



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

novembre 2023

2 | 2023



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 2 / 2023
Novembre

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 temi 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/pubblicazioni

Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi: richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it

© **Banca d'Italia, 2023**

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

Sergio Nicoletti Altimari

Comitato di redazione

Alessio De Vincenzo e Pierluigi Bologna (coordinatori), Salvatore Cardillo, Leonardo Del Vecchio, Maddalena Galardo, Raffaele Gallo, Nicolò Gnocato, Teresa Griffo (Ivass), Simone Letta, Giacomo Manzelli, Davide Moretti, Stefano Nobili, Valentina Nigro, Angelo Nunnari, Federica Pallante (Ivass), Onofrio Panzarino, Dario Portioli, Massimiliano Sfregola, Gabriele Zinna

Riquadri

Luca Bonato, Federica Ciocchetta, Alessandro Croce, Francesca Francetti, Iconio Garri, Massimo Molinari, Ivan Quaglia, Mauro Ronca

Aspetti editoriali

Daniela Falcone, Valentina Anna Elda Memoli, Silvia Mussolin

Grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

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 novembre 2023, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI	7
1.1 I rischi globali e dell'area dell'euro	7
1.2 La condizione macrofinanziaria dell'Italia	9
1.3 I mercati finanziari	10
1.4 I mercati immobiliari	13
1.5 Le famiglie e le imprese	15
2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI	21
2.1 Le banche	21
2.2 Le assicurazioni	32
2.3 L'industria del risparmio gestito	36
3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA	40

INDICE DEI RIQUADRI

Un'analisi dei prestiti <i>commercial real estate</i> nel confronto con i principali paesi dell'area dell'euro	18
I prestiti alle imprese assistiti da garanzie Covid-19: l'andamento dei rimborsi e della rischiosità	23
Gli stress test sulle banche italiane meno significative	30
L'uso del CCyB nei paesi dello Spazio economico europeo	40
La nuova classificazione delle banche a rilevanza sistemica nazionale	42

L'Appendice è disponibile sul sito internet www.bancaditalia.it

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.

Nelle figure con differenti scale di destra e di sinistra viene richiamata in nota la sola scala di destra.

Per la denominazione dei paesi indicati in sigla all'interno della pubblicazione, cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea (<https://publications.europa.eu/code/it/it-5000600.htm>).

Con riferimento ai dati di fonte ICE Data Derivatives UK Limited, si pubblica la seguente avvertenza su richiesta del fornitore: "I dati citati nel presente documento sono di proprietà di ICE Data Derivatives UK Limited, delle sue affiliate e/o dei rispettivi fornitori terzi ("ICE e i suoi fornitori terzi") e sono stati concessi in licenza d'uso. Questo materiale contiene informazioni riservate e proprietarie e/o segreti commerciali di ICE e dei suoi fornitori terzi e non devono essere pubblicate, riprodotte, copiate, divulgate o utilizzate senza l'esplicito consenso scritto di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non garantiscono l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza o la disponibilità delle informazioni e non sono responsabili di eventuali errori o omissioni, indipendentemente dalla causa o dai risultati ottenuti dall'uso di tali informazioni. ICE e i suoi fornitori terzi non si assumono alcuna responsabilità in relazione all'uso di tali dati o marchi. ICE e i suoi fornitori terzi declinano qualsiasi garanzia espressa o implicita, incluse, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le garanzie di commerciabilità o di idoneità per uno scopo o un uso particolare. In nessun caso ICE e i suoi fornitori terzi saranno responsabili per danni diretti, indiretti, o conseguenti, costi, spese, spese legali o perdite (compresi il mancato guadagno o il mancato profitto e i costi di opportunità) in relazione all'uso da parte della Banca d'Italia o di altri dei dati o dei servizi di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non sponsorizzano, appoggiano o raccomandano alcuna parte di questa ricerca e/o presentazione".

SINTESI

L'economia globale sta rallentando e le prospettive di crescita sono condizionate dalle forti tensioni geopolitiche e dalla decelerazione dell'attività economica in Cina. L'inflazione nei paesi avanzati è in calo ma ancora superiore agli obiettivi della politica monetaria, che permane restrittiva.

I timori di una restrizione monetaria più protratta del previsto hanno determinato dalla scorsa estate un peggioramento delle condizioni dei mercati finanziari internazionali, in gran parte riassorbito nelle ultime settimane. Sui mercati dei titoli di Stato a lungo termine, soprattutto negli Stati Uniti, i tassi sono fortemente aumentati e la volatilità rimane elevata.

In Italia i rischi per la stabilità finanziaria beneficiano del miglioramento delle condizioni del sistema bancario e del basso livello di indebitamento del settore privato, ma il contesto macroeconomico resta incerto. Oltre alla debolezza dell'economia globale, pesano l'alto debito pubblico – per il quale il quadro programmatico recentemente pubblicato dal Governo prevede un calo solo marginale nel prossimo triennio – e i timori di un ritorno a una condizione strutturale di bassa crescita.

La liquidità e il funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato non hanno risentito della riduzione dei titoli detenuti dall'Eurosistema, più che compensata dall'aumento degli acquisti da parte delle famiglie. Seppure favorevoli, le condizioni di liquidità sono comunque particolarmente sensibili alle notizie relative all'economia globale e alla politica di bilancio, oltre che alle decisioni di politica monetaria.

I prezzi delle abitazioni hanno continuato a salire, benché a ritmi inferiori a quelli dello scorso anno e molto al di sotto dell'inflazione. Il rallentamento proseguirebbe nel 2024. Le compravendite sono risultate ancora in flessione, anche a seguito del peggioramento delle condizioni di accesso al credito.

I rischi provenienti dal settore delle famiglie rimangono contenuti. La loro ricchezza finanziaria è cresciuta nel primo semestre dell'anno; a fronte dei

bassi tassi di interesse sui depositi a vista le famiglie hanno ridotto le consistenze e hanno aumentato gli investimenti in attività finanziarie. Il rapporto tra indebitamento e reddito disponibile, già basso nel confronto internazionale, è sceso. Il tasso di deterioramento del credito è tuttavia salito, in particolare nel comparto dei mutui a tasso variabile.

Il rallentamento economico e l'incremento dei costi di finanziamento incidono sulla situazione finanziaria delle imprese, la cui rischiosità si mantiene comunque nel complesso limitata. Il credito si è ridotto in modo significativo per effetto del maggiore costo, delle minori esigenze finanziarie per investimenti e dell'aumento dei rimborsi di prestiti assistiti da garanzia pubblica contratti durante la pandemia. L'indebitamento in rapporto al PIL ha continuato a flettere, rimanendo ben al di sotto della media dell'area dell'euro; la capacità di servizio del debito si conferma buona. L'incremento del costo dei finanziamenti potrebbe tuttavia determinare nel 2024 un aumento del tasso di deterioramento dei prestiti.

I principali rischi per il sistema bancario continuano a dipendere dalle deboli prospettive di crescita. Sebbene la qualità degli attivi abbia mostrato finora solo lievi segnali di deterioramento, la decelerazione dell'attività economica e l'elevato livello dei tassi di interesse potranno determinare un peggioramento della capacità dei debitori di fare fronte ai propri impegni. La redditività è fortemente aumentata, favorita dal buon andamento del margine di interesse, ma nel prossimo biennio risentirà del maggior costo della raccolta e di un più alto tasso di deterioramento dei prestiti. Il profilo di liquidità resta equilibrato; il rimborso, nel mese di giugno, di un importo rilevante delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO3) non ha avuto ripercussioni di rilievo. I coefficienti patrimoniali sono migliorati. Uno stress test condotto sulle banche vigilate direttamente dalla Banca d'Italia mostra che queste sarebbero nel complesso in grado di sostenere l'impatto di scenari macroeconomici avversi, in linea con quanto già

riscontrato per i gruppi maggiori nell'esercizio condotto nei mesi scorsi a livello europeo.

Nei primi nove mesi dell'anno la patrimonializzazione del comparto assicurativo è cresciuta, beneficiando dell'aumento del valore degli investimenti. Nel primo semestre la redditività è migliorata, anche se continua a risentire delle minusvalenze non realizzate sui titoli in portafoglio. La posizione di liquidità si mantiene complessivamente buona, benché nel comparto vita siano proseguiti il calo della raccolta premi e le estinzioni anticipate dei contratti.

La raccolta netta dei fondi comuni italiani è risultata negativa sia nel secondo sia nel terzo trimestre dell'anno, risentendo dell'incertezza

connessa con la situazione macroeconomica e con il rialzo dei tassi di interesse; i deflussi sono riconducibili soprattutto a risparmiatori al dettaglio. I fondi hanno aumentato gli investimenti in titoli governativi e in obbligazioni con merito di credito elevato, riducendo le disponibilità liquide. I rischi del comparto rimangono contenuti.

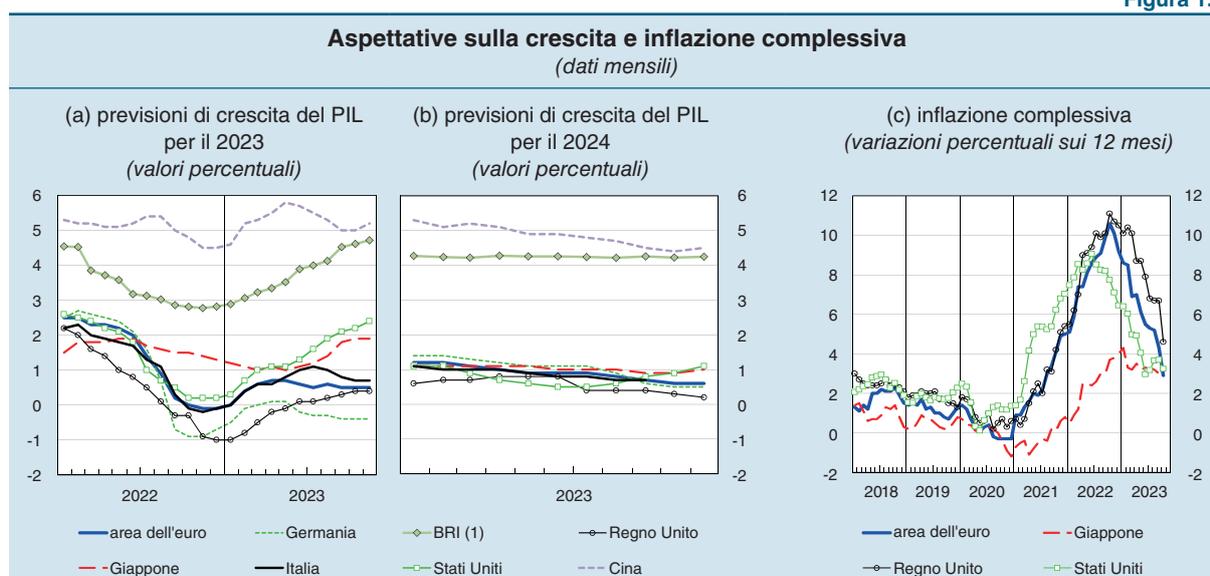
La Banca d'Italia ha rivisto la metodologia di individuazione delle banche a rilevanza sistemica nazionale (O-SII) e di calibrazione della relativa riserva di capitale (buffer), designando sette O-SII per il 2024. Con l'introduzione dei nuovi buffer i requisiti macroprudenziali richiesti alle O-SII italiane si avvicinano a quelli mediamente applicati alle altre O-SII europee con profili di rischio simili.

1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI GLOBALI E DELL'AREA DELL'EURO

Dal secondo trimestre del 2023 l'economia globale è in rallentamento. I tassi di interesse elevati, la decelerazione dell'attività economica in Cina e le tensioni geopolitiche, dovute al protrarsi della guerra in Ucraina e ulteriormente aggravate dal recente conflitto in Medio Oriente, pesano sulle prospettive di crescita per il 2024 (figg. 1.1.a e 1.1.b). La riduzione dei prezzi dei beni energetici si è arrestata nel mese di agosto anche a seguito dei tagli alla produzione del greggio da parte dei paesi OPEC. L'inflazione nei paesi avanzati, seppure in calo, resta superiore agli obiettivi di politica monetaria (fig. 1.1.c). Nelle ultime rispettive riunioni le principali banche centrali hanno mantenuto invariati i tassi ufficiali pur segnalando che, in presenza di pressioni inflazionistiche ancora sostenute, l'orientamento della politica monetaria potrebbe rimanere restrittivo a lungo.

Figura 1.1



Fonte: per il PIL, elaborazioni su dati Consensus Economics; per l'inflazione, statistiche nazionali.

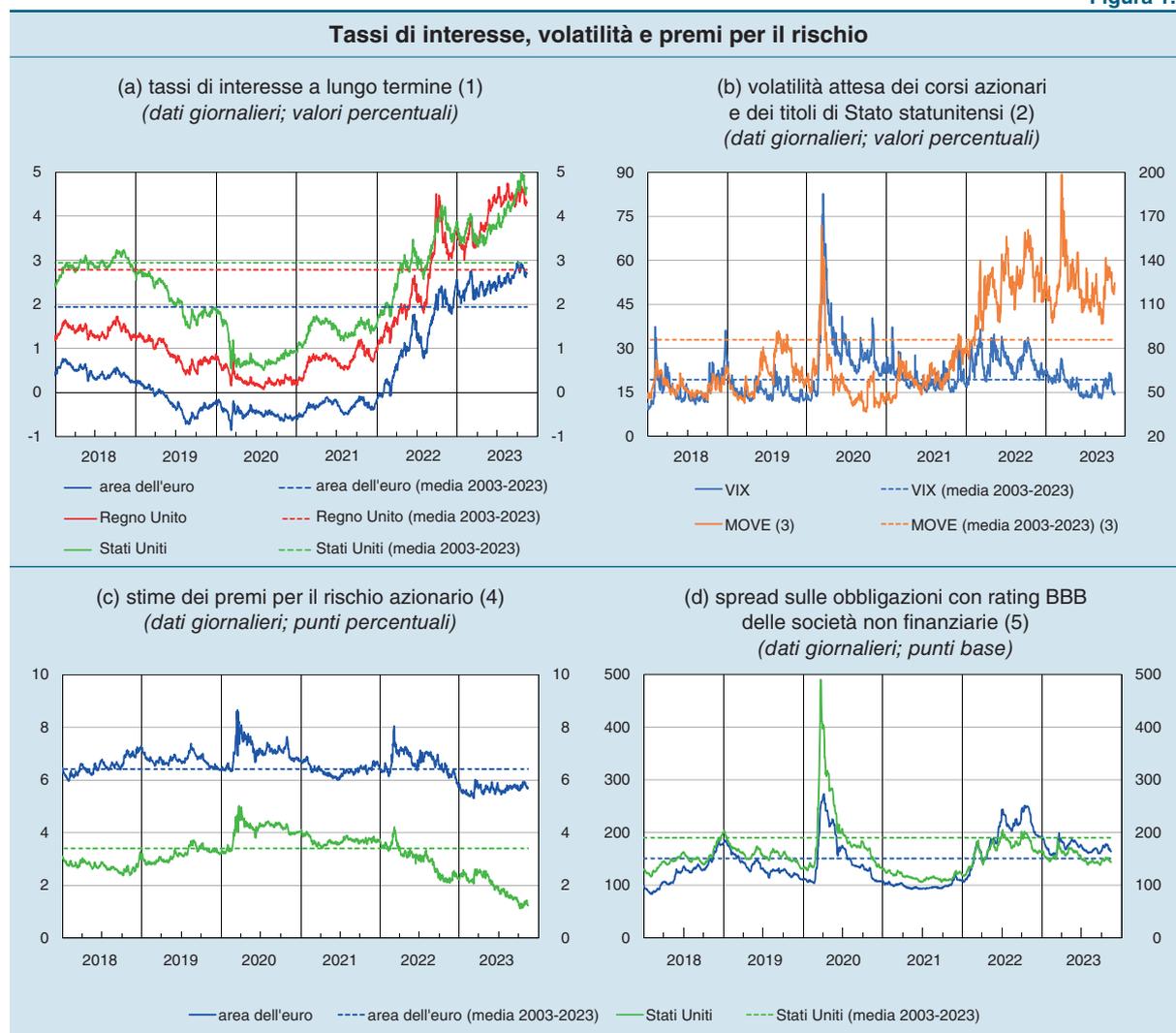
(1) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India (BRI), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL (FMI, *World Economic Outlook Database*, ottobre 2023).

Le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono tornate a peggiorare da agosto, rispecchiando i timori degli investitori circa gli effetti sulla crescita e sui prezzi delle attività finanziarie di una restrizione monetaria nelle principali economie avanzate più prolungata di quanto precedentemente prefigurato. Dalla fine di ottobre si è osservata una risalita dei corsi delle attività finanziarie.

Dalla scorsa primavera i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine sono cresciuti nei maggiori paesi (fig. 1.2.a); l'incremento è stato particolarmente accentuato negli Stati Uniti, dove hanno contribuito la forza dell'economia, un'elevata incertezza macrofinanziaria e l'ampia offerta di titoli da parte del Tesoro, in un quadro di progressiva riduzione del portafoglio della Federal Reserve. L'incremento dei rendimenti

statunitensi si è in parte trasmesso a quelli delle altre principali economie avanzate. Negli Stati Uniti la volatilità ha continuato a collocarsi su valori molto superiori alla media di lungo periodo (fig. 1.2.b), esponendo il mercato a episodi di malfunzionamento¹.

Figura 1.2



Fonte: ICE Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg e Refinitiv.

(1) Per l'area dell'euro, rendimento sul tasso decennale tedesco; per gli Stati Uniti e il Regno Unito, rendimento sul tasso decennale. – (2) VIX: volatilità implicita nei prezzi delle opzioni a un mese sull'indice azionario Standard & Poor's 500. MOVE: volatilità implicita nelle opzioni a un mese sui contratti futures sui titoli di Stato del Tesoro statunitense di diversa scadenza. – (3) Scala di destra. – (4) Per gli indici azionari Standard & Poor's 500 (Stati Uniti) e Datastream EMU Total Market (area dell'euro) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili medi per azione e il valore dell'indice (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il rendimento reale dei titoli di Stato decennali indicizzati all'inflazione e si ricava una stima del premio per il rischio azionario. – (5) Differenziali di rendimento tra le obbligazioni societarie non finanziarie e il rispettivo titolo privo di rischio (ricavato dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi per le obbligazioni in euro e dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato statunitensi per quelle in dollari), corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option-adjusted spread*) e ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli delle società.

¹ Episodi di malfunzionamento del mercato dei titoli del Tesoro statunitense potrebbero derivare sia dalla ridotta capacità degli operatori specialisti in titoli di Stato (*primary dealers*) di assorbire ordini di vendita degli investitori quando la volatilità risulti particolarmente sostenuta (cfr. ad es. D. Duffie, *Resilience redux in the US Treasury market*, Stanford University Graduate School of Business Research Paper, 4552735, 2023), sia dall'elevato ammontare di posizioni corte con alta leva finanziaria sui futures sui titoli di Stato statunitensi (cfr. D. Barth, R.J. Kahn e R. Mann, *Recent developments in hedge funds' Treasury futures and repo positions: is the basis trade "back"?*, FEDS Notes, agosto, 2023 e F. Avalos e V. Sushko, *Margin leverage and vulnerabilities in US Treasury futures*, "BIS Quarterly Review", settembre, 2023, pp. 4-5).

I corsi azionari hanno avuto andamenti differenziati tra comparti e aree geografiche, risentendo in misura diversa dei rischi macrofinanziari. La volatilità dei principali indici azionari è relativamente contenuta e i premi per il rischio rimangono al di sotto delle medie di lungo periodo, in particolare negli Stati Uniti (fig. 1.2.c). Ciò espone i corsi al rischio di forti correzioni al ribasso, specie nei settori più sensibili al rallentamento del ciclo economico.

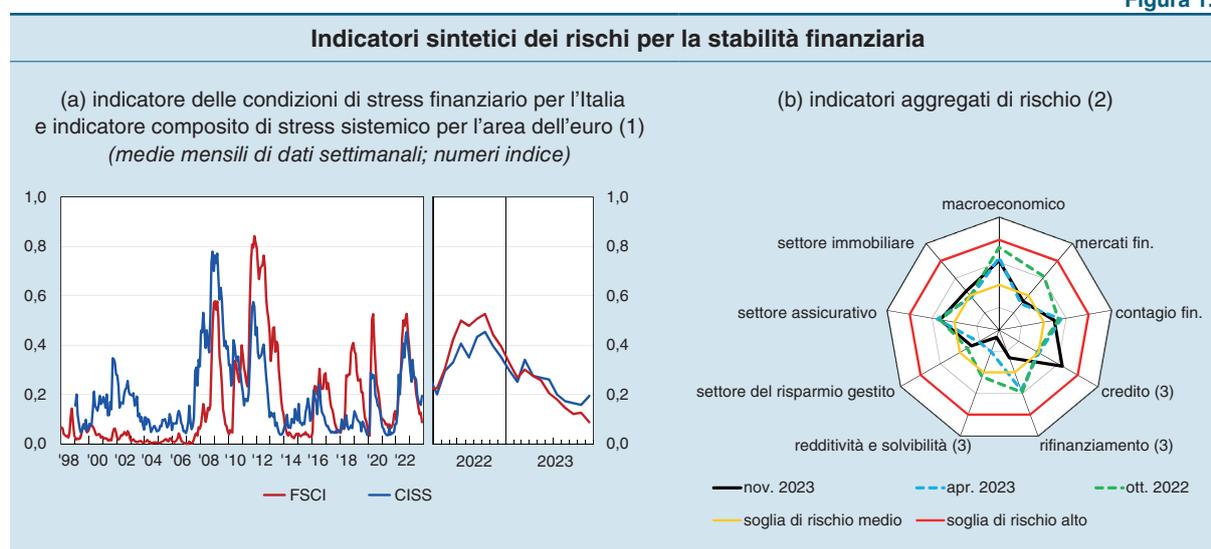
Gli spread sulle obbligazioni delle società non finanziarie sono temporaneamente saliti dalla seconda metà di settembre con il rafforzarsi di attese di tassi di interesse elevati per un periodo prolungato (fig. 1.2.d). In presenza di un peggioramento congiunturale, tassi di interesse alti determinano un aumento significativo del rischio di credito con possibili difficoltà di rifinanziamento del debito, soprattutto per le imprese più rischiose. Secondo alcune agenzie di rating il tasso di insolvenza nel comparto *high yield* globale si manterrebbe pressoché stabile nei prossimi mesi, ma potrebbe raggiungere valori simili a quelli osservati durante la crisi finanziaria globale del 2008-09 qualora si manifestassero alcuni dei rischi al ribasso per la crescita.

1.2 LA CONDIZIONE MACROFINANZIARIA DELL'ITALIA

In Italia i rischi per la stabilità finanziaria beneficiano del miglioramento nelle condizioni del sistema bancario (cfr. il par. 2.1), pur rimanendo significativi. Essi risentono dei tassi di interesse elevati e dell'incertezza sulle prospettive di crescita dovute al rallentamento dell'attività economica e alle rinnovate tensioni geopolitiche a livello globale (cfr. il par. 1.1).

L'indicatore di stress delle condizioni finanziarie è diminuito dall'inizio dell'anno (fig. 1.3.a). Il quadro macroeconomico complessivo, pur in lieve miglioramento (fig. 1.3.b), presenta fattori di criticità prospettici, legati principalmente all'alto debito pubblico e al rischio di un ritorno a una condizione

Figura 1.3



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

(1) I valori sono compresi tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). I due indicatori sono comparabili in quanto basati sulla stessa metodologia di stima. Per maggiori dettagli sull'indicatore delle condizioni di stress finanziario (*financial stress conditions index*, FSCI) per l'Italia, cfr. A. Miglietta e F. Venditti, *An indicator of macro-financial stress for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 497, 2019. Rispetto alla versione proposta in quest'ultimo lavoro, l'indicatore usato nel grafico include i segmenti del mercato obbligazionario societario, di quello dei pronti contro termine e del mercato dei titoli di Stato a breve termine, prima non considerati. Per maggiori dettagli sull'indicatore composto di stress sistemico nell'area dell'euro (*composite indicator of systemic stress*, CISS), cfr. D. Holló, M. Kremer e M. Lo Duca, *CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system*, European Central Bank, Working Paper Series, 1426, 2012. – (2) Gli indicatori aggregati sono basati sul quadro analitico dei rischi descritto in F. Venditti, F. Columba e A.M. Sorrentino, *A risk dashboard for the Italian economy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 425, 2018. – (3) Indicatori di rischio riferiti al settore bancario.

strutturale di bassa crescita. Nostre proiezioni indicano che il prodotto salirebbe dello 0,7 per cento nel 2023 e dello 0,8 nel 2024, in calo rispetto a quanto stimato in precedenza².

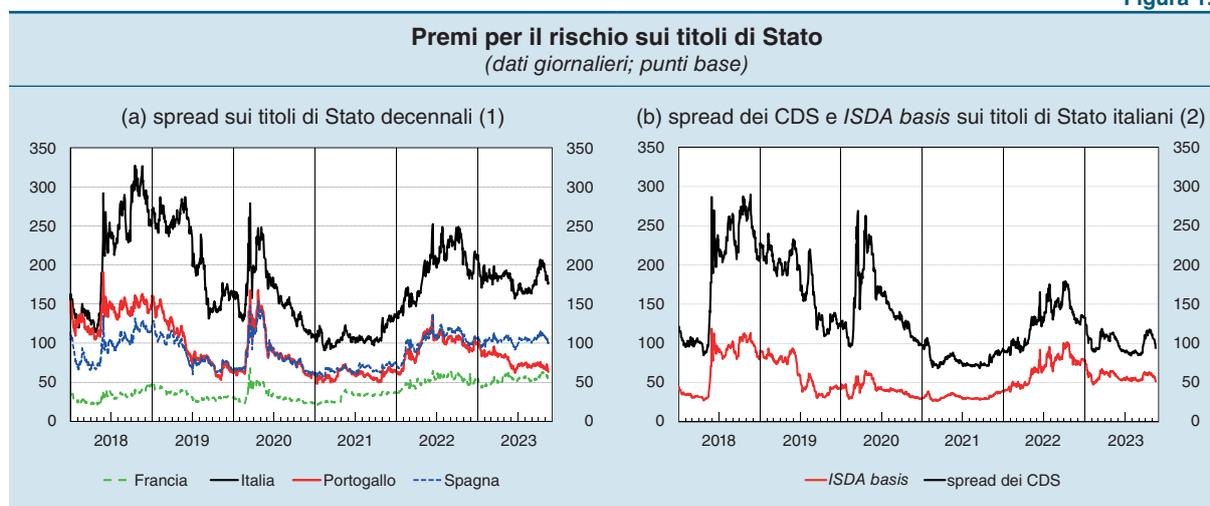
Secondo le valutazioni ufficiali, nell'anno in corso sia l'indebitamento netto sia il debito pubblico si ridurrebbero in rapporto al prodotto, rispettivamente al 5,3 e al 140,2 per cento. Per il 2024 la manovra di bilancio presentata a ottobre dal Governo determina, in linea con quanto programmato nella *Nota di aggiornamento al Documento di economia e finanza 2023* (NADEF 2023), un aumento del disavanzo rispetto al quadro a legislazione vigente di 0,7 punti, al 4,3 per cento; il debito in rapporto al PIL diminuirebbe di 0,1 punti. Nel successivo biennio, mentre l'indebitamento netto scenderebbe gradualmente fino al 2,9 per cento, l'incidenza del debito segnerebbe un calo marginale, al 139,6 per cento nel quadro programmatico. Le incertezze sulla dinamica del rapporto tra il debito e il prodotto restano non trascurabili, sia nel breve sia nel medio e lungo termine, anche a causa della revisione al rialzo delle stime di erogazione degli incentivi edilizi. Per contrastare queste incertezze, a una condotta prudente della politica di bilancio dovranno necessariamente accompagnarsi riforme capaci di rafforzare la crescita potenziale dell'economia³.

1.3 I MERCATI FINANZIARI

Il mercato dei titoli di Stato

Dallo scorso aprile il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi (spread) è rimasto sostanzialmente stabile (fig. 1.4.a), così come l'*ISDA basis* e il premio dei credit default swap (CDS; fig. 1.4.b).

Figura 1.4



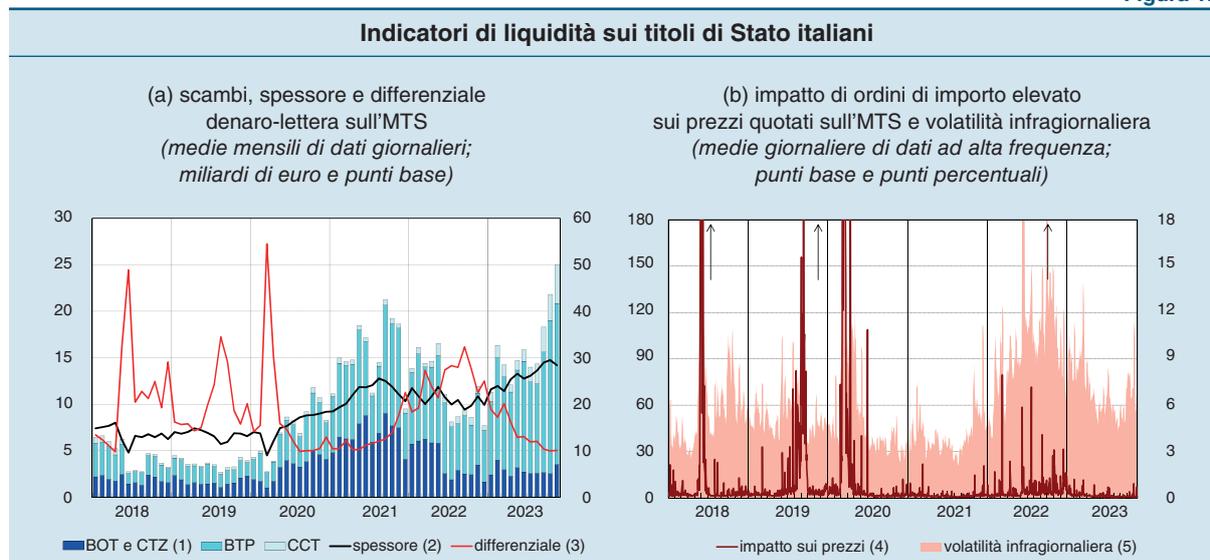
Fonte: elaborazioni su dati Reuters e ICE Data Derivatives UK Limited.

(1) Differenziali di rendimento fra i titoli di Stato benchmark con scadenza decennale emessi dai paesi indicati in legenda e il corrispondente titolo tedesco. –
(2) L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) è un'organizzazione di partecipanti al mercato dei derivati *over-the-counter* (OTC). L'*ISDA basis* misura la differenza tra il premio CDS su contratti in dollari statunitensi con scadenza a 5 anni sottoscritti con il protocollo ISDA 2014 e il premio CDS sugli stessi contratti sottoscritti con il protocollo ISDA 2003.

² Le stime non si discostano in misura significativa da quelle degli altri principali previsori (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2023).

³ *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2024-2026*, testimonianza del Vice Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Commissioni riunite 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio) e 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione), Senato della Repubblica, Roma, 13 novembre 2023.

Figura 1.5



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

(1) A partire da ottobre 2022 la serie include solo i dati sui BOT in quanto le consistenze dei CTZ si sono azzerate a causa dell'interruzione dei collocamenti di questa tipologia di titoli e del rimborso degli ultimi CTZ giunti a scadenza. – (2) Media delle quantità in denaro e lettera rilevate durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. – (3) Media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. Scala di destra. – (4) L'indicatore è riferito al BTP benchmark decennale ed è basato su rilevazioni effettuate ogni 5 minuti. Impatto medio giornaliero sui prezzi denaro-lettera quotati sull'MTS di un eventuale ordine (di vendita o di acquisto) di 50 milioni di euro. – (5) Misura di volatilità (*realized volatility*) basata sui rendimenti infragiornalieri del BTP benchmark decennale calcolati ogni 5 minuti; media mobile a 5 giorni di valori annualizzati. Scala di destra.

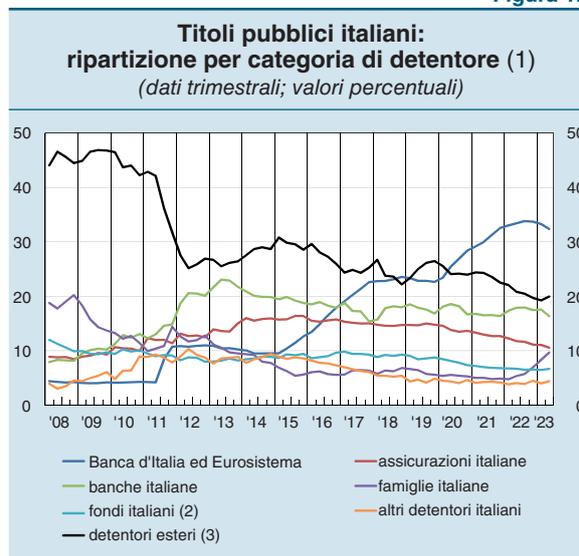
Nei mesi scorsi le condizioni di liquidità sul mercato secondario si sono mantenute nel complesso distese (fig. 1.5). La riduzione dei titoli di Stato nel bilancio dell'Eurosistema non ha avuto impatti significativi sulla liquidità e sul funzionamento del mercato secondario.

La situazione di liquidità del mercato e lo spread continuano tuttavia a manifestare una pronunciata sensibilità alle notizie macroeconomiche, anche internazionali, alle politiche di bilancio e alle decisioni di politica monetaria. Nelle fasi di estrema incertezza la liquidità dei titoli pubblici può ridursi molto rapidamente, con conseguenze negative sul funzionamento efficiente del mercato secondario.

Nella prima metà dell'anno la quota di titoli di Stato detenuta dalle famiglie italiane ha continuato ad aumentare, mentre è ulteriormente diminuita quella di banche e assicurazioni (fig. 1.6).

Il collocamento attraverso aste è proseguito con regolarità, pur con rendimenti medi all'emissione in significativo aumento (fig. 1.7). L'attività sul mercato primario ha beneficiato anche di un deciso ampliamento dei collocamenti diretti presso gli investitori al dettaglio (con una nuova emissione del BTP Italia e due emissioni del BTP Valore).

Figura 1.6



Fonte: Banca d'Italia (Conti finanziari) e stime basate su dati Assogestioni e BCE.

(1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme di detentori. – (2) Include gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani (*round trip*). – (3) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema e da gestioni e fondi comuni *round trip*.

Il costo medio dello stock dei titoli di Stato in circolazione ha raggiunto il 2,6 per cento e la loro vita residua è di poco inferiore a sette anni.

I mercati obbligazionari privati e quelli azionari

Il tasso di rendimento medio a scadenza delle obbligazioni emesse nel 2023 dalle società italiane *investment grade* è aumentato al 4,6 per cento, mentre per le società *high yield* è salito all'8,0 (dal 2,1 e dal 4,7 per cento per quelle emesse nel 2022). A seguito dell'incremento dei costi, le società più rischiose stanno riducendo le emissioni.

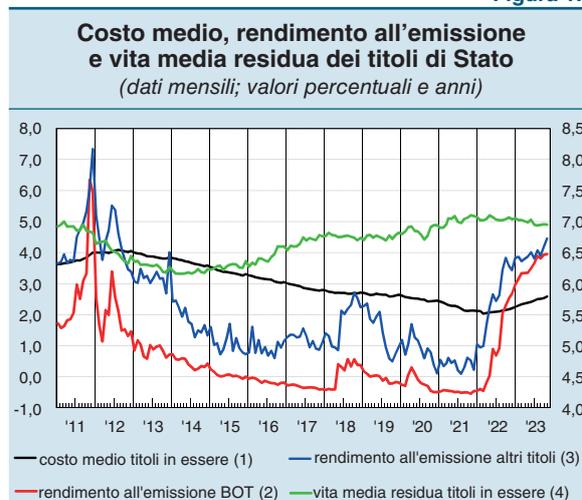
Ipotizzando che il fabbisogno di finanziamento resti invariato, le imprese italiane dovranno rinnovare nel 2024 e nel 2025 circa il 14 e il 15 per cento del valore nominale delle obbligazioni emesse prima dell'inizio del rialzo dei tassi di interesse. L'aumento atteso del costo di rifinanziamento per i titoli in circolazione è di 213 e 205 punti base, rispettivamente per le imprese *investment grade* e per quelle *high yield*⁴ (fig. 1.8).

Proseguono le emissioni di green bond; i volumi in circolazione in rapporto al prodotto risultano in crescita, ma restano ancora inferiori a quelli degli altri maggiori paesi europei (2,1 contro 4,6 per cento del PIL). Sul mercato secondario il rendimento dei titoli green è inferiore, in media di circa 4 punti base, rispetto a quello dei titoli convenzionali di simile scadenza e uguale rischio di credito (*greenium*).

In un quadro generale di bassa volatilità (fig. 1.9.b; cfr. il par. 1.1), dallo scorso aprile i corsi azionari italiani hanno registrato rendimenti maggiori di quelli europei (fig. 1.9.a). La differenza è principalmente riconducibile ai comparti bancario e automobilistico. Il costo di protezione contro forti ribassi dei corsi azionari (*risk reversal*) è diminuito e la struttura a termine della volatilità implicita segnala una riduzione dei rischi attesi nel breve periodo.

⁴ La differenza tra l'aumento atteso del costo di finanziamento delle imprese *high yield* italiane ed europee è riconducibile al peggiore rating medio delle aziende europee e alla diversa composizione settoriale del paniere (nell'area dell'euro più concentrata nel comparto automobilistico e in quello dei servizi di pubblica utilità).

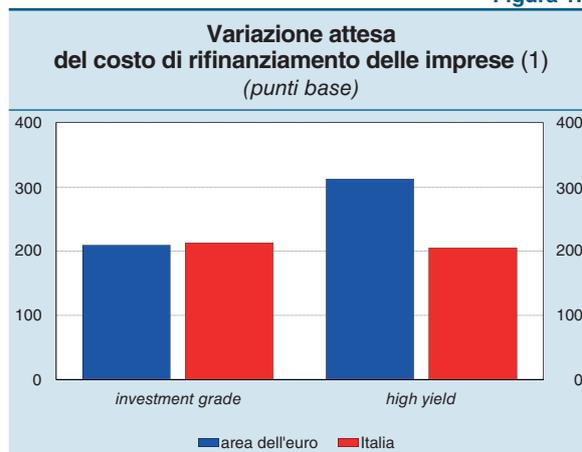
Figura 1.7



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Ministero dell'Economia e delle finanze, aggiornati al 31 ottobre 2023.

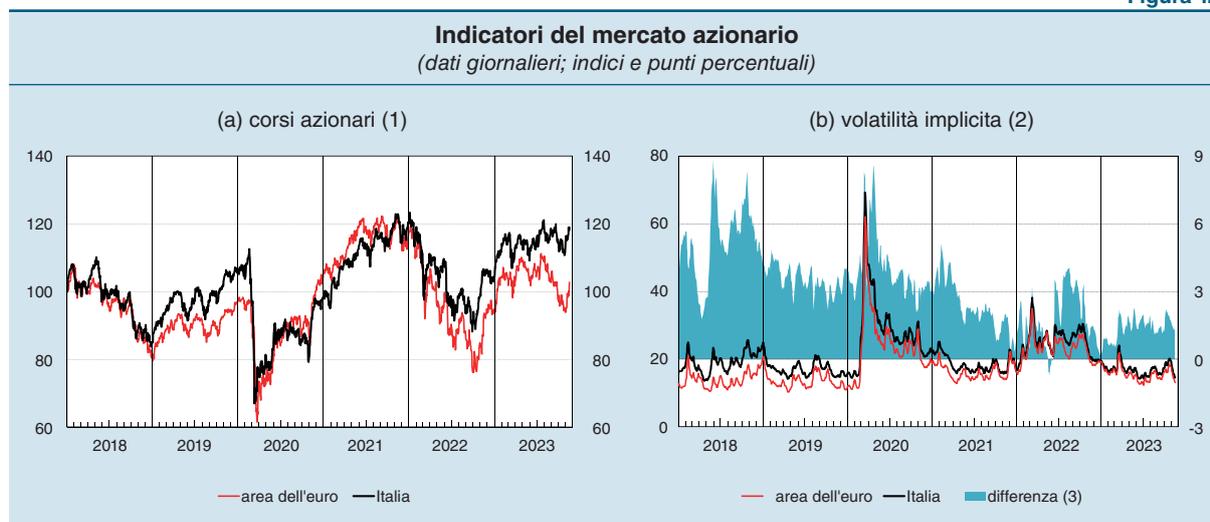
(1) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese. – (2) Media ponderata dei tassi di tutti i BOT collocati nel mese, per data di regolamento. – (3) Media ponderata dei tassi dei titoli diversi dai BOT e dai BTP indicizzati collocati nel mese, per data di regolamento. – (4) Valori di fine periodo, espressi in anni, ponderati per le consistenze in essere. Scala di destra.

Figura 1.8



Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch (BofAML) e Bloomberg.

(1) L'analisi include solo titoli obbligazionari in euro di imprese non finanziarie residenti nei paesi dell'area con scadenza non superiore a 10 anni. Gli indici BofAML per l'area dell'euro sono stati rielaborati escludendo l'Italia. Alla scadenza di ogni titolo obbligazionario, la variazione attesa del costo di rifinanziamento è pari alla differenza tra: (a) la somma tra il tasso *forward* di un investimento in Bund – con decorrenza il giorno della scadenza del titolo in esame e pari alla durata originaria del titolo stesso – e il differenziale di rendimento a scadenza tra il titolo e il Bund con uguale vita residua e (b) il tasso cedolare annuo corrisposto dal titolo in esame. I valori ottenuti sono ponderati per le rispettive capitalizzazioni di mercato e aggregati distinguendo tra titoli emessi da società italiane e dell'area dell'euro e società con alto (*investment grade*) e basso (*high yield*) merito di credito.



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv e Bloomberg.

(1) Indici: 1° gennaio 2018=100. Indici generali azionari Datastream per l'Italia e per l'area dell'euro. – (2) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni con scadenza a 2 mesi sugli indici FTSE MIB per l'Italia ed Euro STOXX 50 per l'area dell'euro. Medie mobili a 5 giorni. – (3) Differenza tra la volatilità implicita dell'Italia e quella dell'area dell'euro. Scala di destra.

Il mercato monetario

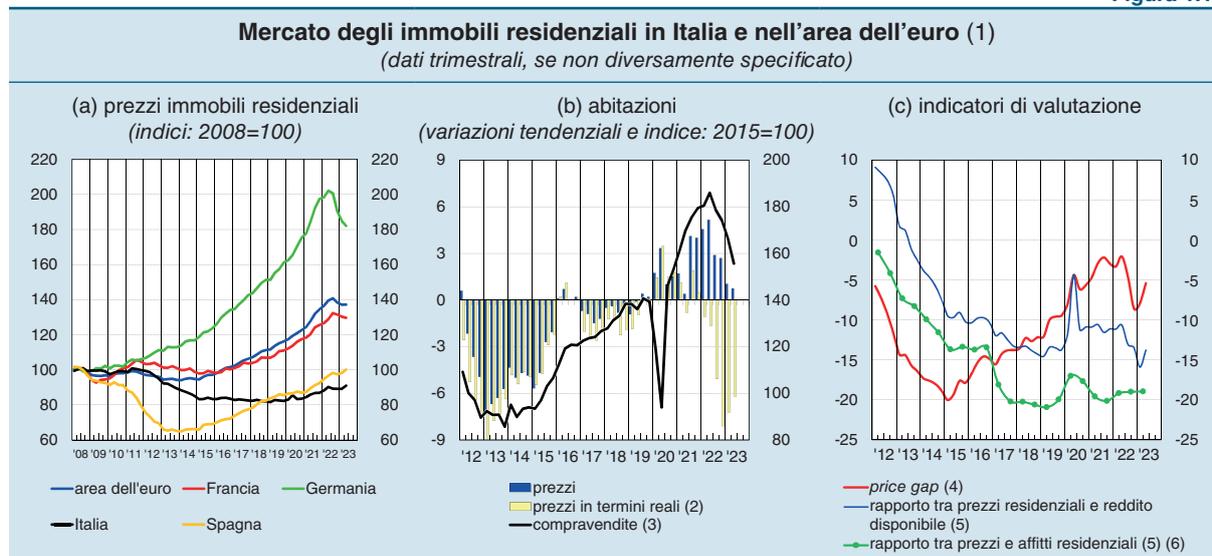
L'incremento dei tassi di riferimento della politica monetaria ha continuato a trasmettersi senza significative frizioni a quelli del mercato monetario, sia nel segmento dei depositi non garantiti (€STR), sia in quello dei pronti contro termine (repo). La prosecuzione dei rimborsi relativi alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) e la riduzione dei titoli di Stato nel bilancio delle banche centrali hanno contribuito ad accrescere la disponibilità di attività stanziabili come collaterale, favorendo, insieme all'attività di prestito titoli dell'Eurosistema e a quella in repo di alcuni emittenti sovrani⁵, la compressione dei premi connessi con la scarsità di titoli. Le negoziazioni sul mercato dei pronti contro termine si mantengono vicine ai massimi storici e le condizioni di liquidità sono in graduale distensione, dopo il modesto peggioramento osservato nel corso del 2022.

1.4 I MERCATI IMMOBILIARI

Nel primo semestre dell'anno i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro sono scesi dello 0,6 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2022; il calo – il primo dalla fine del 2013 – ha riflesso la marcata riduzione delle quotazioni in Germania e il rallentamento negli altri principali paesi (fig. 1.10.a). I prezzi del comparto commerciale hanno segnato una nuova flessione.

Nello stesso periodo in Italia i prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere in termini tendenziali, sebbene a ritmi ampiamente inferiori a quelli del 2022 e molto al di sotto dell'inflazione (fig. 1.10.b); le compravendite sono nuovamente diminuite, anche per l'inasprimento delle condizioni di finanziamento

⁵ Il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) ha aggiornato in ottobre il portafoglio titoli destinato esclusivamente all'operatività in pronti contro termine; per effetto di queste modifiche, l'importo complessivo del portafoglio è passato da 45 a 50 miliardi di euro, accrescendo la disponibilità di titoli in prestito sul mercato; cfr. MEF, comunicato stampa del 10 ottobre 2023.



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Eurostat, Istat, Nomisma, Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) e Scenari Immobiliari. (1) I pannelli (b) e (c) si riferiscono all'Italia. – (2) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (3) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra. – (4) Il *price gap* è definito come deviazione percentuale dell'indice dei prezzi delle abitazioni in termini reali dal suo trend di lungo periodo. – (5) I dati sono espressi in deviazione percentuale rispetto alla media di lungo periodo. – (6) Dati semestrali.

(cfr. il par. 1.5). Gli agenti immobiliari intervistati lo scorso ottobre nell'ambito del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* ritengono che la situazione del mercato si sia indebolita rispetto alla primavera. Le elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it suggeriscono tuttavia che la domanda rimane nel complesso resiliente, nonostante la contrazione dei contatti tra potenziali acquirenti e venditori⁶. Nostre stime segnalano che la crescita dei prezzi delle abitazioni si ridurrebbe nel complesso del 2023 e del 2024, per poi arrestarsi nel 2025⁷. Considerando le tendenze di lungo periodo, gli indicatori che consentono di valutare le dinamiche del mercato residenziale seguitano a non evidenziare rischi di sopravvalutazione (fig. 1.10.c).

Nel comparto non residenziale le compravendite sono diminuite, mentre si è attenuato il calo dei prezzi (fig. 1.11). Le potenziali vulnerabilità derivanti dal settore restano contenute (cfr. il par. 1.5 e il riquadro: *Un'analisi dei prestiti commercial real estate nel confronto con i principali paesi dell'area dell'euro*).

Figura 1.11



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Nomisma, OMI e Scenari Immobiliari. (1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; l'indicatore, a carattere sperimentale, utilizza informazioni desunte dalle transazioni effettivamente avvenute sul mercato. – (2) Indice: 2015=100; dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra.

⁶ La serie storica dei dati di fonte Immobiliare.it è disponibile dall'inizio del 2016. Sulla loro capacità predittiva, cfr. M. Loberto, A. Luciani e M. Pangallo, *The potential of big housing data: an application to the Italian real-estate market*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1171, 2018.

⁷ Le stime sono basate sui modelli descritti in S. Emiliozzi, E. Guglielminetti e M. Loberto, *Forecasting house prices in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 463, 2018.

1.5 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

Le famiglie

I rischi provenienti dalla situazione finanziaria delle famiglie restano nel complesso contenuti. Nel secondo trimestre del 2023 il potere d'acquisto si è lievemente contratto, così come il reddito disponibile; la propensione al risparmio è tornata su livelli inferiori al periodo pre-pandemico anche se, secondo le ultime rilevazioni della *Consumer Expectations Survey* della Banca centrale europea, la quota di nuclei che pianifica di risparmiare nei prossimi dodici mesi resta elevata; è stabile la percentuale di coloro che prevedono un peggioramento della propria situazione economica.

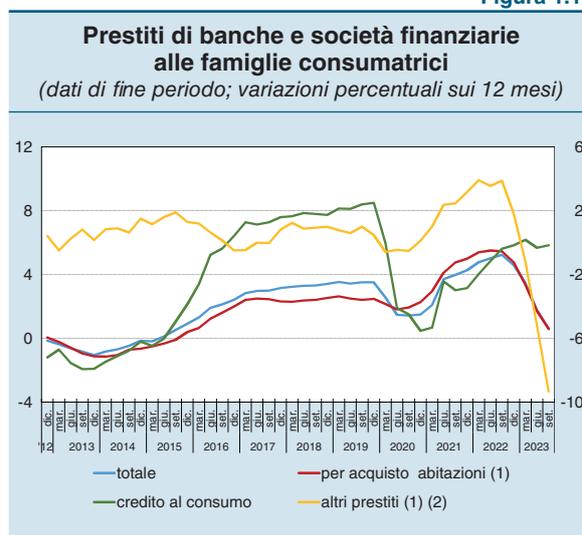
La ricchezza finanziaria è cresciuta nel corso del primo semestre grazie all'andamento positivo dei mercati (cfr. il par. 1.3). I nuovi investimenti si sono indirizzati verso attività finanziarie con rischi limitati e in grado di offrire rendimenti più cospicui rispetto ai depositi a vista, che si sono ridotti: sono diminuite le azioni, le quote di fondi comuni e le polizze vita (cfr. il par. 2.2); sono invece cresciuti i depositi vincolati e le obbligazioni, soprattutto pubbliche.

Alla fine di giugno del 2023 il rapporto tra debiti finanziari e reddito disponibile è sceso al 60,0 per cento (90,5 nell'area dell'euro). Dalla fine del 2022 l'espansione del credito alle famiglie si è ridotta (fig. 1.12), risentendo sia del rallentamento dei finanziamenti per l'acquisto di abitazioni, sia del calo degli altri prestiti. Secondo gli intermediari italiani intervistati nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS), nel terzo trimestre l'indebolimento del credito ha riflesso soprattutto la minore domanda connessa con il rialzo dei tassi di interesse e il calo nella fiducia dei consumatori; le condizioni di offerta si sono lievemente irrigidite.

Il tasso medio relativo ai nuovi mutui a tasso fisso e variabile è salito in settembre al 4,0 e al 4,9 per cento, rispettivamente (dal 3,6 e 2,8 del dicembre 2022). Il 18,3 per cento dei contratti a tasso variabile stipulati nei primi nove mesi dell'anno prevede una soglia massima di onere del servizio del debito (*cap*). L'ulteriore incremento della quota di prestiti per l'acquisto di abitazioni a tasso fisso (65,5 per cento sul totale delle consistenze a settembre del 2023) ha contribuito a contenere il tasso medio di quelli complessivamente in essere al 3,1 per cento (2,3 alla fine del 2022). Sulla base di un nostro sondaggio sperimentale condotto tra agosto e settembre⁸, le famiglie hanno reagito all'aumento delle rate dei finanziamenti a tasso variabile soprattutto riducendo i consumi.

Nel corso dell'anno il credito al consumo ha continuato a crescere in modo robusto (5,8 per cento a settembre del 2023) e il costo complessivo delle erogazioni è aumentato di 130 punti base, al 10,5

Figura 1.12



Fonte: segnalazioni di vigilanza

(1) Il dato è riferito ai soli prestiti erogati dalle banche. – (2) Altre forme di finanziamento; le più rilevanti sono le aperture di credito in conto corrente e i mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo. Scala di destra.

⁸ Il sondaggio è stato effettuato su un campione di circa 1.900 famiglie.

per cento. Tra i nuovi prestiti non si evidenzia un incremento dell'incidenza delle famiglie appartenenti al quartile peggiore in termini di merito creditizio.

La qualità del credito alle famiglie resta complessivamente buona. Il tasso di deterioramento è cresciuto, allo 0,9 per cento nel terzo trimestre, dallo 0,5 alla fine del 2022 (cfr. il par. 2.1), rispecchiando soprattutto il moderato peggioramento che ha interessato i mutui a tasso variabile per effetto dell'aumento degli oneri del servizio del debito. Il tasso di deterioramento del credito al consumo è in lieve rialzo (2,4 per cento, da 2,1)⁹.

Secondo le proiezioni del modello di microsimulazione¹⁰ della Banca d'Italia (fig. 1.13), nel corso del 2024 la quota di nuclei finanziariamente fragili diminuirebbe complessivamente (crescerebbe di poco l'incidenza tra coloro che detengono mutui a tasso variabile); il debito riconducibile a questi nuclei, dopo essere aumentato nel 2023, si ridurrebbe per effetto della contrazione del credito. Tale dinamica contribuirebbe a contenere la quota di debito in capo alle famiglie vulnerabili persino in presenza di uno scenario particolarmente avverso.

Le imprese

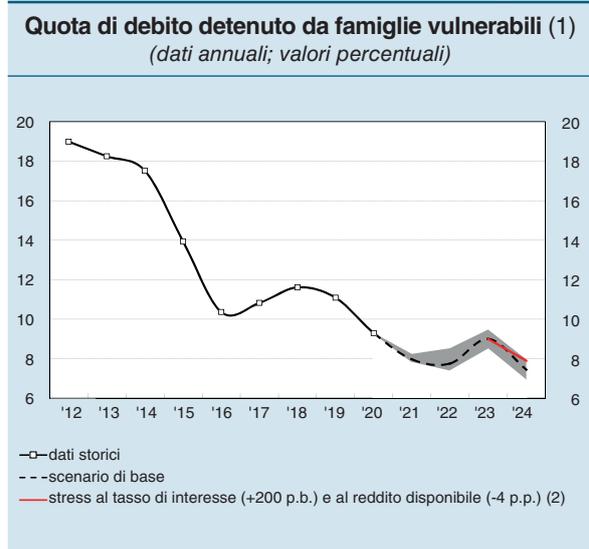
Il rallentamento economico e gli alti costi di finanziamento incidono sulla situazione finanziaria delle imprese. La vulnerabilità del settore è nel complesso contenuta, riflettendo una struttura finanziaria più solida rispetto al passato, l'elevata redditività e la disponibilità di abbondanti riserve liquide.

Il margine operativo lordo (MOL) ha rallentato a partire dalla scorsa primavera, in linea con l'indebolimento della domanda aggregata e dell'attività produttiva. È proseguito il calo del costo delle materie prime e dei prodotti intermedi con benefici per la redditività. Le aziende con almeno 20 addetti intervistate a settembre nel *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi* condotto dalla Banca d'Italia prefigurano, per l'anno in corso, un miglioramento dei risultati di bilancio diffuso in ogni settore economico. Le previsioni degli analisti sui profitti operativi delle società quotate nel 2024 sono state riviste al ribasso durante l'anno, ma rimangono su valori lievemente superiori a quelle per il 2023 (fig. 1.14). In un contesto di elevata incertezza macroeconomica e geopolitica, la redditività complessiva potrà tuttavia risentire nei prossimi mesi

⁹ Il tasso è calcolato sulla base dei dati forniti dal Consorzio di tutela del credito, società di informazione creditizia (SIC) che include informazioni su base trimestrale relativamente ai singoli contratti e ai prenditori per un campione rappresentativo di finanziamenti a scopo di consumo.

¹⁰ Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. C.A. Attinà, F. Franceschi e V. Michelangeli, *Modelling households' financial vulnerability with consumer credit and mortgage renegotiations*, "International Journal of Microsimulation", 13, 2020, pp. 67-91, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 531, 2019.

Figura 1.13



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF).

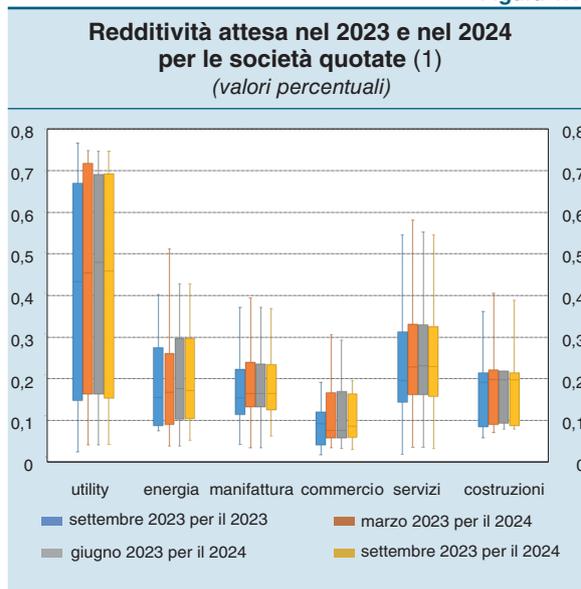
(1) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito equivalente inferiore al valore mediano. Gli ultimi dati disponibili dell'IBF sono del 2020. Area ombreggiata: intervallo tra il 10° e il 90° percentile della distribuzione di probabilità delle simulazioni. - (2) Rispetto allo scenario di base, nel 2024 l'Euribor a 3 mesi, l'*interest rate swap* (IRS) a 10 anni e il tasso di interesse sul credito al consumo sono più elevati di 200 punti base e il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali.

di un andamento dei costi produttivi meno favorevole rispetto alle attese e del perdurare della debolezza della domanda interna e mondiale.

Nel primo semestre le disponibilità liquide si sono ridotte del 5,8 per cento, restando comunque su livelli superiori al periodo pre-pandemico (25,1 per cento del PIL, da 21,6 alla fine del 2019). Secondo il sondaggio congiunturale, la riduzione delle scorte liquide ha interessato circa un quinto delle imprese (una quota inferiore rispetto allo scorso anno; fig. 1.15.a); l'incidenza di quelle che ritiene le proprie riserve scarse in considerazione delle esigenze operative sino alla fine dell'anno è rimasta contenuta anche per le aziende di minore dimensione e per le società che hanno dichiarato di averle utilizzate per rimborsare i debiti.

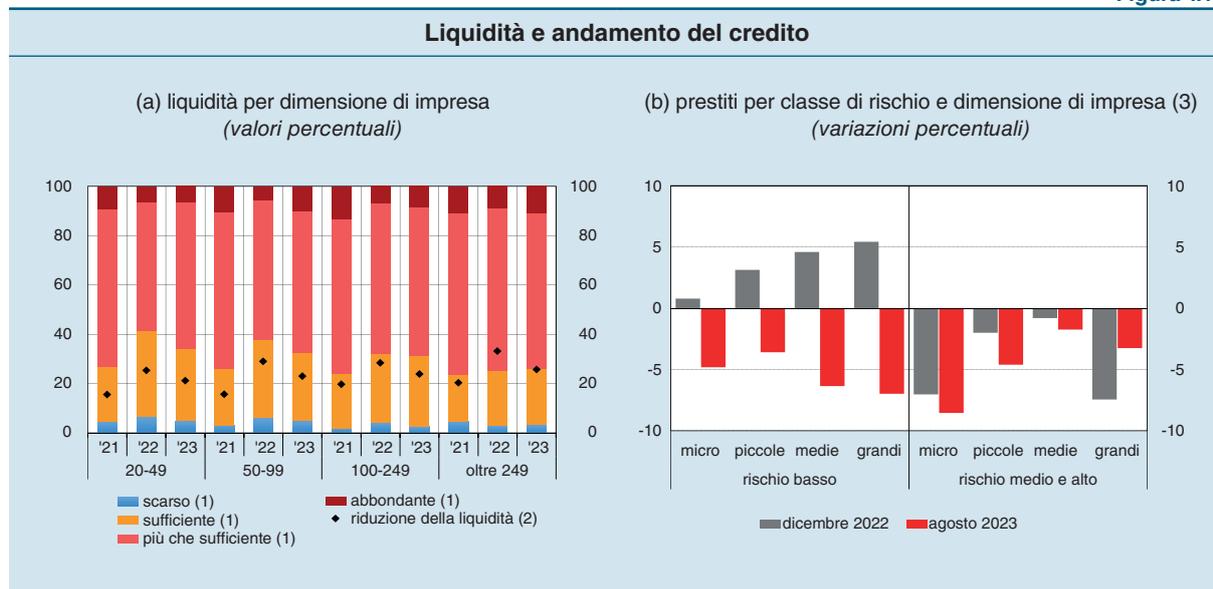
L'indebitamento in rapporto al PIL ha continuato a ridursi, al 65,7 per cento in giugno, mantenendosi nettamente al di sotto della media dell'area dell'euro (97,5 per cento). Anche la leva finanziaria, definita come rapporto tra i debiti

Figura 1.14



Fonte: Bloomberg.
(1) Rapporto tra il margine operativo lordo e i ricavi attesi dagli analisti. I rettangoli rappresentano la differenza interquartile, la linea centrale il valore mediano, gli estremi dei segmenti coincidono con i valori estremi della distribuzione (escludendo quelli anomali). Elaborazioni svolte su un campione chiuso di 217 imprese quotate a settembre 2023, rappresentative del 96 per cento della capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie.

Figura 1.15



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Centrale dei rischi e Cerved.
(1) Quota di imprese intervistate a settembre che valutano il livello delle disponibilità liquide, rispetto alle proprie necessità operative sino alla fine dell'anno. – (2) Quota di imprese che hanno dichiarato di avere ridotto le proprie scorte liquide rispetto a dicembre 2022. – (3) Dati riferiti alla variazione annuale dei prestiti per un campione di circa 530.000 società di capitali. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie, tengono conto delle cartolarizzazioni e comprendono anche i finanziamenti classificati in sofferenza. L'attribuzione della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved. Le imprese a rischio basso (medio e alto) hanno un valore compreso tra 1 e 4 (5 e 10). La classificazione dimensionale fa riferimento a quanto stabilito dalla raccomandazione CE/2003/361, che definisce micro le società con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo non superiore a 2 milioni di euro; piccole quelle con meno di 50 addetti e un fatturato o un attivo non superiore a 10 milioni, non incluse tra le micro; medie quelle con meno di 250 addetti e un fatturato o un attivo non superiore rispettivamente a 50 e a 43 milioni, non incluse tra le micro o piccole. Le grandi imprese sono quelle residuali.

finanziari e la somma di questi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato, è diminuita di un punto percentuale (al 35,5 per cento, un valore di poco superiore a quello dell'area) grazie all'aumento del valore delle azioni.

Il credito complessivo si è contratto in modo significativo (-6,2 per cento nei dodici mesi terminanti in settembre, da -0,1 a dicembre del 2022). La riduzione è stata diffusa tra le imprese per dimensione e rischiosità (fig. 1.15.b), come conseguenza anche della minore convenienza che molte aziende hanno nel rinnovare i debiti in scadenza e dell'incremento dei rimborsi dei prestiti con garanzia pubblica ottenuti durante il periodo pandemico (cfr. il riquadro: *I prestiti alle imprese assistiti da garanzie Covid-19: l'andamento dei rimborsi e della rischiosità* del capitolo 2).

Secondo le banche italiane partecipanti all'indagine BLS, la domanda di credito delle imprese si è nuovamente ridotta nel terzo trimestre, per effetto degli elevati costi di finanziamento, delle minori esigenze finanziarie per investimenti e del più intenso utilizzo delle risorse interne; i criteri e le condizioni di offerta si sono ancora inaspriti. Le imprese intervistate nel sondaggio congiunturale prefigurano un ulteriore moderato peggioramento dei termini di offerta nella seconda parte dell'anno.

Il tasso medio dei prestiti bancari in essere ha raggiunto il 5,1 per cento in settembre, in salita di 2 punti percentuali dalla fine dello scorso anno. Gli effetti dell'accresciuta onerosità del debito sulla capacità delle aziende di ripagarlo sono mitigati dalla maggiore diffusione dei finanziamenti a tasso variabile tra le imprese grandi o finanziariamente solide. Le società di maggiore dimensione hanno inoltre fatto più ampio ricorso, rispetto alle altre, a forme di copertura o all'estinzione del debito pregresso per contrastare il rialzo dei tassi.

Nei primi nove mesi dell'anno è aumentato l'ammontare lordo dei collocamenti obbligazionari; è anche cresciuto il loro valore medio, riflettendo una minore partecipazione delle imprese più piccole a fronte degli elevati rendimenti all'emissione. All'inizio di novembre la quota delle obbligazioni in essere nella classe di rating BBB, più esposte al rischio di declassamento a *high yield*, è scesa all'84,3 per cento del totale del comparto *investment grade* (dall'87,2 di aprile), rispetto a una quota media del 59,6 nell'area dell'euro (dal 61,0 ad aprile).

Nei dodici mesi terminanti a giugno il rapporto tra gli oneri finanziari netti e il MOL ha raggiunto il 7,9 per cento, 2 punti percentuali in più della fine del 2022; resta comunque un valore molto inferiore a quello del periodo precedente le crisi finanziarie del 2008-09 e del 2011-12. Nel terzo trimestre il tasso di deterioramento dei prestiti alle imprese è rimasto stabile su livelli contenuti (1,5 per cento; cfr. il par. 2.1); gli indicatori anticipatori di tensioni finanziarie, quali i ritardi di pagamento, non hanno registrato incrementi. Non emergono inoltre significative differenze nei tassi di deterioramento fra i finanziamenti a tasso variabile e quelli a tasso fisso. Anche la rischiosità dei prestiti relativi al comparto immobiliare si è mantenuta su valori contenuti (cfr. il riquadro: *Un'analisi dei prestiti commercial real estate nel confronto con i principali paesi dell'area dell'euro*).

UN'ANALISI DEI PRESTITI *COMMERCIAL REAL ESTATE* NEL CONFRONTO CON I PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO¹

In Italia i prestiti bancari alle imprese non finanziarie “garantiti da” o “per l'acquisto di” immobili residenziali e commerciali (prestiti *commercial real estate*, CRE) rappresentano circa

¹ A cura di Federica Ciocchetta e Ivan Quaglia.

il 20 per cento del credito totale alle società non finanziarie, una quota simile a quella della Spagna, ma inferiore agli altri principali paesi dell'area (figura A). La maggior parte di questi finanziamenti (circa l'85 per cento) è garantita da immobili, soprattutto di tipo non residenziale, un comparto tipicamente più rischioso rispetto a quello delle abitazioni.

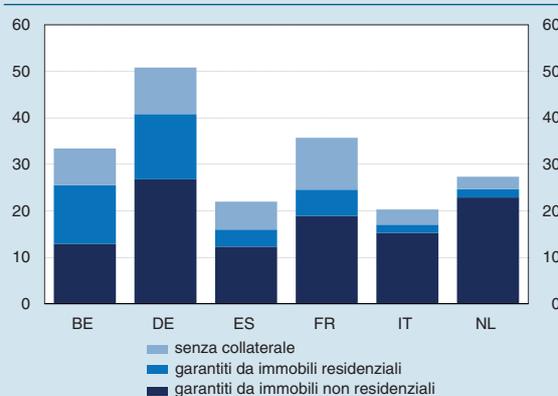
Diversi fattori potrebbero incidere sulla rischiosità di questi prestiti. In Italia lo scorso giugno l'80 per cento di tali finanziamenti era a tasso variabile, come in Spagna. Nel confronto con Germania e Francia, dove la quota era inferiore (26 e 17 per cento, rispettivamente), il nostro paese beneficia di maggiori protezioni aggiuntive oltre a quelle immobiliari (garanzie finanziarie, personali e dello Stato, incluse le garanzie pubbliche concesse durante la pandemia).

In Italia sia il mercato residenziale sia quello commerciale non mostrano segnali di sopravvalutazione. I prestiti con un rapporto tra l'ammontare del credito e quello dell'immobile a garanzia (*current loan-to-value ratio*, LTV-C) elevato (superiore all'80 per cento), cui è tipicamente associato un rischio di maggiore perdita in caso di default (*loss given default*), rappresentano una quota limitata del totale delle esposizioni CRE; lo stesso accade nella maggior parte dell'area dell'euro ad eccezione della Francia (figura B).

In tutti i paesi la quota di crediti deteriorati relativi ai prestiti CRE è più alta rispetto ai prestiti verso altri settori. In Italia il tasso di deterioramento, che si colloca su un livello simile a quello del totale delle imprese non finanziarie, non segnala tuttavia un aumento della vulnerabilità specifica del comparto.

Figura A

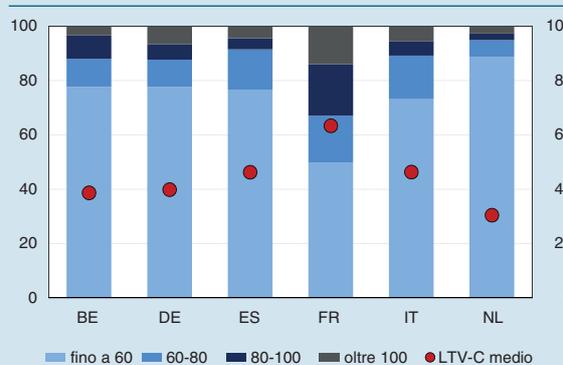
Prestiti CRE per tipo di collaterale (1)
(valori percentuali; giugno 2023)



Fonte: AnaCredit.
(1) Quota di prestiti CRE sul totale erogato alle imprese non finanziarie. Secondo la raccomandazione ESRB/2019/03 i prestiti CRE includono sia finanziamenti alle imprese garantiti da un immobile sia quelli con finalità di acquisto di un immobile o di investimento nelle costruzioni (anche senza collaterale immobiliare). In particolare è possibile distinguere tra prestiti garantiti da un immobile residenziale, da un immobile non residenziale o privi di collaterale. Nel caso di immobili residenziali, ciò che distingue i prestiti CRE da quelli *residential real estate* è il fatto che il finanziamento è concesso a un'impresa (entità giuridica) e si assume che l'immobile produca reddito (ad es. appartamenti gestiti da società immobiliari per affitti o edifici in costruzione per la vendita).

Figura B

Prestiti CRE per classe di LTV-C
(quote percentuali; giugno 2023)



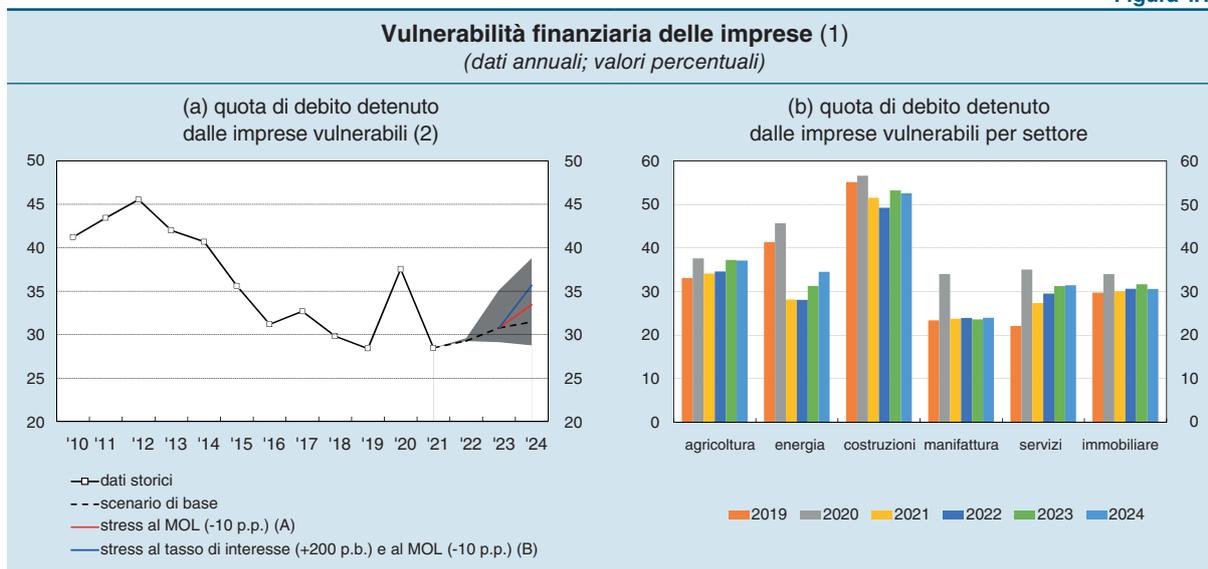
Fonte: AnaCredit.

In uno scenario di base coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili salirebbe in misura modesta alla fine del 2024 (fig. 1.16)¹¹. In uno scenario particolarmente avverso, caratterizzato da variazioni molto negative della redditività e del

¹¹ Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, "Journal of Policy Modeling", 39, 2017, pp. 147-168, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 293, 2015.

costo del debito, la quota aumenterebbe in modo più consistente, portandosi su un valore comunque nettamente inferiore a quello raggiunto nelle precedenti crisi del 2008-09 e del 2011-12.

Figura 1.16



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) Sono definite vulnerabili le imprese con MOL negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza. Gli ultimi bilanci disponibili per l'intero campione di imprese sono relativi al 2021. – (2) La zona ombreggiata indica un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base. Rispetto allo scenario di base, nel 2024: (A) la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali; (B) il tasso di interesse è più elevato di 200 punti base e la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali.

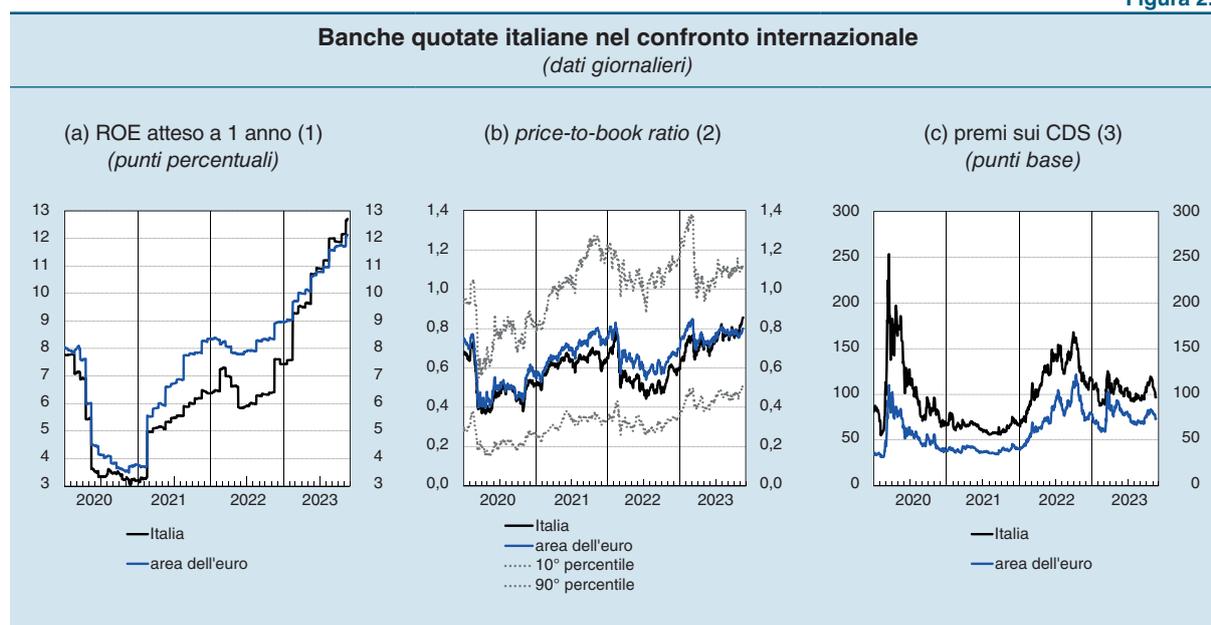
2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

2.1 LE BANCHE

I principali rischi per il sistema bancario continuano a dipendere dalle deboli prospettive di crescita e dall'evoluzione della situazione geopolitica internazionale (cfr. il par. 1.1).

Le valutazioni dei mercati implicite nei principali indicatori non mostrano al momento particolari segnali di tensione nel comparto. Nel primo semestre il rapporto medio tra il valore di mercato e quello contabile (*price-to-book ratio*) delle banche italiane è aumentato, anche per effetto del miglioramento della redditività; rimane comunque inferiore all'unità, in linea con quanto osservato per gli intermediari dell'area dell'euro (fig. 2.1).

Figura 2.1



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) è stimato dagli operatori di mercato. Media ponderata per il valore di mercato. Dati relativi alle banche incluse negli indici FTSE Italy Banks ed Euro STOXX Banks. – (2) Media ponderata per il valore di mercato. Per le banche incluse nel campione, cfr. la nota 1. – (3) I dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia: UniCredit e Intesa Sanpaolo; per l'area dell'euro: BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, Deutsche Bank, Commerzbank, Banco Santander, Banco Bilbao e Vizcaya Argentaria. Media semplice dei premi sui CDS a 5 anni.

I rischi dell'attivo

La qualità degli attivi bancari si è mantenuta soddisfacente nei primi nove mesi dell'anno. Il tasso di deterioramento è salito in misura marginale, portandosi all'1,1 per cento (fig. 2.2). L'incremento è imputabile in prevalenza al peggioramento per le famiglie (0,9 per cento, da 0,5 a dicembre del

2022); il dato relativo alle imprese è invece rimasto pressoché invariato (1,5 per cento). La rischiosità dei crediti assistiti da una garanzia pubblica legata all'emergenza pandemica è leggermente aumentata, ma si mantiene su livelli contenuti (cfr. il riquadro: *I prestiti alle imprese assistiti da garanzie Covid-19: l'andamento dei rimborsi e della rischiosità*).

Nei primi sei mesi del 2023 sono state effettuate operazioni di cessione di crediti deteriorati per circa 3 miliardi di euro. Il rapporto tra questi crediti e il totale dei finanziamenti (*non-performing loans ratio, NPL ratio*) al netto delle rettifiche si è mantenuto stabile (1,4 per cento; fig. 2.3.a), riflettendo la concomitante riduzione dei prestiti in essere (cfr. nell'Appendice la tav. A2). Il divario tra i gruppi significativi italiani e il complesso degli intermediari soggetti alla supervisione diretta della BCE si è sostanzialmente azzerato (fig. 2.3.b).

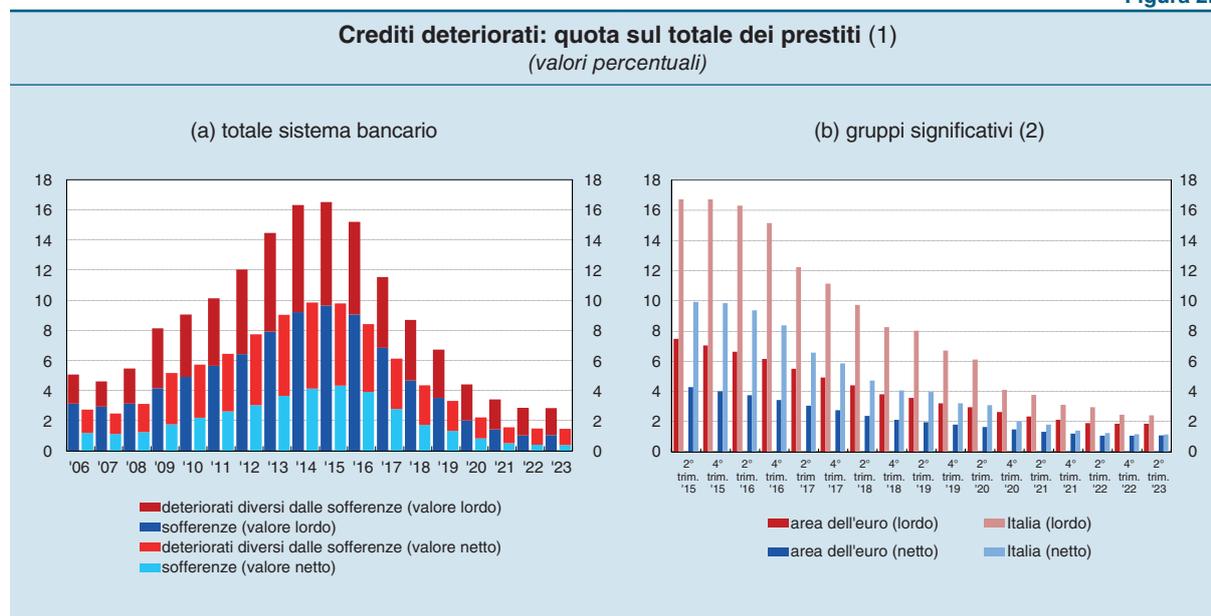
L'incidenza dei prestiti in stadio 2 della classificazione IFRS 9 sul totale dei prestiti *in bonis* al lordo delle rettifiche è ulteriormente diminuita (di 30 punti base), al 9,7 per cento. Il divario tra banche significative e quelle meno significative è di quasi nullo.

Figura 2.2



Fonte: Centrale dei rischi.
(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti al netto dei prestiti deteriorati rettificati alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, se presente.

Figura 2.3



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari italiani, individuali per il resto del sistema; BCE, *Supervisory Banking Statistics*, per l'area dell'euro. (1) I prestiti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Le quote sono calcolate al netto e al lordo delle relative rettifiche di valore. I dati di giugno 2023 sono provvisori. – (2) Il perimetro delle banche significative e di quelle meno significative non è omogeneo tra le date esposte in figura: a partire da giugno 2019, con il perfezionamento della riforma del settore del credito cooperativo, Cassa Centrale Banca è diventata un gruppo significativo ai fini di vigilanza e nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, sono confluite 143 banche di credito cooperativo (BCC). Da giugno 2022 le banche significative includono Mediolanum e Fineco.

I PRESTITI ALLE IMPRESE ASSISTITI DA GARANZIE COVID-19: L'ANDAMENTO DEI RIMBORSI E DELLA RISCHIOSITÀ¹

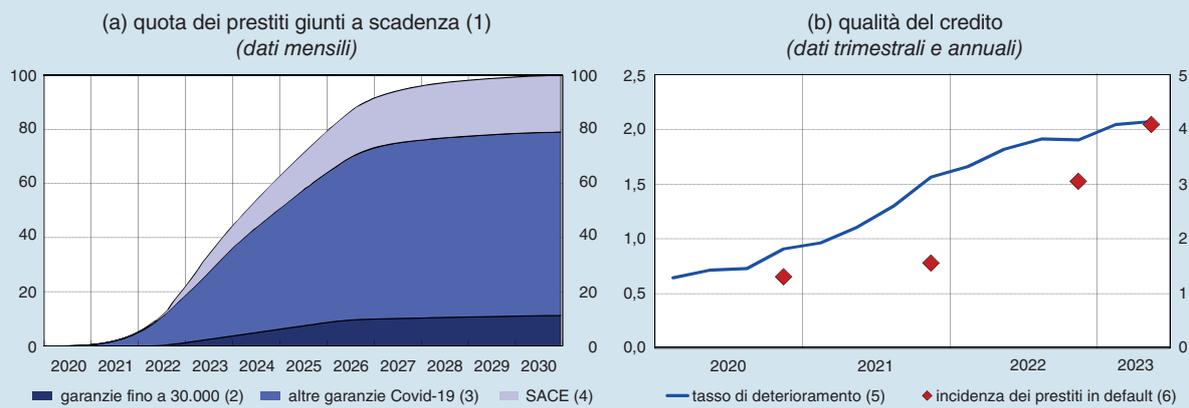
Il 30 giugno 2022 si è concluso il regime straordinario per il rilascio delle garanzie pubbliche introdotte nell'ambito del quadro temporaneo europeo degli aiuti di Stato per favorire l'accesso delle imprese al credito durante la pandemia (garanzie Covid-19)².

La conclusione del periodo di preammortamento, che corrispondeva in media a 17 mesi, ha determinato un rapido aumento della quota di finanziamenti per i quali le imprese beneficiarie hanno iniziato a restituire anche il capitale. L'incidenza era pari al 50 per cento a metà del 2022 e raggiungerà il 93 entro quest'anno. La quota di capitale da rimborsare entro la fine del 2023 corrisponderebbe a poco meno del 45 per cento del totale, per aumentare al 62 alla fine del 2024 e all'80 per cento alla fine del 2025 (figura, pannello a)³.

All'aumento dei prestiti per i quali è iniziato il rimborso della quota capitale si è accompagnato un lieve incremento del relativo tasso di deterioramento; quest'ultimo si è mantenuto superiore a quello delle imprese che non hanno fatto ricorso a prestiti con garanzia pubblica (2,1 e 1,1 per cento, rispettivamente, nel mese di giugno). Nel complesso alla fine di giugno la quota dei finanziamenti garantiti che facevano capo a imprese in default rettificato era circa il 4 per cento⁴ (figura, pannello b).

Figura

Prestiti assistiti da garanzie Covid-19 e rischio di credito (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei rischi (CR), Mediocredito Centrale e SACE.

(1) Quota stimata sulla base dei piani di ammortamento ricostruiti utilizzando le informazioni contrattuali contenute nei micro dati di fonte Mediocredito Centrale e SACE. Si escludono i prestiti coperti dalla garanzia sussidiaria prevista dall'art. 56 del DL 18/2020 (decreto "cura Italia"). – (2) Garanzie previste dall'art. 13, lett. m, del DL 23/2020 (decreto "liquidità"). – (3) Comprende le garanzie concesse dal Fondo di garanzia per le PMI ai sensi della normativa degli aiuti di Stato previste dalla Commissione europea nel par. 3.2 del *Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del Covid-19* (C(2020), 1863 final, 19 marzo 2020) ma diverse dalle garanzie di cui all'art. 56 del decreto "cura Italia". – (4) Comprende unicamente le garanzie relative al programma "Garanzia Italia". – (5) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti al netto dei prestiti deteriorati rettificati alla fine del trimestre precedente, in ragione annua (media mobile dei 4 trimestri). L'indicatore è calcolato sul campione (chiuso) di imprese presenti in CR che avevano beneficiato di almeno una garanzia Covid-19, diversa da quella di cui all'art. 56 del decreto "cura Italia". – (6) Quota dei prestiti con garanzie Covid-19 afferenti alle imprese classificate in default, calcolata considerando l'ammontare iniziale dei finanziamenti delle imprese presenti in CR alla fine del periodo. Scala di destra.

¹ A cura di Iconio Garrì.

² A giugno del 2023 l'incidenza dei finanziamenti in essere con garanzia Covid-19 era circa un quinto dei prestiti bancari alle imprese.

³ Queste stime possono differire dal dato effettivo ad esempio per le insolvenze aziendali, oppure in presenza di consistenti rimborsi anticipati.

⁴ Questa quota rappresenta una stima per eccesso dell'incidenza dei prestiti deteriorati per due ragioni: (a) lo status di default rettificato, che è definito a livello di sistema ed è alla base del calcolo del tasso di deterioramento, non richiede che tutti i prestiti dell'impresa siano in default ma solo una parte significativa (per maggiori dettagli, cfr. *Banche e istituzioni finanziarie: condizioni e rischiosità del credito per settori e territori*, Banca d'Italia, Statistiche. Metodi e fonti: note metodologiche, 31 dicembre 2020); (b) alcune imprese prima di entrare in default potrebbero avere rimborsato (anche solo in parte) il prestito garantito.

La capacità delle imprese di fare fronte ai rimborsi dei prestiti assistiti da garanzia è favorita da un'incidenza mediamente bassa della rata sul fatturato – circa il 5 per cento su base annua – e dall'impatto relativamente moderato dei recenti aumenti dei tassi di interesse sulla rata dei prestiti a tasso variabile, che rappresentano oltre il 60 per cento dell'ammontare totale. Per quelli non ancora rimborsati alla fine di giugno del 2023 si stima che l'incremento dei tassi di interesse abbia determinato mediamente un rialzo della rata del 7,5 per cento rispetto a marzo del 2022. L'effetto limitato è stato favorito da una durata residua contenuta dei prestiti garantiti, in media di 3,5 anni⁵.

⁵ L'aumento è stato circa il doppio per i prestiti con durata residua superiore a sei anni, che rappresentavano meno del 10 per cento del totale nel giugno 2023.

L'andamento degli indicatori anticipatori del deterioramento (ad es. i ritardi di pagamento dei prenditori *in bonis*) non evidenzia particolari segnali di peggioramento della qualità del credito; tuttavia gli effetti del rialzo dei tassi di interesse e del quadro macroeconomico meno favorevole, non ancora interamente dispiegati, potrebbero incidere sulla futura capacità di rimborso dei debitori con una quota rilevante di prestiti a tasso variabile. Nella sua attività di vigilanza, la Banca d'Italia continua a seguire da vicino l'adeguatezza delle rettifiche di valore sui prestiti apportate dalle banche.

Nostre proiezioni¹ coerenti con lo scenario macroeconomico pubblicato dalla Banca d'Italia nel *Bollettino economico* di ottobre indicano un graduale incremento del tasso di deterioramento del complesso dei prestiti a famiglie e imprese nel corso del prossimo biennio, che raggiungerebbe il 3,2 per cento nel 2025, guidato dall'aumento dell'onere del debito. Il tasso di deterioramento resterebbe comunque ben inferiore a quello registrato in passati episodi di crisi sia per le famiglie sia per le imprese.

I rischi di mercato e di tasso di interesse

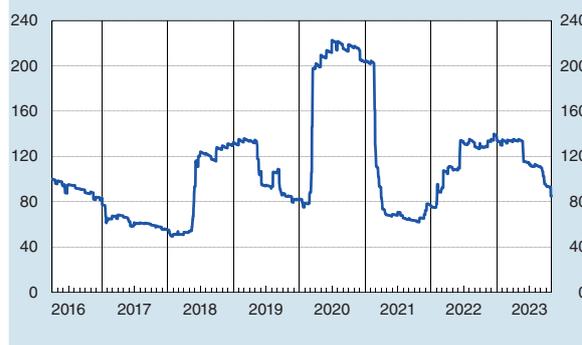
È proseguito il calo del Value at Risk (VaR) del portafoglio titoli delle banche (*banking e trading book*), che è tornato sui livelli precedenti lo scoppio del conflitto in Ucraina (fig. 2.4).

Tra marzo e settembre l'ammontare dei titoli pubblici sul totale delle attività e la loro durata finanziaria sono rimasti pressoché stabili (9,1 per cento e circa 4 anni; fig. 2.5). La quota dei titoli valutati al costo ammortizzato è lievemente diminuita, sia per le banche significative sia per quelle meno significative (70,6 e 73,3 per cento, rispettivamente).

Le variazioni di valore del portafoglio dei titoli di debito valutati al costo ammortizzato non determinano un effetto diretto sulla redditività o sul patrimonio delle banche. Le eventuali minusvalenze (*unrealized losses*) si materializzano solo nell'ipotesi in cui l'intermediario si trovi

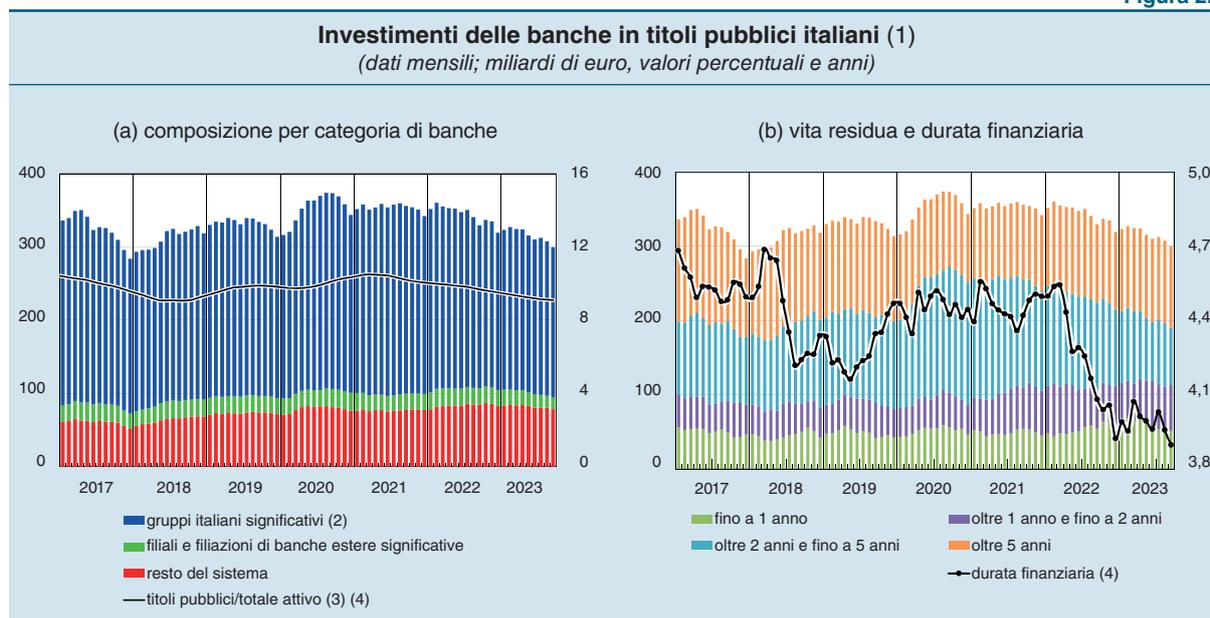
Figura 2.4

Andamento del VaR delle banche italiane (1)
(dati giornalieri; indice: marzo 2016=100)



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli, Matrice dei conti e Refinitiv. (1) Medie ponderate per la dimensione dei portafogli dei singoli intermediari. Il VaR rappresenta la perdita di valore del portafoglio che in 1 giorno non sarà superata nel 99 per cento dei casi. L'indicatore relativo all'intero sistema bancario è calcolato, alla fine di ogni mese, in base alle informazioni granulari circa le consistenze e le caratteristiche dei titoli in portafoglio di ciascuna banca italiana, tenendo conto delle variazioni dei fattori di rischio occorse negli ultimi 250 giorni lavorativi.

¹ Per ulteriori dettagli metodologici, cfr. E. Bonaccorsi di Patti e G. Cascarino, *Un modello di previsione per la qualità del credito in Italia*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 19, 2020.



nella condizione di dover vendere lo strumento prima della sua naturale scadenza, ad esempio per contrastare improvvise esigenze di liquidità. Sulla base del valore di mercato dei titoli alla fine di settembre, l'impatto stimato delle *unrealized losses* ammontava, in media e tenendo conto dei benefici connessi con il ricorso a derivati di copertura, a circa il 2 per cento delle attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA) di sistema. Queste minusvalenze facevano capo a banche con un indice medio di copertura della liquidità su un orizzonte temporale di un mese (*liquidity coverage ratio*, LCR) ampiamente superiore ai minimi regolamentari, riducendo significativamente la probabilità che tali perdite si realizzino.

I tassi sui depositi di famiglie e imprese si sono finora adeguati in misura contenuta ai rialzi di quelli ufficiali; l'aumento dovrebbe proseguire nei prossimi mesi. Se il *pass-through* sui depositi aumentasse dal 10 per cento, osservato nel periodo giugno 2022-giugno 2023, sino al 40 per cento², il margine di interesse annuale si ridurrebbe di circa 2 punti percentuali degli RWA.

Considerando il complesso delle attività e passività comprese nel portafoglio bancario alla fine di giugno del 2023, in un ipotetico scenario di rialzo parallelo di 200 punti base dell'intera curva dei rendimenti – così come previsto dalle linee guida predisposte dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA)³ – la variazione media ponderata del valore economico del portafoglio sarebbe negativa sia per le banche significative sia per quelle meno significative (rispettivamente 3,4 e 1,9 punti percentuali degli RWA).

² Il *pass-through* è definito come il rapporto tra la variazione del tasso medio praticato sui depositi alla clientela e quella dei tassi ufficiali.

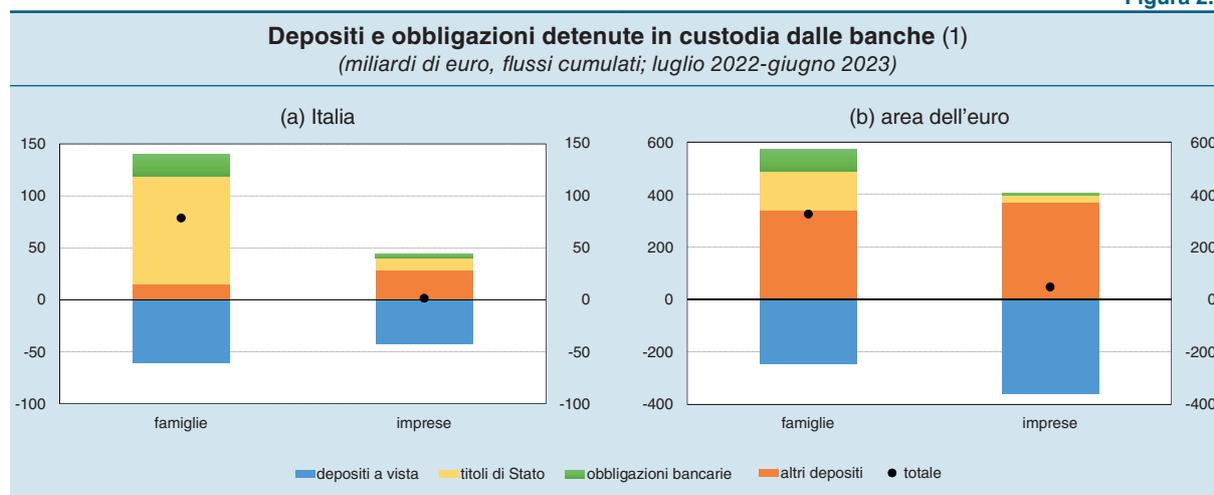
³ Questo scenario rientra tra i sei definiti dalle linee guida EBA/2018/02 e richiamati all'art. 98 della direttiva UE/2019/878 (Capital Requirements Directive, CRD5).

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

A settembre la raccolta delle banche era diminuita del 7,0 per cento sui dodici mesi, riflettendo la flessione dei depositi dei residenti e il calo delle passività verso l'Eurosistema.

Tra luglio del 2022 e giugno del 2023 le famiglie e le imprese hanno riallocato parte della loro liquidità a favore di strumenti più remunerativi. La flessione dei depositi a vista è stata accompagnata, soprattutto per le famiglie, da una crescita dei flussi verso i titoli di Stato e, in misura minore, verso obbligazioni bancarie e altre tipologie di depositi (fig. 2.6.a). Nell'insieme dei paesi dell'area dell'euro questa ricomposizione ha riguardato prevalentemente forme di depositi più remunerative (fig. 2.6.b).

Figura 2.6



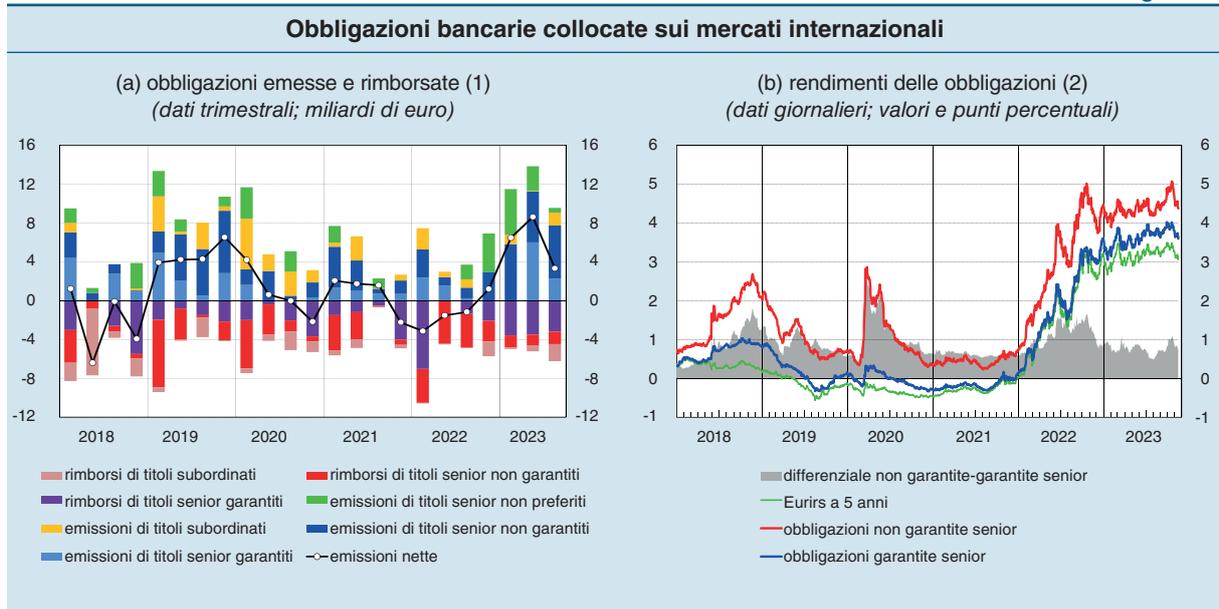
Nel terzo trimestre le emissioni obbligazionarie nette sono state 3,3 miliardi, un ammontare inferiore di 5,3 miliardi rispetto al trimestre precedente, ma molto superiore alla media del triennio 2020-22 (fig. 2.7.a). I rendimenti sono rimasti relativamente stabili, ma su livelli piuttosto elevati nel confronto storico (fig. 2.7.b).

L'eccedenza della raccolta bancaria al dettaglio rispetto alla consistenza dei prestiti è ulteriormente aumentata: tra febbraio e settembre il *funding gap* si è portato da -11,2 a -14,4 per cento⁴. Alla fine del terzo trimestre il costo marginale della raccolta era il 2,1 per cento, circa il doppio rispetto a quello osservato alla fine dello scorso anno (fig. 2.8).

Alla fine di settembre il rifinanziamento TLTRO3 in essere ammontava a 152 miliardi, di cui circa il 51 per cento in scadenza entro marzo del 2024. Dallo scorso marzo i rimborsi delle TLTRO3 sono stati pari a 176 miliardi, di cui 146 a giugno. Questi ultimi rimborsi sono stati effettuati utilizzando ampiamente la liquidità in eccesso (rispetto alla riserva obbligatoria) depositata presso la Banca d'Italia; tale liquidità era stata incrementata nel corso del primo semestre grazie alle rilevanti emissioni nette sul mercato obbligazionario, effettuate principalmente dalle banche significative, e al ricorso al mercato dei pronti contro termine. La capacità delle banche di acquisire nuova provvista sui mercati ha ridotto l'esigenza di ricorrere alle operazioni di rifinanziamento standard della BCE.

⁴ Il *funding gap* è misurato come differenza tra il valore dei prestiti e la raccolta al dettaglio, in percentuale dei prestiti.

Figura 2.7

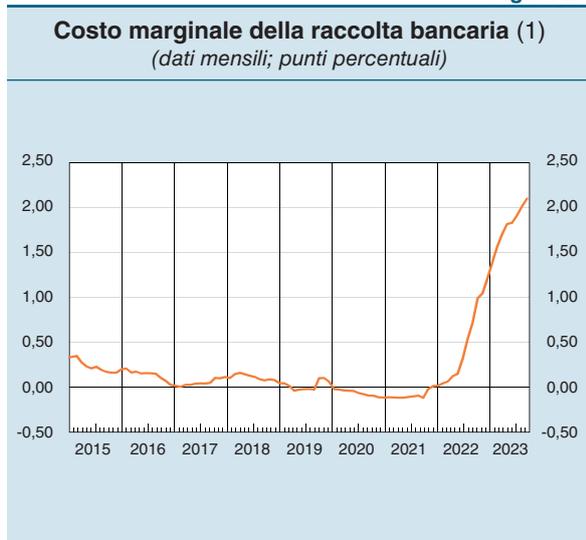


Fonte: Bloomberg e Dealogic.

(1) Emissioni di titoli di banche italiane sui mercati internazionali. Non sono incluse le emissioni trattenute a bilancio, né quelle destinate al mercato al dettaglio. Sono incluse le obbligazioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione. – (2) Rendimenti a scadenza di titoli di banche italiane con vita residua pari a 5 anni.

Nel periodo di mantenimento terminato a settembre la liquidità in eccesso era pari a 192 miliardi (fig. 2.9). Per le maggiori banche italiane era di molto superiore agli importi delle TLTRO3 ancora in essere; diversi intermediari, per lo più di piccola dimensione, dovranno invece reperire fondi sul mercato per rimborsare le operazioni in scadenza, ricorrendo a nuova provvista di banca centrale oppure riducendo parte delle proprie attività.

Figura 2.8



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Il costo marginale della raccolta è calcolato come media ponderata del costo delle varie fonti di provvista delle banche, utilizzando come pesi le rispettive consistenze. Si tratta del costo che la banca sosterebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento.

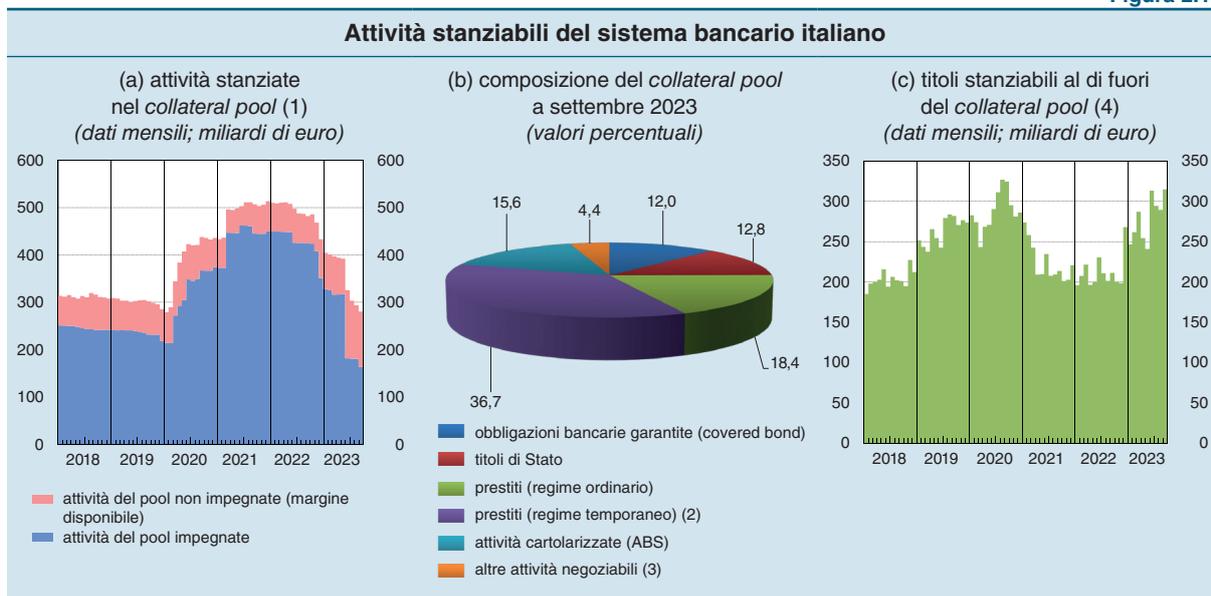
Figura 2.9



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

(1) La data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento. L'eccesso di liquidità è calcolato come somma del saldo medio sui conti di riserva delle banche, al netto dell'obbligo di riserva, e del ricorso medio alla *deposit facility*. – (2) Scala di destra.

Figura 2.10

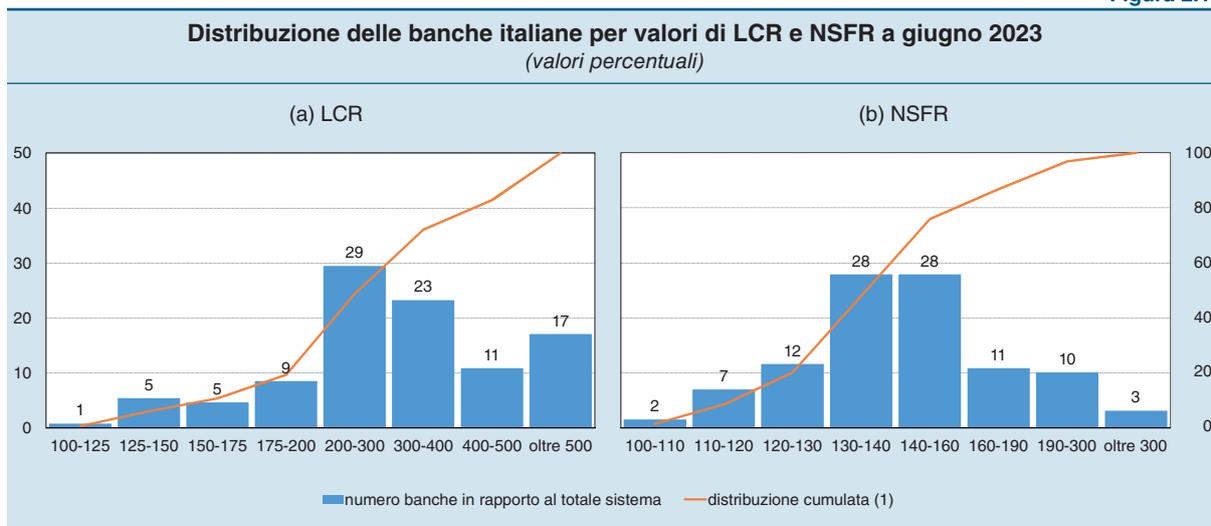


Fonte: elaborazioni su dati Eurosystema e su segnalazioni di vigilanza.

(1) Dati di fine periodo riferiti alle controparti di politica monetaria della Banca d'Italia. L'ammontare delle attività impegnate presso l'Eurosystema comprende la parte a copertura degli interessi maturati e del rifinanziamento in dollari. Il *collateral pool* è valutato ai prezzi rilevati dal Common Eurosystem Pricing Hub, al netto degli scarti di garanzia (*haircuts*). – (2) Nel regime temporaneo i criteri di idoneità delle attività conferibili in garanzia, che nel regime ordinario sono definite sulla base di regole comuni a tutto l'Eurosystema, sono stabiliti dalle singole banche centrali nazionali nell'ambito di regole definite dal Consiglio direttivo della BCE. – (3) La categoria include le obbligazioni bancarie anche con garanzia dello Stato, titoli di società non finanziarie e sovranazionali. – (4) Dati di fine periodo riferiti all'intero sistema bancario, escluse Cassa depositi e prestiti e Poste Italiane. Gli importi sono espressi al valore di mercato segnalato dalle banche, al netto degli *haircuts* applicati dall'Eurosystema.

A fronte dei rimborsi delle TLTRO3 il valore delle attività conferite come garanzia nelle operazioni presso l'Eurosystema (*collateral pool*) è diminuito di 119 miliardi tra marzo e settembre, collocandosi a 278 (fig. 2.10.a); sono state liberate dal pool in prevalenza obbligazioni bancarie garantite e titoli di Stato. I prestiti costituiscono la principale classe di attività stanziata (55 per cento del totale; fig. 2.10.b). Le misure adottate in risposta all'emergenza pandemica, che allentavano i criteri di

Figura 2.11



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.

(1) Scala di destra.

idoneità applicabili alle attività conferite in garanzia, continuano ad accrescere la disponibilità di collaterale per 37 miliardi; queste misure saranno oggetto di revisione nel corso del 2024. Le banche italiane dispongono inoltre di 315 miliardi di titoli liberi stanziabili al di fuori del *collateral pool*, costituiti per il 70 per cento da titoli di Stato (fig. 2.10.c).

I rimborsi dei finanziamenti TLTRO3 previsti per i prossimi mesi non avrebbero un impatto rilevante sul profilo della liquidità delle banche italiane, che si mantiene equilibrato sia sulle scadenze a breve sia su un orizzonte di medio termine. Alla fine di giugno l'LCR era mediamente pari al 175 per cento (190 alla fine del 2022) e il coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR) si collocava al 134 per cento. Per tutti gli intermediari entrambi gli indicatori erano al di sopra del minimo regolamentare del 100 per cento e con un ampio margine per oltre il 90 per cento di essi (fig. 2.11).

Il patrimonio e la redditività

Nel primo semestre l'adeguatezza patrimoniale delle banche italiane è migliorata; a giugno il *CET1 ratio* dell'intero sistema – dato dal rapporto tra capitale di migliore qualità (CET1) e attività ponderate per il rischio – era mediamente pari al 15,6 per cento. L'incremento è stato di entità simile fra le banche significative e quelle meno significative, i cui valori hanno raggiunto il 15,9 e il 16,8 per cento, rispettivamente⁵; per le prime, lo scorso giugno il *CET1 ratio* era superiore di circa 20 punti base a quello medio del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM).

Le banche significative hanno beneficiato del consistente contributo dell'autofinanziamento e, in misura minore, del miglioramento della riserva patrimoniale a valere sulla redditività complessiva⁶; queste componenti hanno più che compensato gli effetti residuali del regime transitorio previsto per l'entrata in vigore del principio contabile IFRS 9⁷ e della nuova operazione di riacquisto di azioni proprie condotta da un primario intermediario.

È inoltre proseguita la riduzione degli RWA. Questo andamento consolida una tendenza in essere da diverso tempo: nel triennio 2020-2022 infatti il consistente incremento del *CET1 ratio* delle banche significative italiane è stato determinato unicamente della flessione degli RWA, a fronte di un contributo negativo del capitale, mentre per l'insieme delle banche dell'SSM – il cui livello di patrimonializzazione è aumentato in misura più contenuta – si è osservato il fenomeno opposto⁸.

Per le banche meno significative il contributo della redditività ha più che compensato l'effetto transitorio relativo all'entrata in vigore dell'IFRS 9. Recenti prove di stress mostrano la complessiva resilienza del comparto, che sarebbe in grado di sostenere gli impatti connessi con il materializzarsi di eventi macroeconomici avversi (cfr. il riquadro: *Gli stress test sulle banche italiane meno significative*).

⁵ Il totale del sistema bancario comprende anche le filiazioni italiane di banche estere, che non sono classificate né come significative né come meno significative e il cui *CET1 ratio* medio era pari a giugno al 12,3 per cento.

⁶ Nella riserva patrimoniale a valere sulla redditività complessiva rientrano le variazioni di valore di attività e passività che non transitano nell'utile o nella perdita di esercizio, ma alimentano una specifica voce del patrimonio netto e, attraverso questa, il patrimonio di vigilanza. Nel primo semestre dell'anno ha contribuito anche l'incremento di valore dei titoli di Stato detenuti dalle banche.

⁷ Il regime transitorio disciplinato dall'art. 473-bis del regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR) consente di computare nel CET1 una quota, decrescente nel tempo, delle extra rettifiche di valore su crediti già rilevate nel risultato di esercizio a seguito dell'applicazione dell'IFRS 9.

⁸ M.A. Aiello, C. Ciancaglioni e G. Manzelli, *L'andamento delle attività ponderate per il rischio delle banche italiane ed europee nell'ultimo triennio*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, di prossima pubblicazione.

GLI STRESS TEST SULLE BANCHE ITALIANE MENO SIGNIFICATIVE¹

Nei mesi scorsi la Banca d'Italia ha condotto un esercizio di stress test sulle banche italiane meno significative (*less significant institutions*, LSI) che ha coinvolto 112 intermediari, con operatività sia tradizionale sia specializzata, ai quali fa capo quasi il 10 per cento del totale attivo del sistema bancario².

L'esercizio, svolto nell'ambito delle ordinarie attività di supervisione, ha valutato la capacità delle banche di fronteggiare eventi macroeconomici sfavorevoli e, analogamente a quello effettuato in sede europea sulle banche significative e coordinato dall'EBA e dalla BCE³, non ha determinato l'automatica adozione di misure di vigilanza. I risultati vengono tuttavia utilizzati nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP) per diverse finalità, tra cui: (a) la verifica del profilo di adeguatezza patrimoniale; (b) la quantificazione dei requisiti target di secondo pilastro (*Pillar 2 Guidance*, P2G).

L'analisi non ha visto il coinvolgimento diretto degli intermediari (approccio *top-down*) e ha fatto riferimento ai medesimi scenari macroeconomici, di base e avverso, adottati nello stress test condotto a livello europeo. I dati di partenza delle simulazioni sono quelli della fine del 2022 e le stime di impatto sono relative al triennio 2023-25.

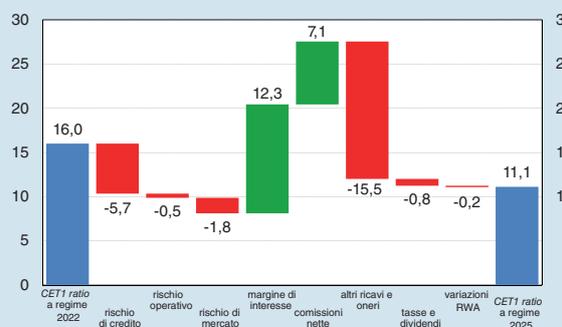
Nell'orizzonte temporale considerato le LSI italiane mostrano nel complesso un'adeguata capacità di tenuta nello scenario avverso, con un *CET1 ratio* medio finale dell'11,1 per cento (figura). Alla riduzione di 4,9 punti percentuali contribuirebbero soprattutto la crescita degli oneri di gestione determinata dalle dinamiche inflative (che inciderebbe per 15,5 punti percentuali)⁴, l'aumento del rischio di credito (che ridurrebbe il *CET1 ratio* di 5,7 punti percentuali) e la dinamica del rischio di mercato, condizionata dal deprezzamento dei titoli obbligazionari detenuti nel portafoglio al *fair value* (che inciderebbe per 1,8 punti percentuali). Questi impatti sarebbero in parte bilanciati dai contributi del margine di interesse (positivo per 12,3 punti nonostante la prevista crescita del costo della raccolta) e delle commissioni (7,1 punti).

Per quanto riguarda il *leverage ratio* a regime, il valore medio si ridurrebbe di 1,8 punti percentuali (dal 6,4 al 4,6 per cento, comunque superiore al requisito minimo del 3,0).

Nel confronto con lo stress test condotto a livello europeo, considerando le sole LSI con operatività tradizionale, la riduzione del patrimonio è maggiore di quella osservata per le banche italiane significative di 1,5 punti percentuali.

Figura

Variazione del *CET1 ratio* a regime nel triennio 2023-25 per le banche italiane meno significative nello scenario avverso (1)
(valori e punti percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Risultati complessivi dello stress test delle LSI del 2023 nello scenario avverso. L'eventuale mancata quadratura è dovuta agli arrotondamenti.

¹ A cura di Alessandro Croce e Mauro Ronca.

² Nello specifico si tratta di 84 intermediari a operatività tradizionale (di cui 39 casse Raiffeisen), 14 enti specializzati in attività di gestione e investimento e 6 specializzati nel credito, oltre a 8 banche classificate in una categoria residuale. Sono state escluse le aziende impegnate in una consistente revisione del proprio modello di business, in processi di variazione dell'assetto societario e di operatività o in amministrazione straordinaria.

³ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito dell'EBA: *EU-wide stress testing* e, in particolare, la *nota metodologica* dell'ultimo esercizio e il *documento* che definisce gli scenari macrofinanziari da applicare.

⁴ Si ipotizza che alla fine del triennio il valore annuo delle spese del personale e delle altre spese amministrative sia cresciuto rispettivamente del 13,2 e del 22,3 per cento nel confronto con il corrispondente valore di partenza.

L'impatto è più marcato per il rischio di credito e per i costi operativi; al contrario, le LSI beneficiano maggiormente della crescita del margine di interesse.

I risultati dello stress test costituiscono uno degli strumenti utilizzati dalla supervisione per valutare il profilo di rischio complessivo degli intermediari; le banche che nello scenario avverso non sarebbero in grado di rispettare almeno uno dei requisiti prudenziali sono già da tempo all'attenzione della Banca d'Italia, anche attraverso l'adozione di interventi correttivi.

Nel primo semestre dell'anno il rapporto della leva finanziaria (*leverage ratio*), che misura l'adeguatezza del capitale rispetto alle attività non ponderate per il rischio, è aumentato di 10 punti base, al 6,1 per cento (a fronte di un requisito obbligatorio del 3,0), soprattutto per effetto della flessione dell'esposizione complessiva (il denominatore del rapporto). Il *leverage ratio* dei gruppi significativi era pari al 5,9 per cento, 20 punti base sopra al valore medio delle banche dell'SSM; per le banche meno significative l'indicatore si collocava al 6,9.

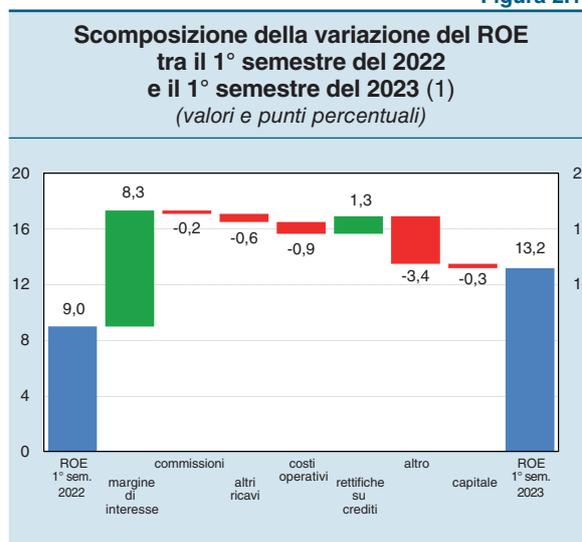
Nello stesso periodo le emissioni di passività idonee a soddisfare il requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) – effettuate soprattutto dalle banche significative – sono state rilevanti⁹. Il rapporto tra queste passività e gli RWA delle banche significative e meno significative assoggettabili a risoluzione è salito al 32,8 per cento, un livello ampiamente superiore ai valori medi dei requisiti intermedio e finale stabiliti dalle autorità di risoluzione. Alcuni intermediari non risultano ancora in linea con i requisiti finali da conseguire entro il 1° gennaio 2024 (o entro l'eventuale termine più esteso determinato dall'autorità di risoluzione), ma stanno gradualmente riducendo la carenza di passività idonee.

Nel primo semestre la redditività delle banche italiane è migliorata; il ROE, al netto delle componenti straordinarie, è salito dal 9,0 al 13,2 per cento (fig. 2.12).

Il maggiore contributo all'aumento della redditività è provenuto dalla forte crescita del margine di interesse (44,5 per cento in più rispetto al corrispondente periodo del 2022). A sua volta, questo incremento è imputabile principalmente alla dinamica degli interessi attivi sui prestiti alle imprese e alle famiglie; vi hanno contribuito, seppure in misura più contenuta, anche gli interessi sui titoli di debito.

L'aumento del margine di interesse ha sospinto anche quello di intermediazione (cresciuto del 19,1 per cento), nonostante il lieve calo delle commissioni e dei ricavi da negoziazione. Al miglioramento della redditività ha inoltre contribuito la flessione delle rettifiche su crediti (-35,2 per cento); i costi operativi sono appena saliti (del 3,5 per cento).

Figura 2.12



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.

(1) Le variazioni sono riportate in rapporto al capitale proprio e alle riserve e contribuiscono positivamente (barra in verde) o negativamente (barra in rosso) al ROE di partenza dei primi 6 mesi del 2022, determinando il valore finale del ROE del 1° semestre 2023.

⁹ Le emissioni si sono concentrate sui titoli senior e senior *non preferred*.

Stime coerenti con lo scenario macroeconomico pubblicato dalla Banca d'Italia nel *Bollettino economico* di ottobre indicano che la redditività complessiva delle banche italiane resterebbe elevata nell'anno in corso, su livelli superiori a quelli osservati nel 2022, e segnerebbe una diminuzione nel biennio successivo, pur mantenendosi ampiamente positiva. Il margine di interesse aumenterebbe di oltre un terzo nel complesso del 2023, per poi rallentare in modo deciso nel biennio seguente, riflettendo anche il graduale adeguamento degli interessi sui depositi. In linea con il rialzo atteso del tasso di deterioramento dei prestiti, le rettifiche di valore su crediti crescerebbero di poco nell'anno in corso e più marcatamente nel prossimo, stabilizzandosi nel 2025. Questo valore rimarrebbe comunque molto contenuto anche nel confronto storico.

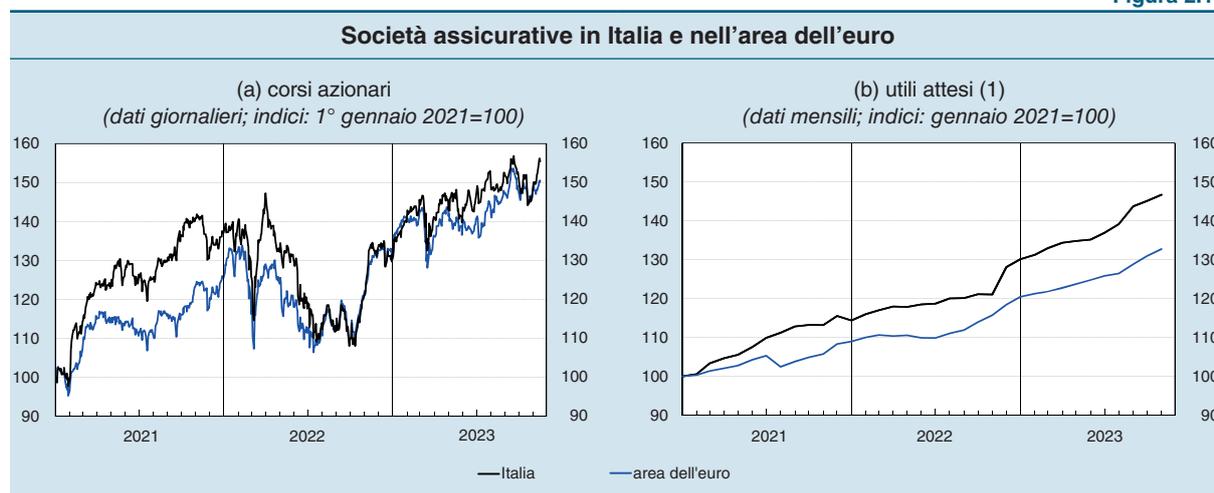
Con la L.136/2023 è stata introdotta un'imposta straordinaria a valere sul margine di interesse delle banche. L'importo sarà determinato applicando un'aliquota del 40 per cento all'ammontare del margine di interesse relativo al 2023 che eccede il 110 per cento di quello riferito al 2021; l'imposta non potrà comunque superare lo 0,26 per cento degli RWA. In alternativa al pagamento gli intermediari potranno istituire in sede di approvazione del bilancio sul 2023 una riserva patrimoniale non distribuibile per un importo non inferiore a 2,5 volte l'ammontare del tributo; la gran parte delle banche appare orientata a istituire la riserva.

Dall'attività di monitoraggio condotta dalla Banca d'Italia¹⁰ risulta che nel primo semestre dell'anno presso gli intermediari finanziari italiani si sono verificati 20 gravi incidenti cibernetici; erano stati 13 nel complesso del 2022. La maggior parte delle segnalazioni ha riguardato attacchi subiti da *service providers*, in alcuni casi connessi con il conflitto in Ucraina.

2.2 LE ASSICURAZIONI

I corsi azionari e gli utili attesi delle compagnie italiane sono in crescita rispetto allo scorso aprile, in linea con i mercati europei (fig. 2.13).

Figura 2.13



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Media ponderata per il numero di azioni in circolazione degli utili attesi per azione nei 12 mesi successivi alla data di riferimento di un campione delle principali società assicurative italiane e dell'area dell'euro. L'Italia comprende Assicurazioni Generali, Mediolanum Assicurazioni, Poste Italiane, UnipolSai. L'area dell'euro comprende le principali società incluse nell'indice di Datastream del settore assicurativo dell'area.

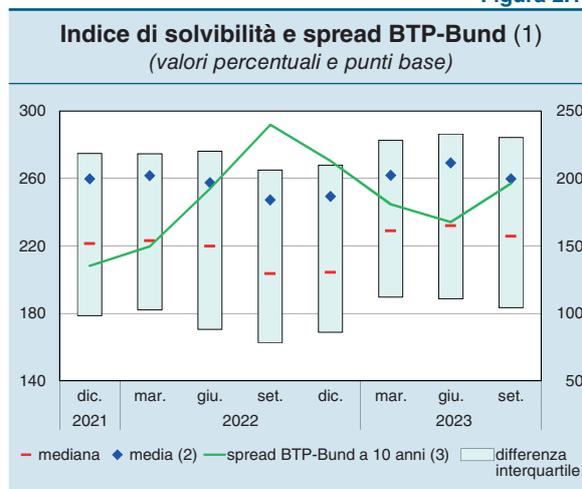
¹⁰ Questa attività si basa sulle segnalazioni previste dalla Banca d'Italia relative ai gravi incidenti operativi o alla sicurezza. Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Comunicazione di gravi incidenti operativi o di sicurezza*.

La crisi di Eurovita (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023) è stata definitivamente risolta nel mese di ottobre, con una cessione del compendio aziendale della società e la normalizzazione dei rapporti assicurativi, salvaguardando i diritti degli assicurati¹¹.

L'indice di solvibilità medio delle imprese italiane a settembre aveva raggiunto il 260 per cento, dal 249 di dicembre del 2022 (fig. 2.14). Alla crescita ha contribuito la ripresa di valore degli investimenti.

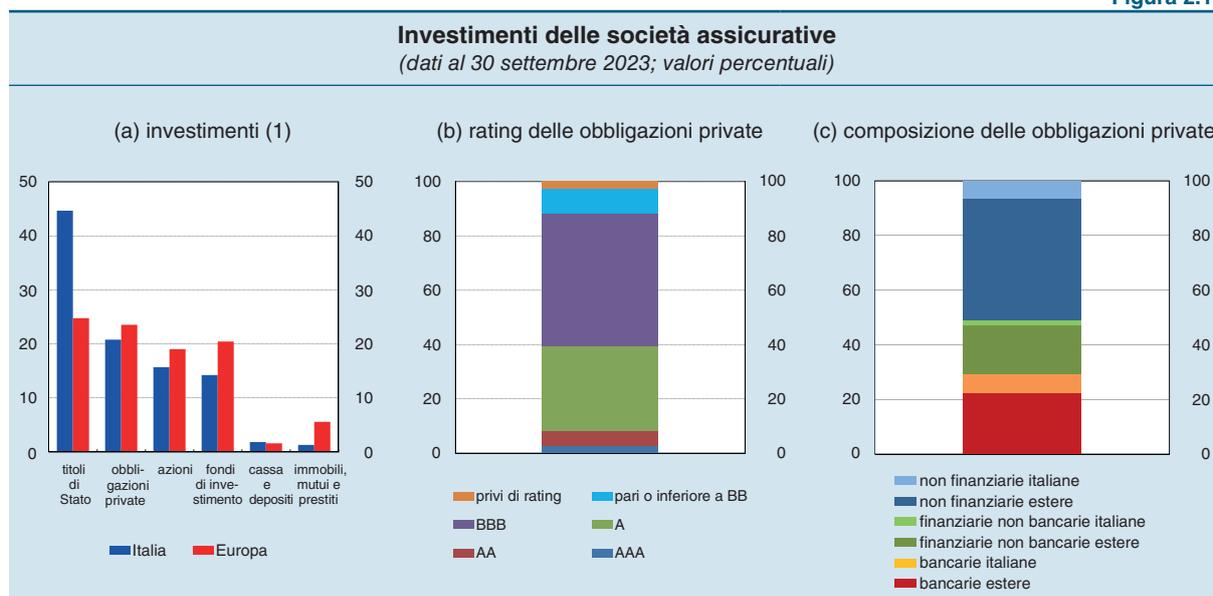
Le obbligazioni pubbliche e private (rispettivamente il 45 e il 21 per cento degli investimenti per i quali le imprese sopportano il rischio; fig. 2.15.a) continuano a presentare minusvalenze nette non realizzate (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023); alla fine di ottobre il saldo netto negativo sugli investimenti era pari a 48 miliardi di euro, in aumento rispetto a giugno (fig. 2.16).

Figura 2.14



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.
 (1) L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale Solvency II. I dati provengono dalle segnalazioni trimestrali di vigilanza Solvency II (*Quantitative reporting template*). – (2) Media ponderata con pesi pari al requisito patrimoniale di solvibilità. – (3) Lo spread BTP-Bund si riferisce alla fine di ciascun periodo. Scala di destra.

Figura 2.15



Fonte: Ivass ed EIOPA.
 (1) I dati per l'Europa, aggiornati al 30 giugno 2023, sono riferiti allo Spazio economico europeo.

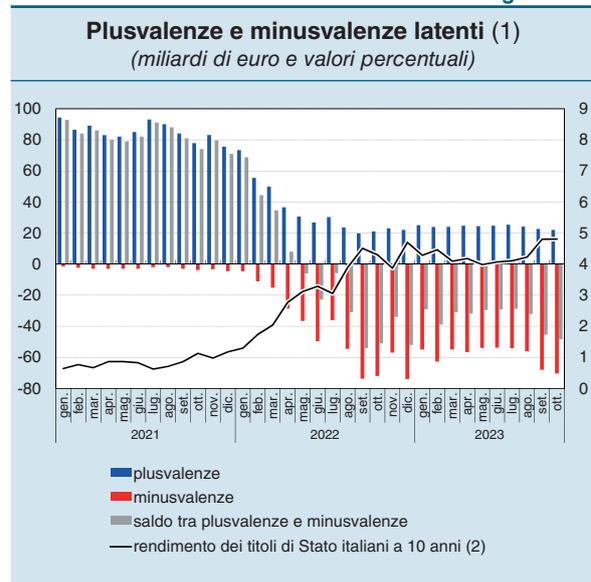
Le obbligazioni private in portafoglio erano per lo più costituite da titoli emessi da società estere e imprese non finanziarie (fig. 2.15.c) e avevano in prevalenza rating BBB e A (rispettivamente 50 e 32 per cento; fig. 2.15.b).

¹¹ Ivass, *Eurovita spa e Eurovita Holding spa in liquidazione coatta amministrativa: cessione del compendio aziendale*, avviso del 30 ottobre 2023.

Considerato il permanere di una situazione di volatilità delle quotazioni dei titoli, il legislatore ha prorogato anche per l'esercizio 2023 la possibilità di sospendere temporaneamente gli effetti sulla redditività di esercizio delle minusvalenze sugli investimenti¹².

Per il primo semestre dell'anno questa facoltà è stata adottata da un numero limitato di compagnie, che rappresentano il 16 per cento degli attivi del mercato. Le minusvalenze si sono pertanto riflesse negativamente sulla redditività, soprattutto della gestione vita. Il ROE di tale comparto è rimasto negativo, anche se in misura inferiore allo stesso periodo del 2022 (fig. 2.17.a). Al risultato ha contribuito la forte flessione dei premi delle polizze unit-linked (-33 per cento), solo in parte controbilanciata dalla ripresa della raccolta dei prodotti tradizionali (salita del 10 per cento; fig. 2.17.c). Nel comparto danni il ROE del primo semestre è risultato in rialzo rispetto allo stesso periodo del 2022 per effetto

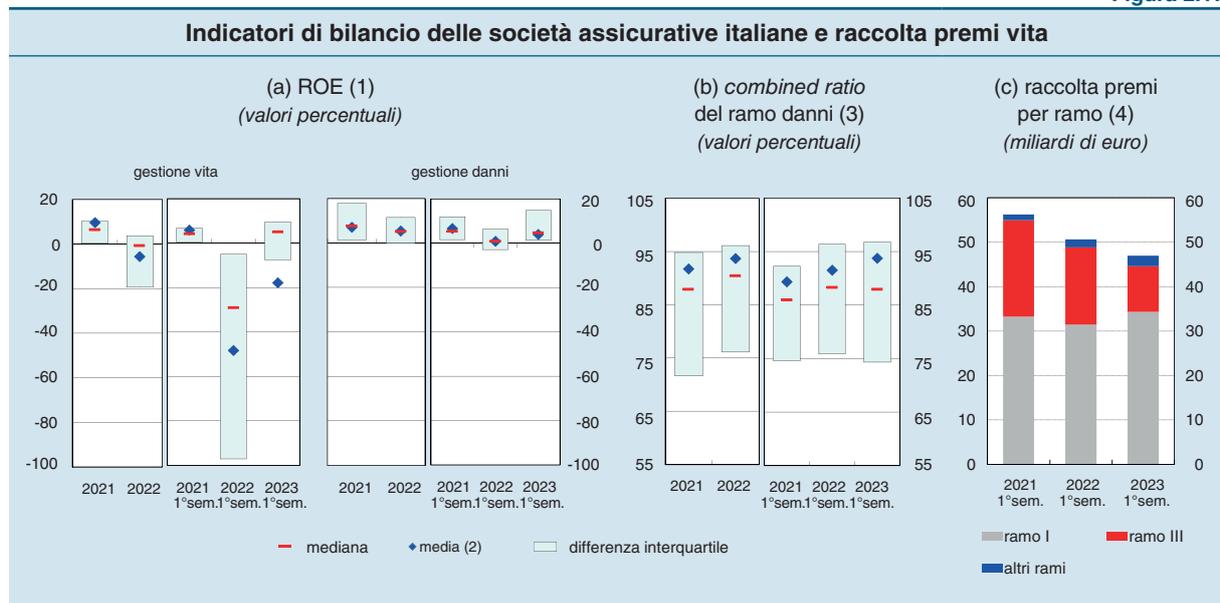
Figura 2.16



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Le plusvalenze e le minusvalenze latenti rappresentano la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio dei titoli in portafoglio. – (2) Scala di destra. Dati di fine periodo.

Figura 2.17



Fonte: Ivass.

(1) Rapporto tra utile e patrimonio netto. I dati dei semestri non sono annualizzati e sono basati su un campione rappresentativo delle principali compagnie italiane. – (2) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto. – (3) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (4) Il ramo I include in prevalenza polizze rivalutabili (prodotti vita tradizionali garantiti); il ramo III include in prevalenza polizze unit e index linked (prodotti vita con rischio a carico degli assicurati); gli altri rami includono tutti gli altri prodotti vita.

¹² La deroga consente alle imprese che non adottano i principi contabili internazionali di valutare i titoli non durevoli in base al valore di iscrizione risultante dall'ultimo bilancio, fatta eccezione per le perdite di carattere durevole. La compagnia che esercita la facoltà destina la mancata svalutazione a "riserva indisponibile".

dell'incremento della raccolta premi (8 per cento), in parte determinato dalle dinamiche inflative¹³. Il *combined ratio* tuttavia è peggiorato (al 94 per cento, dal 92 del giugno 2022; fig. 2.17.b) a causa degli aumenti dei costi sostenuti dalle compagnie; la crescita dovrebbe proseguire anche nel semestre in corso per effetto dell'incremento degli oneri per sinistri¹⁴, solo in parte mitigato dal rialzo dei prezzi delle coperture, che avviene di norma in misura graduale. Per effetto delle dinamiche dei due comparti, la redditività complessiva del settore assicurativo al termine del primo semestre 2023 è al 2 per cento.

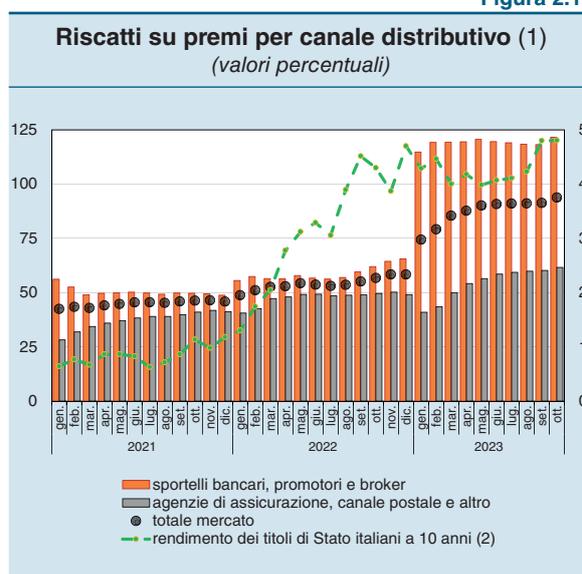
Nello scorso giugno la mediana dell'indicatore di liquidabilità degli attivi (*liquid asset ratio*)¹⁵ era in lieve calo nel confronto con dicembre del 2022 (al 60 per cento, dal 65) restando comunque ampiamente superiore ai livelli europei.

Alla fine di ottobre nel comparto vita il rapporto tra riscatti e premi continuava a essere elevato (94 per cento rispetto al 57 dello stesso mese del 2022), in particolare per le imprese che distribuiscono i prodotti attraverso banche e promotori finanziari (122 per cento, dal 61 di ottobre del 2022; fig. 2.18).

Nel primo semestre quasi un terzo dei pagamenti per le estinzioni anticipate relative alle polizze vita rivalutabili ha riguardato contratti con riserve superiori a 500.000 euro; per queste polizze l'incidenza dei riscatti sulle riserve accantonate dalle compagnie (*lapse ratio*)¹⁶ è stata il doppio della media di mercato osservata nello stesso periodo (rispettivamente 10 e 5 per cento). A giugno del 2023 a tali contratti faceva capo il 14 per cento delle riserve delle polizze vita rivalutabili.

Analisi condotte a livello nazionale ed europeo mostrano che l'adeguamento ai tassi di mercato dei rendimenti dei prodotti di investimento assicurativo potrebbe richiedere più tempo alle assicurazioni italiane rispetto a quelle europee, per effetto delle scadenze mediamente più lunghe dei titoli obbligazionari in portafoglio¹⁷.

Figura 2.18



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) L'indicatore riscatti su premi è calcolato come rapporto tra gli oneri per i riscatti e i premi. – (2) Scala di destra. Dati di fine periodo.

¹³ A fronte di un incremento su base annua dell'indice generale dei prezzi del 6,4 per cento, la variazione annua del premio medio RC auto è stata del 5,9 per cento (cfr. Ivass, *IPER: l'andamento dei prezzi effettivi per la garanzia r.c. auto nel secondo trimestre 2023*, comunicazione statistica, 6, settembre 2023). A giugno tale ramo rappresentava il 31 per cento della raccolta premi totale delle assicurazioni danni.

¹⁴ Un'analisi sui possibili effetti delle dinamiche inflative e degli alti tassi di interesse sulla profittabilità prospettica delle compagnie assicurative europee è stata condotta di recente dall'EIOPA; per maggiori dettagli, cfr. EIOPA, *Impact of inflation on the insurance sector*, 5 ottobre 2023.

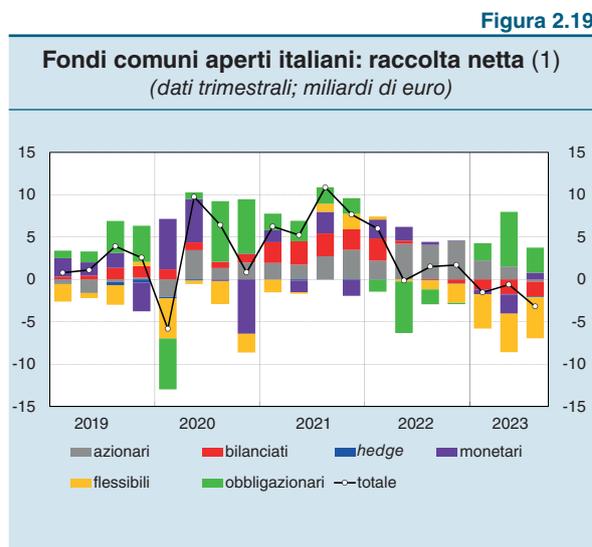
¹⁵ L'indicatore è dato dal rapporto tra gli attivi liquidi e il totale delle attività. Gli attivi liquidi sono determinati applicando i coefficienti di scarto alle diverse tipologie di attivo, in analogia con le disposizioni previste per il settore bancario dal regolamento di esecuzione UE/2016/322.

¹⁶ Il *lapse ratio* è un indicatore dato dal rapporto fra l'importo delle liquidazioni per riscatto del periodo e la riserva accantonata all'inizio dello stesso periodo.

¹⁷ Entro dieci anni scadrà il 64 per cento delle obbligazioni detenute dalle compagnie italiane e il 70 di quelle delle imprese europee (cfr. EIOPA, 2023, op. cit.).

2.3 L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Nel secondo e nel terzo trimestre del 2023 la raccolta netta dei fondi comuni aperti gestiti da gruppi italiani è stata negativa (per circa 4 miliardi; fig. 2.19), risentendo dell'incertezza connessa con lo scenario macroeconomico e del rialzo dei rendimenti che favorisce la riallocazione verso investimenti in titoli di debito (cfr. il par. 1.5). I deflussi sono stati prevalentemente riconducibili ai risparmiatori al dettaglio. In linea con la dinamica iniziata con l'incremento dei tassi di interesse, la raccolta netta è stata negativa per i fondi bilanciati, flessibili e monetari; sono invece proseguiti gli afflussi verso quelli azionari. Si sono registrate sottoscrizioni nette anche nel comparto obbligazionario, soprattutto per i fondi specializzati in titoli di Stato europei. Gli investitori hanno continuato a privilegiare fondi che rispettano criteri di sostenibilità sotto i profili ambientale, sociale e di governo societario (*environmental, social and governance, ESG*).



Fonte: Assogestioni.

(1) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi italiani. Per il 3° trimestre 2023, dati provvisori.

Nella prima metà dell'anno l'esposizione al rischio di tasso di interesse dei fondi non azionari è lievemente aumentata; la durata finanziaria media del portafoglio obbligazionario (circa cinque anni) è rimasta comunque inferiore alla media dell'area dell'euro (6,4 anni). Questi fondi hanno inoltre ridotto la quota di disponibilità liquide¹⁸ (dal 13 all'11 per cento del patrimonio), analogamente a quanto osservato per l'area. Il peso di titoli governativi e di obbligazioni *investment grade* è contestualmente cresciuto. La ricomposizione dei portafogli a livello dell'area dell'euro ha contribuito ad ampliare la rilevanza degli investimenti dei fondi nei mercati obbligazionari italiani: a giugno il complesso dei fondi dell'area deteneva circa un decimo dei titoli di Stato e un terzo delle obbligazioni emesse da società non finanziarie italiane.

Tra i fondi di diritto italiano¹⁹, il peso di quelli non azionari vulnerabili a richieste di rimborso particolarmente elevate²⁰ è sceso nei primi otto mesi dell'anno, all'1,7 per cento (fig. 2.20.a). La quota di fondi vulnerabili al rischio di liquidità derivante dalle variazioni dei margini di garanzia è invece lievemente salita, dal 2,3 al 2,7 per cento (fig. 2.20.b); la dinamica riflette l'incremento dell'esposizione in derivati rispetto al patrimonio netto (*synthetic leverage*). L'indebitamento verso banche e altri intermediari resta contenuto²¹.

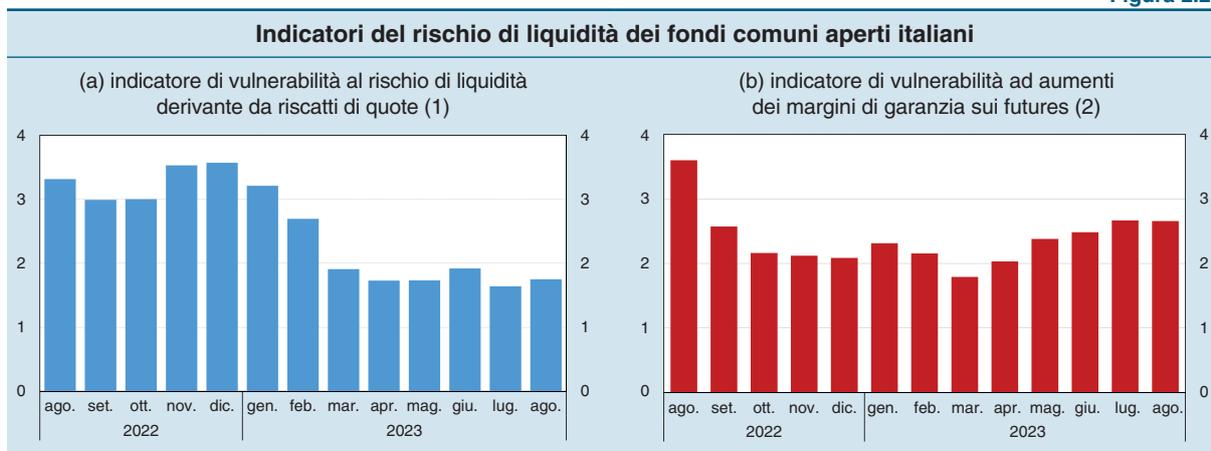
¹⁸ Le disponibilità liquide comprendono la giacenza sui conti correnti – al netto delle operazioni di acquisti, vendite e sottoscrizioni da regolare – e le attività assimilabili, quali obbligazioni con durata residua inferiore ai dodici mesi.

¹⁹ Il patrimonio dei fondi di diritto italiano, vigilati dalla Banca d'Italia, rappresenta circa il 40 per cento di quello delle gestioni collettive, sia di diritto italiano sia di diritto estero, relative a gruppi italiani.

²⁰ Sono definiti vulnerabili i fondi per cui l'indicatore di liquidità, pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità delle sue componenti e i riscatti netti in uno scenario di stress, è inferiore all'unità (cfr. la nota 1 della fig. 2.20).

²¹ La normativa italiana prevede che i fondi aperti italiani possano assumere prestiti solo temporaneamente, in relazione a esigenze di investimento o disinvestimento dei beni del fondo, ed entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo stesso.

Figura 2.20

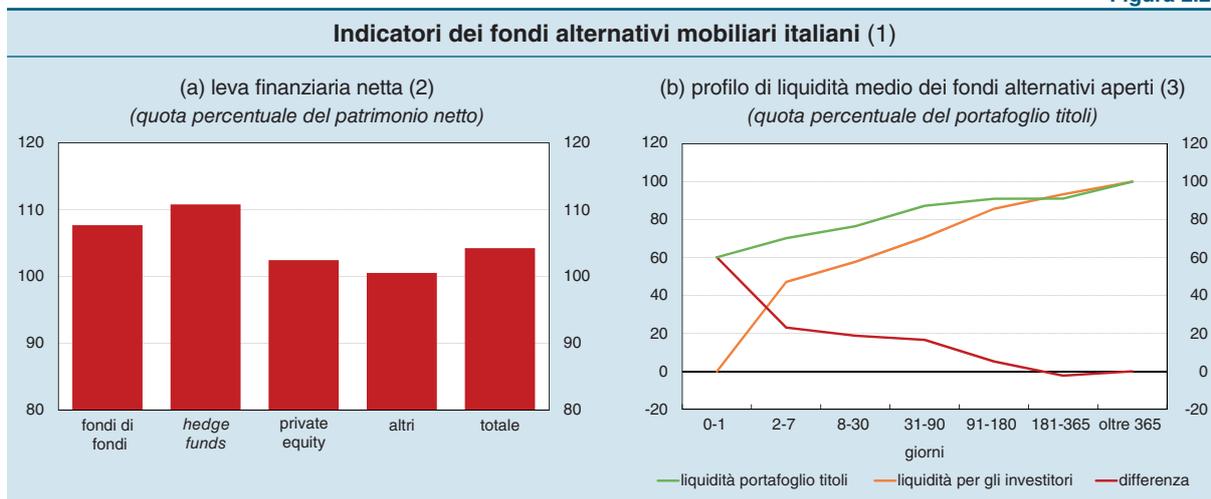


Fonte: segnalazioni di vigilanza e BCE (Centralised Securities Database).

(1) Patrimonio dei fondi con indicatore del rischio di liquidità inferiore a 1 in rapporto al patrimonio complessivo del comparto. Sono inclusi i fondi comuni aperti appartenenti ai comparti obbligazionario, flessibile e misto. L'indicatore del rischio di liquidità è misurato dal rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità di ciascuna esposizione e i riscatti netti in uno scenario di stress. Gli scenari di stress sono pari alla media dei valori superiori al 99° percentile delle distribuzioni dei riscatti netti mensili in rapporto al patrimonio relativi a ciascuno dei comparti analizzati tra gennaio 2008 e novembre 2020 (*high yield* e paesi emergenti: 14 per cento; area dell'euro: 30 per cento; Stati Uniti e globale: 24 per cento; fondi misti: 24 per cento). – (2) Patrimonio dei fondi vulnerabili in rapporto al patrimonio complessivo del comparto. I fondi vulnerabili sono quelli per i quali il rapporto tra le attività liquide e i margini di garanzia, determinati nello scenario di stress, è inferiore a 1. Lo scenario di stress è pari al 1° percentile della distribuzione dei margini di variazione nel periodo compreso tra gennaio 2008 e novembre 2020. Tra le attività liquide sono inclusi i conti correnti bancari, i titoli governativi dei paesi dell'area dell'euro e quelli di paesi non appartenenti all'area con rating uguale o superiore alla categoria AA.

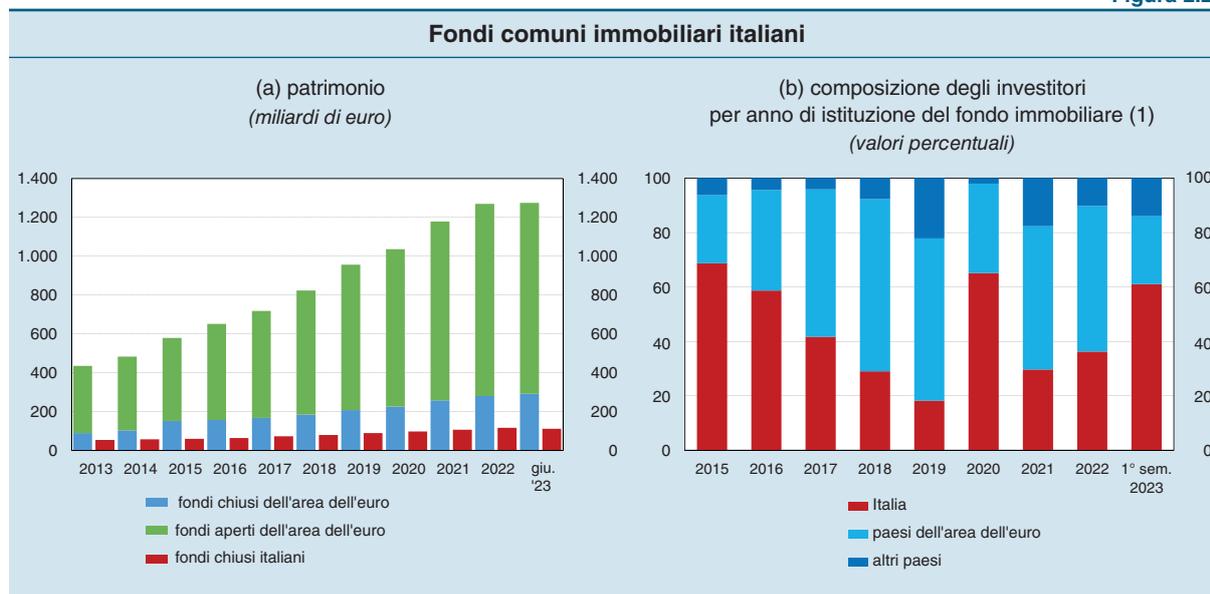
A giugno il patrimonio dei fondi di investimento alternativi mobiliari (FIA) italiani era rimasto sugli stessi livelli della fine del 2022 e continuava a rappresentare il 12 per cento del patrimonio complessivo dei fondi italiani. I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività del comparto si mantengono contenuti. La leva è lievemente aumentata, in media dal 102 al 104 per cento del patrimonio netto (fig. 2.21.a), ma resta inferiore alla media dell'area dell'euro (139 per cento). La leva indiretta dei

Figura 2.21



Fonte: segnalazioni di vigilanza e dati trasmessi in base alla direttiva AIFMD.

(1) La figura è costruita sulla base delle segnalazioni di vigilanza e dei dati trasmessi secondo la direttiva UE/2011/61 sui gestori di fondi di investimento alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD); la direttiva richiede ai gestori di tali fondi di fornire periodicamente alle autorità competenti informazioni sulle principali attività ed esposizioni. – (2) Esposizione complessiva calcolata con il metodo basato sugli impegni in rapporto al patrimonio netto dei fondi alternativi mobiliari gestiti da società di gestione del risparmio italiane. La categoria "altri" comprende i fondi che erogano direttamente finanziamenti o acquistano crediti originati da altri intermediari e quelli che non sono inclusi nelle altre categorie secondo i criteri adottati dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA). – (3) Per ogni periodo è indicata la differenza tra la liquidità del portafoglio titoli, pari alla quota media del portafoglio titoli che i fondi alternativi aperti possono liquidare entro quella data, e la liquidità per gli investitori, pari alla quota media dell'attivo che gli investitori di tali fondi possono riscattare nello stesso periodo. La stima non tiene conto di eventuali giacenze sui conti correnti.



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Quota del patrimonio netto sottoscritta dalle diverse categorie di investitori.

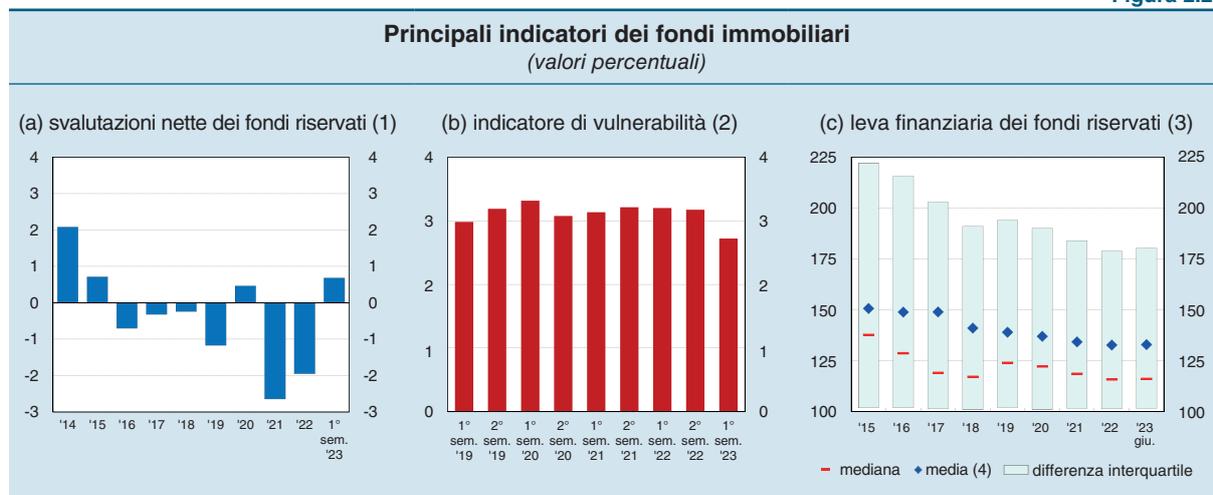
fondi di private equity, riconducibile all'indebitamento delle società controllate, era pari al 60 per cento del patrimonio netto del comparto. I rischi di liquidità a breve termine sono attenuati dalla normativa italiana, che impone ai fondi che investono più del 20 per cento del proprio patrimonio in attività illiquide di costituirsi in forma chiusa. I rischi di liquidità rimangono limitati anche per i fondi alternativi aperti (fig. 2.21.b)²², che rappresentano circa un sesto del patrimonio dei FIA mobiliari.

Nel primo semestre dell'anno la crescita del patrimonio dei fondi immobiliari italiani si è arrestata (fig. 2.22.a), in linea con il rallentamento del mercato immobiliare commerciale italiano ed europeo (cfr. il par. 1.4). Gli investitori nei fondi istituiti nel primo semestre sono principalmente operatori italiani (fig. 2.22.b), mentre sono diminuiti quelli esteri. I nuovi investimenti del comparto continuano a essere concentrati nella provincia di Milano. Nel complesso i fondi immobiliari hanno effettuato una svalutazione netta di poco meno dell'1 per cento del loro portafoglio (fig. 2.23.a).

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi immobiliari si mantengono complessivamente contenuti. I fondi non sono infatti soggetti al rischio di liquidità derivante da elevate richieste di rimborso in quanto sono costituiti in forma chiusa in base alla normativa italiana. Anche il rischio che alla scadenza le valutazioni del portafoglio immobiliare contabilizzate nei rendiconti dei fondi divergano in modo significativo dai valori di mercato rimane ridotto (fig. 2.23.b).

La leva finanziaria dei fondi immobiliari è su livelli storicamente bassi (132 per cento; fig. 2.23.c), in linea con la media europea. A giugno del 2023 il 4 per cento circa del patrimonio complessivo del comparto era riconducibile a fondi che utilizzano la leva in modo sostanziale (ossia con livelli superiori al 300 per cento). La quota di fondi con un patrimonio netto negativo, condizione che segnala una particolare situazione di stress finanziario, continua a essere pressoché stabile, all'1,1 per cento.

²² In caso di persistenti deflussi su un orizzonte temporale tra sei mesi e un anno si potrebbe verificare un disallineamento tra la liquidità dell'attivo e il profilo di rimborso delle passività del 2,2 per cento del portafoglio titoli, un valore in diminuzione rispetto a dicembre del 2022 (6,4 per cento).



Fonte: segnalazioni di vigilanza ed elaborazioni su dati Istat e OMI.

(1) Svalutazioni di bilancio al netto delle rivalutazioni dei fondi riservati in rapporto alla media del totale dell'attivo alla fine dell'anno di riferimento e dell'anno precedente. – (2) Quota del patrimonio complessivo del comparto rappresentata dai fondi immobiliari per cui si stima una differenza tra la valutazione contabile dell'attivo e il valore di mercato degli immobili superiore al patrimonio netto. Per ogni fondo si calcola la differenza tra le svalutazioni nette cumulate del fondo in rapporto all'attivo e le variazioni cumulate di un indice teorico dei prezzi degli immobili in portafoglio. L'indice è calcolato come media ponderata degli indici dei prezzi degli immobili (distinti tra residenziali e commerciali) delle diverse regioni italiane, con pesi pari alle quote dell'attivo di ciascun fondo investite nei mercati a cui si riferiscono i diversi indici di prezzo considerati. Il calcolo delle svalutazioni e delle variazioni degli indici è effettuato a partire dall'anno di istituzione di ciascun fondo o dal 2009 (anno dal quale sono disponibili i dati) se il fondo è stato istituito prima di tale data. Sono esclusi i fondi in liquidazione e quelli istituiti nel semestre precedente a quello di riferimento. – (3) Totale dell'attivo in rapporto al patrimonio netto. – (4) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

Le esposizioni dirette di banche e altri intermediari operanti in Italia verso il comparto restano contenute: a giugno i crediti concessi ai fondi immobiliari italiani erano meno dell'1 per cento del credito totale. La quota di prestiti deteriorati sul totale dei finanziamenti al comparto, al lordo delle rettifiche di valore, era rimasta al 14 per cento.

3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

La Banca d'Italia ha mantenuto allo zero per cento il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) in assenza di rischi per la stabilità finanziaria derivanti da una crescita eccessiva del credito (cfr. nell'Appendice la tav. A9)¹. In Europa è in aumento il numero dei paesi in cui il CCyB è positivo, in più casi anche in condizioni normali, ossia quando i rischi ciclici sono bilanciati (*positive cycle-neutral CCyB*; cfr. il riquadro: *L'uso del CCyB nei paesi dello Spazio economico europeo*).

Il quadro analitico per le decisioni sul CCyB viene riesaminato periodicamente, in linea con quanto richiesto nell'Unione europea dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB)². La Banca d'Italia ha recentemente avviato una rivalutazione complessiva del quadro metodologico nazionale, per verificarne l'adeguatezza rispetto alle finalità della riserva. L'analisi terrà conto anche del riconoscimento da parte del Comitato di Basilea della possibilità di introdurre un *positive cycle-neutral CCyB*.

La Banca d'Italia ha identificato come paesi terzi rilevanti per il sistema bancario italiano ai fini dell'applicazione del CCyB³ il Regno Unito, la Russia, gli Stati Uniti e la Svizzera⁴. L'attività di sorveglianza diretta dei rischi di questi quattro paesi è svolta dall'ESRB, che li ha inclusi tra quelli rilevanti per l'intero Spazio economico europeo.

Tra giugno e settembre l'Istituto ha valutato la richiesta di riconoscere tre misure macroprudenziali norvegesi⁵ e una svedese⁶, decidendo di non applicarle a livello domestico in ragione della non rilevanza delle esposizioni delle banche italiane.

L'USO DEL CCYB NEI PAESI DELLO SPAZIO ECONOMICO EUROPEO¹

La metodologia per la definizione del CCyB proposta dal Comitato di Basilea e recepita nella normativa europea prevede l'attivazione del buffer quando lo scostamento del rapporto tra credito totale e prodotto dal suo trend di lungo periodo (*credit-to-GDP gap*) risulti positivo. La decisione non è tuttavia automatica, ma segue il principio della discrezionalità guidata secondo cui le autorità responsabili, nel decidere sull'introduzione e sul livello del buffer, combinano un approccio basato su regole con l'esercizio di discrezionalità.

¹ A cura di Luca Bonato e Massimo Molinari.

¹ Banca d'Italia, *Il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (countercyclical capital buffer, CCyB)*, comunicato stampa del 22 settembre 2023.

² ESRB, *Raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico del 18 giugno 2014 relativa all'orientamento sulla fissazione dei coefficienti anticiclici (ESRB/2014/1)*, 18 giugno 2014.

³ ESRB, *Raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico dell'11 dicembre 2015 sul riconoscimento e la fissazione di coefficienti anticiclici per esposizioni verso paesi terzi (ESRB/2015/1)*, 11 dicembre 2015.

⁴ Banca d'Italia, *Identificazione dei paesi terzi rilevanti per l'Italia ai sensi della raccomandazione ESRB/2015/1*, 30 giugno 2023.

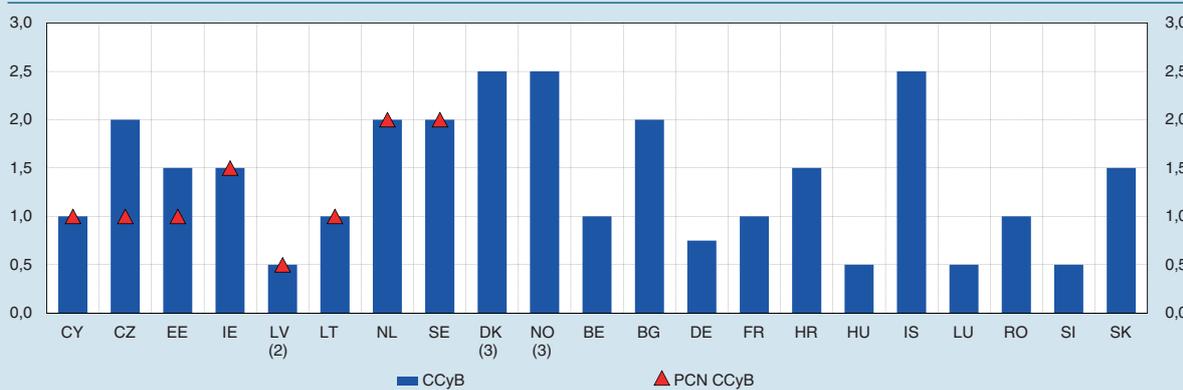
⁵ Banca d'Italia, *Decisione di non riconoscere tre misure macroprudenziali norvegesi ai sensi della raccomandazione ESRB/2023/1*, 9 giugno 2023.

⁶ Banca d'Italia, *Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale adottata dalla Svezia ai sensi della raccomandazione ESRB/2023/4*, 29 settembre 2023.

In base agli ultimi dati disponibili, 21 dei 30 paesi aderenti allo Spazio economico europeo avranno un CCyB positivo entro la fine del 2024, con coefficienti compresi tra lo 0,5 e il 2,5 per cento (figura). Tranne che in Francia e in Germania, la riserva è stata attivata in presenza di un *credit-to-GDP gap* negativo.

Figura

Coefficienti del CCyB nei paesi dello Spazio economico europeo (1)
(valori percentuali)



Fonte: Comitato di Basilea e singole autorità nazionali.

(1) Dati aggiornati alle ultime decisioni disponibili; sono riportati anche i tassi annunciati non ancora entrati in vigore. La figura mostra che, nei paesi che lo hanno introdotto, il PCN CCyB determina interamente il CCyB complessivo (ossia che i rispettivi livelli coincidono), con l'eccezione di Estonia e Repubblica Ceca, dove il CCyB complessivo riflette anche una componente standard legata all'aumento dei rischi ciclici. – (2) La Lettonia ha segnalato l'intenzione di introdurre con la decisione del prossimo dicembre un PCN CCyB pari allo 0,5 per cento da dicembre del 2024 e all'1,0 per cento da dicembre del 2025. – (3) Danimarca e Norvegia seguono un approccio *early build-up*.

Dei 19 paesi con *credit-to-GDP gap* negativo, 9 hanno seguito indicazioni provenienti da metriche alternative a quella proposta dal Comitato di Basilea (che includono indicatori sintetici di rischio o varianti nazionali del meccanismo di calcolo del *credit-to-GDP gap*)²; i restanti 10 hanno deciso di attivare una riserva di capitale in condizioni normali, cioè in presenza di rischi ciclici né alti né bassi (*positive cycle-neutral*, PCN CCyB), una possibilità recentemente riconosciuta dal Comitato di Basilea³. Le motivazioni alla base dell'introduzione di un PCN CCyB sono tra loro simili: (a) aumentare la disponibilità di capitale rilasciabile in caso di eventi imprevisti, non necessariamente connessi con il ciclo finanziario domestico; (b) gestire l'incertezza nella valutazione dei rischi ciclici; (c) tenere conto sia dei fisiologici ritardi nella disponibilità dei dati utilizzati per le decisioni, sia dei tempi necessari all'attuazione delle misure; (d) permettere un uso più flessibile e proattivo dello strumento.

I tassi obiettivo del PCN CCyB variano dall'1,0 al 2,5 per cento. Le differenze osservate nella calibrazione riflettono l'utilizzo di approcci diversi, che includono analisi delle perdite storiche, stress test, analisi dei costi e dei benefici del capitale addizionale e una componente discrezionale; quest'ultima tiene conto anche della solidità del sistema bancario e dell'interazione con altri strumenti macroprudenziali. Permangono differenze anche sotto altri profili, quali la frequenza di aggiornamento, le condizioni per il rilascio del buffer e l'interazione tra la componente PCN CCyB e il CCyB ciclico⁴.

² I 9 paesi sono: Belgio, Bulgaria, Croazia, Islanda, Lussemburgo, Romania, Slovacchia, Slovenia, Ungheria.

³ Comitato di Basilea, *Newsletter on positive cycle-neutral countercyclical capital buffer rates*, ottobre 2022. I 10 paesi sono: Cipro, Estonia, Irlanda, Lettonia, Lituania, Paesi Bassi, Repubblica Ceca, Svezia, Danimarca, Norvegia. Danimarca e Norvegia seguono un approccio (cosiddetto *early build-up*) che, pur non essendo esplicitamente indicato come PCN CCyB, prevede che il buffer sia pari o prossimo al 2,5 per cento già in condizioni normali.

⁴ In alcune giurisdizioni le due componenti sono additive, e quindi un aumento della componente PCN CCyB determina un uguale aumento del requisito complessivo; in altre l'incremento di una componente determinerebbe una riduzione (almeno parziale) dell'altra. La maggioranza delle autorità considera il livello massimo del CCyB pari al 2,5 per cento anche quando sia attivo un PCN CCyB.

Tra i 9 paesi che, come l'Italia, hanno un CCyB pari allo zero per cento⁵, solo 3 (Italia, Grecia, Spagna) non hanno attivato neanche riserve di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB).

⁵ Italia, Austria, Finlandia, Grecia, Liechtenstein, Malta, Polonia, Portogallo e Spagna.

La Banca d'Italia ha confermato i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo e Banco BPM come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) per il 2024 e ha incluso per la prima volta in questa categoria i gruppi BPER Banca, Mediobanca, Banca Nazionale del Lavoro e il gruppo bancario cooperativo ICCREA⁷. Dal 2024 le tre O-SII già identificate lo scorso anno dovranno mantenere un buffer pari, rispettivamente, all'1,50, 1,25 e 0,50 per cento delle loro esposizioni complessive ponderate per il rischio; le istituzioni individuate per la prima volta dovranno mantenere, a regime, una riserva di capitale dello 0,25 per cento, da raggiungere in due anni (tav. 3.1).

L'identificazione e l'assegnazione dei buffer è stata effettuata seguendo la nuova metodologia sviluppata dalla Banca d'Italia (cfr. il riquadro: *La nuova classificazione delle banche a rilevanza sistemica nazionale*).

Tavola 3.1

Regime applicabile ai buffer O-SII (valori percentuali)		
Gruppo	Dal 1° gen. 2024	Dal 1° gen. 2025
UniCredit	1,50	1,50
Intesa Sanpaolo	1,25	1,25
Banco BPM	0,50	0,50
BPER Banca	0,125	0,25
Mediobanca	0,125	0,25
ICCREA	0,125	0,25
Banca Nazionale del Lavoro	0,125	0,25

LA NUOVA CLASSIFICAZIONE DELLE BANCHE A RILEVANZA SISTEMICA NAZIONALE¹

La Banca d'Italia ha rivisto la metodologia di identificazione e calibrazione delle riserve per le banche a rilevanza sistemica nazionale, a seguito dell'aggiornamento da parte della Banca centrale europea della propria metodologia di valutazione sull'appropriatezza delle riserve di capitale proposte dalle autorità nazionali per le O-SII (*floor*)².

Per l'aggiornamento è stata valutata la struttura del sistema bancario italiano attraverso un'analisi dei cluster³ applicata ai punteggi di rilevanza sistemica calcolati per ciascuna banca o gruppo bancario italiano⁴. I risultati dello studio svolto sui dati di fine 2022 mostrano che il sistema

¹ A cura di Francesca Francetti.

² Il *floor* è costituito da una struttura a scaglioni che associa un livello minimo di buffer al punteggio per l'identificazione delle banche a rilevanza sistemica domestica. È stato introdotto dalla BCE nel 2017 per l'eventuale esercizio del potere – assegnato dal regolamento UE/2013/1024 istitutivo dell'SSM – di applicare requisiti più elevati in materia di riserve di capitale in caso di definizione, da parte delle autorità nazionali, di buffer O-SII ritenuti troppo bassi rispetto alla rilevanza sistemica degli intermediari. Per l'ultimo aggiornamento, cfr. BCE, *Governing Council statement on macroprudential policies*, dicembre 2022.

³ Per l'analisi dei cluster, cfr. F. Francetti ed M. Galardo, *Banche a rilevanza sistemica nazionale: analisi dei cluster per l'Italia*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 33, 2023.

⁴ Il calcolo viene effettuato seguendo le indicazioni contenute in EBA, *Orientamenti sui criteri per determinare le condizioni di applicazione dell'articolo 131, paragrafo 3, della direttiva 2013/36/UE (CRD) per quanto riguarda la valutazione di altri enti a rilevanza sistemica (O-SII)*, dicembre 2014; gli orientamenti prevedono che gli intermediari vengano valutati secondo quattro profili (dimensione, importanza per l'economia domestica, complessità e interconnessione con il sistema finanziario) quantificati sulla base di dieci indicatori. La valutazione viene condotta al più alto livello di consolidamento.

⁷ Banca d'Italia, *Identificazione per il 2024 delle istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia*, 24 novembre 2023.

bancario italiano può essere diviso in cinque gruppi di intermediari con caratteristiche simili. L'analisi inoltre suggerisce che la classe più bassa per rilevanza sistemica si colloca intorno a una media di 310 punti base; pertanto, per meglio riflettere le caratteristiche di rischiosità sistemica delle banche italiane, la soglia di identificazione è stata fissata a 300 punti, in linea con gli orientamenti dell'EBA che consentono di ridurre fino a 275 la soglia di identificazione di base, pari a 350 punti base⁵.

È stata quindi definita una struttura dei buffer (tavola) che prevede: (a) per gli intermediari con punteggio compreso tra 300 e 399 punti base, uno scaglione cui corrisponde un buffer dello 0,25 per cento; (b) per gli intermediari con punteggio compreso tra 400 e 3.999 punti base, cinque ulteriori classi con riserve che, dallo 0,50 all'1,50 per cento, aumentano ciascuna di 0,25 punti percentuali; (c) due ulteriori scaglioni (attualmente vuoti) per banche con punteggi da 4.000 punti base per disincentivare gli intermediari più grandi dall'incrementare la propria rilevanza.

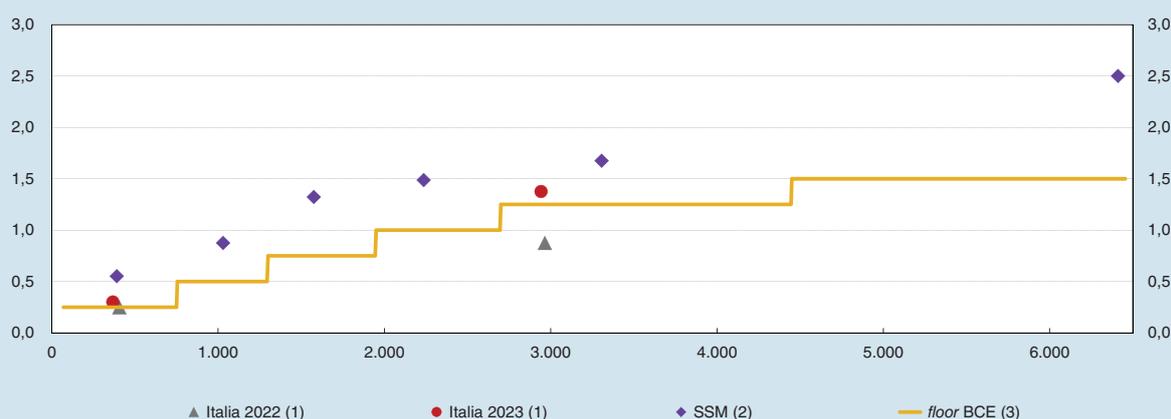
Con l'introduzione dei nuovi buffer, il requisito imposto alle O-SII italiane si avvicina – in media e a parità di fascia di punteggio – a quello richiesto alle altre O-SII identificate nei paesi partecipanti all'SSM (figura).

Tavola

Classi di rilevanza sistemica (punti base e valori percentuali)		
Classe	Intervalli di punteggio	Riserva
8	da 5.000 in su	3,00
7	da 4.000 a 4.999	2,00
6	da 3.000 a 3.999	1,50
5	da 2.000 a 2.999	1,25
4	da 1.200 a 1.999	1,00
3	da 800 a 1.199	0,75
2	da 400 a 799	0,50
1	da 300 a 399	0,25

Figura

Punteggi e corrispondenti riserve O-SII nei paesi aderenti all'SSM
(valori percentuali e punti base)



Fonte: EBA, *List of O-SIIs notified to the EBA by year*, 2022.

(1) Media semplice dei punteggi e dei buffer attribuiti alle O-SII italiane nel 2022 e nel 2023; la media è calcolata per ciascuno scaglione definito dal *floor BCE*. – (2) Media semplice dei punteggi e dei buffer attribuiti alle O-SII identificate nei paesi aderenti all'SSM diversi dall'Italia; la media è calcolata per ciascuno scaglione definito dal *floor BCE*. – (3) Intervalli di punteggio e corrispondenti buffer O-SII del *floor BCE*.

⁵ Gli orientamenti prevedono che la soglia di 350 punti base possa essere ridotta o aumentata di 75 punti base.

Tra gli strumenti a disposizione dell'Istituto per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale rientra il potere di intervento sui prodotti previsto dal regolamento UE/2014/600⁸. A questo fine vengono svolte periodicamente analisi sui rischi per la stabilità del sistema finanziario italiano che possono derivare dagli strumenti finanziari commercializzati, distribuiti o venduti in Italia o a partire dall'Italia⁹. Sulla base delle analisi più recenti condotte su titoli e derivati, a giugno gli strumenti potenzialmente rischiosi per la stabilità finanziaria erano le cartolarizzazioni, le obbligazioni subordinate aggiuntive di classe 1 (*additional tier 1*, AT1, note anche come *contingent convertibles*) e i *certificates*. Gli approfondimenti sugli strumenti identificati indicano che i rischi per la stabilità finanziaria sono al momento circoscritti; resta tuttavia alta l'attenzione sui *certificates*. In forte crescita nel 2023, questi strumenti sono detenuti per la maggior parte da nuclei familiari ma rappresentano in media un valore molto contenuto della loro ricchezza finanziaria (circa l'1 per cento). Pur essendo prodotti la cui valutazione è particolarmente complessa, le famiglie investono prevalentemente in *certificates* con profili di rischio paragonabili a quelli delle azioni e delle obbligazioni.

⁸ La stessa facoltà è anche assegnata alla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), con l'obiettivo di tutelare gli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari e delle merci. Per approfondimenti sul potere di intervento sui prodotti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Il "potere di intervento" della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate*.

⁹ Per maggiori informazioni sui criteri utilizzati dalla Banca d'Italia per l'esercizio del potere di intervento, cfr. Banca d'Italia, *Il potere di intervento della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate: quadro giuridico, analitico e metodologico*, aprile 2023. Per l'elenco e le definizioni di tutti gli strumenti finanziari analizzati nell'ambito del potere di intervento, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Glossario delle tipologie di strumenti finanziari analizzati dalla Banca d'Italia nell'ambito del potere di intervento*.