita del credito al settore immobiliare.

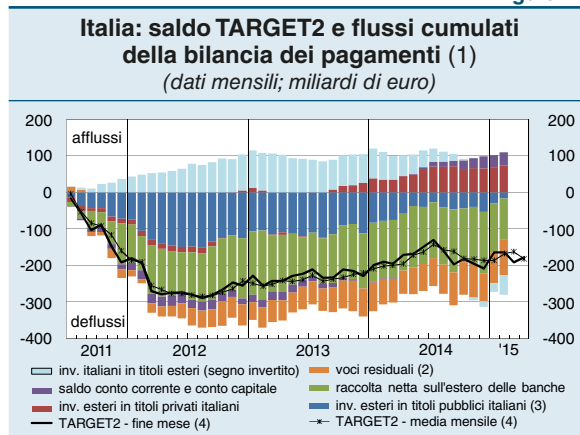
In Italia emergono segnali di miglioramento del mercato immobiliare

In Italia è proseguito il calo dei prezzi delle abitazioni (fig. 1.9.a), ma il numero di compravendite, al netto della stagionalità, dalla scorsa estate si è stabilizzato su livelli in media superiori del 5 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (fig. 1.9.b). Nel comparto non residenziale si sono osservati andamenti simili (fig. 1.9.c).

La debolezza dei prezzi delle abitazioni è in linea con le condizioni della nostra economia

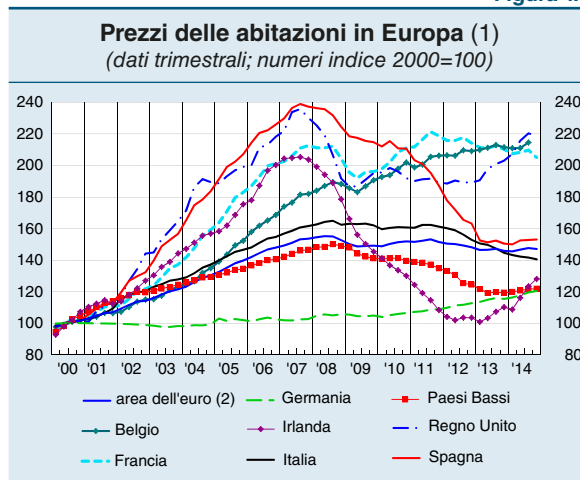
Nel secondo semestre dello scorso anno il rapporto tra prezzi e affitti ha continuato a diminuire (fig. 1.10), collocandosi su valori molto bassi nel confronto con il passato. Anche la capacità delle famiglie di accedere al mercato immobiliare, misurata dal rapporto tra il servizio dei nuovi mutui ipotecari e il reddito disponibile, è ulteriormente migliorata; alla fine dello scorso anno risultava largamente più favorevole rispetto alla media di lungo periodo.

Figura 1.7

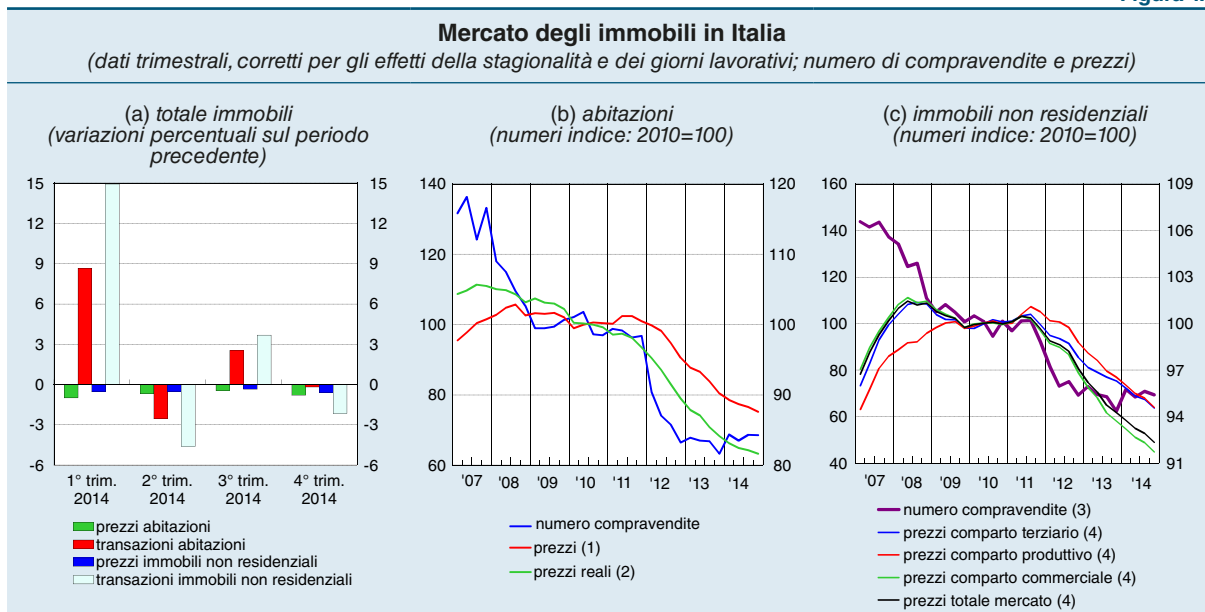


(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. I flussi di capitali dei non residenti sono cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Investimenti diretti esteri, derivati, altri investimenti, errori e omissioni. – (3) Inclusa la raccolta intermediata da controparti centrali residenti. – (4) Dati aggiornati al 24 aprile.

Figura 1.8



Fonte: elaborazioni su fonti nazionali e BCE. (1) Indici ricavati da dati sul valore nominale dei prezzi. – (2) Stime della BCE basate sulla media degli indici di ogni paese, ponderati con il peso del rispettivo PIL.



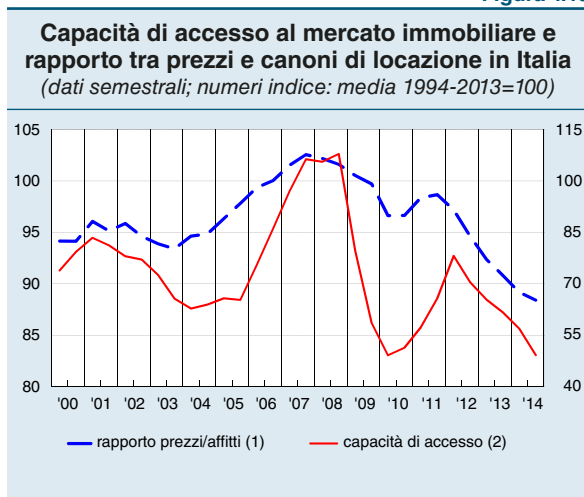
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI, Nomisma e Scenari Immobiliari.

(1) Scala di destra. – (2) Scala di destra. Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (3) Totale mercato. – (4) Scala di destra. L'indicatore, a carattere sperimentale, utilizza informazioni desunte dalle transazioni effettivamente avvenute sul mercato. Il comparto terziario include uffici e istituti di credito, quello commerciale negozi, aree commerciali e alberghi, quello produttivo immobili destinati a impieghi industriali.

Le prospettive sono moderatamente favorevoli...

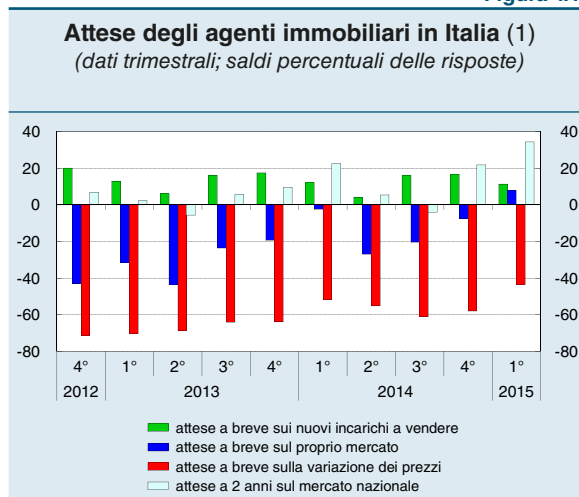
Diversi indicatori segnalano che la ripresa potrebbe avviarsi nei prossimi mesi. In marzo l'indice del clima di fiducia delle imprese di costruzione ha proseguito la tendenza al rialzo in atto dall'inizio dell'anno. Continua il recupero della produzione nei comparti industriali che forniscono i principali input alle imprese edili. I dati più recenti dell'Istat sui permessi di costruzione registrano un modesto rialzo, soprattutto nel comparto residenziale. Sono decisamente migliorate le attese degli agenti immobiliari, sia a breve sia a medio termine (fig. 1.11).

Figura 1.10



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI e Consulente immobiliare. (1) Rapporto tra prezzi delle case e canoni di locazione nei nuovi contratti. – (2) Scala di destra. L'indicatore è dato dal rapporto tra il servizio dei nuovi mutui ipotecari (approssimato dal prodotto tra quotazioni e tassi di interesse) e il reddito disponibile delle famiglie; un calo segnala un miglioramento della capacità di accesso al mercato delle abitazioni da parte delle famiglie.

Figura 1.11



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, OMI e Tecnoborsa. (1) Dati tratti dal sondaggio condotto da Banca d'Italia, OMI e Tecnoborsa. Saldi fra le percentuali di risposte che indicano andamento favorevole e andamento sfavorevole. Le attese a breve termine si riferiscono al trimestre successivo a quello indicato; quelle a medio termine a 2 anni in avanti.

Il numero di potenziali acquirenti è in aumento dalla fine dello scorso anno, soprattutto nelle aree metropolitane, anche se rimane significativo il divario tra i prezzi di offerta e quelli di domanda.

...ma sull'attività di costruzione pesa il numero ancora elevato di edifici invenduti

Lo stock di abitazioni invendute, pur in lenta flessione dopo il picco toccato nel 2012, rimane su livelli elevati, stimabili intorno alle 200.000 unità. Secondo le indagini condotte dalle Filiali della Banca d'Italia, nell'ultimo biennio le giacenze si sono ridotte soprattutto nelle regioni del Nord-Est, dove l'incremento era stato molto forte nella fase più acuta della crisi. Nell'intero territorio nazionale le giacenze si collocherebbero tuttavia, secondo oltre il 70 per cento delle imprese, ancora al di sopra dei valori da esse giudicati normali.

2 I RISCHI SETTORIALI DELL'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LE FAMIGLIE

Le condizioni finanziarie delle famiglie italiane rimangono solide

La situazione finanziaria delle famiglie italiane è nel complesso solida. Nella seconda metà del 2014 il reddito disponibile è aumentato dello 0,8 per cento rispetto ai sei mesi precedenti. Le più recenti indagini indicano che il clima di fiducia delle famiglie è migliorato, riflettendo le attese di crescita dell'economia e l'incremento del potere d'acquisto dovuto alla riduzione dei prezzi dei prodotti energetici.

Aumentano gli investimenti in azioni e fondi comuni, ma i rischi sono contenuti

Nei primi nove mesi del 2014 la ricchezza netta è aumentata dello 0,7 per cento, principalmente per effetto dell'incremento dei prezzi delle attività finanziarie. La diminuzione dei tassi di interesse, già bassi, ha spinto le famiglie, verosimilmente quelle più abbienti, a ridurre la quota del portafoglio investita in titoli di Stato e obbligazioni bancarie e a sottoscrivere azioni e quote di fondi comuni, attività più remunerative benché più rischiose (fig. 2.1). È invece rimasta invariata la percentuale delle attività destinate agli strumenti più liquidi (depositi e circolante).

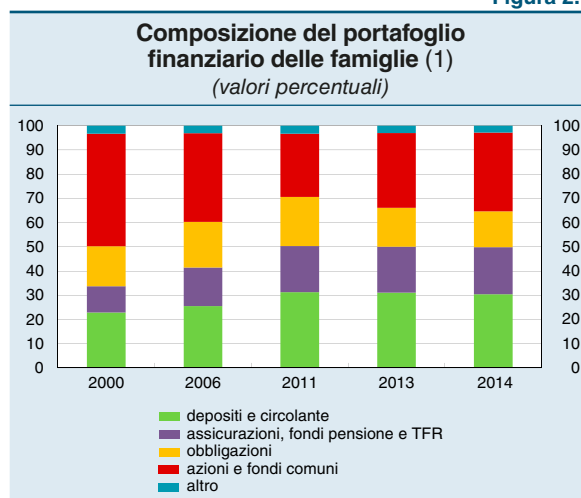
Il debito scende, tuttavia le erogazioni di nuovi mutui sono in ripresa...

I rischi che derivano dal grado di indebitamento continuano a essere contenuti. I debiti, ancora in flessione (-0,8 per cento, su base annua, a dicembre del 2014), sono pari al 63 per cento del reddito disponibile (fig. 2.2.a). Nel 2014 sono lievemente cresciute le erogazioni di nuovi mutui (23 miliardi, a fronte di 21 nel 2013), ma il loro ammontare è stato largamente inferiore ai valori medi osservati negli anni precedenti la crisi (fig. 2.2.b). Alla ripresa, proseguita nel primo bimestre dell'anno in corso, hanno contribuito sia il miglioramento delle prospettive del mercato immobiliare, sia le più vantaggiose condizioni di offerta del credito.

...favorite anche dalla riduzione dei tassi di interesse

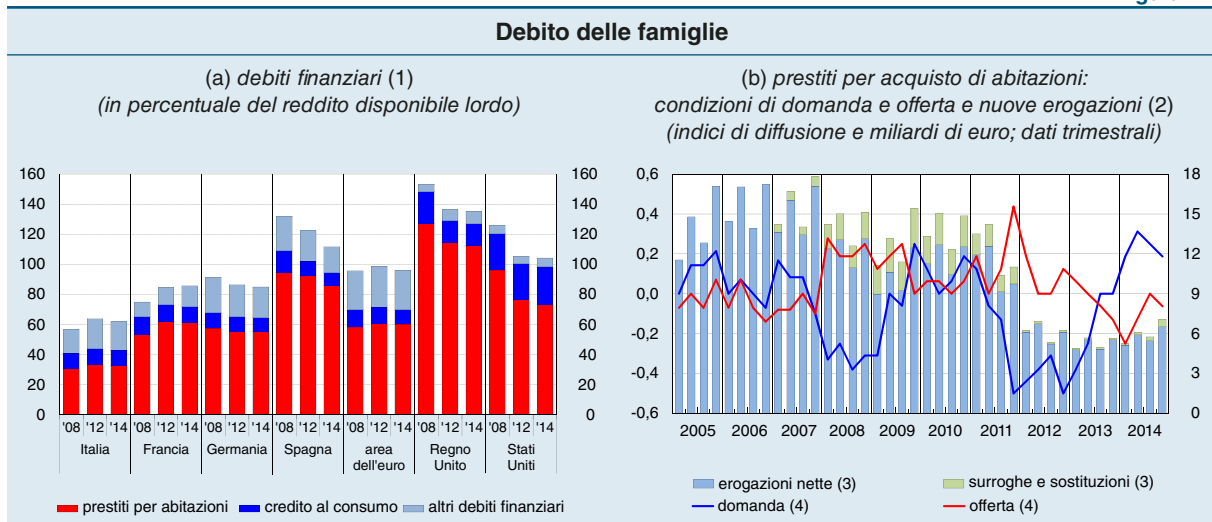
L'allentamento dei criteri di offerta si è riflesso nella riduzione dei tassi di interesse (al 2,5 per cento sui mutui a tasso variabile e al 3,5 su quelli a tasso fisso a febbraio del 2015). Ne hanno tratto vantaggio anche le famiglie già indebitate: nel 2014 le surroghe e le sostituzioni di mutui sono raddoppiate rispetto all'anno precedente e l'incidenza delle rinegoziazioni su quelli in essere è salita dal 5,9 al 7,2 per cento.

Figura 2.1



Fonte: conti finanziari.

(1) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici e produttrici; quelli del 2014 sono riferiti al 3° trimestre.



Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia, BCE per i paesi dell'area dell'euro, Office for National Statistics 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 e includono le sofferenze; per gli Stati Uniti il dato si riferisce alle sole famiglie consumatrici. I dati del 2014 si riferiscono al 3° trimestre. – (2) I dati si riferiscono alle sole famiglie consumatrici – (3) Scala di destra. – (4) Per l'indice di domanda valori maggiori (minori) di zero segnalano espansione (contrazione); per l'indice di offerta segnalano restrizione (allentamento).

Le difficoltà nel rimborso dei prestiti sono attenuate dalle sospensioni dei pagamenti

Nell'ultimo trimestre del 2014 il flusso annuo di nuove sofferenze in rapporto al totale dei prestiti alle famiglie è stato pari all'1,4 per cento, in linea con la media del biennio precedente. L'incidenza delle sofferenze sui prestiti ha registrato un incremento contenuto; complessivamente la quota di finanziamenti con anomalie nei rimborsi (che includono anche quelli scaduti, ristrutturati e in incaglio) è salita al 10,8 per cento a dicembre del 2014 (tav. 2.1). Le difficoltà di rimborso sono state mitigate da sospensioni del pagamento delle rate riconducibili al Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa. Il Fondo è operativo dal 2010 ed è stato rifinanziato con 20 milioni di euro sia per il 2014 sia per il 2015; lo scorso anno ha accolto le richieste di circa 11.000 mutuatari in difficoltà. Nell'aprile 2015 l'ABI e le associazioni dei consumatori hanno sottoscritto un accordo che, rispetto al Fondo di solidarietà, estende le sospensioni dei rimborsi anche ai prestiti per scopi di consumo di durata superiore ai 24 mesi e a coloro che hanno subito un'interruzione del rapporto di lavoro o una riduzione dell'orario nell'ambito della Cassa integrazione guadagni.

La vulnerabilità delle famiglie rimane contenuta

Rischi per i bilanci delle famiglie potrebbero derivare da una dinamica del reddito nominale più debole di quella attesa. Nostre simulazioni indicano che, in uno scenario di graduale ripresa del reddito nominale e di bassi tassi di interesse,

Tavola 2.1

Prestiti a famiglie consumatrici (1)
(milioni di euro e composizione percentuale)

	Giugno 2014		Dicembre 2014	
Totale	550.853	100,0	548.154	100,0
in bonis	493.413	89,6	489.124	89,2
deteriorati	57.440	10,4	59.030	10,8
scaduti	4.587	0,8	4.306	0,8
incagli (2)	15.668	2,8	16.703	3,0
sofferenze	37.185	6,8	38.021	6,9

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.
 (1) I prestiti includono i pronti contro termine e non comprendono le cartolarizzazioni. I dati comprendono i prestiti concessi dalle società finanziarie. – (2) I prestiti in incaglio comprendono quelli ristrutturati.

nel 2015 la quota di famiglie vulnerabili (1) rimarrebbe comunque stabile al 3,0 per cento del totale (circa 780.000 famiglie); l'incidenza del debito da queste detenuto sarebbe pari al 18 per cento del totale, un valore non elevato rispetto al passato. Anche in uno scenario avverso di riduzione del reddito nominale dell'1,0 per cento nel 2015, la quota di famiglie vulnerabili aumenterebbe in misura limitata (al 3,3 per cento). Un aumento di 100 punti base del tasso Euribor a tre mesi, assai improbabile nelle attuali condizioni di mercato, avrebbe un effetto ancora più contenuto.

2.2 LE IMPRESE

Le condizioni finanziarie delle imprese sono molto eterogenee

A livello aggregato è proseguito nei mesi più recenti il graduale riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese e sono migliorate le condizioni di liquidità e di accesso ai finanziamenti esterni. Una fascia rilevante di aziende di piccola e media dimensione e con livelli elevati di indebitamento continua tuttavia a incontrare difficoltà di accesso al credito e opera con scorte di liquidità molto ridotte; per queste aziende potrebbe essere difficile trarre pieno vantaggio dalla ripresa.

La redditività è bassa, ma migliorano le attese di crescita

Nel 2014 la redditività operativa è ulteriormente diminuita. Secondo i dati di contabilità nazionale, il margine operativo lordo (MOL) si è ridotto dell'1,0 per cento rispetto al 2013. Pur in presenza di andamenti ancora altalenanti della produzione industriale e degli ordini, le indagini più recenti rilevano un miglioramento delle prospettive di crescita del fatturato e degli investimenti; il recupero sarebbe più ampio per le imprese di maggiore dimensione e per quelle esportatrici.

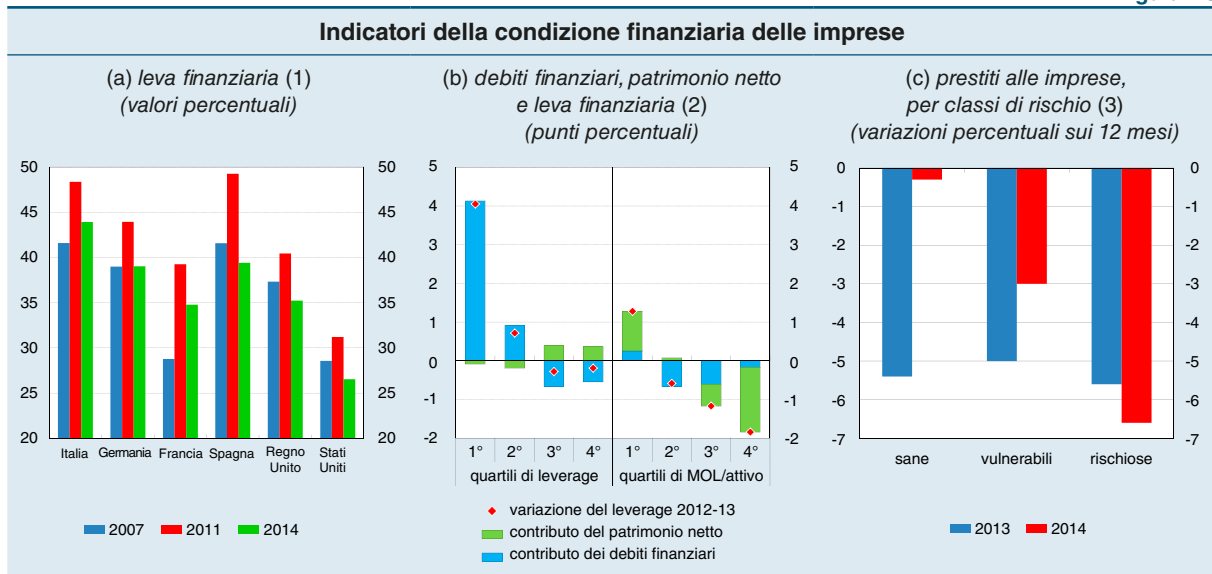
L'aumento del patrimonio contribuisce alla riduzione dell'indebitamento

La leva finanziaria – misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio – è scesa dal picco del 48 per cento osservato nel 2011 al 44 dello scorso settembre, un livello ancora elevato nel confronto internazionale (fig. 2.3.a). Alla fine del terzo trimestre del 2014 il patrimonio era aumentato di circa 180 miliardi rispetto a due anni prima; l'incremento è riconducibile per un quinto a nuovi flussi di capitale e per la restante parte alla crescita del valore di mercato delle azioni. Le informazioni desunte dai bilanci di un ampio campione di società mostrano che nel 2013 il contributo del patrimonio alla riduzione della leva ha riguardato soprattutto le imprese con redditività più elevata (fig. 2.3.b); gli aumenti di capitale sono stati verosimilmente favoriti dagli incentivi fiscali introdotti alla fine del 2011 con l'Aiuto alla crescita economica (ACE). Il calo della leva finanziaria ha interessato anche le imprese più indebitate, che hanno ridotto la propria esposizione verso le banche.

Il credito si riduce, ma emergono segnali di distensione delle condizioni di offerta...

Continua la contrazione dei prestiti bancari, prevalentemente a causa della debole domanda, mentre le condizioni di offerta del credito sono in miglioramento. I tassi di interesse applicati ai nuovi prestiti sono diminuiti di oltre un punto percentuale nei dodici mesi terminanti lo scorso febbraio, al 2,4 per cento. Si è inoltre ridotta la quota di aziende che non riesce a ottenere i finanziamenti richiesti: sulla base dei dati Istat riferiti alle imprese manifatturiere, nel primo trimestre del 2015 essa è stata in media pari all'11,9 per cento, oltre tre punti percentuali in meno rispetto al corrispondente periodo del 2014.

(1) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito disponibile inferiore al valore mediano della distribuzione (cfr. V. Michelangeli e M. Pietrunti, "A Microsimulation Model to Evaluate Italian Households' Financial Vulnerability", *International Journal of Microsimulation*, 7, 3, 2014, pp. 53-79).



Fonte: Banca d'Italia, Istat, Cerved, BCE per i paesi europei, Federal Reserve System per gli Stati Uniti. (1) Rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato. I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie; quelli relativi al 2014 si riferiscono al 3° trimestre. – (2) Contributo dei debiti finanziari e del patrimonio netto, considerato al valore di bilancio, alla variazione della leva finanziaria. I dati si riferiscono a un campione chiuso di circa 480.000 società di capitale nel biennio 2012-13. – (3) Prestiti concessi da banche e società finanziarie. I dati, che includono le sofferenze, sono riferiti a un campione di circa 410.000 società di capitale ripartite tra classi di rischio in base a un punteggio assegnato da Cerved.

...soprattutto per alcune tipologie di impresa

Restano ampie differenze nelle condizioni di finanziamento delle imprese, in ragione della dimensione, della solidità patrimoniale e dei mercati di sbocco. Per le aziende più piccole la quota di quelle che hanno chiesto e non ottenuto credito, pur in calo, rimane nettamente più elevata rispetto alle imprese di maggiore dimensione. I dati individuali della Centrale dei rischi indicano che nel 2014 la riduzione dei finanziamenti si è pressoché annullata tra le imprese con condizioni di bilancio equilibrate (fig. 2.3.c). Secondo nostre stime le aziende esportatrici hanno beneficiato nell'ultimo triennio di un calo dei tassi di interesse all'incirca doppio rispetto a quello delle altre imprese.

Continua a salire il peso delle obbligazioni sul debito

Prosegue la diversificazione delle fonti di debito: il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari ha raggiunto il 12 per cento, un valore quasi doppio rispetto a quello osservato prima della crisi. Nel 2014 le emissioni lorde di titoli sono state pari a 28 miliardi, in calo dal livello massimo raggiunto nel 2013 (39 miliardi), ma superiori di oltre un terzo rispetto a quelle registrate in media tra il 2002 e il 2008. Il numero di nuovi emittenti, pari a 97, ha raggiunto il livello più elevato dal 2009; la maggior parte di queste imprese è di piccola e media dimensione e molte di esse hanno emesso minibond. Parte dei capitali raccolti sul mercato è stata utilizzata per ridurre l'indebitamento nei confronti delle banche: per un campione di aziende che hanno collocato titoli nel 2014, rappresentativo di oltre tre quarti delle emissioni lorde complessive, si stima che i prestiti bancari si siano ridotti del 18 per cento.

La liquidità è elevata, in particolare per le grandi società

Le riserve di liquidità delle imprese continuano ad aumentare, riflettendo l'incertezza sulle prospettive di ripresa dell'economia; nel complesso lo scorso settembre i depositi e il circolante avevano raggiunto l'8,0 per cento del totale del passivo (6,4 in media tra il 2004 e il 2008). La liquidità è elevata soprattutto per le aziende più grandi: secondo l'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita dello scorso marzo, condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, solo il 5,1 per cento delle imprese con più di

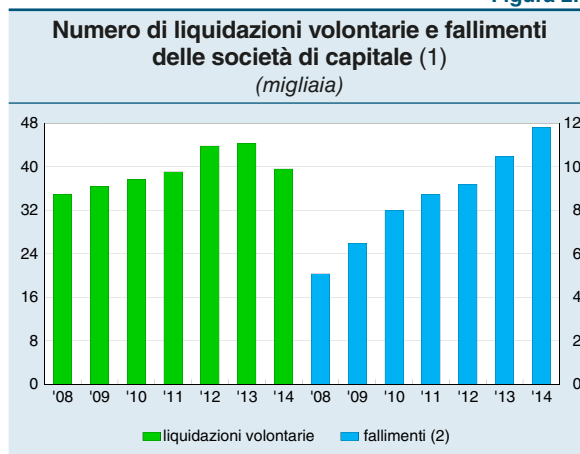
1.000 addetti valutava le disponibilità liquide insufficienti per i successivi tre mesi, contro il 17,0 di quelle con meno di 200 addetti.

Le imprese sono ancora vulnerabili, ma si osservano miglioramenti

Nonostante la riduzione dei tassi di interesse, molte imprese incontrano difficoltà nel rimborso del debito.

Nel 2014 il numero dei fallimenti è rimasto elevato (fig. 2.4) così come il flusso di nuove sofferenze bancarie (cfr. il par. 3.2). È tuttavia in miglioramento la puntualità dei pagamenti commerciali: secondo i dati Cerved, nel 2014 i protesti sono diminuiti su base annua del 17 per cento e i tempi di pagamento si sono lievemente ridotti. La recente sottoscrizione di un nuovo accordo tra l'ABI e le principali associazioni imprenditoriali per la sospensione dei pagamenti dei debiti è un sostegno alla liquidità delle imprese nella fase di uscita dalla recessione. I requisiti per l'accesso alla sospensione dei rimborsi sono lievemente più restrittivi rispetto a quelli stabiliti negli accordi precedenti: le banche potranno infatti aumentare i tassi di interesse (fino a un massimo di 75 punti base) alle aziende che presentano difficoltà nel rimborso dei prestiti e che non si avvalgono del Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese.

Figura 2.4



Fonte: Cerved.
 (1) Dati riferiti alle società di capitale che hanno depositato almeno un bilancio nei 3 anni precedenti la data di riferimento. – (2) Scala di destra.

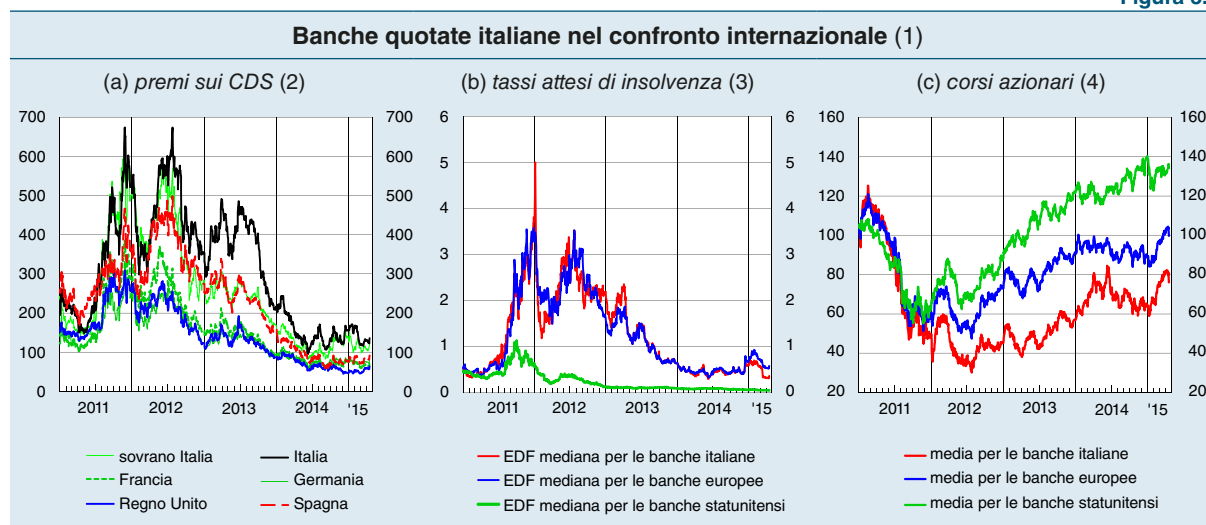
3 I RISCHI PER IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO

3.1 LA VALUTAZIONE DEL MERCATO SULLE BANCHE

Gli indicatori di mercato sono in miglioramento

Il programma di acquisto di titoli da parte dell'Eurosistema e la pubblicazione dei risultati dell'esercizio di valutazione approfondita (*comprehensive assessment*) effettuato dalla Banca centrale europea hanno favorito un complessivo miglioramento delle valutazioni dei mercati sulla solidità delle principali banche italiane (fig. 3.1). Dalla fine di ottobre i corsi azionari sono cresciuti, così come i rapporti *price-to-book* aumentati in media dal 59 al 71 per cento. I credit default swap (CDS) sono scesi da 150 a 136 punti base, in linea con il calo dei CDS sovrani, e i tassi attesi di insolvenza si collocano su livelli contenuti, analogamente a quelli degli intermediari degli altri principali paesi europei. Anche gli indicatori di rischio sistemico delle banche italiane – quali la *joint probability of distress* (JPoD) (1) – hanno continuato a diminuire.

Figura 3.1



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Thomson Reuters Datastream 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 Regno Unito, Barclays, Royal Bank of Scotland, HSBC, Lloyds; per la Spagna, Banco 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, 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, Morgan Stanley e Wells Fargo. – (2) Dati giornalieri, in punti base. Premi sui CDS a 5 anni. – (3) Dati giornalieri, in punti percentuali. I tassi attesi di insolvenza (*expected default frequencies*, EDF), 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 30 dicembre 2010=100.

(1) La JPoD 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.

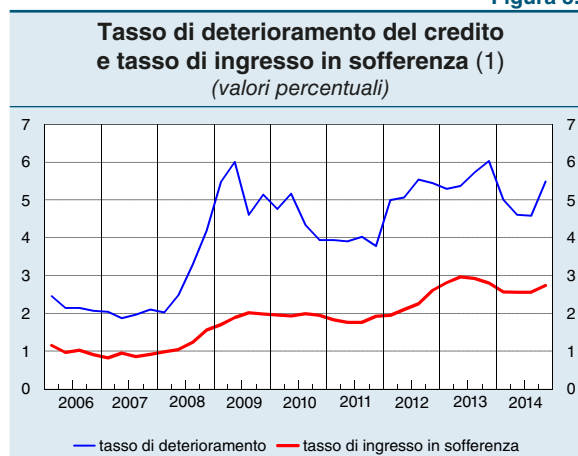
3.2 I RISCHI DELLE BANCHE

Il credito

L'andamento del credito rimane debole, anche rispetto all'attività economica Il rapporto tra credito verso residenti e PIL è in Italia ampiamente al di sotto del valore tendenziale di lungo periodo; nel terzo trimestre del 2014, secondo le stime dello European Systemic Risk Board (2), lo scostamento (*credit-to-GDP gap*) era negativo per otto punti percentuali. Tra i maggiori paesi europei il valore era positivo solo per la Francia.

I tassi di insolvenza tornano ad aumentare Nell'ultimo trimestre del 2014 il flusso di nuove sofferenze e quello del complesso dei crediti deteriorati sono risaliti in rapporto ai prestiti (fig. 3.2). L'interruzione del miglioramento nella qualità del credito è dovuta sia al protrarsi della debolezza dell'attività economica nel corso del 2014, sia al recepimento nei bilanci bancari dei risultati della revisione della qualità degli attivi (*asset quality review, AQR*). Informazioni

Figura 3.2



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati e di sofferenze rettificato in rapporto alle consistenze dei prestiti, al netto di tali poste alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente.

Tavola 3.1

Qualità del credito: importi, incidenze dei crediti deteriorati e tassi di copertura (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2014)

	Primi 5 gruppi			Banche grandi			Banche piccole			Banche minori			Totale		
	ammontare	composizione percentuale	tasso di copertura	ammontare	composizione percentuale	tasso di copertura	ammontare	composizione percentuale	tasso di copertura	ammontare	composizione percentuale	tasso di copertura	ammontare	composizione percentuale	tasso di copertura
Crediti verso clientela:	1.231	100	9,2	434	100	6,9	131	100	8,2	177	100	6,6	1.974	100	8,4
in bonis	1.003	81,5	0,7	366	84,2	0,6	108	82,2	0,6	147	83,2	0,6	1.624	82,3	0,7
deteriorati	228	18,5	46,6	68	15,8	40,8	23	17,8	42,9	30	16,8	36,5	350	17,7	44,4
sofferenze	132	10,7	60,3	36	8,3	56,9	14	10,5	55,7	15	8,6	52,1	197	10,0	58,7
incagli	75	6,1	29,0	24	5,6	25,9	8	6,0	25,9	12	6,7	22,0	119	6,0	27,5
ristrutturati	14	1,2	26,7	5	1,1	16,3	1	0,5	31,6	1	0,5	17,6	20	1,0	24,1
scaduti	7	0,6	16,9	4	0,8	12,4	1	0,9	11,1	2	0,9	5,9	13	0,7	13,9

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari, individuali per il resto del sistema.

(1) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. Nel caso dei crediti in bonis è calcolato come rapporto tra gli accantonamenti generici e i crediti in bonis. La suddivisione in classi dimensionali è effettuata sulla base della composizione dei gruppi bancari a dicembre 2014 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre 2008. Primi 5 gruppi: banche appartenenti ai gruppi UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, UBI Banca, Banco Popolare. Le categorie "grandi", "piccole" e "minori" comprendono banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati, nell'ordine, superiori a 21,5 miliardi di euro, compresi tra 3,6 e 21,5 miliardi, inferiori a 3,6 miliardi. Sono escluse le filiali di banche estere. Il totale può non corrispondere alla somma delle componenti a causa degli arrotondamenti. La composizione percentuale è calcolata sulla base degli importi espressi in milioni di euro.

(2) Cfr. ESRB, *ESRB Risk Dashboard*, 11, 2015 (<https://www.esrb.europa.eu/pub/rd/html/index.en.html>). La soglia di attenzione per il *credit-to-GDP gap*, oltre la quale le autorità competenti sarebbero chiamate a valutare misure per il contenimento dei rischi sistemici, è fissata a un valore positivo di due punti percentuali.

preliminari indicano che i flussi di nuove sofferenze sarebbero rimasti sostanzialmente stabili nel primo trimestre del 2015.

Continua la crescita dei crediti deteriorati...

Alla fine del 2014 la consistenza di prestiti deteriorati per il totale delle banche era pari al 17,7 per cento dei prestiti (10,0 per le sole sofferenze); per i primi cinque gruppi era del 18,5 (10,7 per le sofferenze; tav. 3.1).

...ma i tassi di copertura aumentano

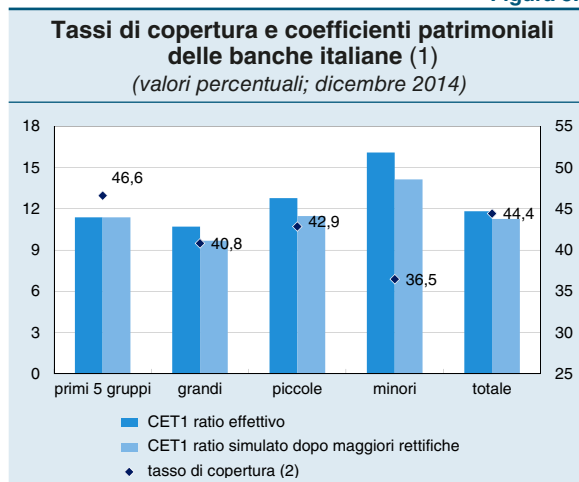
Il tasso medio di copertura dei prestiti deteriorati (il rapporto tra ammontare delle rettifiche e valore delle esposizioni lorde) è salito nel secondo semestre del 2014, dal 42,4 al 44,4 per cento; per i primi cinque gruppi ha raggiunto il 46,6 per cento. Per le banche minori i tassi di copertura sono inferiori alla media, in ragione della quota più ampia di prestiti assistiti da garanzie. Nostre analisi indicano che per le banche minori le eccedenze di capitale rispetto ai minimi regolamentari più che compensano il più basso livello di copertura dei crediti deteriorati (fig. 3.3).

La riduzione dello stock di partite deteriorate può richiedere iniziative specifiche

Sono allo studio iniziative per ridurre lo stock di partite deteriorate delle banche che costituisce un freno alla capacità di offrire nuovi prestiti (cfr. il riquadro: *Una società specializzata per l'acquisto delle sofferenze delle banche italiane*).

Una società specializzata per l'acquisto delle sofferenze delle banche italiane).

Figura 3.3



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.

(1) Per le banche diverse dai 5 maggiori gruppi che presentano un tasso di copertura delle partite deteriorate inferiore a quello medio dei 5 maggiori gruppi, la figura mostra la riduzione del CET1 ratio che si osserverebbe se i tassi di copertura vi si allineassero. L'ipotesi sottostante alla simulazione, particolarmente prudente, è che l'aumento delle rettifiche su crediti, necessario per allineare i tassi di copertura, sia interamente finanziato da una riduzione delle eccedenze patrimoniali (si ipotizza in altri termini che la redditività operativa sia nulla). Per le banche con tassi di copertura superiori a quello medio dei 5 grandi gruppi, la simulazione non ne prevede una riduzione. Per la suddivisione in classi dimensionali utilizzata nell'esercizio, cfr. nota alla tav. 3.1. - (2) Scala di destra.

UNA SOCIETÀ SPECIALIZZATA PER L'ACQUISTO DELLE SOFFERENZE DELLE BANCHE ITALIANE

La grave recessione che ha colpito l'economia italiana negli ultimi anni ha causato un forte peggioramento della qualità del credito nei bilanci delle banche. Dal 2008 al 2014 i crediti deteriorati dell'intero sistema bancario (inclusi quelli delle società finanziarie facenti parte dei gruppi) sono aumentati da 131 a 350 miliardi (da 75 a 197 le sole sofferenze) e la loro incidenza sul complesso dei prestiti è salita di circa 12 punti percentuali, al 17,7 per cento (di circa 7 punti quella delle sole sofferenze, al 10,0 per cento). Il deterioramento ha riguardato principalmente i prestiti alle imprese, è stato diffuso tra i settori di attività economica e tra le aree geografiche del paese, e ha interessato banche di tutte le classi dimensionali (figura).

Le cessioni di crediti deteriorati (mediante vendita o cartolarizzazione con cancellazione dal bilancio) sono state di importo contenuto (meno di 7 miliardi di prestiti in sofferenza nel biennio 2013-14). La ripresa di questo mercato – che potrebbe accelerare la riduzione della consistenza di prestiti deteriorati, come avvenne dopo la recessione degli anni novanta – trova numerosi ostacoli. In primo luogo i tempi di recupero dei crediti e delle procedure di insolvenza sono molto più lunghi rispetto alla media dell'Unione europea, oltre che molto variabili tra le diverse regioni e, all'interno di ciascuna di esse, tra i diversi tribunali. In secondo luogo in Italia i crediti deteriorati fanno in gran parte capo a imprese medio-piccole operanti in differenti settori. La conseguente eterogeneità delle garanzie prestate rende

la stima del loro valore più difficile rispetto a paesi in cui le insolvenze fanno capo a imprese di maggiore dimensione e sono concentrate in pochi settori, in particolare nel comparto immobiliare. In terzo luogo incide la frammentazione del mercato bancario italiano: numerose banche di piccola dimensione non sono dotate né delle competenze per gestire la vendita dei crediti deteriorati (solo il 5 per cento delle pur modeste transazioni registrate in questo mercato nel 2013 ha fatto capo a intermediari di dimensione contenuta), né delle tecnologie per un'efficiente gestione interna di questi attivi. Le banche inoltre sono tenute a effettuare una valutazione prudenziale dei crediti deteriorati, ma non a tenere conto del margine di profitto (potenzialmente molto elevato) che l'acquirente si prefigge di ricavare dalla transazione: ciò contribuisce a determinare una differenza tra valore di bilancio e prezzo di domanda di questi attivi. Infine le incerte prospettive dell'economia inducono cautela nei potenziali compratori.

Nel complesso questi fattori influiscono negativamente sugli incentivi degli intermediari a smobilizzare le posizioni deteriorate. Ciò può di per sé costituire una motivazione per interventi miranti a favorire la riduzione dello stock di sofferenze. Iniziative del genere sarebbero inoltre giustificate da finalità macroprudenziali. Ogni banca, presa singolarmente, non considera infatti i benefici determinati dalla riduzione dello stock di sofferenze; gli intermediari che registrano un elevato deterioramento della qualità del credito tendono a restringere l'offerta di fondi e ad aumentare i tassi di interesse (1). Qualora il problema riguardi la maggioranza delle banche, gli effetti sul mercato del credito assumono dimensioni macroeconomiche (2).

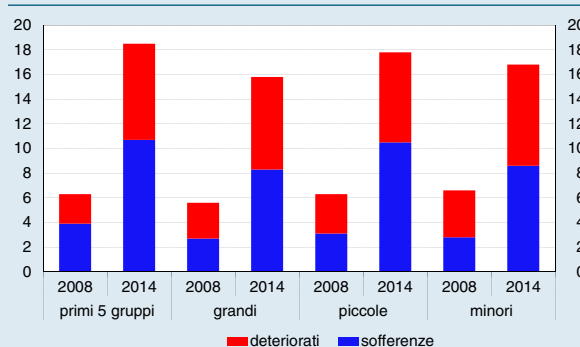
In tale contesto l'istituzione di una società specializzata per l'acquisto di crediti deteriorati (asset management company, AMC) e la conseguente riduzione del peso delle partite anomale nei bilanci delle banche avrebbero numerosi e importanti effetti positivi: (a) si tradurrebbero in minori costi di gestione e maggiore trasparenza dei bilanci, con ricadute positive sulle banche in termini di capacità di attrarre capitali e accesso ai mercati della raccolta all'ingrosso; (b) eliminerebbero i restanti vincoli all'offerta di prestiti, contribuendo a riavviare il mercato del credito e la ripresa degli investimenti; (c) creando le premesse per processi di aggregazione, favorirebbero la concorrenza sul mercato bancario e guadagni di efficienza; (d) agevolerebbero lo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati, in quanto l'AMC opererebbe come market maker e aumenterebbe la trasparenza di prezzo (si stima che nella media dei paesi europei che hanno istituito AMC, circa il 40 per cento delle transazioni di crediti deteriorati faccia capo alle AMC stesse).

(1) Cfr. ad esempio E. Bonaccorsi ed E. Sette, *Bank balance sheets and the transmission of financial shocks to borrowers: evidence from the 2007-2008 crisis*, Banca d'Italia, «Temi di discussione», n. 848, 2012; J. Santos, "Bank Corporate Loan Pricing Following the Subprime Crisis", *The Review of Financial Studies*, 24, 6, 2011, pp. 1916-1943.

(2) Numerose analisi indicano che la riduzione dello stock di crediti deteriorati avrebbe importanti benefici per l'economia del paese. Cfr. ad esempio N. Jassaud e K. Kang, *A Strategy for Developing a Market for Non performing Loans in Italy*, IMF Working Paper, 15/24, 2015; OCSE, *OECD Economic Surveys: Italy 2015*, 2015; M. Draghi, Audizione sulla politica monetaria della BCE, le riforme strutturali e la crescita nell'area dell'euro, testimonianza presso la Camera dei deputati, Roma, 26 marzo 2015; FMI, *Global Financial Stability Report. Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*, aprile, 2015.

Figura

**Qualità del credito
per classe dimensionale degli intermediari (1)**
(valori percentuali rispetto al totale dei prestiti)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari, individuali per il resto del sistema.

(1) Dati di fine periodo. Per la suddivisione in classi dimensionali cfr. nota alla tav. 3.1.

L'intervento dell'AMC potrebbe essere limitato alle sofferenze ed escludere le altre categorie di crediti deteriorati (incagli e ristrutturati), per consentire alle banche di continuare a sostenere la clientela che versa in situazioni di difficoltà temporanea. Al fine di evitare un eccessivo aggravio operativo per l'AMC, gli acquisti potrebbero escludere le posizioni di valore inferiore a una certa soglia e riguardare i soli prestiti alle imprese, che rappresentano la componente principale dei crediti deteriorati. Alcune ipotesi prevedono un programma di acquisti per un valore di circa 100 miliardi al lordo delle rettifiche di valore.

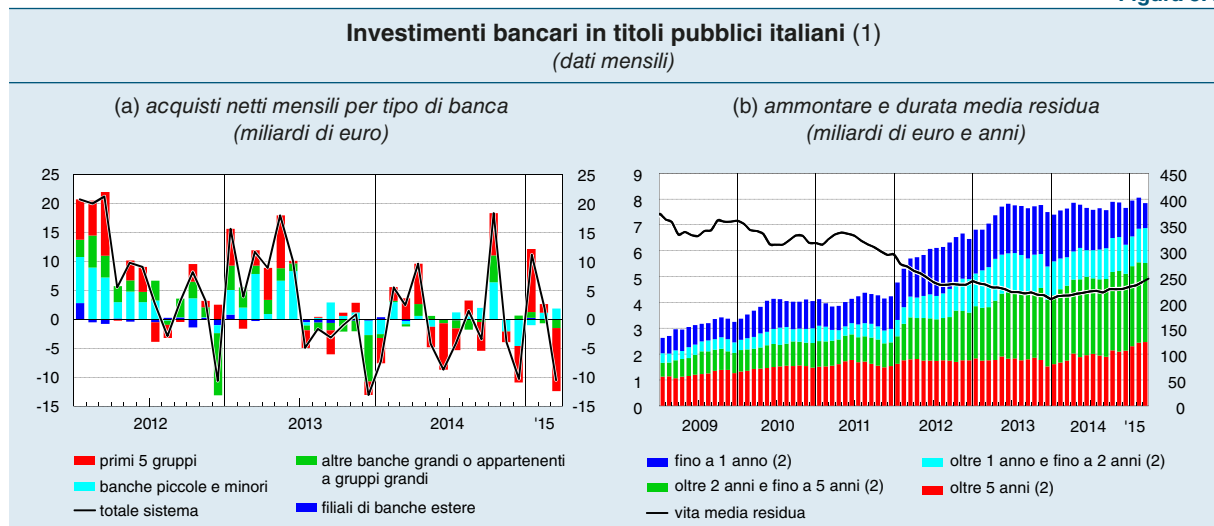
In base alla normativa europea, qualora l'istituzione di un'AMC su iniziativa pubblica configurasse un aiuto di Stato, dovrebbero essere adottate diverse misure (richiesta alle banche aderenti di piani di ristrutturazione, misure di *burden sharing*, cioè di condivisione degli oneri con azionisti e creditori subordinati) che, nel contesto italiano, appaiono incoerenti con la realizzazione dell'intervento. L'AMC dovrebbe pertanto avere caratteristiche diverse da quelle realizzate in altri paesi europei. In particolare, a differenza di quanto accaduto altrove, il veicolo acquisterebbe i prestiti in sofferenza al valore di mercato: il suo intervento non configurerebbe quindi un aiuto di Stato.

Le esposizioni al rischio sovrano e a quello delle attività sull'estero

L'esposizione delle banche verso il settore pubblico italiano rimane stabile

Tra luglio del 2014 e marzo del 2015 gli acquisti netti di titoli pubblici italiani da parte delle banche sono stati molto contenuti (0,6 miliardi; fig. 3.4.a); le consistenze sono lievemente aumentate a 392 miliardi (fig. 3.4.b; il 10,6 per cento del totale dell'attivo) per effetto della rivalutazione del portafoglio, stimata in circa 9 miliardi. Le cessioni effettuate nel secondo semestre dello scorso anno hanno generato utili netti valutabili in circa 2 miliardi (3).

Figura 3.4



(1) I valori degli acquisti sono al netto delle fluttuazioni dei corsi di mercato; le quantità in portafoglio sono espresse ai valori di mercato. Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. È esclusa la Cassa depositi e prestiti. – (2) Scala di destra.

(3) La stima si riferisce agli utili netti derivanti dalle cessioni dei titoli di debito inclusi nel portafoglio disponibile per la vendita (i titoli pubblici italiani rappresentano l'84 per cento di tali titoli). Nel portafoglio disponibile per la vendita è contabilizzato circa l'80 per cento dei titoli pubblici detenuti dalle banche.

**I finanziamenti
verso non residenti
restano contenuti...**

Le esposizioni delle banche italiane nei confronti di non residenti rimangono concentrate nell'area dell'euro e nei paesi dell'Europa centrale e orientale (CEE) (tav. 3.2; fig. 3.5) e verso paesi caratterizzati da un basso rischio (4). L'esposizione verso imprese italiane con investimenti diretti esteri significativi (5) in paesi con elevato rischio è contenuta (15 miliardi alla fine del 2014).

Tavola 3.2

**Esposizioni dei gruppi e delle banche italiane
con dettaglio per settore e residenza di controparte (1)**
(miliardi di euro; dicembre 2014)

PAESI/AREE	Settore pubblico	Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	Variazione percentuale del totale rispetto al precedente semestre	In percentuale del totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2) (3)
Europa	551,1	202,7	198,5	1.591,9	2.544,1	-1,4	18,7
Area dell'euro	512,7	177,1	177,6	1.482,2	2.349,6	-1,5	28,9
Italia	438,3	107,8	136,2	1.311,3	1.993,6	-1,3	77,0
Germania	35,6	25,7	12,7	79,6	153,5	-13,4	13,9
Austria	18,4	7,9	1,7	50,0	78,0	4,1	41,2
Francia	5,5	13,6	3,4	8,1	30,5	2,9	3,4
Lussemburgo	0,4	2,7	11,2	4,0	18,2	-1,0	4,3
Spagna	6,6	9,5	2,1	3,4	21,6	47,1	5,6
Paesi Bassi	0,2	4,9	4,9	6,3	16,3	7,4	3,4
Irlanda	0,2	0,7	4,2	0,7	5,8	-15,0	1,9
Portogallo	1,1	1,1	0,2	0,6	3,0	21,2	2,8
Grecia	0,3	0,4	0,0	0,4	1,1	70,9	3,1
Altri (4)	6,1	2,7	1,1	17,9	27,8	5,7	4,3
Area CEE (5)	44,4	9,8	4,2	114,0	172,3	-0,3	15,8
Polonia	10,7	0,6	2,2	24,3	37,8	2,2	16,8
Croazia	7,5	0,2	0,3	14,9	22,8	-1,3	47,3
Slovacchia	2,9	0,3	0,2	11,7	15,1	1,1	26,4
Ungheria	4,7	0,3	0,2	9,2	14,4	4,4	24,4
Russia	1,6	2,2	0,4	13,6	17,7	-12,3	11,4
Ucraina	0,2	0,0	0,0	2,8	3,0	-15,9	21,5
Resto del mondo	19,8	15,8	8,5	20,6	64,6	-1,8	0,6
Paesi sviluppati	7,5	6,9	6,7	7,8	28,9	-7,9	0,5
Stati Uniti d'America	6,2	5,3	6,2	5,1	22,8	-10,1	0,5
Paesi in via di sviluppo	12,2	7,6	0,3	7,8	27,9	-9,9	0,9
Egitto	2,4	0,2	0,0	2,4	5,0	17,1	25,7
Centri offshore	0,1	1,3	1,6	4,9	7,8	16,0	0,4

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. È esclusa la Cassa depositi e prestiti. –

(2) In percentuale del totale delle esposizioni estere verso ciascun paese a settembre 2014, segnalate alla BRI da un ampio gruppo di intermediari internazionali. –

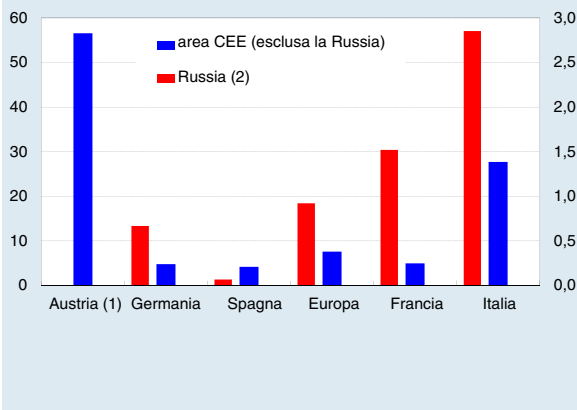
(3) Poiché per l'Italia i dati della BRI non includono le esposizioni verso i residenti, il rapporto è ottenuto includendo nel denominatore anche l'esposizione contenuta nella colonna "Totale". – (4) La voce include: Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Malta, Lettonia, Slovacchia e Slovenia. – (5) L'area CEE include: Albania, Armenia, Azerbaijan, Bielorussia, Bosnia Erzegovina, Bulgaria, Croazia, Estonia, Georgia, Kazakhstan, Kirgizstan, Kosovo, Lettonia, Lituania, Macedonia, Moldavia, Montenegro, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Serbia, Slovacchia, Slovenia, Tagikistan, Turchia, Turkmenistan, Ucraina, Ungheria, Uzbekistan. Fra questi, i paesi europei o appartenenti all'area dell'euro sono considerati anche nelle esposizioni relative a Europa e area dell'euro.

(4) L'indicatore di rischio paese utilizzato si basa su quello calcolato per 189 paesi dalla SACE spa (<http://www.sace.it/studi-e-formazione/country-risk-map>), che fornisce una valutazione relativa ai seguenti aspetti: mancato pagamento controparte sovrana, bancaria o corporate; esproprio e violazioni contrattuali; rischio guerra e disordini civili; trasferimento capitali e convertibilità. Per l'analisi svolta è stato calcolato un indicatore sintetico basato sulla media delle valutazioni; i paesi considerati più (meno) rischiosi sono quelli con un rischio paese sopra (sotto) il valore mediano dell'indicatore.

(5) Si considerano significativi gli investimenti il cui valore è superiore a un quarto del totale di quelli diretti esteri complessivi per ciascuna impresa.

Figura 3.5

Esposizioni dei principali sistemi bancari europei verso la Russia e gli altri paesi CEE
(quota sul totale dei prestiti a non residenti a fine 2014; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BRI.
(1) L'ammontare dell'esposizione delle banche austriache verso la Russia è classificato come dato riservato sul sito della BRI. - (2) Scala di destra.

...soprattutto nei confronti dei paesi più rischiosi

L'esposizione verso la Grecia era di poco superiore al miliardo di euro alla fine del 2014; quelle verso la

Russia e l'Ucraina erano rispettivamente di 17,7 e di 3,0 miliardi con un'incidenza delle posizioni deteriorate pari al 12 per cento dell'esposizione complessiva verso i due paesi. Alla fine del 2014 i prestiti erogati dalle banche italiane a residenti nei paesi produttori di petrolio erano 24,4 miliardi (il 4 per cento circa delle esposizioni complessive verso non residenti).

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

Si riducono i rischi di rifinanziamento

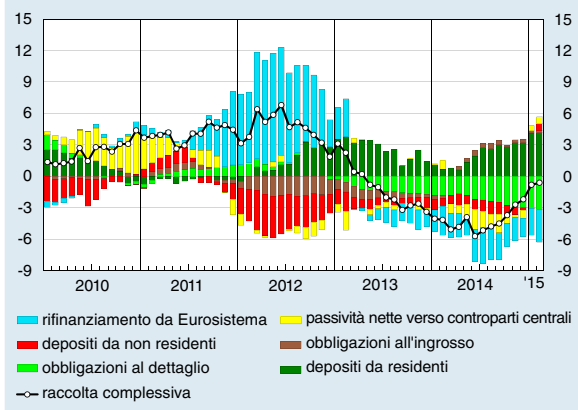
I rischi di rifinanziamento delle banche italiane sono in diminuzione grazie alla

crescita della raccolta al dettaglio e all'ingrosso (fig. 3.6). Nel primo trimestre del 2015 le emissioni obbligazionarie nette sui mercati internazionali sono state pari a 3,4 miliardi (fig. 3.7). Il costo medio della raccolta è ulteriormente sceso, collocandosi in febbraio allo 0,81 per cento (1,15 a febbraio del 2014), un valore storicamente molto contenuto. L'ampia disponibilità di risorse sui diversi mercati a costi molto bassi ha consentito alle banche di ridurre le passività verso l'Eurosistema (cfr. il par. 4.2).

La quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio (funding gap) rimane contenuta (fig. 3.8). Il calo registrato negli ultimi tre anni ha riguardato tutte le categorie di banche, soprattutto

Figura 3.6

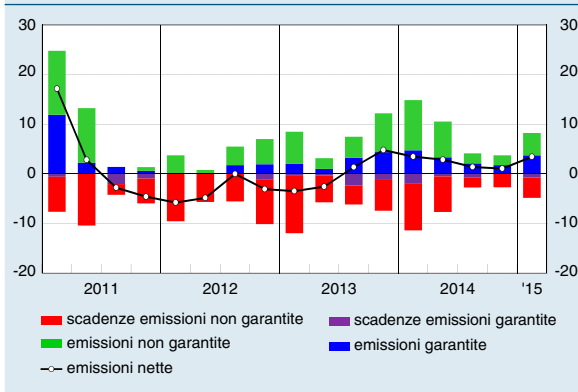
Crescita della raccolta bancaria: contributi delle diverse componenti (1)
(punti percentuali e variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) La somma dei contributi è pari alla variazione percentuale sui 12 mesi della raccolta complessiva. Le variazioni percentuali delle singole componenti sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. 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 delle controparti centrali.

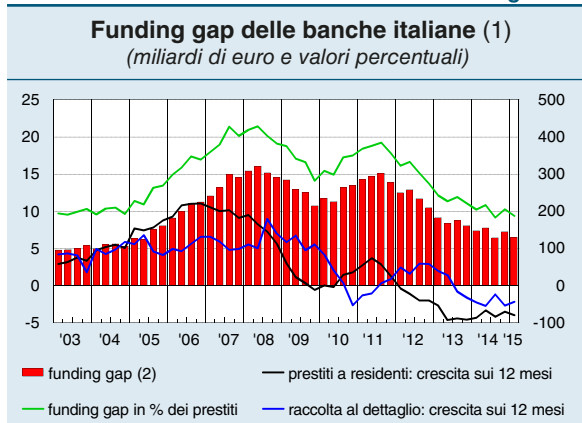
Figura 3.7

Obbligazioni emesse e scadute (1)
(dati trimestrali; miliardi di euro)



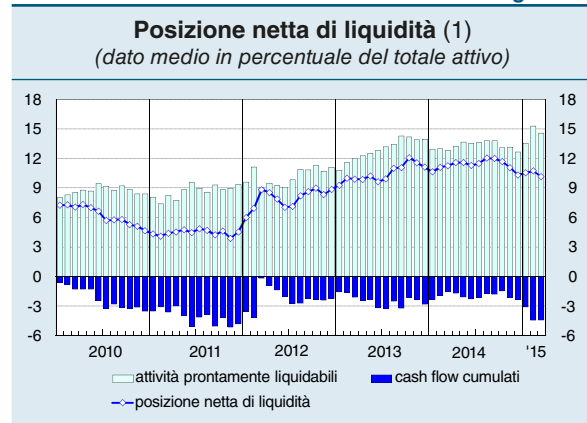
Fonte: Dealogic.
(1) Dati riferiti all'emissione di titoli di banche italiane sui mercati internazionali con taglio superiore a 200 milioni di euro. Non sono incluse le emissioni trattenute in bilancio, quelle destinate al mercato al dettaglio e quelle di controllate estere di banche italiane.

Figura 3.8



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Quota dei prestiti non finanziati dalla raccolta al dettaglio. Per la metodologia di calcolo cfr. il riquadro: *Il funding gap delle banche italiane*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 4, 2012. Sono escluse la Cassa di Roma e le filiali di banche estere in Italia. Per il 2015 il dato si riferisce alla fine di febbraio. - (2) Scala di destra.

Figura 3.9



Fonte: dati relativi a un campione di 31 gruppi bancari trasmessi alla Banca d'Italia nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.
(1) Dati medi mensili di rilevazioni settimanali. La posizione netta di liquidità è calcolata come somma algebrica tra le riserve di attività stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema e i flussi di cassa cumulati attesi; l'orizzonte temporale di riferimento è di un mese; in via prudenziale, tutte le scadenze con controparti istituzionali si assumono come non rinnovate.

to quelle piccole e minori; per esse la raccolta al dettaglio eccede di oltre il 15 per cento l'ammontare dei prestiti.

La posizione netta di liquidità si mantiene su livelli elevati

La posizione netta di liquidità delle maggiori banche italiane si mantiene superiore al 10 per cento dell'attivo. È diminuita nell'ultimo trimestre del 2014 in seguito all'estinzione di obbligazioni bancarie assistite da garanzia governativa, emesse a partire dal 2011 e utilizzabili nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema fino all'inizio del 2015 (fig. 3.9). La scadenza in febbraio della seconda operazione di rifinanziamento di durata triennale e l'accesso in marzo alla terza operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine non hanno avuto riflessi sulla posizione netta di liquidità.

I rischi di tasso di interesse e di mercato

L'esposizione al rischio di rialzo dei tassi è contenuta...

Per i maggiori gruppi italiani l'esposizione al rischio di tasso di interesse è bassa: sulla base dei dati osservati alla fine del 2014, un rialzo di 200 punti base dell'intera curva dei rendimenti privi di rischio (scenario definito dal Comitato di Basilea) determinerebbe una riduzione del valore netto di attività e passività pari in media al 5,3 per cento del patrimonio di vigilanza (4,4 a giugno del 2014). Gli effetti sono limitati dall'elevata incidenza delle attività a tasso variabile, il cui valore è poco reattivo a spostamenti della curva dei rendimenti. L'impatto è differenziato tra gli intermediari in funzione della struttura per scadenza di attività e passività: per alcuni si avrebbe un aumento di valore delle attività nette, fino al 3,2 per cento del patrimonio di vigilanza; per gli altri intermediari le perdite sarebbero ampiamente inferiori alla soglia di attenzione del 20 per cento prevista dalla regolamentazione.

...così come quella a cali dei tassi

In uno scenario di riduzione dei tassi di interesse, tale da portare la curva dei rendimenti a zero per tutte le scadenze, il valore netto di attività e passività dei gruppi italiani aumenterebbe in media del 2,9 per cento del patrimonio di vigilanza.

Il valore netto scenderebbe solo per due gruppi bancari, con una perdita massima del 3,5 per cento del patrimonio.

I rischi di mercato delle principali banche italiane restano su valori contenuti

Nel 2014 il calo della volatilità dei rendimenti dei titoli pubblici, che rappresentano gran parte dell'esposizione complessiva ai rischi di mercato dei gruppi bancari italiani,

ha portato il Value at Risk (VaR) calcolato sull'insieme degli investimenti nel trading e nel banking book sui valori minimi dal 2011 (fig. 3.10). Nei primi mesi del 2015 il VaR del portafoglio di trading è parzialmente risalito, riflettendo l'aumento delle posizioni aperte in valuta.

I rischi operativi

In Italia si riduce l'ammontare delle perdite operative

In controtendenza rispetto all'andamento registrato in molti sistemi bancari esteri, dal 2011 al 2014 l'ammontare delle perdite operative degli intermediari italiani si è ridotto del 19 per cento (fig. 3.11), da 1.816 a 1.467 milioni.

Sono diminuite le perdite legate a contenziosi con la clientela (-27 per cento) e quelle derivanti da errori nell'esecuzione di processi di lavoro (-33 per cento). Il calo dei rischi operativi riflette il miglioramento dei sistemi di controllo interno e di governo dei rischi (6), anche in seguito all'entrata in vigore della nuova normativa emanata dalla Banca d'Italia (7).

3.3 IL PATRIMONIO E LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE

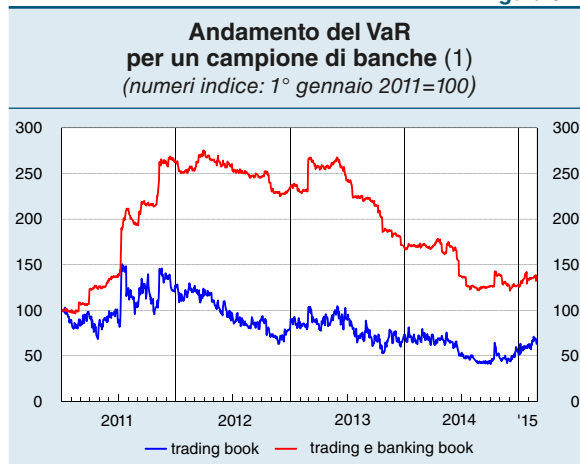
Il livello di patrimonializzazione è migliorato

Alla fine del 2014 la dotazione patrimoniale di migliore qualità (common equity tier 1, CET1) e il totale dei fondi propri delle banche italiane erano pari, rispettivamente, all'11,8 e al 14,5 per cento delle attività ponderate per il rischio; il CET1 ratio dei cinque maggiori gruppi ammontava all'11,4 per cento. La patrimonializzazione media dei primi due gruppi bancari italiani era in linea con quella di un campione di grandi banche europee (CET1 ratio

(6) Secondo i risultati di un'indagine della Banca d'Italia (*Analisi trasversale delle relazioni di autovalutazione sull'adeguamento dei sistemi di controllo interno presentate dalle banche maggiori*), le banche maggiori hanno generalmente avviato l'ampliamento del perimetro di responsabilità della funzione di compliance, il rafforzamento dell'indipendenza delle funzioni di controllo di secondo livello, il coordinamento tra i diversi centri di responsabilità dei controlli.

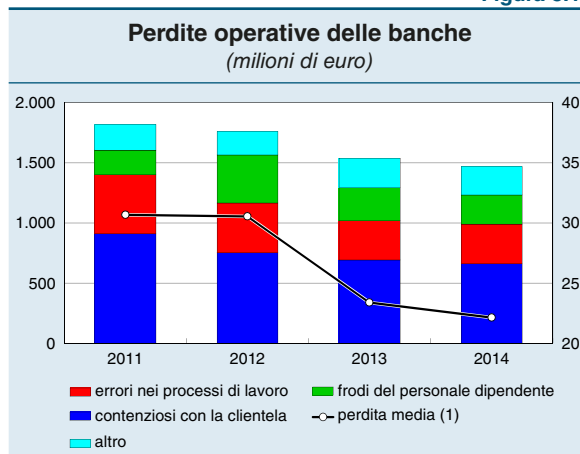
(7) Nel luglio 2013 sono state riviste le disposizioni di vigilanza sui controlli interni (15° aggiornamento del 2 luglio 2013 della circolare n. 263/2006, Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche), con entrata in vigore graduata tra luglio del 2014 e giugno del 2016.

Figura 3.10



Fonte: dati relativi a un campione di 6 gruppi bancari che utilizzano modelli interni per la quantificazione dei rischi di mercato. (1) Medie ponderate per la dimensione dei portafogli dei singoli intermediari. Il VaR rappresenta la perdita di valore del portafoglio che in un dato intervallo temporale (10 giorni) non sarà superata con un certo livello di confidenza (il 99 per cento). Gli indici riflettono l'andamento dei VaR riferiti a tutte le posizioni (titoli e derivati) iscritti in bilancio al fair value (linea rossa) e alla sola componente iscritta nel portafoglio di trading (linea blu). Una diminuzione segnala una riduzione del rischio.

Figura 3.11



Fonte: segnalazioni di vigilanza. (1) Scala destra, in migliaia.

medio pari, in entrambi i casi, all'11,7 per cento) (8). Il CET1 ratio medio delle banche italiane alla fine del 2014 sarebbe stato pari all'11,3 per cento applicando le regole che entreranno in vigore nel 2018, quando in Italia si concluderà, di fatto, il periodo transitorio disciplinato dalla normativa europea (che prevede, tra l'altro, uno specifico trattamento delle attività per imposte differite; cfr. il riquadro: Deferred tax assets (DTA): capacità di assorbimento delle perdite e computabilità nel patrimonio delle banche italiane).

(8) Cfr. Basel III monitoring exercise dell'EBA (<http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/quantitative-impact-study/basel-iii-monitoring-exercise>).

DEFERRED TAX ASSETS (DTA): CAPACITÀ DI ASSORBIMENTO DELLE PERDITE E COMPUTABILITÀ NEL PATRIMONIO DELLE BANCHE ITALIANE

Le attività per imposte anticipate (*deferred tax assets*, DTA) derivano dal riconoscimento non immediato, a fini fiscali, di alcuni oneri sostenuti nell'esercizio in cui sono iscritti in bilancio; tali attività rappresentano un risparmio atteso di imposte future.

Le DTA delle banche italiane (55 miliardi alla fine del 2014) derivano in larga misura dal limite alla deducibilità fiscale delle rettifiche di valore su crediti (1). Infatti, mentre nella maggior parte degli altri paesi le rettifiche sono interamente deducibili nell'anno in cui sono iscritte in bilancio, in Italia la deduzione è dilazionata su un lungo arco temporale (18 anni fino all'esercizio 2012, 5 anni dal 2013), con un forte svantaggio competitivo per le banche italiane.

La normativa di Basilea 3 ha definito il trattamento prudenziale delle DTA, successivamente recepito nella regolamentazione europea (CRD4 e CRR) (2). Le norme distinguono tra due diverse tipologie di DTA. La prima tipologia include le DTA che sono in grado di assorbire le perdite e il cui realizzo non dipende dalla redditività futura dell'azienda (3); a esse si applica a fini prudenziali una ponderazione del 100 per cento. Rientrano in questa categoria le DTA (ad es. derivanti da svalutazioni su crediti) per le quali la normativa fiscale prevede la trasformazione in credito di imposta al verificarsi di determinati eventi (bilancio in perdita, liquidazione, assoggettamento a procedure concorsuali). La maggior parte delle DTA delle banche italiane (43 miliardi) rientra in tale categoria. La seconda tipologia comprende le DTA che dipendono dalla redditività futura (4), vale a dire quelle il cui realizzo deriva dalla capacità di generare redditi imponibili capienti (ad es. quelle che scaturiscono da perdite da valutazione su esposizioni classificate nel portafoglio di attività disponibili per la vendita). In considerazione della loro minore capacità di assorbimento delle perdite, questo tipo di DTA viene gradualmente dedotto dal patrimonio di vigilanza, per la parte che eccede una determinata soglia.

La Commissione europea ha recentemente chiesto ad alcuni Stati membri, inclusa l'Italia, informazioni sulle caratteristiche della disciplina fiscale che consente la trasformazione delle DTA in crediti di imposta, per verificare che non si configuri un aiuto di Stato al settore finanziario. La normativa fiscale italiana che prevede la trasformazione in credito di imposta delle DTA da rettifiche su crediti (5) è definita conformemente con la normativa europea CRR; essa non introduce disparità di trattamento tra settori di attività economica. Le rettifiche su crediti infatti costituiscono un

(1) Cfr. A. De Vincenzo e G. Ricotti, *L'utilizzo della fiscalità differita in chiave macroprudenziale: l'impatto di alcune recenti misure tributarie sulla prociclicità e sulla stabilità delle banche*, Banca d'Italia, «Note di stabilità finanziaria e vigilanza», n. 1, 2014.

(2) Direttiva UE/2013/36 e regolamento UE/2013/575.

(3) Art. 39, comma 2, CRR.

(4) Artt. 38, comma 1, e 48, comma 1, CRR.

(5) Cfr. decreto legge 225/2010, convertito, con modificazioni, dalla legge 10/2011.

fenomeno ricorrente e tipico dell'attività finanziaria, mentre per le imprese non finanziarie i crediti alla clientela rivestono una funzione secondaria: ne consegue che le rettifiche sono integralmente deducibili, sebbene in più anni, per gli intermediari finanziari; lo sono invece solo parzialmente per le imprese non finanziarie. Nel confronto con altri sistemi bancari, inoltre, le norme previste dal DL 225/2010 non introducono una distorsione in favore delle banche italiane, semmai riducono, senza annullarlo del tutto, lo svantaggio fiscale che le colpisce.

Prosegue il calo della leva finanziaria

Tra giugno del 2013 e giugno del 2014 il leverage ratio regolamentare (calcolato come rapporto tra il patrimonio tier 1 e le attività non ponderate per i rischi) delle banche italiane partecipanti all'esercizio coordinato dal Comitato di Basilea e dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) è cresciuto, in media, dal 4,1 al 5,0 per cento. Il leverage ratio delle banche italiane è più alto rispetto alla media europea che, alla stessa data, era pari rispettivamente al 3,9 per cento per un campione di grandi banche attive internazionalmente e al 4,9 per cento per un campione di intermediari di dimensioni più contenute (9).

La redditività riflette le condizioni dell'economia

Le difficili condizioni del credito si riflettono sulla scarsa capacità di generare reddito, che rappresenta un fattore di vulnerabilità per l'industria bancaria italiana. A causa della prolungata fase di debolezza dell'economia i ricavi ristagnano e le rettifiche di valore sui prestiti assorbono la redditività operativa. La riduzione dei costi e i recuperi di efficienza conseguiti dagli intermediari negli anni più recenti hanno consentito al settore nel suo complesso di contenere le perdite, ma non di produrre utili in misura adeguata (cfr. il riquadro: *L'evoluzione della redditività dell'industria bancaria italiana: un confronto con il periodo precedente la crisi*). Ne risente negativamente la capacità di autofinanziamento, ossia la possibilità di far fronte con risorse interne alle esigenze di rafforzamento patrimoniale.

(9) Cfr. Basel III monitoring exercise dell'EBA (<http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/quantitative-impact-study/basel-iii-monitoring-exercise>).

L'EVOLUZIONE DELLA REDDITIVITÀ DELL'INDUSTRIA BANCARIA ITALIANA: UN CONFRONTO CON IL PERIODO PRECEDENTE LA CRISI

La lunga fase di debolezza dell'economia ha inciso pesantemente sulla redditività delle banche italiane (tavola). Un confronto limitato alle banche operanti in Italia mostra che gli attuali livelli (media 2013-14) del rendimento delle attività (ROA) sono inferiori rispetto al periodo precedente la crisi (media 2004-07) di circa 110 punti base. Alla riduzione hanno contribuito in misura pressoché analoga la diminuzione dei ricavi, dovuta soprattutto al forte calo del margine di interesse, e l'aumento delle rettifiche su crediti.

Le banche hanno fatto fronte alla diminuzione dei ricavi in larga parte attraverso riduzioni dei costi operativi, soprattutto quelli per il personale (-10 per cento, -23 punti base in rapporto all'attivo). Il riassetto organizzativo è stato di ampie dimensioni: dal 2008 il numero di sportelli è diminuito dell'8 per cento e quello dei dipendenti del 12 (cfr. il riquadro: *La recente evoluzione della rete delle filiali delle banche in Italia*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2014).

Se si consolidasse il ritorno alla crescita, potrebbero attendersi significativi margini di recupero della redditività. In particolare, se l'aggiustamento dei costi si dimostrasse strutturale e la ripresa economica consentisse di recuperare il calo dei ricavi e dimezzare le rettifiche (1), il ROA potrebbe risalire a un li-

(1) Anche dimezzandosi nell'arco del prossimo quinquennio le rettifiche rimarrebbero su livelli quasi doppi rispetto a quelli pre-crisi.

vello (1,0 per cento) sostanzialmente analogo a quello del quadriennio 2004-07. Si tratta di un obiettivo ambizioso ma possibile nell'arco di un quinquennio, alla luce dell'esperienza passata e delle previsioni attuali sulla crescita economica.

Tavola

Conti economici delle banche italiane: formazione dell'utile (1)

	2013-14	2004-07	1994-97
In percentuale del totale delle attività			
Margine di interesse	1,02	1,50	2,50
Altri ricavi netti	1,20	1,40	0,97
Margine di intermediazione	2,21	2,89	3,48
Costi operativi	1,35	1,70	2,37
di cui: per il personale bancario (2)	0,69	0,92	1,51
Risultato di gestione	0,87	1,19	1,11
Rettifiche e riprese di valore e accantonamenti	1,09	0,29	0,75
di cui: su crediti	0,84	0,21	0,57
Utile prima delle imposte (ROA) (3)	-0,23	0,91	0,37
Consistenze			
Totale attività (miliardi di euro)	3.219	2.704	1.291
Dipendenti (migliaia)	298	338	333
Sportelli (migliaia)	31,6	32,6	24,6

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

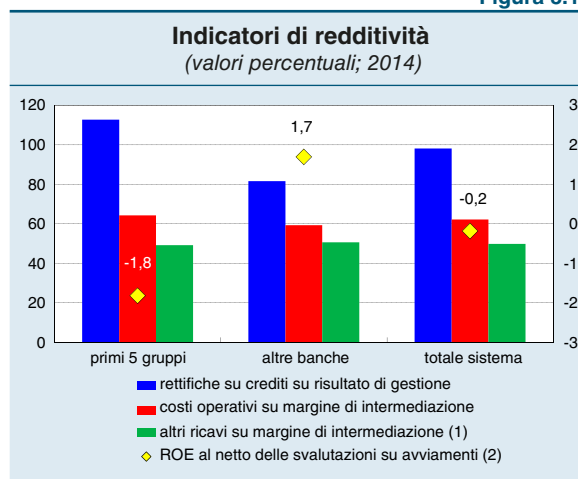
(1) Dati riferiti all'intero sistema bancario. Sono escluse le banche che non hanno inviato le informazioni di conto economico. Per ciascun periodo sono riportate le medie dei dati annuali. I dati annuali delle attività totali e dei dipendenti sono calcolati come media di dati mensili. – (2) Comprendono le competenze, gli oneri per il trattamento di fine rapporto e quelli previdenziali, nonché le provvidenze varie per il personale bancario; i dati includono anche gli oneri straordinari sostenuti per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro. Il personale bancario è ottenuto sottraendo dal numero totale dei dipendenti gli addetti alle esattorie e quelli distaccati presso altri enti, e sommando i dipendenti di altri enti distaccati presso la banca. – (3) L'utile prima delle imposte è calcolato al netto di proventi e oneri straordinari.

Nel 2014 il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) delle banche italiane, al netto delle svalutazioni su avviamenti, è stato pressoché nullo (-0,2 per cento, fig. 3.12; -0,9 per cento nel 2013); quello medio dei cinque maggiori gruppi è risultato pari a -1,8 per cento. Il margine di intermediazione è sceso dello 0,3 per cento. Le rettifiche di valore su crediti hanno assorbito quasi interamente il risultato di gestione.

Il ritorno alla profittabilità si fonda sul miglioramento del quadro macroeconomico

La ripresa della redditività del sistema bancario nel corso del prossimo biennio dipende dall'evoluzione dello scenario macroeconomico, in primo luogo attraverso l'impatto sui margini operativi e sulla rischiosità del credito. Un contributo rilevante potrà derivare anche dalle recenti misure di politica monetaria decise dall'Eurosistema (cfr. il riquadro: *L'impatto del programma di acquisto di titoli sulla redditività delle banche*).

Figura 3.12



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Gli altri ricavi si riferiscono al risultato netto da commissioni e alla gestione finanziaria. – (2) Scala di destra.

L'IMPATTO DEL PROGRAMMA DI ACQUISTO DI TITOLI SULLA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE

Il programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema influisce sulla redditività delle banche italiane attraverso numerosi canali: la variazione dei tassi di interesse, il tasso di cambio dell'euro, i cambiamenti di valore dei titoli detenuti nel portafoglio delle banche e l'aumento della domanda di servizi di intermediazione connesso con il miglioramento del quadro macroeconomico (cfr. *Bollettino economico*, n. 2, 2015).

L'impatto di questi fattori è stato valutato utilizzando il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia, ipotizzando una flessione dei tassi a medio e a lungo termine di circa 85 punti base e un deprezzamento del tasso di cambio nei confronti del dollaro pari all'11,4 per cento (al 6,5 tenendo conto della quota di scambi commerciali dell'Italia con il resto dell'area dell'euro e con gli altri paesi); tali ipotesi sono in linea con gli effetti registrati in passato a seguito degli interventi operati dalle altre maggiori banche centrali delle economie avanzate (cfr. il riquadro: *L'impatto macroeconomico per l'Italia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema*, in *Bollettino economico*, n. 2, 2015).

I risultati delle simulazioni, caratterizzati da ampi margini di incertezza, indicano che il programma di acquisti determinerebbe un aumento dei profitti bancari, al lordo delle imposte, di circa 300 milioni nel 2015 e di 1,4 miliardi nel 2016. Il margine di interesse si ridurrebbe nel 2015 a causa della diminuzione dei tassi a lungo termine, che comporterebbe una discesa dei tassi attivi non compensata da una riduzione della remunerazione dei depositi, già prossima allo zero. Dal 2016 invece l'aumento dei volumi di credito indotto dalla crescita economica contribuirebbe all'incremento del margine di interesse.

Gli altri ricavi aumenterebbero nel biennio 2015-16 di circa 400 milioni, per effetto soprattutto dei risultati positivi dell'attività di negoziazione in titoli. La stima di questa componente è caratterizzata da una particolare incertezza che riflette la decisione delle banche di vendere o meno i titoli in portafoglio (1).

I costi operativi crescerebbero lievemente, riflettendo l'aumento dei volumi intermediati. Gli accantonamenti per svalutazioni su crediti diminuirebbero di 1,5 miliardi nel biennio, beneficiando di un calo dei tassi di insolvenza delle imprese dovuto sia alla riduzione degli oneri del debito sia alla crescita del fatturato.

(1) Le plusvalenze potenziali relative ai titoli detenuti nel portafoglio disponibile per la vendita sono contabilizzate in una riserva del patrimonio netto contabile e confluiscono negli utili solo in caso di vendita mentre le variazioni di valore dei titoli nel trading book vengono iscritte direttamente nel conto economico. L'impatto di questa componente è tuttavia relativamente contenuto: alla fine di febbraio del 2015 i titoli pubblici collocati nel trading book erano circa 30 miliardi (pari all'8 per cento del totale), di cui la metà con vita residua superiore a due anni.

3.4 I RISCHI DELLE ASSICURAZIONI

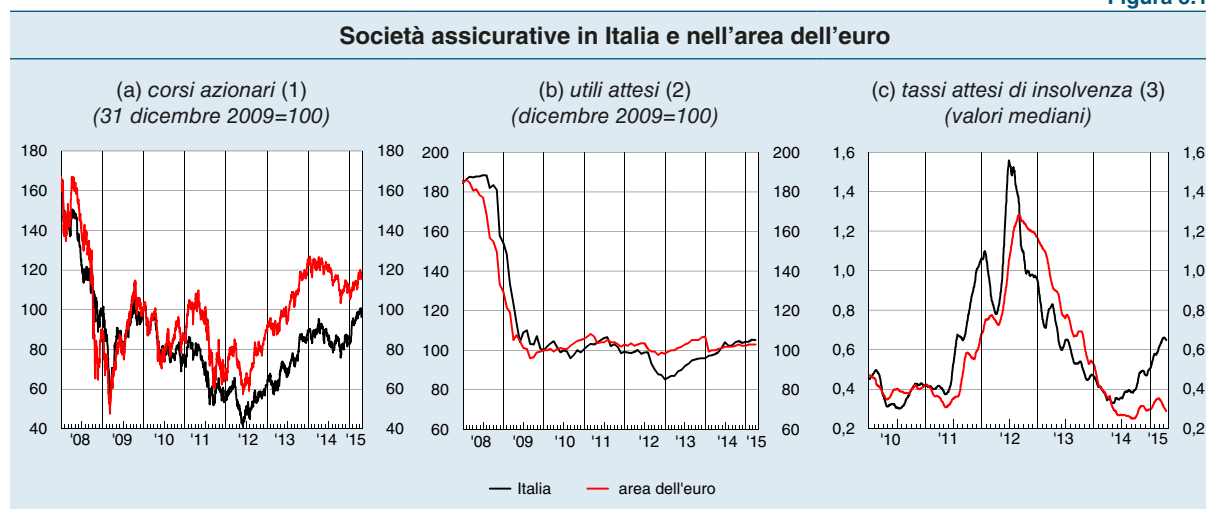
La valutazione del mercato

I corsi azionari sono aumentati e gli utili attesi restano stabili

Le valutazioni ricavate dagli indicatori di mercato sulle prospettive delle principali compagnie di assicurazione italiane sono nel complesso positive. I corsi azionari hanno registrato forti rialzi (fig. 3.13.a), grazie anche all'abbondante liquidità presente sui mercati, e le attese degli analisti sugli utili per azione sono rimaste stabili (fig. 3.13.b). Di contro, i tassi di insolvenza impliciti nei corsi azionari sono

umentati dalla seconda metà del 2014, risentendo principalmente dell'accresciuta volatilità dei valori di mercato degli attivi delle compagnie (fig. 3.13.c).

Figura 3.13



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

(1) Dati giornalieri. Indici dei corsi azionari delle società assicurative. – (2) Media ponderata (per il numero di azioni in circolazione) degli utili attesi per azione nei 12 mesi successivi alla data di riferimento. Dati mensili. L'Italia comprende Assicurazioni Generali, Mediolanum Assicurazioni, Società Cattolica Assicurazioni, UGF Assicurazioni, Vittoria Assicurazioni; l'area dell'euro comprende le società incluse nell'indice Datastream del settore assicurativo. – (3) Medie a 30 giorni di dati giornalieri, 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 in un orizzonte di un anno. Il grafico mostra i valori mediani delle EDF delle società assicurative italiane considerate (cfr. nota 2) e delle società incluse nell'indice Moody's KMV del settore assicurativo europeo.

La posizione di liquidità e gli investimenti

Il rischio di liquidità si mantiene su livelli contenuti

Il rischio di liquidità del settore vita rimane contenuto. Nel 2014 il calo delle richieste di riscatto da parte dei sottoscrittori nei rami tradizionali e il buon

andamento della raccolta, salita del 30 per cento rispetto al 2013, hanno fatto scendere il rapporto tra oneri e premi dal 73,9 per cento del 2013 al 63,0 (fig. 3.14).

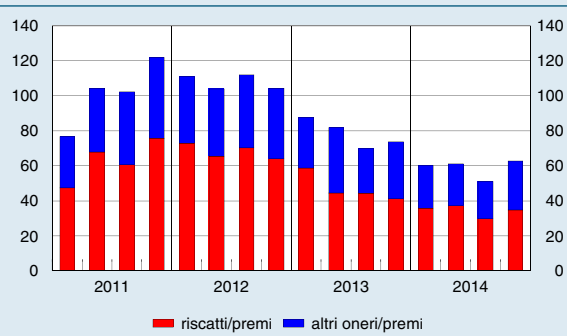
L'investimento in titoli di Stato italiani rimane elevato...

La composizione dell'attivo non ha registrato cambiamenti significativi negli ultimi mesi del 2014

(fig. 3.15.a). Il calo dei tassi di mercato ha determinato un nuovo incremento delle plusvalenze nette, prevalentemente generate dagli investimenti in titoli di Stato italiani (fig. 3.15.b). Dalle indagini periodiche condotte dall'Ivass emerge che i principali gruppi stanno avviando strategie di diversificazione dei loro investimenti attraverso un aumento degli acquisti di titoli non italiani, pubblici e privati, in particolare dell'area dell'euro.

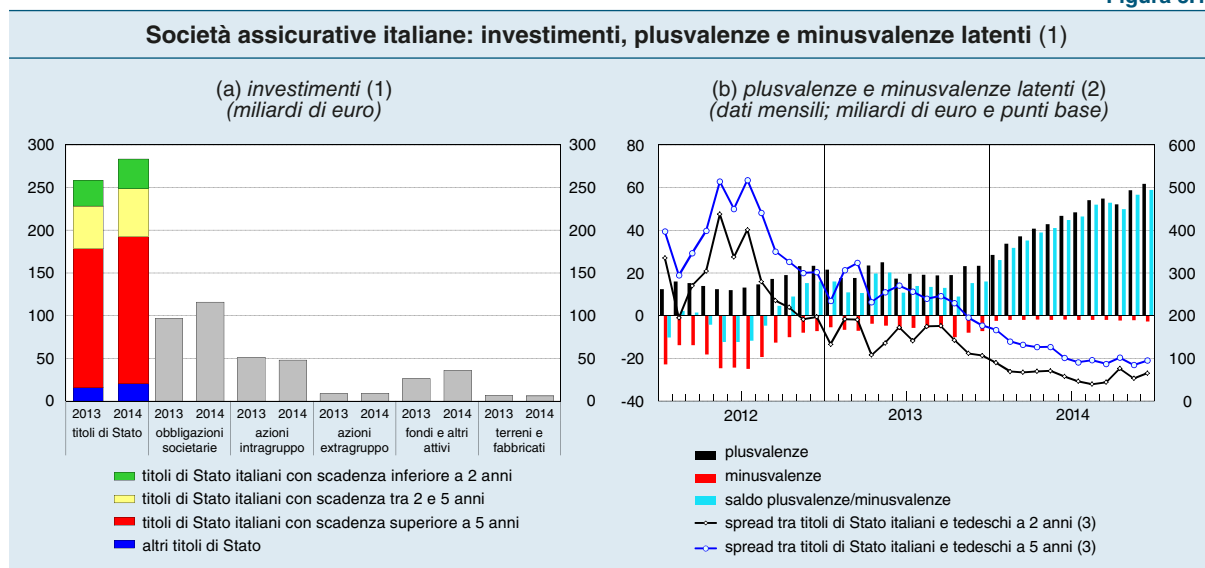
Figura 3.14

Rapporto tra oneri e premi del ramo vita in Italia (1) (dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: Ivass.

(1) Gli indici sono calcolati come somma degli oneri per riscatti e dei pagamenti delle prestazioni a scadenza (capitali e rendite) in rapporto ai premi raccolti nel periodo. Un valore superiore (inferiore) a 100 indica un deflusso (afflusso) netto di fondi.



(1) Valori di bilancio. La composizione dei titoli di Stato è parzialmente stimata. – (2) Le plusvalenze e le minusvalenze latenti sono la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio dei titoli in portafoglio. – (3) Scala di destra.

...mentre quello in attività illiquide e in titoli non quotati resta basso

A seguito delle recenti modifiche regolamentari, che hanno ampliato il novero degli investimenti ammissibili, alcune compagnie hanno iniziato a investire, seppur in misura contenuta, in obbligazioni emesse da imprese non quotate (minibond) e in fondi chiusi. Nessuna compagnia ha per il momento concesso finanziamenti diretti, resi possibili dalla legge 11 agosto 2014, n. 116 e dalla successiva normativa dell'Ivass dello scorso ottobre, sebbene alcuni grandi gruppi abbiano espresso interesse per questa opportunità (cfr. il riquadro: *Le nuove norme sull'erogazione di credito alle imprese da parte degli intermediari non bancari*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2014).

La redditività e la situazione patrimoniale

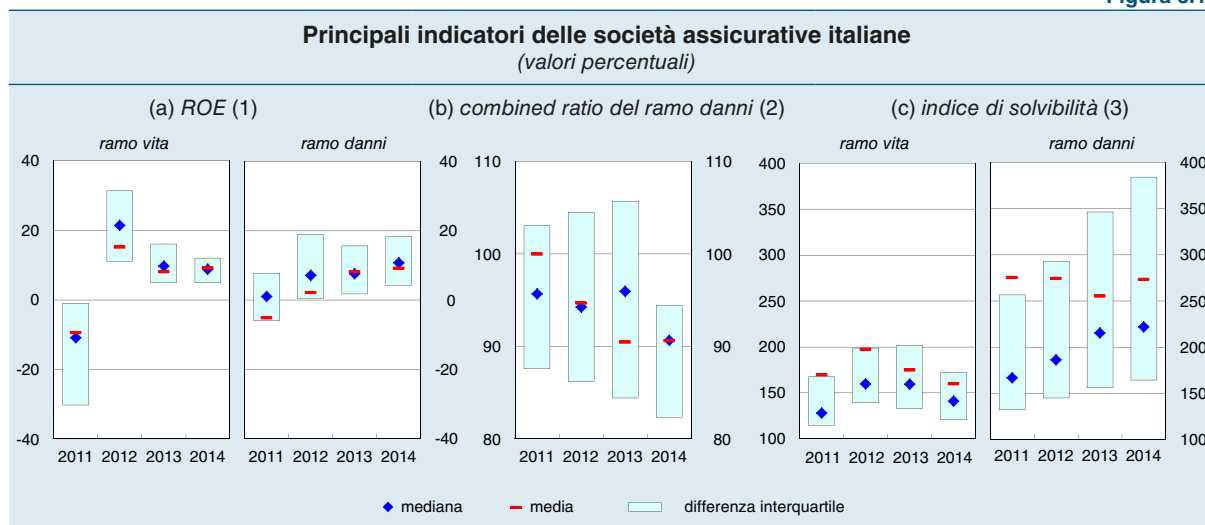
La redditività rimane positiva e la situazione patrimoniale resta solida

La redditività delle compagnie di assicurazione è rimasta elevata (figg. 3.16.a e 3.16.b). Nel secondo semestre del 2014 il ROE è stato del 9,2 per cento nel ramo vita e del 9,3 nel ramo danni. Nel comparto vita la redditività continua a trarre beneficio dall'andamento positivo della raccolta; nel comparto danni, pur risentendo dell'ulteriore calo della raccolta (-3 per cento rispetto al 2013), è stata sostenuta dalla minore incidenza dei sinistri. Gli indici di solvibilità dei rami vita e danni restano ampiamente sopra i requisiti regolamentari (fig. 3.16.c).

I rischi derivanti dai bassi tassi di interesse sono contenuti in Italia...

Nel 2014 l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) ha effettuato uno stress test volto a valutare l'impatto del futuro regime prudenziale (Solvency II) sui requisiti di capitale del settore assicurativo (core stress test) e gli effetti di uno scenario caratterizzato da bassi tassi di interesse per un prolungato periodo di tempo (low yield scenario). Nel complesso per i gruppi italiani la fonte principale di rischio deriva da un'eventuale riduzione dei prezzi dei titoli di Stato; gli effetti di una fase prolungata di bassi tassi di interesse sono invece relativamente contenuti (cfr. il riquadro: *Lo stress test dell'EIOPA per il rischio di bassi tassi di interesse*). I bassi tassi di mercato hanno comunque indotto alcune imprese assicu-

Figura 3.16



Fonte: Ivass.

(1) Rapporto tra utile e patrimonio netto. – (2) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (3) Rapporto tra patrimonio di vigilanza posseduto e patrimonio di vigilanza richiesto, calcolato su base individuale e riferito al mercato italiano. I valori elevati per la media riflettono la presenza di imprese (in genere capogruppo di conglomerati, anche internazionali) che presentano a livello individuale indici di solvibilità nettamente superiori ai minimi richiesti.

ative italiane a ridurre le garanzie finanziarie sulle nuove polizze e a privilegiare la commercializzazione di prodotti unit-linked, per i quali il rischio di investimento ricade sugli assicurati. Nel 2014 la raccolta di questi prodotti, che rappresenta poco più del 20 per cento del totale, ha registrato una forte crescita (41 per cento, contro il 27 dei prodotti tradizionali).

...ma permangono i rischi connessi con l'incertezza economica e finanziaria

Nei prossimi mesi rischi per il settore assicurativo italiano potrebbero derivare dal mancato consolidamento della ripresa economica, che ridurrebbe la domanda di prodotti assicurativi e inciderebbe sulla redditività del settore, nonché dal riacutizzarsi delle tensioni sui mercati finanziari e, in particolare, sui mercati dei titoli di Stato.

LO STRESS TEST DELL'EIOPA PER IL RISCHIO DI BASSI TASSI DI INTERESSE

Il persistere di bassi tassi di interesse costituisce una rilevante fonte di rischio per il settore assicurativo poiché deprime la redditività delle compagnie e riduce la loro capacità di far fronte agli obblighi nei confronti degli assicurati; ciò in quanto una parte rilevante delle passività delle assicurazioni ha un valore fisso in termini nominali e durata elevata, tipicamente maggiori di quelle delle attività poste a loro copertura.

Nell'ambito dello stress test effettuato nel 2014 dall'EIOPA (1) è stato valutato l'impatto sui requisiti di capitale e sui flussi di cassa generato da due diversi scenari relativi alla struttura a termine dei tassi di interesse: il primo prevedeva tassi bassi su tutte le scadenze, mentre il secondo analizzava gli effetti di una curva dei tassi inclinata negativamente. Per ogni Stato membro le imprese incluse nell'analisi rappresentavano almeno il 50 per cento del mercato e le valutazioni sono state condotte secondo i principi stabiliti dal nuovo regime prudenziale che entrerà in vigore dal 1° gennaio 2016 (Solvency II).

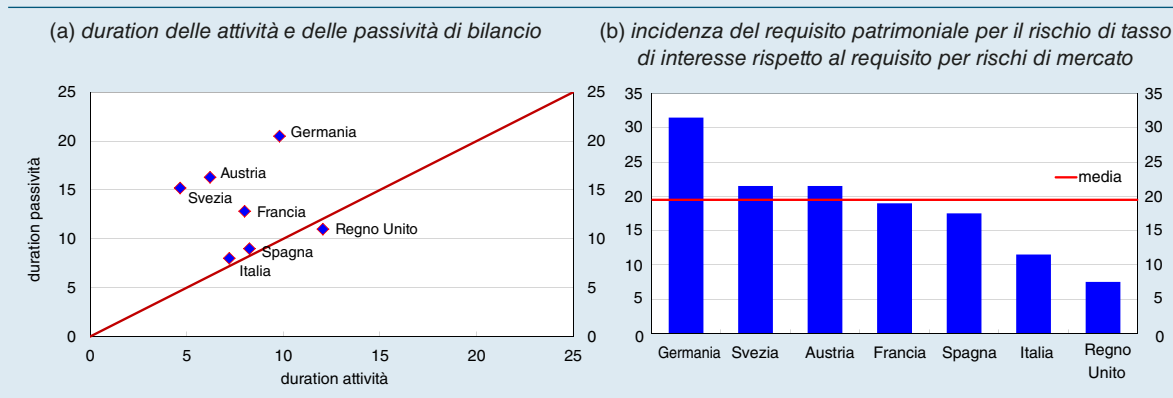
(1) Lo stress test comprendeva due moduli: il core stress test, per i gruppi assicurativi, e il low yield scenario, per le singole imprese. I risultati sono disponibili sul sito dell'EIOPA (<https://eiopa.europa.eu/Publications/Surveys/Stress%20Test%20Report%202014.pdf>).

I risultati dell'esercizio hanno mostrato che per le imprese italiane l'esposizione al rischio di bassi tassi di interesse è relativamente contenuta, poiché la maggior parte di esse ha una struttura dei flussi di cassa equilibrata, che riflette un buon allineamento dei rendimenti e della durata finanziaria delle attività e delle passività di bilancio. Gli scenari di stress avrebbero quindi un impatto limitato in termini di capitale richiesto.

A livello europeo la situazione dei singoli paesi è molto eterogenea. In alcuni il settore assicurativo è caratterizzato da un sostanziale equilibrio di bilancio tra impegni e investimenti, in termini sia di rendimenti sia di durata (figura, pannello a); ciò si traduce in requisiti patrimoniali a copertura del rischio di bassi tassi di interesse relativamente contenuti (figura, pannello b); in altri l'esposizione al rischio e i corrispondenti requisiti patrimoniali sono invece mediamente elevati (2).

Figura

Low yield exercise dello stress test EIOPA: scenario base (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati EIOPA.
(1) I dati si riferiscono allo scenario base.

Nei mesi successivi allo stress test la vulnerabilità del settore assicurativo europeo a uno scenario di persistenti bassi tassi di interesse è verosimilmente cresciuta. L'attuale curva dei tassi si colloca infatti nettamente al di sotto della curva utilizzata per lo scenario base dello stress test (3).

L'autorità di regolamentazione europea ha raccomandato che le autorità nazionali rafforzino l'azione di vigilanza e i presidi prudenziali anche per evitare ripercussioni negative sulla stabilità finanziaria.

(2) L'esercizio dell'EIOPA ha avuto il solo scopo di mettere in luce fattori di robustezza o di vulnerabilità del settore assicurativo; non intendeva quindi definire l'adeguatezza patrimoniale delle singole aziende, anche perché basato su un regime regolamentare, Solvency II, non ancora in vigore e applicato in una versione non pienamente allineata a quella definitiva.

(3) Le curve dei tassi di interesse prive di rischio sono disponibili sul sito dell'EIOPA (<https://eiopa.europa.eu/regulation-supervision/insurance/solvency-ii-technical-information/risk-free-interest-rate-term-structures>).

4 I RISCHI DEI MERCATI MONETARI E FINANZIARI

4.1 LA LIQUIDITÀ DEI MERCATI E I RISCHI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

Le condizioni di liquidità dei mercati finanziari italiani si mantengono buone...

La liquidità dei mercati finanziari italiani si mantiene elevata (fig. 4.1). Il programma di acquisto di titoli pubblici dell'Eurosistema ha avuto effetti positivi anche sulla liquidità delle attività non direttamente interessate; sia sul mercato azionario sia su quello obbligazionario privato si sono infatti avuti incrementi dei volumi scambiati e riduzioni dei premi per il rischio. Il miglioramento della liquidità sul mercato dei titoli di Stato si è in parte attenuato per effetto dell'aumento della volatilità registrato a partire da ottobre, in larga parte legato alla situazione in Grecia (cfr. il par. 4.3).

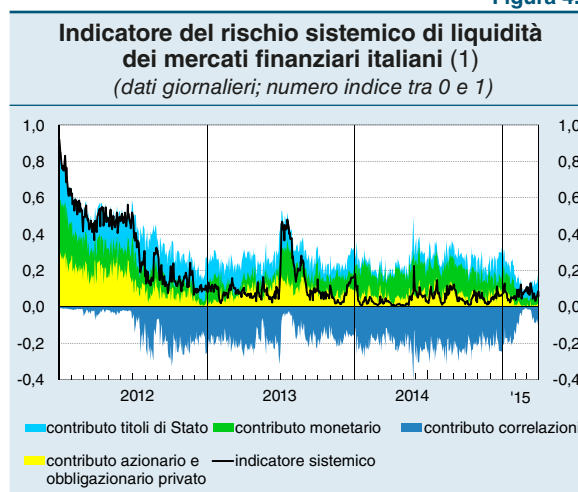
...ma non devono essere sottovalutate possibili situazioni di tensione

Alcuni recenti episodi di forte volatilità sembrano tuttavia indicare una maggiore reattività dei mercati a shock esterni, soprattutto sul segmento del reddito fisso (obbligazioni pubbliche e private). I cambiamenti strutturali avvenuti nel funzionamento dei mercati, tra cui la minore propensione dei market maker ad assumere posizioni in conto proprio, potrebbero determinare forti oscillazioni dei prezzi in caso di repentini smobilizzi di attività da parte degli intermediari.

Le autorità valutano i rischi sistemici connessi con attacchi informatici

La crescente interconnessione tra operatori sta inducendo le autorità a valutare con attenzione il possibile impatto sistemico di attacchi informatici (*cyber-attack*) al settore finanziario e alle infrastrutture di mercato (1). La struttura per il coordinamento delle crisi operative del sistema finanziario italiano (Codise) conduce periodicamente esercitazioni per rafforzare la capacità di far fronte anche ad attacchi informatici su larga scala (2). Un'indagine condotta nel secondo semestre del 2014 dalla Banca d'Italia ha evidenziato una maggiore

Figura 4.1



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Moody's KMV, MTS spa, e-MID SIM spa e Banca d'Italia.
(1) L'indicatore sistemico misura il rischio congiunto nei mercati monetario, secondario dei titoli di Stato, azionario e obbligazionario privato. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). Il grafico mostra anche i contributi all'indicatore sistemico dei singoli mercati e delle correlazioni esistenti tra essi. Per la metodologia di costruzione cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2014.

(1) Cfr. ad esempio Committee on Payments and Market Infrastructures, *Cyber Resilience in Financial Market Infrastructures*, 2014 (<http://www.bis.org/cpmi/publ/d122.pdf>) ed Enisa, *Network and Information Security in the Finance Sector*, 2014 (<https://www.enisa.europa.eu/activities/Resilience-and-CIIP/nis-in-finance/network-and-information-security-in-the-finance-sector>).

(2) L'esercitazione più recente, condotta nell'ottobre 2014, ha simulato un attacco informatico a due importanti fornitori di servizi tecnologici, con impatti sull'integrità dei dati delle banche e delle infrastrutture di mercato. Per maggiori dettagli sulla simulazione e sulla struttura del Codise cfr. <http://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercato/codise/index.html>.

consapevolezza degli operatori italiani circa i rischi degli attacchi informatici sulla riservatezza e la disponibilità delle informazioni.

4.2 IL MERCATO MONETARIO E IL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA

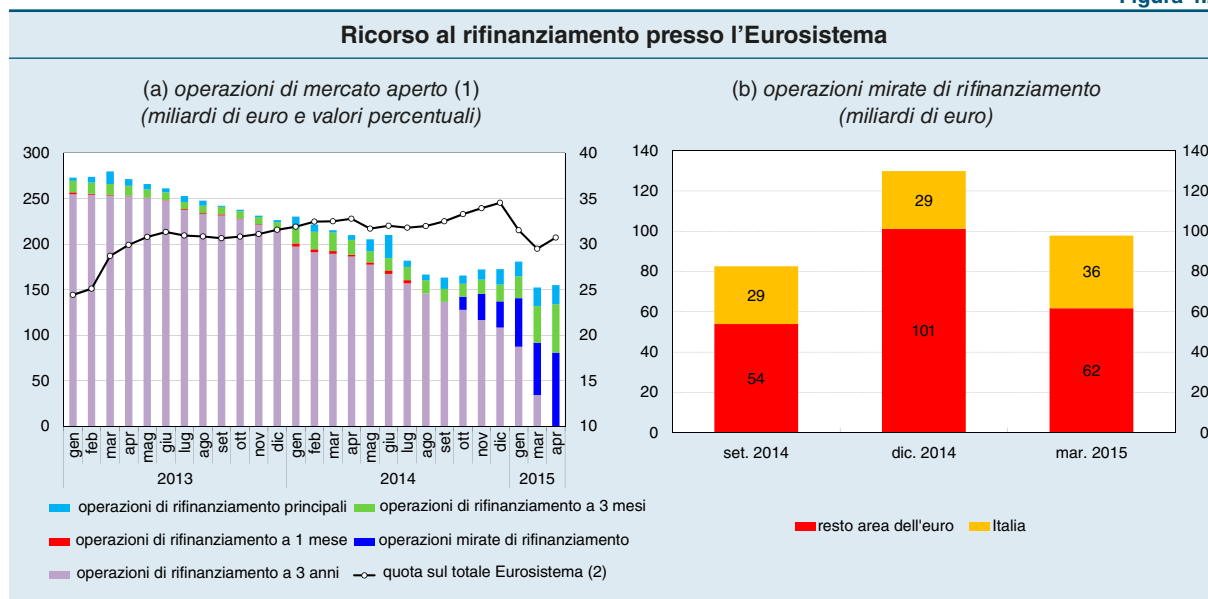
Diminuisce il ricorso delle banche italiane al rifinanziamento presso l'Eurosistema

L'espansione della raccolta al dettaglio e all'ingrosso ha consentito una riduzione del rifinanziamento delle banche presso l'Eurosistema, sceso tra novembre e aprile da 172 a 155 miliardi (fig. 4.2.a). Un terzo dell'indebitamento totale verso l'Eurosistema (53 miliardi) è rappresentato dalle operazioni a tre mesi e più della metà (93 miliardi) dalle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a settembre del 2018. All'operazione mirata del 19 marzo, la prima nella quale gli importi sono stati determinati sulla base dei prestiti erogati tra maggio del 2014 e gennaio del 2015, hanno partecipato 39 controparti italiane (su 143 per il totale dell'area), che hanno ottenuto 36 miliardi (fig. 4.2.b) (3).

Il rendimento dei covered bond e degli ABS si è ridotto

Annunciati lo scorso settembre, hanno preso successivamente avvio i programmi di acquisto dell'Eurosistema di covered bond e asset-backed securities (ABS). Al 3 aprile gli acquisti erano pari a 64,7 e 4,9 miliardi, rispettivamente. L'impatto di entrambi i programmi sui rendimenti dei titoli interessati è stato rilevante (cfr. il riquadro: *Primi effetti sul comparto degli ABS e dei covered bond dei programmi di acquisto di titoli strutturati da parte dell'Eurosistema*).

Figura 4.2



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

(1) Medie di dati giornalieri nel periodo di mantenimento. La data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento; da gennaio 2015 la durata dei periodi di mantenimento è stata estesa da 4 a 6 settimane, cfr. http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_1.it.html. - (2) Scala di destra.

(3) Per ciascuna controparte l'importo massimo erogabile è pari al triplo della differenza tra i prestiti netti cumulati concessi nel periodo e il proprio benchmark. Per il calcolo del benchmark cfr. http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140729_updated_modalities.pdf?4d459ad30eb391d6651dba09960fda72.

PRIMI EFFETTI SUL COMPARTO DEGLI ABS E DEI COVERED BOND DEI PROGRAMMI DI ACQUISTO DI TITOLI STRUTTURATI DA PARTE DELL'EUROSISTEMA

Il programma di acquisto di asset-backed securities (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP) e quello di covered bond (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3) da parte dell'Eurosistema hanno l'obiettivo di ridurre i rendimenti e di aumentare le emissioni e gli scambi sul mercato secondario, rafforzando la trasmissione degli impulsi di politica monetaria attraverso il canale creditizio.

Il confronto tra i prezzi di ABS idonei per le operazioni di politica monetaria e quelli di titoli non idonei mostra come il programma abbia cominciato a influenzare i rendimenti già al momento del suo annuncio. I prezzi dei titoli acquistabili sono aumentati dell'1,2 per cento, a fronte dello 0,15 dei titoli non idonei (figura A). La correlazione tra i due indici si è inoltre ridotta dopo l'annuncio.

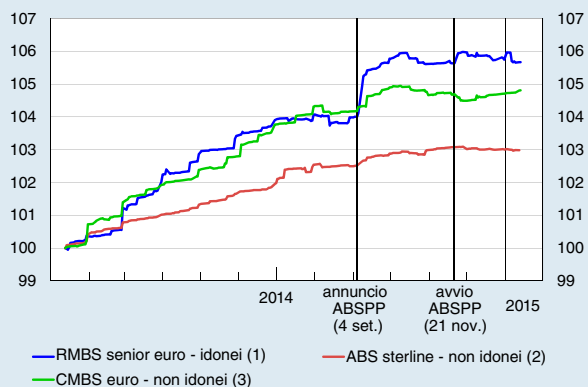
Anche sui mercati italiani degli ABS e dei covered bond l'impatto dei due programmi è stato rilevante. Nei sette mesi successivi all'annuncio lo spread rispetto al tasso Euribor di un paniere di *residential mortgage-backed securities* (RMBS) italiani con rating all'emissione pari a AAA ha registrato una diminuzione di 41 punti base; l'asset swap spread di un paniere di covered bond italiani si è ridotto di 55 punti base (figura B). Secondo nostre stime 30 punti del calo per gli RMBS e 25 per i covered bond sono attribuibili all'annuncio; l'avvio degli acquisti ha invece avuto nei primi sette mesi effetti limitati sui rendimenti.

Sul mercato primario italiano gli effetti dei programmi sono differenziati tra covered bond e ABS. Nel caso dei covered bond l'Eurosistema ha partecipato al 40 per cento dei collocamenti; benché inferiori rispetto a quelle dei due semestri precedenti in termini assoluti, le nuove emissioni (pari a circa 15 miliardi) hanno comportato un aumento del peso relativo di tale strumento di finanziamento rispetto alle obbligazioni bancarie non garantite, non incluse nel programma di

Figura A

Andamento di indici rappresentativi di ABS idonei e non idonei per il programma di acquisto dell'Eurosistema

(numeri indice: 13 gennaio 2014=100; dati giornalieri)



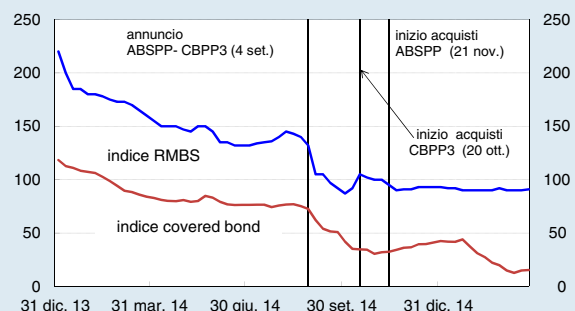
Fonte: elaborazioni su indici Barclays Capital.

(1) Indice Barclays RMBS Floating Euro Bond rappresentativo di RMBS dell'area dell'euro composto in massima parte da titoli idonei per le operazioni di politica monetaria. – (2) Indice Sterling Floating ABS Bond rappresentativo di RMBS denominati in sterline non idonei per le operazioni di politica monetaria. – (3) Indice CMBS Floating Euro Bond rappresentativo di *commercial mortgage-backed securities* (CMBS) denominati in euro e di fatto non idonei per le operazioni di politica monetaria, in quanto solo poche emissioni del segmento in questione posseggono i requisiti necessari per l'inclusione nella lista di idoneità.

Figura B

Andamento degli spread sul mercato italiano degli ABS e dei covered bond (1)

(dati settimanali; punti base)



Fonte: elaborazioni su indici Markit e JP Morgan.

(1) Per i covered bond si è considerato l'asset swap spread dell'indice iBoxx Covered Bond Italia; per gli ABS lo spread rispetto al tasso Euribor dell'indice JP Morgan RMBS Italia AAA Floating 6-7 anni.

acquisto (1). Nel mercato primario degli ABS italiani, nel quale l'Eurosistema ha finora svolto un ruolo marginale, le emissioni (circa 12 miliardi) sono rimaste in linea con i bassi importi del semestre precedente. Il programma ha tuttavia consentito la mobilitazione di titoli collocati nei bilanci degli emittenti stessi: il 70 per cento degli ABS italiani acquistati dall'Eurosistema sul mercato secondario fa riferimento a titoli precedentemente stanziati in "uso proprio" nel pool di politica monetaria.

(1) Con riferimento ai titoli stanziabili, il rapporto medio tra covered bond e obbligazioni bancarie non garantite in circolazione è salito dal 57 per cento nel periodo agosto 2013-agosto 2014 al 65 per cento nel periodo settembre 2014-marzo 2015.

L'Eurosistema ha avviato gli acquisti di titoli pubblici con modalità tali da mantenere condizioni ordinate sui mercati

Lo scorso 9 marzo l'Eurosistema ha avviato gli acquisti di titoli pubblici (cfr. il par. 1.1). I titoli oggetto del programma devono possedere i requisiti per essere accettati come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e avere una vita residua compresa tra 2 e 30 anni. Il volume dei titoli pubblici acquistati al 31 marzo era di circa 47 miliardi, di cui 7,6 italiani; la scadenza media dei titoli è stata di 8,6 anni, 9,1 per i titoli italiani. Gli acquisti condotti dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali avvengono in modo ampio, graduale e continuo, con l'obiettivo di non distorcere il processo di formazione dei prezzi di mercato (4). Per evitare episodi di ridotta disponibilità dei titoli, che finora non si sono verificati sul mercato italiano (cfr. il par. 4.3), è prevista anche la possibilità di prestito di titoli da parte dell'Eurosistema.

Tra le attività in garanzia si riduce l'ammontare di titoli pubblici...

Riflettendo il calo del rifinanziamento, tra il 30 settembre e il 1° aprile il valore delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito (collateral pool) è sceso da 286 a 253 miliardi (fig. 4.3.a). Si è pressoché azzerato l'utilizzo delle obbligazioni bancarie con garanzia dello Stato italiano (da 19,6 a 0,7 miliardi), sia per la scadenza dei titoli sia per l'annullamento anticipato di molte emissioni (5). Resta elevata la quota di attività stanziate nel pool non impegnate a copertura del rifinanziamento (36 per cento); a queste si aggiungono gli strumenti, in larga parte titoli di Stato, prontamente disponibili fuori dal pool (258 miliardi, pari a 1,58 volte il rifinanziamento in essere).

...e aumenta il peso dei prestiti bancari

La diminuzione delle attività nel collateral pool ha riguardato tutte le tipologie di strumenti, con l'eccezione dei prestiti bancari il cui peso è salito dal 14 al 20 per cento del totale (fig. 4.3.b); più della metà dell'incremento del valore dei prestiti è attribuibile alle nuove possibilità di mobilitazione di questa categoria di attività offerte dalla Banca d'Italia dallo scorso settembre (cfr. il riquadro: *Le misure dirette a promuovere l'utilizzo dei prestiti bancari a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2014).

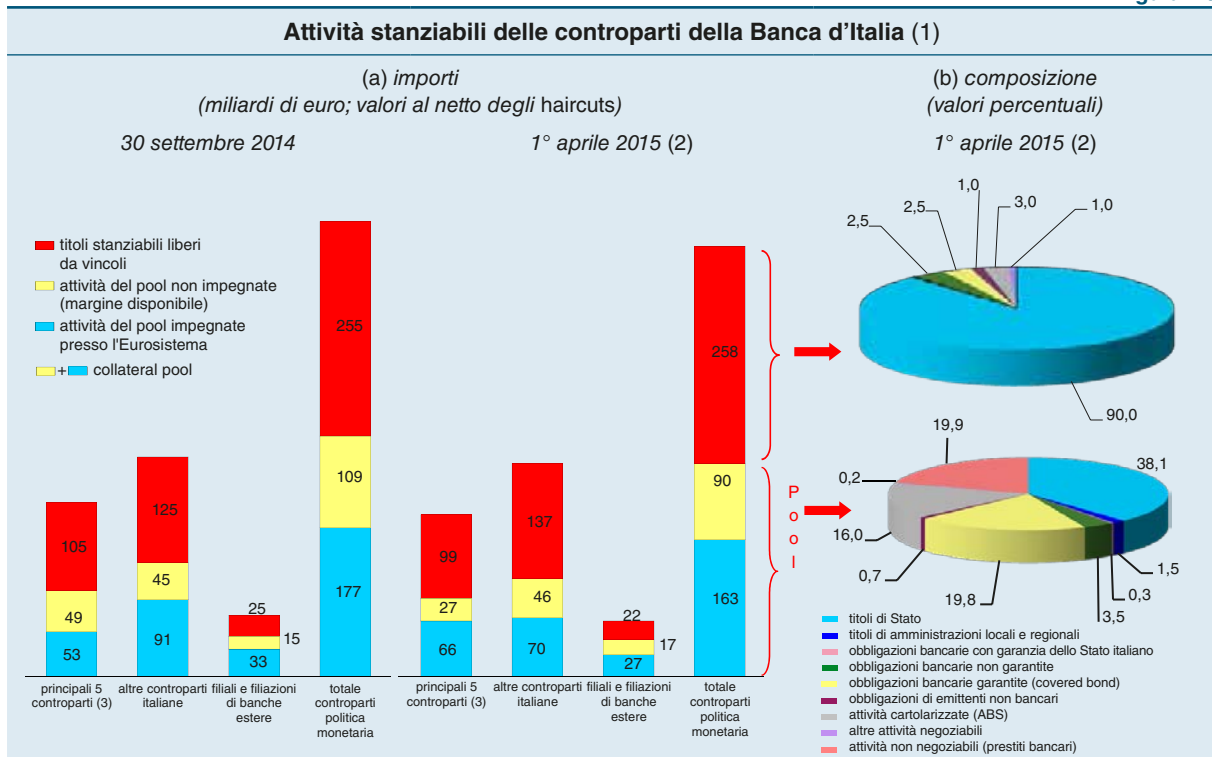
Gli scambi sul mercato pronti contro termine restano elevati...

Gli scambi sul mercato pronti contro termine gestito da MTS spa si mantengono elevati (fig. 4.4), rendendo agevole la gestione della liquidità e il finanziamento delle posizioni in titoli di Stato da parte delle banche italiane. Nei primi tre mesi del 2015 le consistenze dei contratti in essere hanno raggiunto i valori massimi registrati dall'avvio del mercato (oltre 250 miliardi di euro a metà mar-

(4) Cfr. <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/il-programma-di-acquisto-di-titoli-pubblici-e-privati-dell-eurosistema-aggiornamento> e <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/pspp/html/pspp.en.html>.

(5) A partire dal 1° marzo è entrato in vigore il divieto di "uso proprio" (ovvero conferimento nel pool da parte della stessa banca emittente o di un soggetto con cui la essa ha stretti legami) per i titoli rimanenti, che sono stati ritirati dal pool ma rimangono disponibili per l'uso a garanzia di operazioni di politica monetaria da parte delle banche che non hanno stretti legami con l'emittente.

Figura 4.3



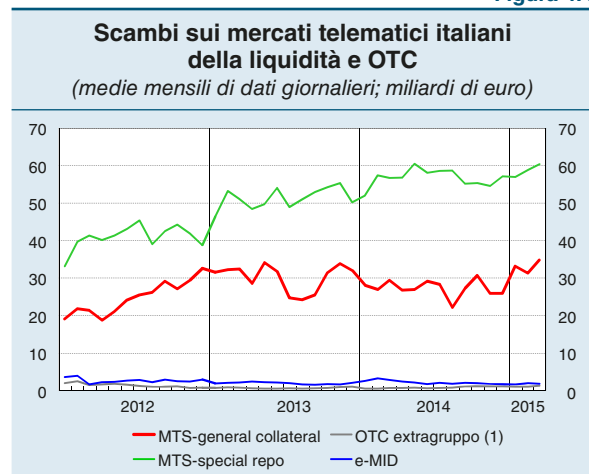
zo); sono aumentati anche gli scambi con durata fino a un mese. L'attività non collateralizzata svolta sul mercato e-MID, concentrata sulla scadenza overnight, si mantiene stabile sui valori minimi degli ultimi anni, così come quella degli scambi sul mercato over-the-counter (OTC).

...e cresce nuovamente la raccolta dall'estero delle banche italiane

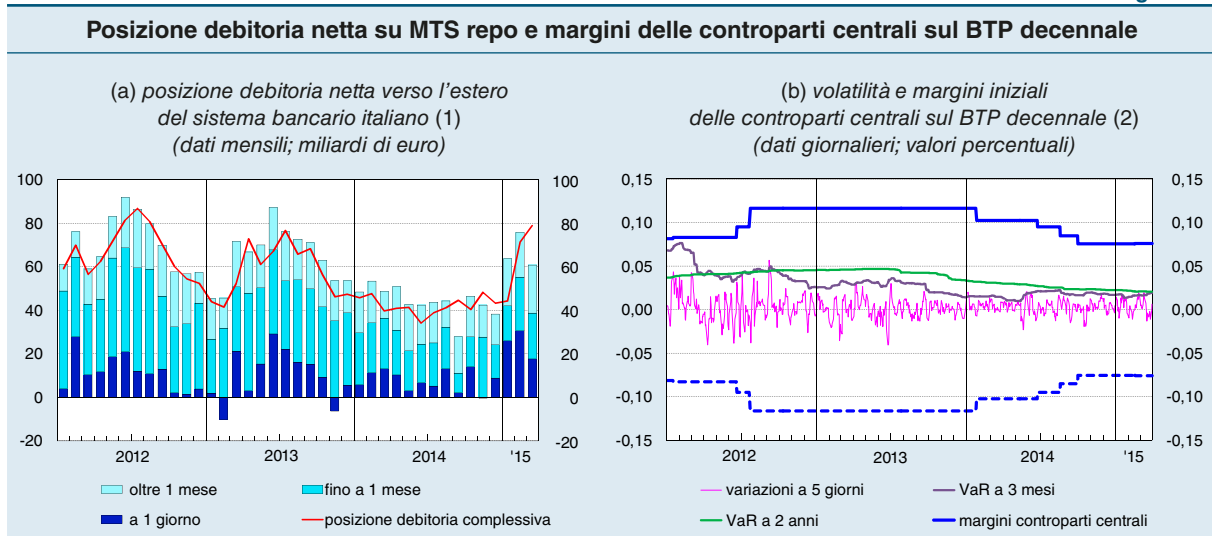
Nei primi due mesi del 2015 le banche italiane hanno aumentato notevolmente l'indebitamento netto verso l'estero sul

mercato MTS repo; l'incremento è stato maggiore sulle scadenze a più breve termine, dove gli intermediari hanno tratto vantaggio dal livello particolarmente contenuto dei tassi di interesse (fig. 4.5.a). L'aumento complessivo della raccolta dall'estero si è progressivamente ridimensionato in marzo dopo il regolamento dell'ultima operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema, tornando su valori di poco superiori a quelli osservati nel corrispondente periodo del 2014 (cfr. *Bollettino economico*, n. 2, 2015).

Figura 4.4



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa, MTS spa, TARGET2-Banca d'Italia. (1) Stime degli scambi di mercato monetario non assistiti da garanzie con scadenza fino a una settimana, effettuati da banche italiane con controparti esterne al gruppo di appartenenza, basate sulle informazioni del sistema TARGET2. Nell'ultimo periodo l'accuratezza delle stime risente degli errori di identificazione dei contratti negoziati a tasso zero a causa dell'elevato numero di pagamenti di importo identico regolati in TARGET2.



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa e Cassa di compensazione e garanzia spa.

(1) La posizione debitoria netta è calcolata sul controvalore dei contratti in essere: media mensile di dati giornalieri per la posizione netta complessiva, dati di fine periodo per la disaggregazione per durata. – (2) La volatilità è misurata dalle variazioni a 5 giorni del prezzo del BTP benchmark a 10 anni e dall'indicatore di Value at Risk (VaR) delle stesse a 3 mesi e a 2 anni con un intervallo di confidenza al 99 per cento. I marginetti unitari sono quelli relativi alla classe di durata finanziaria 7-10 anni; la linea tratteggiata, speculare a quella dei marginetti, evidenzia l'adeguatezza del livello dei marginetti a fronte delle variazioni negative dei prezzi effettivamente registrate sul mercato.

I marginetti richiesti dalle controparti centrali si riducono per i titoli a breve termine

Nei primi mesi del 2015 le controparti centrali, Cassa di compensazione e garanzia e LCH.Clearnet SA, hanno ridotto nuovamente i marginetti applicati alle transazioni in titoli di Stato italiani con scadenze a breve termine; li hanno lasciati invariati o leggermente aumentati per quelle a medio e a lungo termine, in relazione alla maggiore volatilità registrata su queste scadenze negli ultimi mesi (fig. 4.5.b).

4.3 IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO

Le condizioni di finanziamento del Tesoro restano distese

In seguito al contenimento delle emissioni reso possibile dagli eccezionali livelli di liquidità sui conti del Tesoro, nel secondo semestre del 2014 i rimborsi netti di titoli di Stato sono stati pari a 32 miliardi di euro (5 nel secondo semestre del 2013). I collocamenti netti sono tornati positivi nei primi tre mesi del 2015 (51 miliardi), in linea con l'usuale stagionalità delle politiche di emissione.

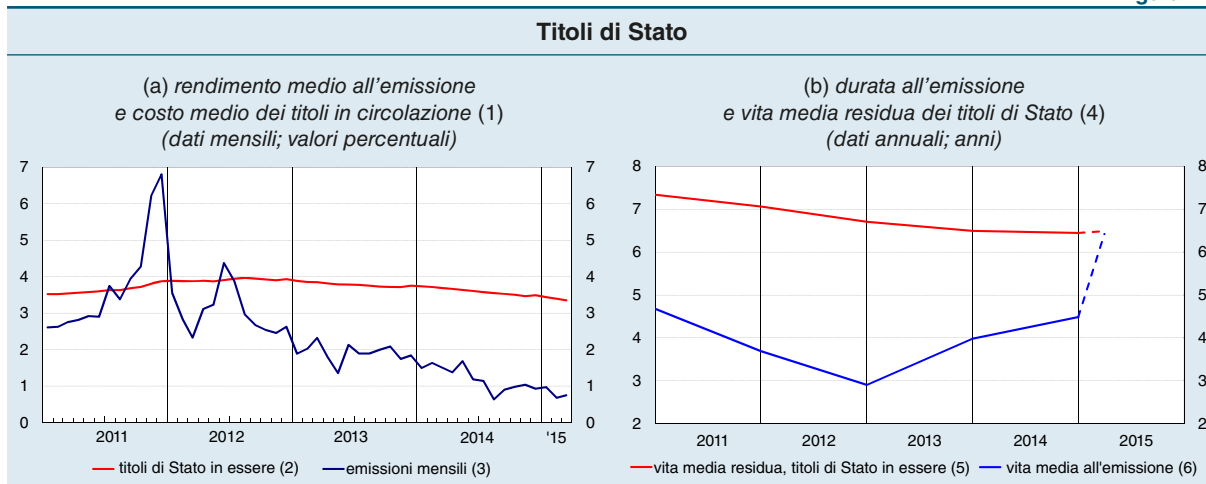
I rendimenti all'emissione si riducono fortemente e si allunga la vita media delle nuove emissioni

Il programma di acquisto di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema ha accentuato lo spostamento verso il basso della curva dei tassi di interesse. I rendimenti medi all'emissione sono scesi allo 0,8 per cento in marzo. Il costo medio ponderato all'emissione dello stock dei titoli in circolazione è diminuito alla fine del primo trimestre al 3,4 per cento (fig. 4.6.a). La forte riduzione dei rendimenti a più lungo termine ha permesso al Tesoro di allungare la vita media delle prime emissioni del 2015 (fig. 4.6.b); resta stabile, a 6,5 anni, la vita media residua dei titoli in essere.

La liquidità del mercato secondario si mantiene su buoni livelli...

Nel primo trimestre dell'anno in corso gli scambi sul mercato MTS cash sono rimasti sostenuti, pur registrando una leggera contrazione rispetto al corrispondente periodo del 2014 (fig. 4.7). L'attività dei market maker ha risentito della maggiore volatilità che ha caratterizzato il mercato a partire dagli ultimi mesi

Figura 4.6



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Ministero dell'Economia e delle finanze.

(1) Collocamenti sul mercato interno di titoli di Stato non indicizzati. – (2) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese. – (3) Media ponderata dei tassi dei titoli di Stato collocati nel mese, per data di regolamento. – (4) Titoli di Stato collocati sul mercato interno. Il dato del 2015, indicato dalla linea tratteggiata, è rilevato alla fine di marzo. Il livello delle due serie differisce principalmente per l'ammontare dei BOT, che rappresenta una quota maggiore nella serie delle emissioni rispetto a quella dello stock dei titoli in circolazione. – (5) Valori di fine periodo ponderati per le consistenze in essere. – (6) Durata media delle emissioni nel periodo per data di regolamento, ponderata per le quantità emesse.

del 2014, determinando un leggero allargamento degli spread e un calo delle quantità quotate. La capacità di assorbire ordini di dimensioni elevate senza variazioni significative e durature dei prezzi (*resilience*) resta buona, pur mostrando una certa debolezza nelle situazioni di maggiore volatilità (cfr. il riquadro: *L'evoluzione dell'attività di market making e la resilience del mercato MTS*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2014).

...anche dopo l'avvio degli acquisti dell'Eurosistema

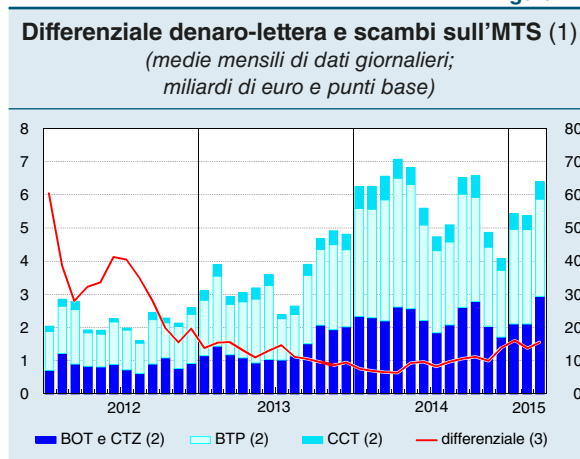
Non sono attese ripercussioni di rilievo sull'ordinato funzionamento del mercato secondario derivanti dal

programma di acquisto di titoli pubblici dell'Eurosistema in considerazione dell'ammontare delle emissioni nette previste per quest'anno e dell'elevato stock di titoli di Stato italiani in circolazione. Dopo oltre un mese dall'avvio del piano, la liquidità del mercato secondario rimane buona. Gli scambi sul segmento del prestito titoli (MTS special repo) sono elevati, il costo medio delle operazioni (*specialness*) si mantiene su livelli molto contenuti (cinque punti base) e la percentuale di contratti non eseguiti nella data prevista per il regolamento (*fails*) continua a essere su livelli fisiologici (poco sopra il 2 per cento).

Cresce l'attività sul mercato BTP futures e si riduce quella in CDS sull'Italia

L'attività sui futures sul BTP è in ulteriore aumento, con valori particolarmente elevati nelle giornate di asta o caratterizzate da alta volatilità dei prezzi (fig. 4.8.a). Lo sviluppo di questo mercato ha reso il contratto futures uno strumento ampiamente utilizzato anche dai market maker sull'MTS, rafforzando il legame tra il mercato dei derivati e quello del sottostante. Prime analisi su dati ad alta frequenza mostrano che tale collegamento, fisiologico ed efficiente in

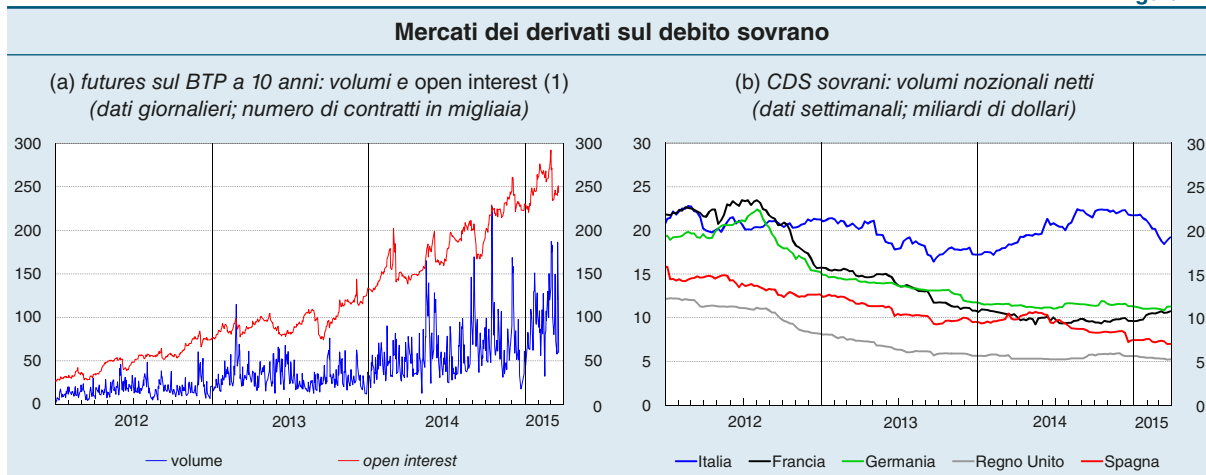
Figura 4.7



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) Il differenziale è calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati sui BTP quotati sull'MTS durante l'intera giornata operativa. – (2) Scambi sull'MTS. – (3) Scala di destra; differenziale denaro-lettera.

Figura 4.8



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Depository Trust & Clearing Corporation.

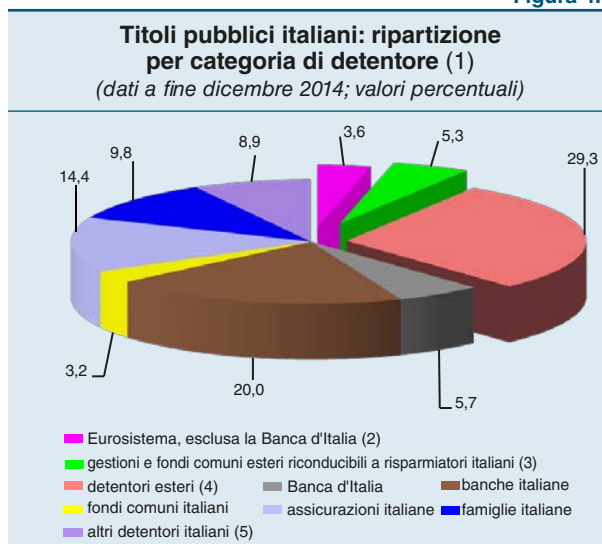
(1) L'open interest è dato dalla somma di tutti i contratti futures aperti a una certa data; i volumi sono calcolati sul contratto più scambiato nelle singole giornate di contrattazione.

situazioni normali, può trasmettere rapidamente gli shock di liquidità tra i due mercati, accentuando la volatilità infragiornaliera delle quotazioni in condizioni di stress. Le consistenze dei CDS in dollari sulla Repubblica italiana, dopo una crescita nella prima parte del 2014, hanno registrato una flessione nei primi mesi di quest'anno (fig. 4.8.b) in connessione con l'ulteriore riduzione del premio per il rischio richiesto dal mercato per l'Italia e con l'apprezzamento del cambio con l'euro.

La quota di titoli pubblici detenuti all'estero è stabile

Alla fine del 2014 la composizione degli investitori in titoli pubblici italiani era pressoché invariata rispetto a sei mesi prima (fig. 4.9); si è ridotta lievemente la quota detenuta dalle famiglie, che hanno investito in attività più rischiose (cfr. il par. 2.1); è rimasto stabile l'ammontare detenuto dai non residenti. In base ai dati di bilancia dei pagamenti, in gennaio e in febbraio, l'aumento di fiducia degli investitori esteri nei confronti dei titoli italiani si è tradotto in ingenti acquisti netti (circa 36 miliardi).

Figura 4.9



Fonte: conti finanziari.

(1) Dati provvisori. Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. Le quote relative a detentori non residenti sono raffigurate in modo separato rispetto alle altre. I dati utilizzati sono stati oggetto di una revisione statistica e quindi non sono comparabili con quelli presentati nei precedenti numeri di questa pubblicazione. – (2) Stima, basata su fonti di mercato, dei titoli pubblici italiani detenuti dall'Eurosistema (al netto di quelli della Banca d'Italia) nell'ambito del Securities Markets Programme. – (3) Gestioni patrimoniali e fondi comuni amministrati da operatori esteri ma riferiti a risparmiatori italiani. Dati parzialmente stimati. – (4) Al netto dei titoli detenuti da gestioni e fondi comuni esteri riferiti a risparmiatori italiani e dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia). – (5) Include le società non finanziarie, i fondi pensione e altre tipologie di investitori.

