



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Rapporto sulla stabilità finanziaria

novembre 2014

2 | 2014



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Rapporto sulla stabilità finanziaria**

**Numero 2 / 2014**  
**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 tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it) oppure in formato cartaceo presso la Biblioteca (Via Nazionale 91, 00184 Roma) e presso le Filiali della Banca d'Italia

---

**© Banca d'Italia, 2014**

Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale civile di Roma n. 209/2010 del 13 maggio 2010

Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale civile di Roma n. 212/2010 del 13 maggio 2010

**Direttore responsabile**

Eugenio Gaiotti

**Comitato di redazione**

Giorgio Gobbi (coordinatore), Giorgio Albareto, Martina Bignami, Paolo Bisio, Alessio De Vincenzo, Antonio Di Cesare, Giovanni di Iasio, Paolo Finaldi Russo, Roberta Fiori, Antonella Foglia, Andrea Generale, Igino Guida, Aviram Levy, Gaetano Marseglia, Giancarlo Mazzoni, Stefano Neri, Fausto Parente (Ivass), Marcello Pericoli, Matteo Piazza, Mario Pietrunti, Massimo Sbracia, Silvia Vori, Francesco Zollino

**Riquadri**

Piergiorgio Alessandri, Emilia Bonaccorsi di Patti, Marianna Caccavaio, Laura Cerami, Alberto Coco, Giuseppe Della Corte, Alessio D'Ignazio, Marzia Gentili, Silvana Stefania Grande, Giovanni Guazzarotti, Eleonora Iachini, Sergio Longoni, Francesco Marino, Valentina Michelangeli, Giacinto Micucci, Valentina Nigro, Stefano Pasqualini (Ivass), Alessandro Picone, Luigi Russo

**Aspetti editoriali e grafici**

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

**Indirizzo**

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 31 ottobre 2014, salvo diversa indicazione

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

# INDICE

SINTESI	5
<b>1</b> I RISCHI MACROECONOMICI E I MERCATI INTERNAZIONALI	<b>7</b>
1.1 Il quadro macroeconomico e finanziario	<b>7</b>
1.2 I principali rischi per la stabilità finanziaria	<b>11</b>
1.3 I mercati immobiliari	<b>15</b>
<b>2</b> LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE	<b>18</b>
2.1 Le famiglie	<b>18</b>
2.2 Le imprese	<b>20</b>
<b>3</b> IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO	<b>25</b>
3.1 L'esercizio della Banca centrale europea sulla valutazione dei bilanci delle maggiori banche dell'area dell'euro	<b>25</b>
3.2 Il credito	<b>33</b>
3.3 I rischi di rifinanziamento e di liquidità	<b>38</b>
3.4 I rischi di tasso di interesse e di mercato	<b>40</b>
3.5 Il patrimonio e la redditività	<b>42</b>
3.6 Le assicurazioni	<b>43</b>
<b>4</b> I MERCATI E IL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA	<b>48</b>
4.1 Il mercato della liquidità	<b>48</b>
4.2 Il rifinanziamento presso l'Eurosistema	<b>50</b>
4.3 Il mercato dei titoli di Stato	<b>54</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

I rischi per la stabilità finanziaria dell'area dell'euro derivanti dalla bassa inflazione	12
Gli effetti della stagnazione del reddito sulla vulnerabilità delle famiglie indebitate	19
I nuovi emittenti di obbligazioni tra il 2002 e il 2013	22
Leverage e sofferenze delle imprese	23
La valutazione delle garanzie immobiliari nell'AQR	29
L'impatto iniziale dello stress test sui corsi azionari e sui CDS bancari	32
Il rischio di tasso di interesse e l'esercizio di stress del margine di interesse nel <i>comprehensive assessment</i>	41
Le nuove norme sull'erogazione di credito alle imprese da parte degli intermediari non bancari	45
L'andamento della liquidità in seguito alle decisioni di politica monetaria del giugno 2014	51
Le misure dirette a promuovere l'utilizzo dei prestiti bancari a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema	53
L'evoluzione dell'attività di market making e la <i>resilience</i> del mercato MTS	56

---

---

## AVVERTENZE

---

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia;  
per i dati dell'Istituto si omette l'indicazione della fonte.

Segni convenzionali:

- il fenomeno non esiste;
  - .... il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
  - .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;
  - :: i dati sono statisticamente non significativi;
  - () i dati sono provvisori.
-

## SINTESI

**Crescono i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dalla debole crescita e dalla bassa inflazione...**

*Nell'area dell'euro aumentano i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dalla perdita di vigore della crescita e dai persistenti bassi livelli di inflazione. Il protrarsi della fase di stagnazione avrebbe ripercussioni negative sul sistema finanziario e sui conti pubblici. Valori eccessivamente ridotti dell'inflazione rendono più difficoltoso il processo di riassorbimento del debito, pubblico e privato, e implicano un inasprimento delle condizioni monetarie, con effetti negativi su consumi e investimenti.*

**...e torna ad aumentare la volatilità dei mercati**

*Le prospettive di crescita dell'area dell'euro sono rese più incerte dalla fragilità e dall'eterogeneità della ripresa economica mondiale. I mercati finanziari appaiono esposti a repentini rialzi della volatilità, come accaduto intorno alla metà di ottobre per l'aggravarsi dei timori sulle condizioni politiche e finanziarie in Grecia.*

**In Italia il mercato immobiliare è ancora debole, in linea con le condizioni dell'economia**

*Il sostenuto incremento dei prezzi degli immobili registrato in alcuni paesi europei ha indotto le rispettive autorità macroprudenziali ad attivare, o ad annunciare, misure volte a contenere i rischi per la stabilità finanziaria che tali andamenti potrebbero comportare. In Italia prosegue la fase di debolezza del mercato delle abitazioni, in linea con le condizioni dell'economia.*

**È stato rivisto il profilo temporale del riequilibrio dei conti pubblici**

*Il peggioramento del quadro congiunturale e la necessità di non gravare sulla modesta ripresa della domanda interna hanno indotto il Governo italiano a rendere più graduale il riequilibrio delle finanze pubbliche. In prospettiva, alla sostenibilità del debito contribuisce la dinamica delle*

*principali voci di spesa, che rimane contenuta; la velocità di aggiustamento del rapporto tra debito pubblico e PIL dipenderà soprattutto dal ritmo di crescita del prodotto nominale.*

**Sono proseguiti gli afflussi di capitali privati**

*Nei primi sette mesi dell'anno gli investimenti dall'estero in attività finanziarie italiane sono rimasti sostenuti. La posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2 è migliorata. Il saldo passivo si è successivamente ampliato, anche a causa di fattori tecnici, tra cui la politica di emissioni del Tesoro che non ha rinnovato tutti i titoli in scadenza, dato il livello già elevato delle proprie disponibilità liquide.*

**Le condizioni finanziarie delle famiglie sono solide**

*In presenza di una debole dinamica del reddito, alla modesta ripresa dei consumi delle famiglie ha corrisposto una flessione del risparmio. La ricchezza finanziaria è aumentata per effetto dell'incremento dei prezzi dei titoli in portafoglio. I bassi tassi di interesse contribuiscono a mantenere contenuta la vulnerabilità delle famiglie indebitate; secondo nostre valutazioni la quota dei nuclei familiari finanziariamente fragili crescerebbe in misura limitata anche a fronte di shock macroeconomici severi e di rialzi dei tassi.*

**Aumenta l'eterogeneità delle condizioni finanziarie tra le imprese**

*Il protrarsi della debolezza dell'economia costituisce il principale fattore di rischio per le imprese. È in atto un graduale riequilibrio della struttura finanziaria: si riduce il debito e aumenta il ricorso al mercato. Tra le aziende più grandi e tra quelle maggiormente orientate ai mercati esteri sono inoltre emersi segnali di miglioramento delle condizioni economiche. Le piccole imprese, in media meno patrimonializzate, restano più esposte ai rischi derivanti dalla congiuntura e dalle difficoltà di accesso al credito.*

**I risultati dell'esercizio di valutazione approfondita dei bilanci mostrano carenze di capitale per Banca Monte dei Paschi di Siena e Banca Carige...**

*Il 26 ottobre sono stati diffusi i risultati dell'esercizio di valutazione approfondita dei bilanci delle maggiori banche dell'area dell'euro (comprehensive assessment), propedeutica all'avvio del Meccanismo di vigilanza unico. Per Banca*

*Monte dei Paschi di Siena e Banca Carige lo stress test ha rilevato esigenze di rafforzamento patrimoniale pari nel complesso a 2,9 miliardi (0,2 per cento del PIL). I due intermediari hanno già annunciato aumenti di capitale e hanno presentato i piani di ricapitalizzazione alle autorità di vigilanza.*

**...ma confermano la solidità del sistema bancario italiano nel suo complesso**

*I risultati mostrano una tenuta complessiva dei bilanci delle banche oggetto dell'esercizio, nonostante le forti tensioni cui sono stati*

*sottoposti negli ultimi anni.*

**Le condizioni di liquidità delle banche si sono rafforzate**

*Le condizioni di liquidità delle banche italiane si sono ulteriormente rafforzate nel corso dell'estate, beneficiando del miglioramento*

*dei mercati finanziari e della crescita dei depositi. Sui mercati all'ingrosso la raccolta obbligazionaria netta è rimasta positiva anche per le banche di media dimensione. È in crescita il volume di attività stanziabili prontamente disponibili, pur a fronte di una riduzione dell'ammontare delle obbligazioni bancarie garantite dallo Stato. La Banca d'Italia ha emanato nuove misure che ampliano la gamma dei prestiti bancari utilizzabili a garanzia presso l'Eurosistema.*

**L'incertezza sulle prospettive economiche condiziona ancora la ripresa del credito alle imprese**

*Prosegue, pur attenuandosi, la contrazione dei prestiti, riflettendo la debolezza dell'economia. In base a nostre proiezioni, i prestiti alle società non finanziarie continuerebbero a diminui-*

*re anche nel 2015, seppur con un'intensità progressivamente decrescente. La contrazione dei mutui alle famiglie dovrebbe invece interrompersi già nel primo trimestre del prossimo anno.*

**Si attenua il deterioramento della qualità dei prestiti...**

*Nella prima metà del 2014 il flusso di nuovi prestiti deteriorati, in rapporto ai crediti in bonis, è ulteriormente diminuito. Il calo ha*

*riguardato anche le nuove sofferenze, soprattutto quelle relative ai finanziamenti alle imprese; secondo informazioni preliminari i flussi di nuove sofferenze sarebbero stabili negli ultimi mesi.*

**...e migliorano i tassi di copertura dei crediti deteriorati**

*Il tasso di copertura dei prestiti deteriorati (il rapporto tra le rettifiche e l'ammontare lordo delle*

*esposizioni deteriorate) è aumentato. Ciò può favorire la cessione e la cancellazione dei prestiti in sofferenza dai bilanci delle banche. Alcuni tra i principali gruppi hanno avviato operazioni che dovrebbero condurre allo smobilizzo di prestiti deteriorati per importi rilevanti. La consistenza di tali crediti rimane tuttavia elevata nel confronto internazionale.*

**I rischi del settore assicurativo sono contenuti**

*Per il settore assicurativo italiano sia il rischio derivante dal basso livello dei tassi di interesse sia quello*

*di liquidità sono modesti. I principali gruppi assicurativi intendono ulteriormente diversificare i loro portafogli attraverso un aumento degli investimenti in titoli emessi dalle imprese private. Il proseguimento del calo delle richieste di riscatto da parte dei sottoscrittori di polizze, soprattutto nei rami tradizionali, ha indotto le compagnie a ridurre le componenti più liquide dell'attivo.*

**La liquidità dei mercati italiani resta buona, nonostante la volatilità**

*Le condizioni di liquidità dei mercati finanziari italiani si mantengono buone, nonostante il temporaneo aumento della volatilità che ha interessato il*

*mercato azionario e, in misura minore, quello dei titoli di Stato nella seconda metà di ottobre. Gli scambi sono rimasti elevati; l'indicatore del rischio sistemico di liquidità resta su valori contenuti. L'introduzione di tassi negativi sui depositi presso l'Eurosistema non ha avuto conseguenze sfavorevoli sull'ordinato funzionamento dei mercati monetari.*

# 1 I RISCHI MACROECONOMICI E I MERCATI INTERNAZIONALI

## 1.1 IL QUADRO MACROECONOMICO E FINANZIARIO

**Crescono i rischi per la stabilità finanziaria a causa della debolezza dell'economia mondiale**

L'indebolimento delle prospettive di crescita dell'economia mondiale, con forti differenze tra le principali aree, ha aumentato i rischi per la stabilità finanziaria. L'attività economica ha perso

vigore nell'area dell'euro (fig. 1.1). Nei paesi emergenti si sono manifestati segnali di fragilità: il prodotto ha rallentato moderatamente in Cina e più bruscamente in Russia, anche in seguito alle tensioni geopolitiche legate alla crisi in Ucraina; il rublo si è fortemente deprezzato, rendendo più onerosa la gestione del debito in valuta. La crescita rimane invece robusta negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

**Le condizioni monetarie nelle principali aree tendono a divergere**

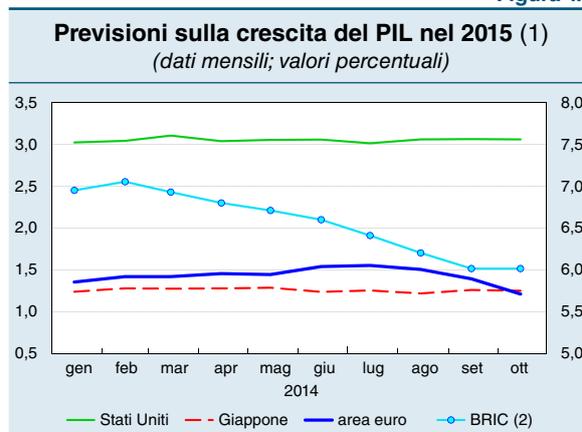
Lo sfasamento delle condizioni cicliche comporta una progressiva divergenza delle politiche monetarie nelle diverse aree. Negli Stati Uniti la Riserva federale ha terminato le operazioni di acquisto di titoli pubblici e privati; i mercati si attendono un primo rialzo dei tassi ufficiali nella

seconda metà del prossimo anno. La Banca centrale europea ha invece reso l'orientamento della politica monetaria ancora più accomodante (cfr. *Bollettino economico*, n. 3, 2014 e *Bollettino economico*, n. 4, 2014). Alla fine di ottobre anche la Banca del Giappone ha deciso di rafforzare il programma di espansione quantitativa, prevedendo inoltre un allungamento della vita residua media dei titoli pubblici nel proprio portafoglio. La crescente divaricazione delle politiche monetarie non ha dato luogo a tensioni finanziarie; si è però osservata una contrazione dei flussi di capitali verso le economie emergenti. L'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense.

**Sui mercati finanziari si è osservato un peggioramento in ottobre**

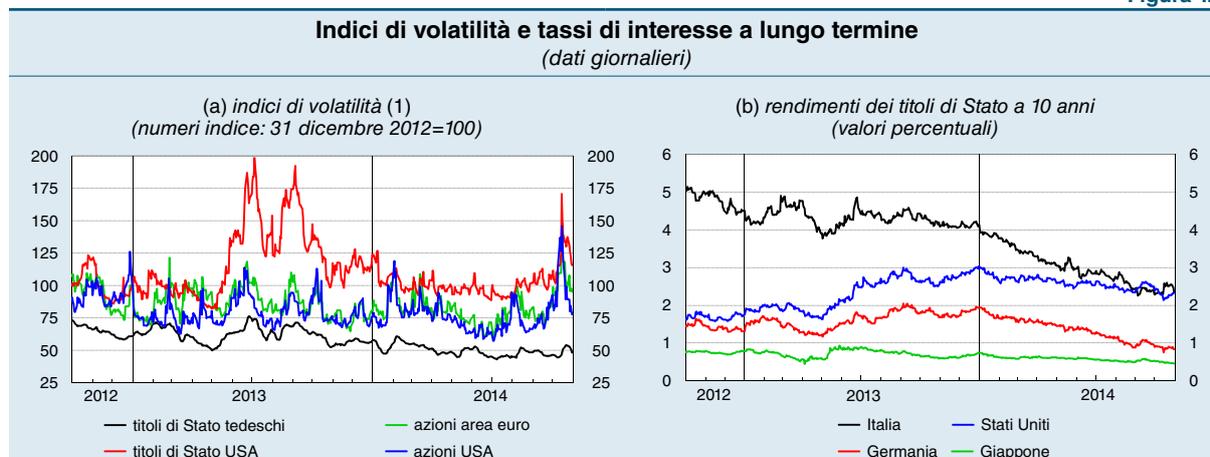
Le condizioni dei mercati finanziari si sono mantenute nel complesso distese sino a settembre. Nelle settimane successive il peggioramento delle prospettive di crescita globale, il nuovo calo dell'inflazione nell'area dell'euro e i timori sulle condizioni politiche e finanziarie in Grecia hanno determinato un brusco aumento della volatilità (fig. 1.2.a), un ampliamento dei premi per il rischio sulle obbligazioni societarie e una temporanea flessione delle quotazioni azionarie. I tassi di interesse a lungo termine sui titoli pubblici tedeschi e statunitensi si sono gradualmente ridotti sin dall'inizio del 2014 (fig. 1.2.b). Nei giorni successivi alla diffusione dei risultati dell'esercizio di valutazione approfondita dei bilanci delle principali banche dell'area dell'euro condotto dalla BCE (*comprehensive assessment*; cfr. il capitolo 3), l'indice azionario globale del comparto bancario dell'area è sceso lievemente; le quotazioni di alcune banche hanno registrato forti cali.

Figura 1.1



Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics.

(1) Previsioni formulate nel mese indicato sull'asse orizzontale. – (2) Scala di destra; media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India e Cina, ponderata con i corrispondenti PIL nel 2012, valutati alla parità dei poteri d'acquisto.



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.  
(1) Numeri indice ricavati dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni.

**L'accesso alla raccolta da parte delle banche dell'area rimane favorevole**

Nell'area dell'euro i premi per il rischio di credito sulle obbligazioni bancarie sono diminuiti e le nuove emissioni sono rimaste su livelli elevati, pur riducendosi negli ultimi mesi (figg. 1.3.a e 1.3.b). La qualità del credito è migliorata nella prima metà dell'anno, anche se rimane in media bassa e con un'ampia dispersione tra gli intermediari (fig. 1.3.c). In una fase di allentamento delle tensioni all'offerta di credito, i

tassi sui prestiti alle imprese sono scesi e la contrazione dei volumi si è attenuata, pur restando significativa in alcuni grandi paesi, tra cui l'Italia (fig. 1.3.d). Le aspettative degli analisti sugli utili delle banche per l'anno corrente e per il 2015 si sono stabilizzate negli ultimi mesi, dopo le forti riduzioni della prima metà dell'anno (fig. 1.3.e).

**In Italia prosegue il riequilibrio dei conti pubblici, con un andamento che tiene conto della debolezza dell'economia**

In Italia i segnali favorevoli emersi dalla metà del 2013 non si sono tradotti in una stabile ripresa dell'attività produttiva. Il protrarsi delle difficoltà dell'economia, eccezionali per durata e profondità, e l'esigenza di evitare una spirale recessiva della domanda hanno indotto il Governo a rivedere il profilo temporale del riequilibrio delle finanze pubbliche: il pareggio di bilancio in termini strutturali sarebbe raggiunto dal 2017 e l'incidenza del debito sul PIL inizierebbe a ridursi nel 2016. L'avanzo primario, uno dei più elevati tra i paesi dell'area, rimarrebbe stabile nel 2015 e aumenterebbe poi significativamente, raggiungendo il 3,9 per cento nel 2018.

**La dinamica della spesa pubblica nel lungo periodo è contenuta**

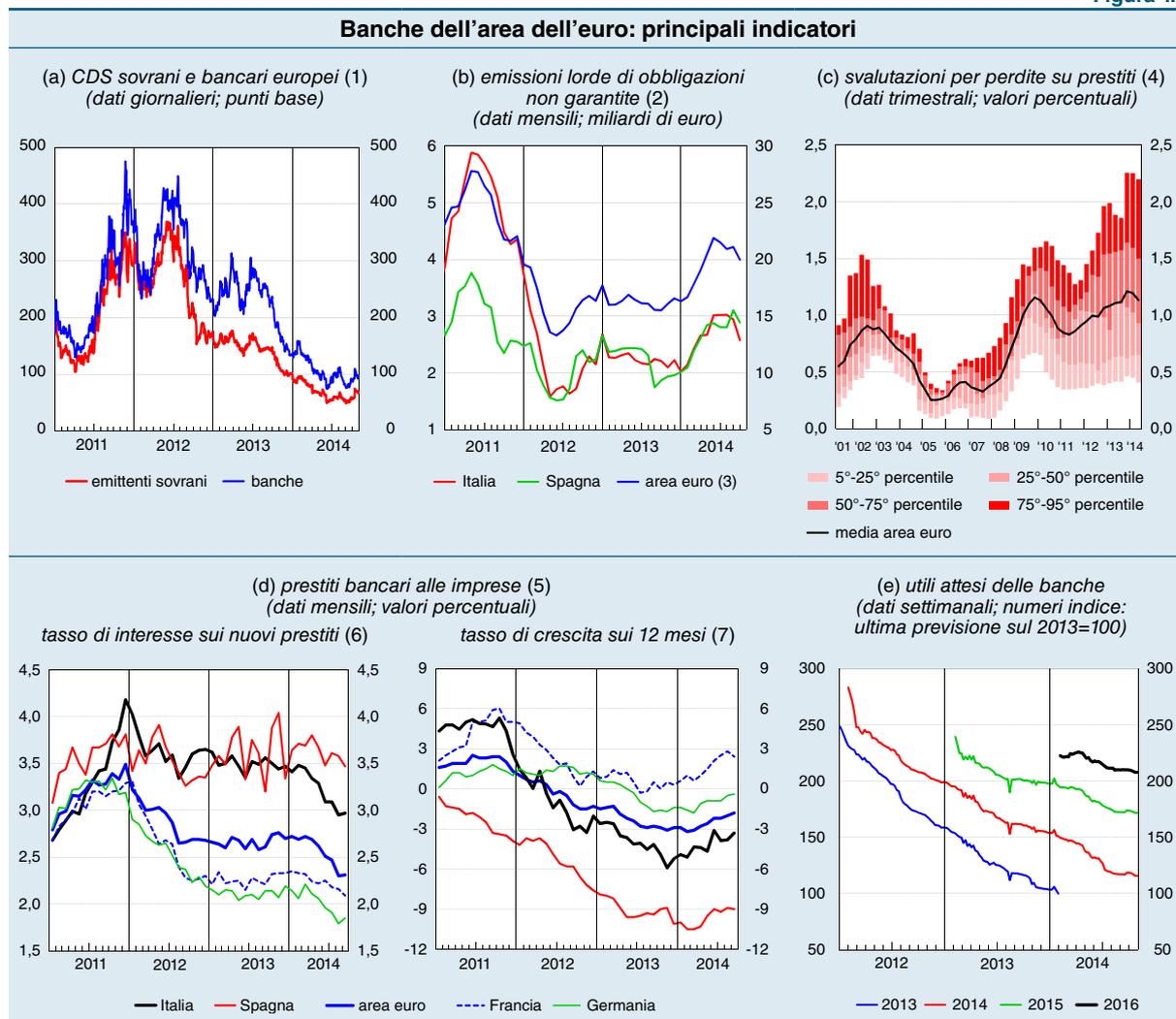
Alla sostenibilità delle finanze pubbliche italiane contribuisce una dinamica contenuta delle principali voci di spesa, soprattutto in seguito alle significative riforme del sistema previdenziale realizzate negli scorsi anni che hanno aumentato l'età effettiva di pensionamento e legato le erogazioni ai contributi versati; ciò si riflette sugli indicatori di sostenibilità. L'aggiustamento del rapporto tra debito e

PIL presuppone la capacità di mantenere nel tempo avanzi primari adeguati, come programmato dal Governo; la sua velocità dipenderà soprattutto dalla crescita del prodotto nominale.

**Restano favorevoli gli indicatori di sostenibilità finanziaria**

I debiti delle famiglie e delle imprese italiane, valutati in rapporto al PIL, restano tra i più contenuti nei paesi dell'area dell'euro, insieme a quelli di imprese e famiglie tedesche (tav. 1.1). Le aziende hanno ancora una leva finanziaria relativamente elevata; è tuttavia in corso un processo di riaggiustamento (cfr. il capitolo 2). Il saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti è positivo dal 2012; un ampliamento del passivo della posizione patrimoniale netta dell'Italia, di quasi 100 miliardi di euro nel

biennio 2012-13, è stato determinato interamente da variazioni di valore di alcune poste del passivo



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Bloomberg, Dealogic, I/B/E/S e Thomson Reuters Datastream.

(1) Paniere di credit default swap (CDS) di emittenti sovrani: media semplice di Germania, Francia, Italia e Spagna. Paniere di CDS di banche: media semplice di Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, per l'Italia; BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, per la Francia; Deutsche Bank, Commerzbank, per la Germania; Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria per la Spagna. – (2) Medie mobili mensili a 12 mesi. Obbligazioni prive di collaterale o garanzia pubblica. – (3) Scala di destra. – (4) Somma mobile su 4 trimestri delle svalutazioni, espressa in percentuale del volume complessivo di crediti. Le fasce colorate con gradazioni di rosso rappresentano gli scarti tra i percentili indicati in legenda. Campione di maggiori banche dell'area dell'euro, comprendente istituzioni finanziarie di grandi dimensioni che svolgono diverse tipologie di attività bancaria, anche su scala internazionale: Banco Santander, BBVA, BNP Paribas, Crédit Agricole, Commerzbank, Deutsche Bank, ING, Intesa Sanpaolo, Société Générale e UniCredit. – (5) Prestiti a imprese non finanziarie residenti nell'area dell'euro. – (6) I tassi di interesse si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (7) I prestiti sono corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni.

(apprezzamento dei titoli italiani detenuti da non residenti in seguito al miglioramento delle condizioni del debito sovrano) e dell'attivo (deprezzamento delle riserve ufficiali per la discesa delle quotazioni internazionali dell'oro).

**Gli afflussi di capitali privati verso l'Italia non si sono interrotti**

Grazie agli afflussi di capitali privati, la posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 è migliorata nella prima parte dell'anno, raggiungendo un minimo di 130 miliardi alla fine di luglio (contro un picco di quasi 290 miliardi nell'agosto 2012; fig. 1.4.a). Il saldo passivo è successivamente tornato ad ampliarsi, in larga

parte a causa di fattori tecnici quali la scadenza di importi rilevanti di titoli di Stato a cui il Tesoro ha fatto fronte solo parzialmente con nuove emissioni, dato il livello già elevato di disponibilità liquide; ha

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

PAESI	Disavanzo pubblico (1)			Avanzo primario (1)			Debito pubblico (1)			PIL (tasso di crescita annuo) (2)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Italia	2,8	3,0	2,7	2,0	1,7	1,8	127,9	132,2	133,8	-1,9	-0,4	0,6
Germania	-0,1	-0,2	0,0	2,2	2,1	1,8	76,9	74,5	72,4	0,1	1,3	1,1
Francia	4,1	4,4	4,5	-1,9	-2,3	-2,2	92,2	95,5	98,1	0,3	0,3	0,7
Spagna	6,8	5,6	4,6	-3,5	-2,3	-1,2	92,1	98,1	101,2	-1,2	1,2	1,7
Paesi Bassi	2,3	2,5	2,1	-0,8	-1,0	-0,7	68,6	69,7	70,3	-0,7	0,9	1,4
Belgio	2,9	3,0	2,8	0,3	0,1	0,1	104,5	105,8	107,3	0,3	0,9	0,9
Austria	1,5	2,9	1,8	1,1	-0,4	0,7	81,2	87,0	86,1	0,2	0,7	1,2
Finlandia	2,4	2,9	2,6	-1,2	-1,6	-1,4	56,0	59,8	61,7	-1,2	-0,4	0,6
Grecia	12,2	1,6	0,1	-8,2	2,7	4,1	174,9	175,5	168,8	-3,3	0,6	2,9
Portogallo	4,9	4,9	3,3	0,1	0,1	1,6	128,0	127,7	125,1	-1,4	0,9	1,3
Irlanda	5,7	3,7	2,9	-1,3	0,4	0,9	123,3	110,5	109,4	0,2	4,6	3,6
Area dell'euro (3)	2,9	2,6	2,4	-0,1	0,1	0,3	93,1	94,5	94,8	-0,5	0,8	1,1
Regno Unito	5,8	5,4	4,4	-2,9	-2,7	-1,8	87,2	89,0	89,5	1,7	3,1	2,7
Stati Uniti	5,8	5,5	4,3	-3,6	-3,4	-2,2	104,2	105,6	105,1	2,2	2,2	3,1
Giappone	8,2	7,1	5,8	-7,4	-6,3	-5,0	243,2	245,1	245,5	1,5	0,9	0,8
Canada	3,0	2,6	2,1	-2,7	-2,1	-1,6	88,8	88,1	86,8	2,0	2,3	2,4

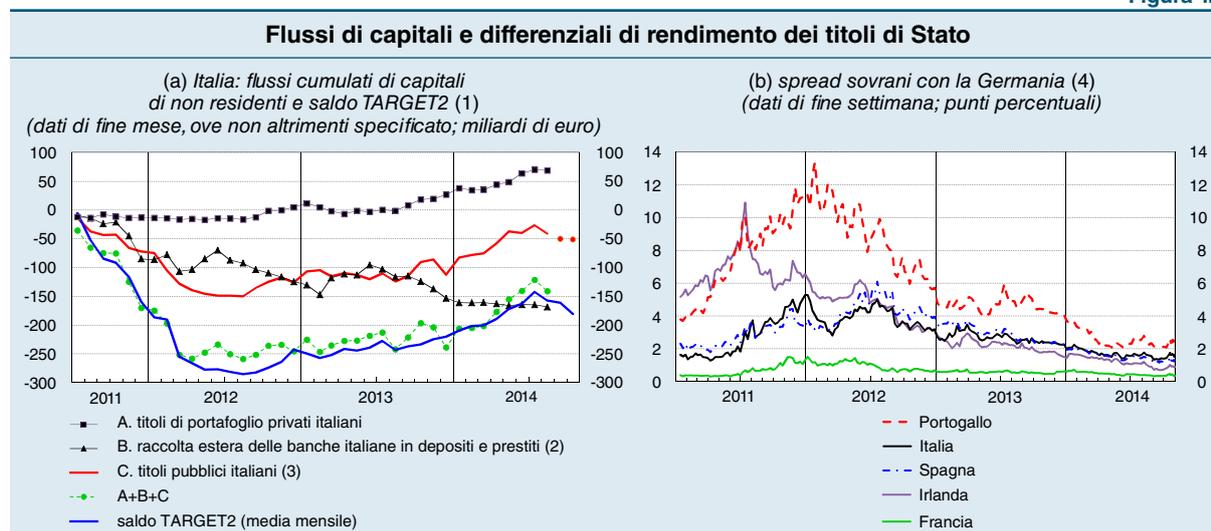
PAESI	Caratteristiche del debito pubblico (4)			Indicatori di sostenibilità		Debiti finanziari del settore privato alla fine del 2013 (7)		Statistiche verso l'estero (8)	
	quota in scadenza più disavanzo nel 2014	vita media residua dei titoli di Stato nel 2014 (anni)	quota detenuta da non residenti nel 2014 (in % del debito)	indicatore S2 (5)	indicatore FMI (6)	famiglie	imprese non finanziarie	saldo di conto corrente nel 2013	posizione netta sull'estero a fine 2013
Italia	27,9	6,3	35,6	-2,3	3,1	43,1	77,6	1,0	-30,7
Germania	6,6	6,4	62,4	1,4	0,6	55,6	52,8	6,8	42,9
Francia	17,4	6,8	62,9	1,6	5,2	55,6	119,6	-1,4	-15,6
Spagna	20,5	5,8	43,4	4,8	5,3	75,2	112,1	1,4	-92,6
Paesi Bassi	13,1	6,8	57,5	5,9	5,5	117,3	129,0	9,9	31,3
Belgio	15,3	7,4	63,0	7,4	8,9	55,8	134,8	0,1	48,8
Austria	11,7	7,9	76,8	4,1	5,5	....	....	1,0	-0,2
Finlandia	7,6	5,7	84,1	5,8	3,7	64,2	108,5	-1,4	8,8
Grecia	14,5	20,0	85,9	....	....	64,4	71,7	0,6	-121,1
Portogallo	20,8	5,6	71,4	....	5,2	85,9	132,1	0,7	-116,2
Irlanda	7,6	12,2	63,5	....	5,1	92,9	207,7	4,4	-101,7
Area dell'euro (3)	....	....	....	2,1	....	62,6	98,0	2,1	-13,5
Regno Unito	11,6	14,8	27,9	5,2	6,1	88,7	80,6	-4,2	-15,6
Stati Uniti	23,6	5,6	32,7	....	11,1	78,6	67,4	-2,4	-32,1
Giappone	58,1	6,6	7,9	....	13,1	63,3	104,9	0,7	67,9
Canada	16,0	6,1	20,6	....	5,3	93,7	99,8	-3,2	1,5

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

(1) I dati per i paesi europei e l'area dell'euro sono tratti da Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2014*, novembre 2014. I dati per i paesi extra europei sono tratti da FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2014. – (2) I dati per i paesi europei e l'area dell'euro sono tratti da Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2014*, novembre 2014. I dati per i paesi extra europei sono tratti da FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2014. – (3) Il dato relativo all'area dell'euro si riferisce a: 19 paesi per il disavanzo pubblico, l'avanzo primario, il debito pubblico e il PIL; 18 paesi per i debiti finanziari del settore privato e le statistiche verso l'estero; 17 paesi per l'indicatore S2. – (4) FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2014. – (5) Commissione europea, *Fiscal Sustainability Report 2012*, dicembre 2012. Aumento del rapporto avanzo primario/PIL (rispetto al valore del 2011) necessario, date le proiezioni demografiche e macroeconomiche, a soddisfare il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche; la stima tiene conto del livello del debito, delle prospettive di crescita dell'economia, dell'evoluzione dei tassi di interesse e del flusso degli avanzi primari futuri, su cui influisce la dinamica delle spese legate alla demografia. – (6) FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2014. Aumento del rapporto avanzo primario/PIL che dovrebbe essere conseguito entro il 2020 (e mantenuto per un altro decennio) per portare il rapporto debito/PIL al 60 per cento entro il 2030. Il valore include l'aumento previsto delle spese in campo sanitario e pensionistico tra il 2014 e il 2030. – (7) I dati per i paesi dell'area dell'euro sono tratti da BCE, *Statistical Data Warehouse*; i dati per il Regno Unito e per i paesi extra europei sono tratti da fonti nazionali; i dati sono compilati secondo il nuovo sistema europeo dei conti (SEC 2010). – (8) I dati per i paesi europei e per l'area dell'euro sono tratti da Eurostat, *Statistics Database*, BCE, *Statistical Data Warehouse* e fonti nazionali; i dati per i paesi extra europei sono tratti da fonti nazionali; i dati sono compilati secondo i nuovi standard contabili internazionali (cfr. il riquadro: *I nuovi standard internazionali dei conti con l'estero*, in *Bollettino economico*, n. 4, 2014).

contribuito all'aumento la decisione delle banche italiane di utilizzare temporaneamente parte dei fondi forniti dall'Eurosistema con la prima operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine per ridurre la raccolta dall'estero sul mercato interbancario (cfr. il capitolo 4). I premi per il rischio richiesti per detenere titoli di Stato italiani sono rimasti su livelli contenuti (fig. 1.4.b).

Figura 1.4



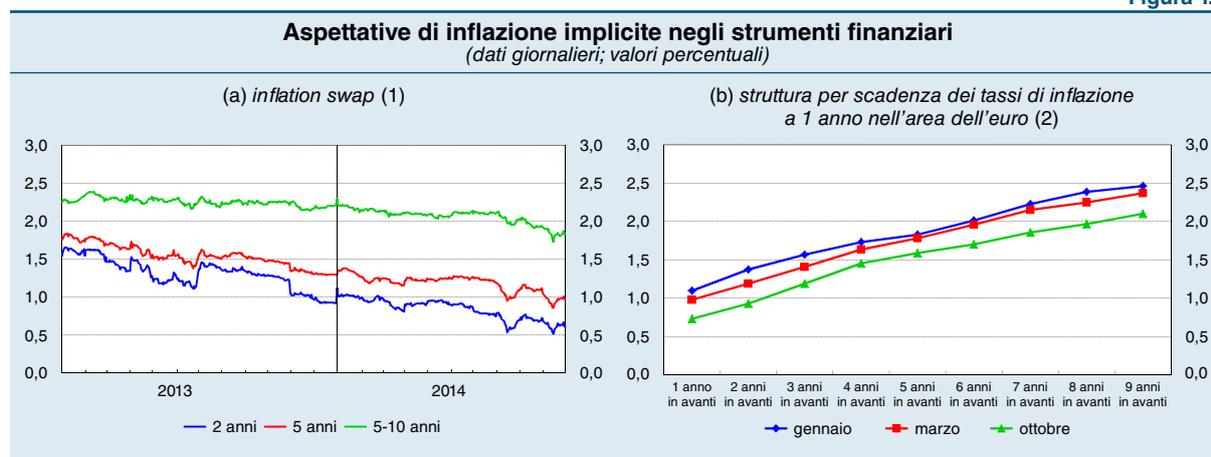
Fonte: per gli spread sovrani con la Germania, elaborazioni su dati Bloomberg.  
 (1) Saldo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema di pagamenti TARGET2 (media mensile di dati giornalieri); per le altre variabili, flussi di capitali dei non residenti, cumulati a partire dal luglio 2011. – (2) Inclusa la raccolta intermediata da controparti centrali residenti. – (3) I dati di settembre e ottobre 2014 sono stimati sulla base dell'andamento del saldo TARGET2. – (4) Differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali dei paesi indicati rispetto a quelli tedeschi.

## 1.2 I PRINCIPALI RISCHI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

**Sono in aumento i rischi derivanti dalla bassa inflazione**

Nell'area dell'euro i rischi per la stabilità finanziaria sono aumentati a causa della perdita di vigore dell'attività economica e della persistenza di tassi di crescita dei prezzi molto inferiori al 2 per cento (figg. 1.5.a e 1.5.b). Un'inflazione eccessiva-

Figura 1.5



Fonte: Bloomberg.  
 (1) Tassi di inflazione implicite nei contratti di inflation swap con durata a 2 anni, a 5 anni e a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti. – (2) Tassi di inflazione forward a 1 anno su orizzonti da 1 a 9 anni in avanti.

mente bassa comporta forti rischi sia per il sistema finanziario sia per la sostenibilità del debito pubblico e privato, di cui rende più difficile il riassorbimento (cfr. il riquadro: *I rischi per la stabilità finanziaria dell'area dell'euro derivanti dalla bassa inflazione*).

## I RISCHI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA DELL'AREA DELL'EURO DERIVANTI DALLA BASSA INFLAZIONE

Durante tutto il 2014 l'inflazione nell'area dell'euro ha continuato a flettere più di quanto previsto, anche al netto delle componenti più volatili, raggiungendo in ottobre lo 0,4 per cento; secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema diffuse lo scorso settembre, in assenza di ulteriori interventi di politica economica, essa si manterrebbe su livelli non coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi anche nel prossimo biennio. Variazioni dei prezzi molto contenute si registrano nella maggior parte dei paesi dell'Unione monetaria (figura, pannello a). In Italia l'inflazione armonizzata al consumo, in calo dalla fine del 2012, è stata pari allo 0,2 per cento lo scorso ottobre, dopo aver toccato -0,2 in agosto, il livello minimo registrato nelle statistiche armonizzate.

Il persistere dell'inflazione su bassi livelli accresce i rischi per la stabilità finanziaria, direttamente o per il tramite dei suoi effetti sull'economia reale. I principali meccanismi attraverso cui tali effetti si manifestano sono riconducibili alla presenza di un limite inferiore ai tassi di interesse della politica monetaria e alla sostenibilità del debito pubblico e privato.

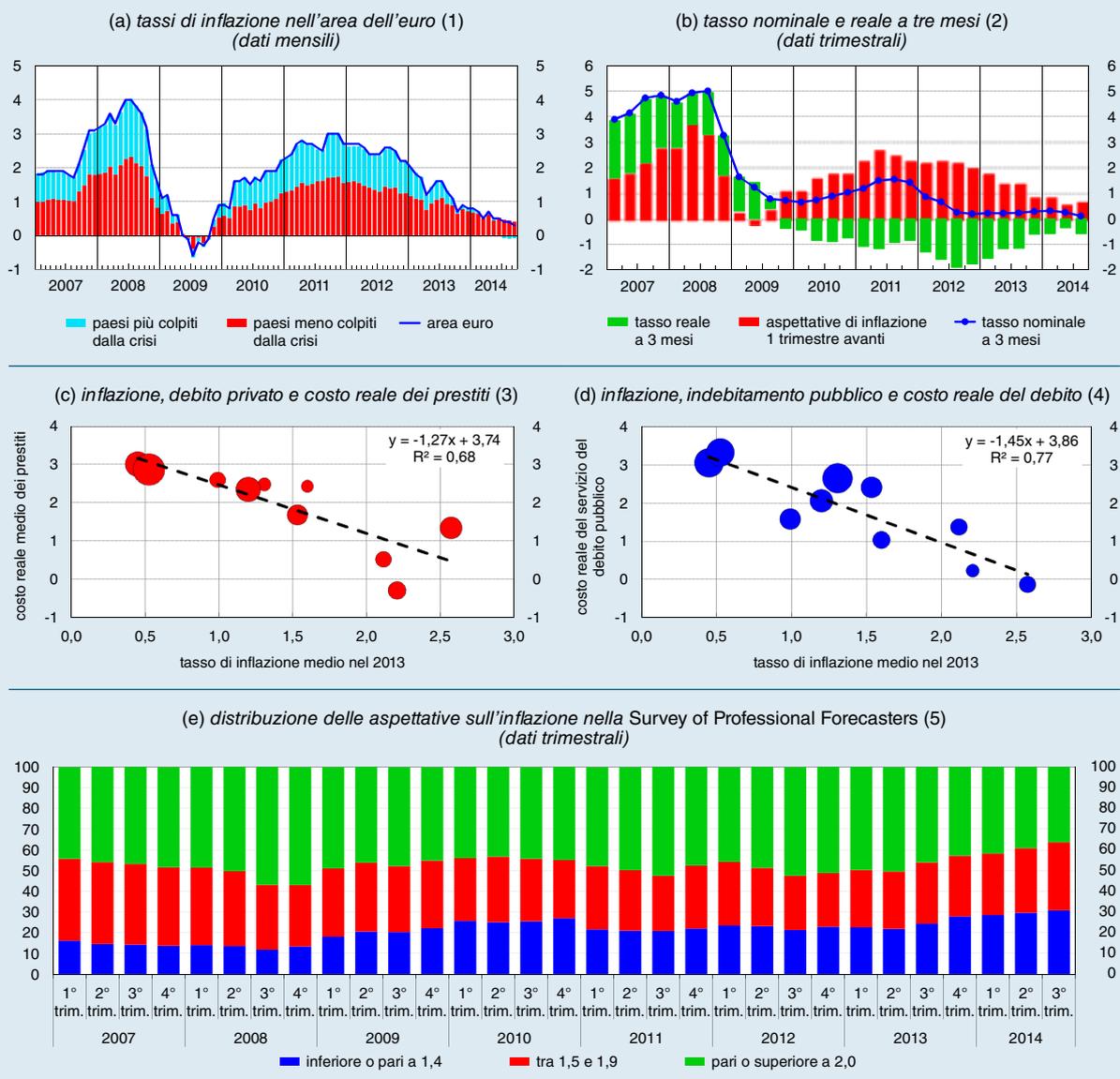
In una situazione di tassi nominali di politica monetaria prossimi allo zero, per la banca centrale può divenire impossibile ridurre i tassi di interesse reali a fronte di una caduta dell'inflazione su livelli bassi o inferiori allo zero. Il conseguente inasprimento delle condizioni monetarie ha un impatto negativo sui consumi e sugli investimenti e aumenta gli oneri per il servizio del debito. Tassi di inflazione prossimi allo zero hanno quindi effetti più gravi in presenza di elevati livelli di indebitamento e rendono più difficoltoso il processo di riduzione della leva finanziaria, con conseguenze negative sulla solidità delle finanze pubbliche e sulla sostenibilità del debito privato. La prospettiva di un peggioramento della qualità del credito a seguito dell'aumento dell'onere del servizio del debito può inoltre indurre le banche ad adottare politiche di offerta dei prestiti più restrittive, con ulteriori effetti negativi sull'economia.

Le implicazioni della bassa inflazione si aggravano se questa spinge al ribasso le aspettative, allontanandole dall'obiettivo della politica monetaria. La formazione delle aspettative è un processo non lineare: mutamenti anche forti possono materializzarsi, in modo discontinuo e in tempi brevi, se non opportunamente contrastati dall'azione della politica monetaria.

La protratta diminuzione dell'inflazione nell'ultimo biennio ha effettivamente determinato un marcato rialzo dei tassi di interesse reali: tra la fine del 2012 e la metà del 2014 il tasso reale a tre mesi dell'area è aumentato di 1,5 punti percentuali, da circa -2,0 a -0,5 (figura, pannello b), a fronte di un lieve calo del tasso nominale, che su questa scadenza ha raggiunto livelli prossimi allo zero. Anche il costo in termini reali dei prestiti bancari alle imprese e alle famiglie e l'onere del servizio del debito pubblico sono aumentati, in particolare nei paesi nei quali i livelli del debito, privato e pubblico, sono elevati (figura, pannelli c e d). Al prolungato calo dell'inflazione si è associata anche la revisione al ribasso delle attese degli analisti sulla crescita dei prezzi in un orizzonte di cinque anni: secondo la rilevazione dello scorso agosto della *Survey of Professional Forecasters* condotta dalla BCE, la probabilità che l'inflazione si collochi al di sotto dell'1,5 per cento sarebbe pari a circa un terzo, dal 15 per cento nella rilevazione relativa al secondo trimestre del 2007 (figura, pannello e).

La bassa inflazione ostacola il riassorbimento del debito in tutta l'area dell'euro. In Italia contribuisce al rallentamento del processo di discesa del rapporto tra debito pubblico e PIL. Un esercizio contabile (che si limita a modificare il denominatore del rapporto) basato sullo scenario della *Nota*

### Tassi di inflazione, tassi di interesse e debito (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Eurostat, Thomson Reuters Datastream e Consensus Economics.

(1) Il tasso di inflazione dei paesi meno colpiti dalla crisi del debito sovrano è la media ponderata dei tassi di inflazione in Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania e Paesi Bassi. Il tasso di inflazione dei paesi più direttamente colpiti dalla crisi del debito sovrano è la media ponderata dei tassi di inflazione in Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna. I tassi di inflazione sono calcolati sulla base degli indici armonizzati dei prezzi al consumo. La ponderazione è effettuata sulla base dei pesi utilizzati nel calcolo dell'inflazione armonizzata al consumo nell'area dell'euro. – (2) Il tasso Euribor a 3 mesi è calcolato come media dei dati giornalieri nel trimestre; le aspettative di inflazione per il trimestre successivo sono rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale *Consensus Forecasts*; il tasso reale è calcolato come differenza tra il tasso di interesse nominale e le aspettative di inflazione. – (3) Inflazione calcolata sulla base dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo. Il costo reale medio dei prestiti è calcolato come differenza tra il tasso di interesse medio sulle consistenze di prestiti alle imprese e alle famiglie e il tasso di inflazione medio nel medesimo anno. La dimensione delle sfere è proporzionale al rapporto tra indebitamento del settore privato e prodotto interno lordo in termini nominali. I paesi considerati sono i seguenti: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. – (4) Inflazione calcolata sulla base dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo. Il costo reale del servizio del debito pubblico è calcolato come differenza tra la spesa complessiva per interessi sui titoli di Stato in rapporto alla consistenza del debito pubblico nell'anno precedente e il tasso di inflazione medio nel medesimo anno. La dimensione delle sfere è proporzionale al rapporto tra indebitamento del settore pubblico e prodotto interno lordo in termini nominali. I paesi considerati sono i seguenti: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. – (5) Aspettative di inflazione a 5 anni desunte dall'indagine presso gli operatori professionali condotta trimestralmente dalla BCE. Percentuale degli operatori che ritiene che l'inflazione si collocherà in ciascuno degli intervalli riportati in figura.

di aggiornamento del DEF 2014 mostra che, qualora a partire dal prossimo anno il tasso di variazione del deflatore del PIL si collocasse su valori prossimi al 2 per cento (al di sopra delle attuali previsioni), nel 2017 il rapporto sarebbe di quasi tre punti percentuali inferiore a quello previsto nello scenario programmatico del Governo. L'effetto sarebbe maggiore considerando anche l'impatto dell'incremento dei prezzi sulle entrate e ipotizzando costante la spesa in termini nominali (1).

Per contrastare il rischio di una spirale negativa che porti le attese di inflazione lontano dall'obiettivo di stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo della BCE ha ribadito il suo impegno ad adottare, se necessario, ulteriori misure.

(1) Cfr. L.F. Signorini, *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2014*, testimonianza presso la Camera dei deputati, Roma, 13 ottobre 2014.

**I timori di una prolungata stagnazione...**

Le prospettive dell'area dell'euro sono rese più incerte dai rischi a cui è esposta l'attività economica globale. La debolezza della crescita mondiale e le frequenti revisioni al ribasso delle previsioni sulla dinamica del prodotto potrebbero preludere a una prolungata fase di stagnazione economica, che avrebbe ripercussioni negative sul sistema finanziario e sui conti pubblici. Il rischio è più elevato per l'area dell'euro, dove i livelli di occupazione e produzione sono ancora al di sotto di quelli del 2008.

**...si traducono in aumenti della volatilità e in possibili tensioni per il sistema finanziario**

La persistente fragilità della crescita economica mondiale rende i mercati particolarmente sensibili alle nuove informazioni politiche ed economiche, come mostrato dal repentino rialzo della volatilità registrato attorno alla metà di ottobre, in connessione con l'acuirsi dei timori sulle condizioni politiche e finanziarie in Grecia. Le prospettive di bassa crescita rappresentano la maggiore fonte di rischio anche per le banche dell'area dell'euro; i risultati del *comprehensive assessment* hanno tuttavia mostrato che la solvibilità dei principali intermediari sarebbe garantita anche in condizioni congiunturali molto avverse. Ulteriori rischi provengono dalle tensioni geopolitiche e dal rallentamento della crescita nelle economie emergenti, che potrebbero causare nuove pressioni su alcune grandi banche internazionali.

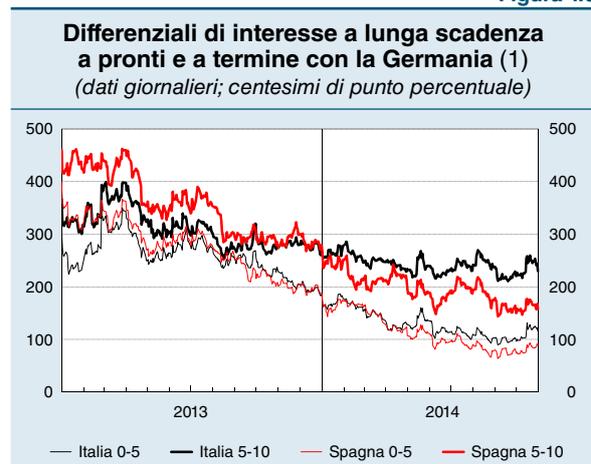
**I rischi legati alla divergenza delle politiche monetarie si sono ridotti**

L'utilizzo di misure non convenzionali di politica monetaria da parte della BCE ha contribuito ad attenuare i rischi che il processo di uscita dalla fase espansiva delle condizioni monetarie negli Stati Uniti possa indurre un rialzo dei tassi di interesse a medio e a lungo termine nell'area dell'euro. Vi è evidenza che fino alla scorsa primavera i tassi di interesse statunitensi a lungo termine hanno influenzato quelli dell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *La trasmissione del rialzo dei tassi di interesse statunitensi a quelli dell'area dell'euro*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2014); dallo scorso maggio tuttavia le misure della BCE hanno favorito un ulteriore calo dei tassi di interesse a lungo termine in euro, che si è riflesso anche sui tassi in dollari. Rimane il rischio che, in futuro,

Le prospettive dell'area dell'euro sono rese più incerte dai rischi a cui è esposta l'attività economica globale. La debolezza della crescita mondiale e le frequenti revisioni al ribasso delle previsioni sulla dinamica del prodotto potrebbero preludere a una prolungata fase di stagnazione economica, che avrebbe ripercussioni negative sul sistema finanziario e sui conti pubblici. Il rischio è più elevato per l'area dell'euro, dove i livelli di occupazione e produzione sono ancora al di sotto di quelli del 2008.

La persistente fragilità della crescita economica mondiale rende i mercati particolarmente sensibili alle nuove informazioni politiche ed economiche, come mostrato dal repentino rialzo della volatilità registrato attorno alla metà di ottobre, in connessione con l'acuirsi dei timori sulle condizioni politiche e finanziarie in Grecia. Le prospettive di bassa crescita rappresentano la maggiore fonte di rischio anche per le banche dell'area dell'euro; i risultati del *comprehensive assessment* hanno tuttavia mostrato che la solvibilità dei principali intermediari sarebbe garantita anche in condizioni congiunturali molto avverse. Ulteriori rischi provengono dalle tensioni geopolitiche e dal rallentamento della crescita nelle economie emergenti, che potrebbero causare nuove pressioni su alcune grandi banche internazionali.

Figura 1.6



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.  
(1) Differenziali di interesse tra il paese indicato e la Germania relativi ai tassi zero coupon a 5 anni (0-5) e ai tassi forward a 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti (5-10).

un ampliamento del differenziale tra i tassi di interesse inneschi un aumento delle posizioni speculative in valuta (*carry trade*), innalzando la volatilità dei tassi di cambio.

**Le condizioni sui mercati del debito sovrano restano favorevoli, ma sono fragili**

Nell'area dell'euro i premi per il rischio di credito sovrano sono rimasti su livelli contenuti, beneficiando delle misure espansive della BCE e della ricerca da parte degli investitori di attività con rendimenti relativamente elevati. I premi sulle scadenze a termine, meno influenzati dall'orientamento della politica monetaria, sono significativamente più elevati di quelli a pronti (fig. 1.6). Le condizioni dei mercati dei titoli di Stato rimangono esposte a

improvvisi mutamenti nel grado di avversione al rischio degli investitori, come accaduto nella seconda metà di ottobre.

### 1.3 I MERCATI IMMOBILIARI

**In molti paesi europei si consolida il miglioramento dei mercati immobiliari...**

Il mercato immobiliare statunitense è tornato a migliorare dalla scorsa primavera, dopo una fase di stasi durata quasi un anno; secondo le quotazioni dei

futures i prezzi delle abitazioni continuerebbero ad aumentare nei prossimi mesi. Anche nell'area dell'euro nel secondo trimestre i prezzi delle case sono tornati a salire (0,7 per cento sul periodo precedente, interrompendo la diminuzione in atto dalla fine del 2013; fig. 1.7). Al nuovo rialzo in Germania e nei Paesi Bassi (1,3 e 0,7 per cento, rispettivamente) si è associato un recupero in Francia e, in misura più accentuata, in Spagna; in Belgio si è registrata una sostanziale stabilizzazione, mentre i prezzi hanno ripreso a crescere a ritmi sostenuti in Irlanda, dopo il temporaneo calo all'inizio dell'anno.

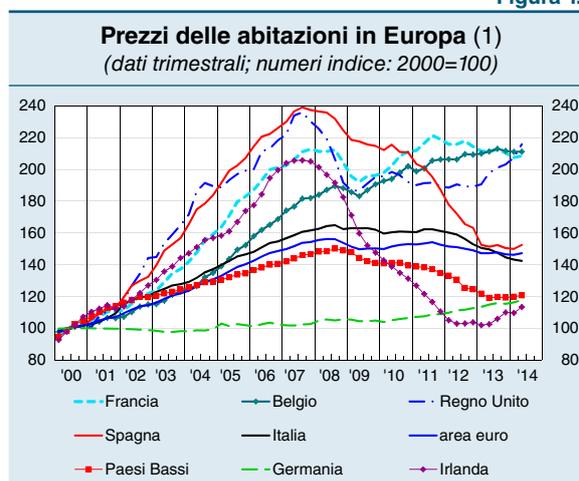
**...e in alcuni sono state adottate misure macroprudenziali**

In alcuni paesi europei le autorità macroprudenziali hanno attivato, o stanno attivando, misure per contenere l'emergere di rischi sistemici associati all'aumento delle quotazioni degli immobili (1). Nei Paesi Bassi è stato ridotto il limite massimo al valore del mutuo in rapporto a quello dell'immobile finanziato; in Belgio e in Svezia sono state innalzate le ponderazioni per il rischio relative alle esposizioni immobiliari delle banche che utilizzano modelli interni di valutazione del rischio; nel Regno Unito sono state introdotte misure volte a limitare la concessione di prestiti ai prenditori con minore capacità di ripagare il credito.

**Il mercato immobiliare italiano è ancora debole**

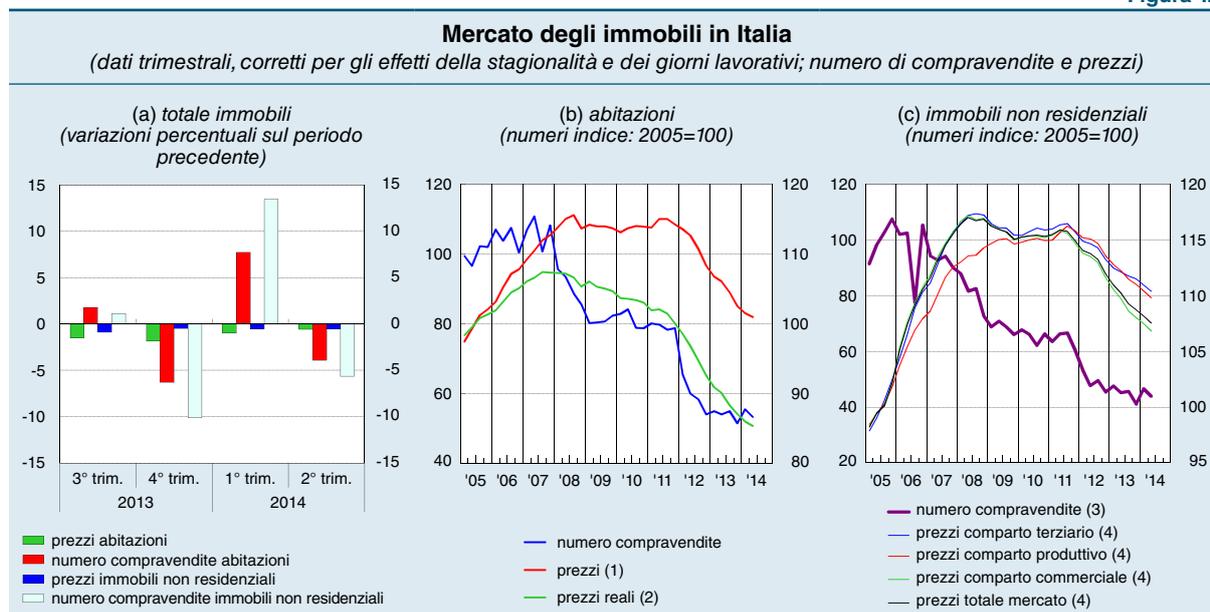
In Italia i prezzi delle case sono lievemente diminuiti nel secondo trimestre (-0,6 per cento sul periodo precedente, da -1,0 nel primo; fig. 1.8.a), ma il calo si è interrotto per quelli delle nuove abitazioni. Secondo le rilevazioni dell'Osserva-

Figura 1.7



Fonte: elaborazioni su fonti nazionali e BCE.  
(1) Indici ricavati da dati sul valore nominale dei prezzi.

(1) Cfr. D. Ciani, W. Cornacchia e P. Garofalo, *Le misure macroprudenziali introdotte in Europa per il settore immobiliare*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», n. 227, 2014.



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

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

torio sul mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate, il numero delle compravendite, valutato al netto delle oscillazioni indotte dalla riduzione delle imposte catastali e di registro introdotta all'inizio dell'anno, si è stabilizzato sui livelli assai modesti della prima metà del 2013 (fig. 1.8.b). Nel comparto degli edifici non residenziali il numero delle transazioni e i prezzi hanno proseguito la moderata tendenza al ribasso (fig. 1.8.c).

**In Italia i prezzi delle case appaiono in linea con i fondamentali**

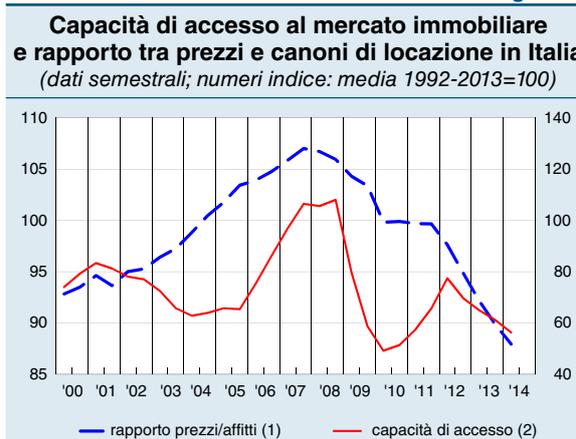
Secondo nostre valutazioni, il calo dei prezzi delle abitazioni in Italia è in linea con la debolezza del reddito disponibile delle famiglie, con le condizioni del mercato del credito e con gli effetti negativi dell'incertezza circa la struttura della tassazione a carico della proprietà immobiliare. I rischi di sopravvalutazione delle case sono modesti anche sulla base della capacità di accesso al mercato da parte delle famiglie (fig. 1.9). Il rapporto tra prezzi e affitti è sceso ai valori minimi da oltre un decennio.

**Le prospettive del ciclo immobiliare in Italia rimangono incerte...**

Gli indicatori anticipatori, dopo una fase di miglioramento, si sono indeboliti. In ottobre l'indice del clima di fiducia delle imprese di costruzione ha solo in parte recuperato il calo subito nell'estate, collocandosi tuttavia su livelli più elevati rispetto a quelli della fine dello scorso

Secondo nostre valutazioni, il calo dei prezzi delle abitazioni in Italia è in linea con la debolezza del reddito disponibile delle famiglie, con le condizioni del mercato del credito e con gli effetti negativi dell'incertezza circa la struttura della tassazione a carico della proprietà immobiliare.

Figura 1.9



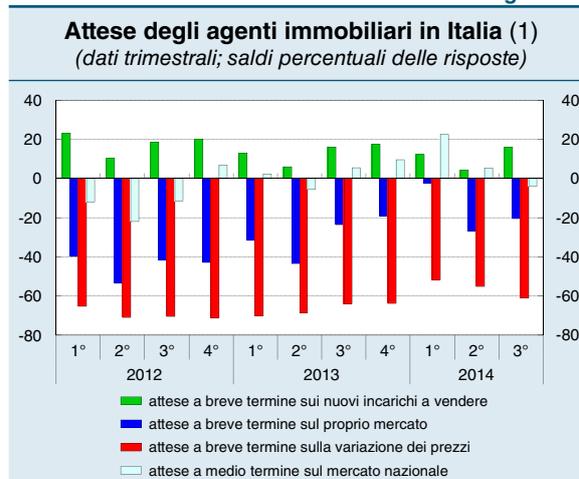
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI e Consulente immobiliare. (1) Rapporto tra prezzi delle case e canoni di locazione nei nuovi contratti. – (2) Scala di destra. L'indicatore è dato dal rapporto tra il servizio dei nuovi mutui ipotecari (approssimato dal prodotto tra quotazioni e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

anno. L'attività nei settori industriali che forniscono i principali prodotti intermedi all'edilizia è tornata a diminuire. Secondo il sondaggio trimestrale condotto in ottobre dalla Banca d'Italia insieme a Tecnoborsa e all'Agenzia delle Entrate, il pessimismo degli operatori sulle prospettive a breve del proprio mercato si è attenuato, nonostante le attese di un nuovo calo dei prezzi (fig. 1.10). Emergono indicazioni di un minor divario tra i prezzi richiesti dai venditori e quelli offerti dagli acquirenti. Le valutazioni delle tendenze del mercato nazionale hanno tuttavia segnato un lieve peggioramento sull'orizzonte di medio periodo. Secondo nostre stime (2), la discesa dei prezzi delle case, continuata nel terzo trimestre, proseguirebbe nel quarto, comportando per il complesso dell'anno una nuova flessione, pur se inferiore a quella registrata nel 2013; i prezzi riprenderebbero a salire moderatamente nel corso del 2015 in uno scenario, coerente con quello prospettato dai principali previsori, di graduale crescita del reddito disponibile e di miglioramento delle condizioni di accesso al credito.

**...anche a causa delle modifiche della tassazione patrimoniale**

L'evoluzione del mercato immobiliare è soggetta ai rischi connessi con la normativa fiscale, che ha subito frequenti revisioni negli ultimi anni. L'imposta patrimoniale sull'abitazione principale, introdotta nel 2012 e pressoché annullata per le abitazioni non di lusso nel 2013, quest'anno è stata reintrodotta nell'ambito del tributo sui servizi indivisibili (Tasi). Nei Comuni capoluogo di Regione il prelievo patrimoniale sull'abitazione principale si colloca, in media, lievemente al di sotto dei livelli del 2012 e di quelli prevalenti negli altri paesi dell'Unione europea. Il carico fiscale sugli immobili residenziali diversi dalle abitazioni principali risulta solo di poco superiore nel confronto con i valori di due anni fa, per via della reintroduzione dell'imposizione sui redditi fondiari. In un quadro di persistenti difficoltà reddituali, l'incertezza circa il trattamento fiscale della proprietà immobiliare potrebbe aumentare lo squilibrio tra offerta e domanda di abitazioni, con effetti negativi sui prezzi di mercato.

Figura 1.10



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

(2) Le stime sono state ottenute utilizzando il modello illustrato in A. Nobili e F. Zollino, *A structural model for the housing and credit markets in Italy*, Banca d'Italia, «Temi di discussione», n. 887, 2012.

## 2 LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

### 2.1 LE FAMIGLIE

#### La ricchezza riprende a crescere

Nel primo semestre, a fronte della debole dinamica del reddito, i consumi sono tornati a crescere dopo due anni di riduzione; ciò ha comportato una flessione del risparmio. La ricchezza finanziaria è aumentata principalmente per effetto dell'incremento dei prezzi delle attività mobiliari in portafoglio. La ricchezza totale netta è cresciuta dell'1,1 per cento, anche grazie alla riduzione delle passività dello 0,6 per cento, sebbene il valore degli immobili sia ulteriormente diminuito (cfr. il par. 1.3).

#### Il debito resta basso, ma le erogazioni di nuovi mutui sono in ripresa

Il debito è rimasto sostanzialmente stabile, in rapporto al reddito disponibile, al 63 per cento, un valore basso nel confronto internazionale (1). Le famiglie italiane hanno tratto vantaggio dal livello particolarmente contenuto dei tassi di interesse, domandando nuovi mutui e rinegoziando condizioni più favorevoli per quelli già in essere. Nei primi nove mesi del 2014 i nuovi mutui sono cresciuti del 10 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (in misura tuttavia ancora inferiore alle rate rimborsate), risentendo sia di un'espansione della domanda sia di migliori condizioni di offerta (fig. 2.1).

La media dei tassi applicati sui nuovi mutui a tasso variabile è scesa, tra dicembre del 2013 e settembre del 2014, dal 3,2 al 2,7 per cento, un valore prossimo a quello dell'area dell'euro (2,5 per cento). Il costo medio complessivo del debito bancario delle famiglie è rimasto invariato al 4,0 per cento (3,8 per cento nell'area dell'euro).

(1) La serie storica del rapporto tra debiti finanziari e reddito disponibile è stata rivista a seguito dell'adozione del nuovo sistema europeo dei conti (SEC 2010). Le modifiche hanno comportato una riduzione del rapporto di circa due punti percentuali.

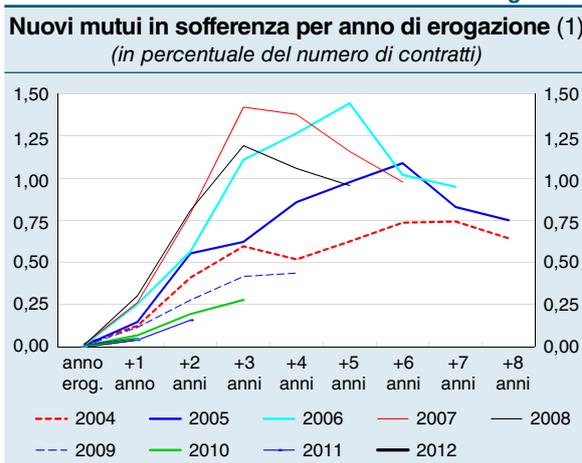
Figura 2.1



Fonte: Bank Lending Survey, Regional Bank Lending Survey e segnalazioni di vigilanza.

(1) Scala di destra. Le erogazioni includono nuovi mutui, surroghe e sostituzioni. - (2) Per l'indice di domanda valori maggiori (minori) di zero segnalano espansione (contrazione); per l'indice di offerta segnalano restrizione (allentamento).

Figura 2.2



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Le curve di mortalità indicano, per ogni anno successivo a quello di erogazione, il numero di mutui entrati in sofferenza in percentuale di quelli concessi in ciascun anno.

**Rallenta  
il deterioramento  
della qualità  
del credito**

Nella prima metà del 2014 la quota di prestiti bancari alle famiglie consumatrici con anomalie nei rimborsi si è stabilizzata (poco al di sopra del 10 per cento; tav. 2.1). Il saldo tra il flusso annuo dei finanziamenti che transitano in categorie di maggior rischio e di quelli in miglioramento è diminuito per la prima volta dalla metà del 2011: in rapporto al totale dei prestiti è passato dal 2,7 per cento di dicembre del 2013 al 2,3 dello scorso giugno. Per i mutui, che rappresentano la componente più rilevante del debito delle famiglie, l'incidenza delle nuove sofferenze su quelli concessi negli anni 2009-2012 è inferiore a quella relativa ai contratti conclusi negli anni precedenti la crisi (fig. 2.2).

**Il rischio principale  
per le famiglie  
è la debole dinamica  
del reddito**

Nei prossimi mesi l'evoluzione del reddito nominale rappresenta il principale fattore di rischio per le famiglie indebitate. Nostre valutazioni indicano tuttavia che, anche a fronte di shock piuttosto severi, la quota dei nuclei vulnerabili (2), attualmente stimata su livelli non elevati nel confronto storico, non cambierebbe significativamente. Nel caso in cui il reddito diminuisse di mezzo punto percentuale nell'anno in corso e di un punto nel 2015, la quota di debito detenuta dalle famiglie vulnerabili aumenterebbe solo marginalmente, al 21 per cento rispetto al 20 del 2012 (cfr. il riquadro: *Gli effetti della stagnazione del reddito sulla vulnerabilità delle famiglie indebitate*).

Tavola 2.1

<b>Prestiti a famiglie consumatrici (1)</b> (milioni di euro e composizione percentuale)				
	Dicembre 2013		Giugno 2014	
<b>Prestiti per acquisto abitazioni</b>				
<b>Totale</b>	<b>340.179</b>	<b>100</b>	<b>338.539</b>	<b>100</b>
in bonis	318.864	93,7	317.187	93,7
deteriorati	21.315	6,3	21.352	6,3
scaduti (2)	3.053	0,9	1.973	0,6
incagli	6.560	1,9	7.110	2,1
sofferenze	11.702	3,4	12.269	3,6
<b>Credito al consumo</b>				
<b>Totale</b>	<b>113.205</b>	<b>100</b>	<b>112.049</b>	<b>100</b>
in bonis	101.117	89,3	100.167	89,4
deteriorati	12.088	10,7	11.882	10,6
scaduti (2)	1.715	1,5	1.640	1,5
incagli	3.353	3,0	3.118	2,8
sofferenze	7.020	6,2	7.124	6,4
<b>Altri prestiti (3)</b>				
<b>Totale</b>	<b>99.989</b>	<b>100</b>	<b>100.240</b>	<b>100</b>
in bonis	76.231	76,2	76.060	75,9
deteriorati	23.758	23,8	24.180	24,1
scaduti (2)	1.688	1,7	1.323	1,3
incagli	4.793	4,8	5.090	5,1
sofferenze	17.278	17,3	17.767	17,7
<b>Totale prestiti</b>				
<b>Totale</b>	<b>553.373</b>	<b>100</b>	<b>550.828</b>	<b>100</b>
in bonis	496.212	89,7	493.413	89,6
deteriorati	57.161	10,3	57.415	10,4
scaduti (2)	6.456	1,2	4.936	0,9
incagli	14.705	2,7	15.319	2,8
sofferenze	36.000	6,5	37.160	6,7

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono i pronti contro termine e non comprendono le cartolarizzazioni. – (2) Gli scaduti comprendono i prestiti ristrutturati. – (3) Gli altri prestiti includono principalmente aperture di credito in conto corrente e mutui per costruzione o acquisto di immobili non residenziali, per consolidamento di altri prestiti o senza finalità specifica.

(2) Sono considerate vulnerabili le famiglie che hanno un rapporto fra rate da pagare (capitale e interessi) e reddito disponibile superiore al 30 per cento e un reddito disponibile inferiore al valore mediano della distribuzione.

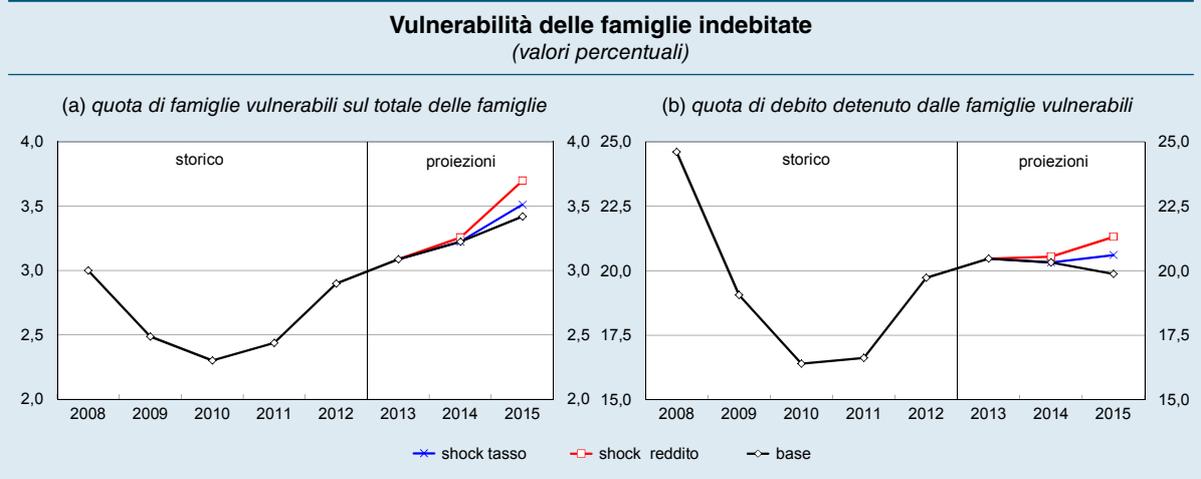
**GLI EFFETTI DELLA STAGNAZIONE DEL REDDITO SULLA VULNERABILITÀ DELLE FAMIGLIE INDEBITATE**

I dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane mostrano che durante la prima fase della crisi, fra il 2008 e il 2010, la quota di nuclei vulnerabili si era ridotta dal 3,0 al 2,3 per cento delle famiglie e il loro debito era passato dal 24,6 al 16,4 per cento del totale del settore (figura). Il forte calo dei tassi di interesse aveva più che compensato la marcata riduzione del reddito: le famiglie avevano beneficiato di migliori condizioni contrattuali anche sui mutui in essere grazie all'ampio ricorso a rinegoziazioni, surroghe e sostituzioni. I nuclei in difficoltà avevano inoltre potuto avvalersi della possibilità, concessa da numerose banche, di sospendere temporaneamente le rate del mutuo. Nel 2012 la quota di famiglie vulnerabili era salita al 2,9 per cento del totale (circa 750.000 famiglie), con un debito di poco inferiore al 20 per cento dei prestiti complessivi del settore (circa 140 miliardi di euro). Il peggioramento è riconducibile al calo del reddito disponibile e al rialzo dei tassi di interesse sulle nuove erogazioni dovuto alla crisi del debito sovrano.

Per valutare il rischio associato all'indebitamento, le informazioni microeconomiche, rilevate con l'indagine fino al 2012, sono state proiettate sino al 2015 utilizzando un modello di microsimulazione che incorpora i dati macroeconomici disponibili con maggiore tempestività e frequenza (1). Per le proiezioni si è utilizzato uno scenario di base in linea con il rallentamento attuale della congiuntura, in cui il reddito nominale riprende a crescere moderatamente dal 2015, i tassi di interesse rimangono pressoché invariati e i prestiti alle famiglie tornano a salire soltanto nel 2015 (cfr. il par. 3.2).

Le simulazioni indicano che la percentuale di famiglie vulnerabili aumenterebbe al 3,2 per cento nel 2014, per poi raggiungere il 3,4 nel 2015 (figura, pannello a); la loro quota di debito crescerebbe solo di poco rispetto al 2012 (figura, pannello b), grazie alla maggiore selettività applicata dagli intermediari finanziari durante la crisi nella concessione dei prestiti alle famiglie con basso reddito.

Figura



In presenza di uno shock del reddito nominale (calo dello 0,5 per cento nel 2014 e dell'1,0 per cento nel 2015), la quota di famiglie vulnerabili sarebbe pari al 3,7 per cento nel 2015, con un debito di poco superiore al 21 per cento del totale.

In uno scenario alternativo, con un profilo del reddito in linea con quello di base e un incremento di un punto percentuale del tasso Euribor a tre mesi nel 2015, la quota di famiglie vulnerabili sarebbe pari al 3,5 per cento e il debito da esse detenuto risulterebbe di poco inferiore al 21 per cento.

(1) Cfr. V. Michelangeli e M. Pietrunti, *A microsimulation model to evaluate Italian households' financial vulnerability*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», n. 225, 2014.

## 2.2 LE IMPRESE

**Aumentano le differenze nelle condizioni finanziarie tra diversi tipi di impresa**

Il persistere di bassi livelli di attività economica accentua le differenze tra le imprese in relazione a prospettive di crescita, redditività e condizioni di accesso al credito. Le aziende di maggiore dimensione stanno aumentando fatturato e redditività, mentre tra quelle più piccole le condizioni economiche e finanziarie restano difficili pur in presenza di una graduale riduzione del debito.

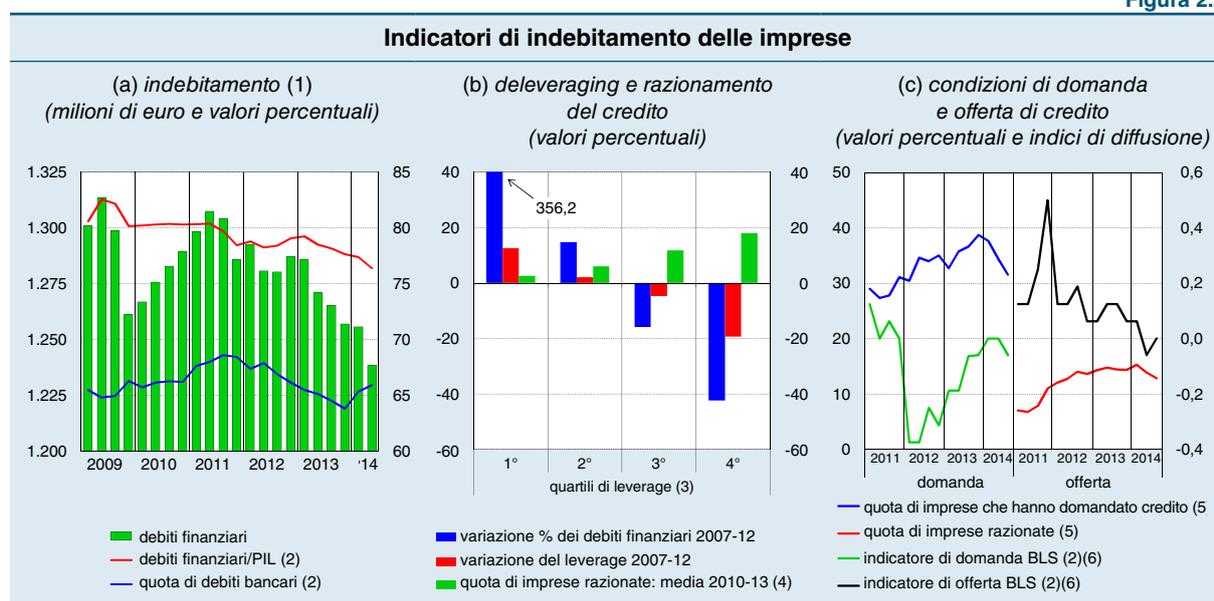
Sulla base dei dati di contabilità nazionale, il margine operativo lordo (MOL) delle società non finanziarie è rimasto stabile in corso d'anno. Dal sondaggio congiunturale, condotto in ottobre dalla Banca

d'Italia presso un campione di oltre 4.000 imprese dell'industria e dei servizi, emerge che nei primi nove mesi dell'anno il saldo tra le aziende con un aumento delle vendite e quelle con una diminuzione è ancora negativo; il saldo è positivo per le società con più di 200 addetti e per quelle esportatrici.

### I debiti si sono ridotti tra le imprese a più alta leva finanziaria

Il grado di indebitamento, benché ancora elevato, è in diminuzione. Nei dodici mesi terminanti in giugno i debiti finanziari si sono ridotti del 2,6 per cento e il leverage è diminuito di circa quattro punti percentuali, al 42,8 per cento. In rapporto al PIL i debiti sono scesi al 76,4 per cento, oltre sei punti in meno rispetto al picco raggiunto nel giugno 2009 (fig. 2.3.a)(3). I dati microeconomici desunti dai bilanci di un ampio campione di società di capitale mostrano che l'aggiustamento degli ultimi anni ha riguardato soprattutto imprese che prima della crisi avevano livelli di indebitamento molto elevati (fig. 2.3.b). Per queste aziende il calo dei debiti ha riflesso anche la restrizione nell'offerta del credito da parte delle banche: in media d'anno, tra il 2010 e il 2013 la quota di imprese che non ha ottenuto i finanziamenti richiesti è stata del 2,6 per cento tra quelle appartenenti al quartile di leverage più basso e del 18,0 tra quelle più indebitate.

Figura 2.3



Fonte: Banca d'Italia, Istat e Cerved Group.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie; quelli relativi al 2° trimestre del 2014 sono provvisori. – (2) Scala di destra. – (3) Quartili di leverage riferiti a un campione di oltre 500.000 bilanci Cerved del 2007; nel 1° quartile sono incluse le imprese non indebitate. Con riferimento alla quota di imprese razionate i quartili di leverage sono definiti su base annua. – (4) Quota di imprese che ha dichiarato di aver chiesto e non ottenuto credito; i dati si riferiscono al campione rilevato dall'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi condotta annualmente dalla Banca d'Italia. – (5) Medie di dati mensili rilevati dall'Istat presso un campione di imprese manifatturiere; la percentuale di imprese a cui è negato il credito è calcolata sul totale di quelle che hanno avuto contatti con banche o società finanziarie nei 3 mesi precedenti l'indagine. – (6) Dati trimestrali riferiti agli intermediari italiani contattati nella Bank Lending Survey (BLS). Indici di diffusione: valori positivi indicano un'espansione della domanda o una restrizione dell'offerta.

### Diminuiscono le aziende che chiedono prestiti alle banche...

La riduzione dei prestiti bancari è ancora in corso (-3,1 per cento sui dodici mesi terminanti in settembre). Nei primi tre trimestri del 2014 i risultati dell'indagine condotta dall'Istat presso le imprese manifatturiere indicano una diminuzione della domanda, una tendenza che nei sondaggi presso gli intermediari era emersa già dal 2012 (fig. 2.3.c). Le indagini indicano inoltre un minor livello di restrizione delle politiche di offerta che ha contribuito alla ri-

(3) La serie storica del rapporto tra debiti finanziari delle società non finanziarie e PIL è stata rivista a seguito dell'adozione del SEC 2010. Le modifiche, pur comportando una riduzione del rapporto di circa tre punti percentuali, non ne hanno alterato significativamente la dinamica.

duzione dei tassi di interesse applicati sui nuovi prestiti (-59 punti base nei dodici mesi terminanti in settembre) e della quota di imprese razionate. Le condizioni di accesso al credito restano tuttavia difficili, soprattutto tra le aziende più piccole: nel terzo trimestre l'incidenza delle imprese razionate tra quelle con meno di 50 addetti era del 15,4 per cento, superiore di oltre un terzo rispetto a quella delle imprese di maggiore dimensione.

**...e aumentano  
quelle che si rivolgono  
direttamente  
al mercato**

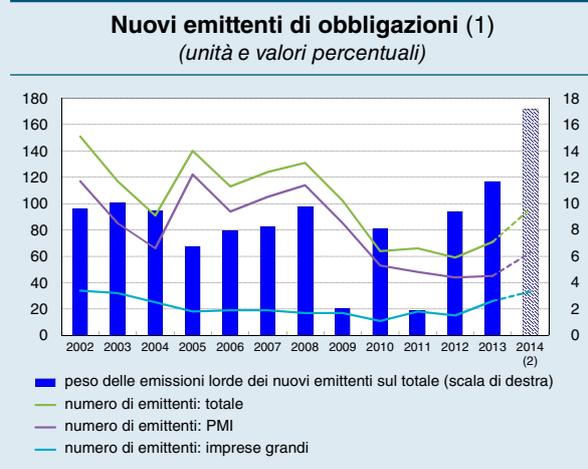
Nei primi nove mesi dell'anno le operazioni di nuova quotazione sono state 18, il livello più alto dal 2007; si è trattato in larga parte di operazioni realizzate sull'AIM Italia (Alternative Investment Market), un segmento caratterizzato da costi di quotazione più ridotti. Le emissioni lorde di obbligazioni sono state pari a 21 miliardi, leggermente inferiori rispetto agli elevati volumi degli anni scorsi. Nel confronto con il quinquennio precedente è tuttavia aumentato di oltre il 60 per cento il numero di società che hanno collocato obbligazioni per la prima volta. L'inversione di tendenza rispetto al calo del numero degli emittenti osservato durante la crisi è stata marcata tra le piccole e medie imprese (cfr. il riquadro: *I nuovi emittenti di obbligazioni tra il 2002 e il 2013*). La maggior parte di queste imprese ha beneficiato della normativa sui minibond che dal novembre 2012 favorisce le emissioni da parte di imprese non quotate. I collocamenti di minibond sono stati 57, per un importo di 7 miliardi, rispettivamente il 12 e il 10 per cento circa delle emissioni complessive di titoli nello stesso periodo. Il volume medio di queste emissioni nel 2014, di poco superiore a 30 milioni, è risultato nettamente inferiore rispetto ai 270 milioni degli anni precedenti, riflettendo una crescente partecipazione al mercato da parte di imprese di media dimensione (con un fatturato compreso tra 10 e 50 milioni) salite dal 27 al 49 per cento degli emittenti.

#### I NUOVI EMITTENTI DI OBBLIGAZIONI TRA IL 2002 E IL 2013

Tra il 2002 e il 2013 le imprese che hanno emesso obbligazioni per la prima volta sono state oltre 1.200. Durante la crisi il loro numero si è fortemente ridotto passando da 124, in media d'anno tra il 2002 e il 2008, a 72 nel successivo quinquennio; il calo è stato pronunciato tra le piccole e medie imprese (figura). Dal 2013 sono emersi segnali di una ripresa delle nuove emissioni che ha interessato dapprima le aziende grandi e si sta gradualmente estendendo a quelle di minore dimensione.

I risultati di stime econometriche confermano che hanno fatto ricorso al mercato obbligazionario soprattutto imprese di grande dimensione, più facilmente valutabili da investitori esterni e maggiormente in grado di sopportare i costi fissi del collocamento (1). A parità di altre condizioni, la probabilità di iniziare a emettere

Figura



Fonte: Banca d'Italia e Dealogic.

(1) Sono considerati nuovi emittenti le imprese per le quali non si ha evidenza di collocamenti nei 10 anni precedenti. - (2) Dati stimati sulla base dei primi 9 mesi.

(1) L'analisi, che utilizza un campione di oltre 1.300.000 bilanci di società di capitale tratti dagli archivi Cerved, si basa sulla stima di modelli logistici. La variabile dipendente è una variabile dummy pari a 1 nell'anno in cui un'impresa emette obbligazioni per la prima volta; tra le variabili indipendenti di interesse, tutte considerate nell'anno precedente l'emissione, sono inclusi: il fatturato, il rapporto tra investimenti e fatturato, il rapporto tra margine operativo lordo e attivo, il leverage, la quota di debiti finanziari a breve termine, la quota di attivo immobilizzato e tre dummy pari a 1 per le imprese quotate, per quelle con meno di sei anni di attività e per quelle con crescita del fatturato positiva.

titoli è maggiore tra imprese che effettuano elevati volumi di investimento. Le società che hanno collocato obbligazioni per la prima volta presentano inoltre condizioni di bilancio in media più equilibrate e, in particolare, un livello di indebitamento contenuto rispetto alle imprese non emittenti. La probabilità di una prima emissione di titoli è infine più alta per le imprese con una quota elevata di immobilizzazioni tecniche e un peso rilevante dei debiti a breve scadenza. Le motivazioni che durante la crisi hanno spinto le imprese a un primo collocamento non risultano sostanzialmente diverse da quelle osservate negli anni precedenti.

**Le condizioni finanziarie, ancora fragili, tendono a migliorare solo tra le imprese più grandi**

Sulla base dei bilanci del 2012 l'incidenza delle aziende finanziariamente fragili (definite come quelle con un peso degli oneri finanziari sul MOL superiore al 50 per cento) era pari al 33,1 per cento. Prime indicazioni relative al 2013 mostrano una riduzione della vulnerabilità tra le imprese con più di 50 addetti e un aumento per le imprese più piccole, dovuto soprattutto al peggior andamento della redditività. I dati di contabilità nazionale mostrano che, nei 12 mesi terminanti in

giugno, il rapporto fra oneri finanziari e MOL è lievemente salito rispetto all'anno precedente al 21,8 per cento, un valore più elevato che in passato. Anche il tasso di ingresso in sofferenza, un indice della capacità delle aziende di ripagare i prestiti bancari, è ancora alto, ma si è ridotto di 0,7 punti percentuali dal picco del 4,8 raggiunto nel settembre 2013 (cfr. il par. 3.2); il calo non ha tuttavia interessato le imprese di minore dimensione. Un miglioramento della capacità delle imprese di ripagare i debiti deriverà dal rafforzamento in corso della loro struttura finanziaria, i cui squilibri durante la crisi hanno amplificato gli effetti degli shock macroeconomici (cfr. il riquadro: *Leverage e sofferenze delle imprese*).

## LEVERAGE E SOFFERENZE DELLE IMPRESE

I dati relativi a un ampio campione di società di capitale mostrano come la struttura finanziaria delle imprese abbia notevolmente amplificato gli effetti della congiuntura sulla loro capacità di rimborsare i debiti (1).

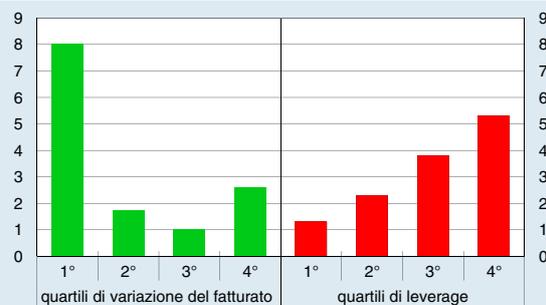
Le due recessioni che si sono succedute nell'ultimo quinquennio hanno determinato un forte aumento dei prestiti bancari in sofferenza. Sull'incremento hanno pesato sia la dinamica del fatturato sia il grado di indebitamento. Tra le imprese appartenenti al quartile con il peggiore andamento delle vendite (ovvero una contrazione di almeno il 14 per cento in media d'anno) l'incidenza di quelle classificate in sofferenza è stata pari all'8,0 per cento, contro l'1,7 in media per le altre società. Analogamente la percentuale di imprese classificate in sofferenza si riduce dal 5,3 delle aziende del quartile di leverage più elevato (superiore all'84 per cento) all'1,3 per quelle del primo quartile (figura).

(1) Dati relativi a circa 200.000 società di capitale per le quali sono disponibili negli archivi Cerved le informazioni sui debiti finanziari del 2007 o del 2008 e che a quelle date non erano classificate in sofferenza rettificata nella Centrale dei rischi (Cfr. E. Bonaccorsi di Patti [et al.], *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, Banca d'Italia, di prossima pubblicazione).

Figura

### Quota di imprese classificate in sofferenza tra il 2009 e il 2012 (1)

(medie annue, in percentuale del numero di imprese)



Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group e Centrale dei rischi.

(1) I quartili riferiti alla dinamica dei ricavi sono calcolati in base a una media delle variazioni del fatturato nel periodo 2008-2012. Il leverage è il rapporto fra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto; i quartili sono calcolati in base alla distribuzione dell'indicatore nel biennio 2007-08.

Gli effetti del livello di indebitamento delle imprese prima della crisi sulla probabilità di risultare insolventi tra il 2009 e il 2012 sono stati quantificati attraverso un'analisi econometrica. I risultati indicano che, a parità di altri fattori (tra cui la variazione del fatturato), a un incremento di dieci punti percentuali del leverage corrisponde un aumento di quasi un punto della probabilità di ingresso in sofferenza; si tratta di un effetto rilevante che implica una crescita della probabilità di circa quattro punti percentuali nel passaggio dal venticinquesimo al settantacinquesimo percentile della distribuzione dell'indicatore.

Il livello iniziale del leverage ha comportato, in aggiunta, un'amplificazione degli effetti della caduta del fatturato sulla probabilità di divenire insolventi: a fronte di uno stesso shock al valore delle vendite, infatti, la probabilità di entrare in sofferenza per le aziende dell'ultimo quartile di leverage è di oltre tre volte più elevata rispetto a quella delle società appartenenti al primo quartile.

**Anche l'aumento della liquidità è concentrato tra le imprese di maggiore dimensione**

Le disponibilità liquide delle imprese continuano a crescere: sulla base dei conti finanziari, i depositi e il circolante hanno raggiunto il 7,6 per cento sul totale del passivo, oltre un punto in più rispetto alla media del periodo 2004-08. Dai bilanci delle società di capitale emerge che l'aumento della liquidità ha interessato soltanto le imprese di media e grande dimensione.

**Diverse misure sostengono l'accesso al credito delle PMI**

Diverse misure continuano a sostenere l'accesso al credito e le condizioni di liquidità delle imprese minori. Nei primi sette mesi dell'anno i finanziamenti assistiti dal Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese sono stati 7,6 miliardi, circa il 14 per cento delle erogazioni di prestiti alle società non finanziarie di importo inferiore a 250.000 euro (che approssimano i finanziamenti alle aziende di minore dimensione). Lo scorso settembre i pagamenti alle imprese dei debiti delle Amministrazioni pubbliche, iniziati nell'estate 2013, hanno raggiunto 31,3 miliardi di euro, poco più della metà delle risorse stanziare per il biennio 2013-14. Resterà attiva fino al prossimo dicembre la terza moratoria sottoscritta dall'ABI e dalle associazioni delle imprese per la sospensione dei pagamenti e il prolungamento dei finanziamenti in favore delle PMI. L'esclusione dalle ultime due moratorie delle aziende con anomalie nei rimborsi ha significativamente ridotto la portata della misura: le quote di capitale sospese nei dieci mesi terminanti lo scorso luglio sono state esigue, pari a 1,4 miliardi, all'incirca un quinto e la metà dei corrispondenti valori osservati, rispettivamente, per la prima e per la seconda moratoria.

**Il principale rischio per le imprese è la debolezza dell'attività economica**

Il protrarsi della debolezza dell'attività economica costituisce il principale fattore di rischio per le imprese nei prossimi mesi; in assenza di una ripresa, un netto miglioramento delle condizioni finanziarie, soprattutto delle imprese più piccole e che producono per il mercato interno, appare assai difficile. È tuttavia in corso un graduale riequilibrio della struttura finanziaria, sia per effetto della riduzione dell'indebitamento sia per il maggior ricorso al mercato da parte delle società di media e grande dimensione; si tratta di tendenze che riducono la vulnerabilità finanziaria delle imprese e le pongono in una condizione migliore per cogliere future opportunità di investimento. Le difficoltà nell'accesso al credito continuano a rappresentare un vincolo rilevante principalmente per le società di minore dimensione e per quelle meno patrimonializzate.

# 3 IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO

## 3.1 L'ESERCIZIO DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA SULLA VALUTAZIONE DEI BILANCI DELLE MAGGIORI BANCHE DELL'AREA DELL'EURO

### La metodologia

**Il 26 ottobre la BCE ha pubblicato i risultati del *comprehensive assessment*...**

Lo scorso 26 ottobre sono stati diffusi i risultati dell'esercizio di valutazione approfondita (*comprehensive assessment*) dei bilanci delle principali banche dell'area dell'euro (inclusa la Lituania), propedeutico all'avvio del Meccanismo di vigilanza unico (MVU) avvenuto il 4 novembre. L'esercizio aveva tre finalità: valutare l'effettivo stato di salute degli intermediari sulla base di criteri comuni; quantificare, ove necessario, le misure di rafforzamento patrimoniale; diffondere informazioni chiare e confrontabili per ristabilire la fiducia nel sistema bancario europeo.

**...che è consistito in una revisione della qualità degli attivi...**

Il *comprehensive assessment* è consistito in una revisione della qualità degli attivi (*asset quality review*, AQR) e in uno stress test, condotto con riferimento sia a uno scenario macroeconomico di base sia a uno avverso (1). L'AQR ha accertato la qualità degli attivi in essere alla fine del 2013 utilizzando definizioni comuni. L'analisi dei portafogli creditizi ha verificato la correttezza della classificazione dei prestiti tra la categoria in bonis (*performing*) e quella dei deteriorati (*non performing*), nonché l'adeguatezza dei relativi accantonamenti, tenendo conto delle valutazioni delle garanzie reali a copertura delle esposizioni. Per contenere il lavoro entro i tempi previsti è stato considerato solo un sottoinsieme degli attivi di ciascun intermediario, scegliendo i portafogli più rischiosi. Posizioni in bonis e deteriorate sono state analizzate individualmente, su base campionaria, dai gruppi ispettivi. Gli aggiustamenti di valore complessivi per ciascun portafoglio sono stati poi ottenuti utilizzando tecniche di tipo inferenziale. Sono state infine effettuate analisi dell'adeguatezza delle rettifiche di valore sulle posizioni in bonis e sulle esposizioni verso la clientela al dettaglio (*collective provisioning analysis*) attraverso un modello quantitativo (*challenger model*).

**...e in uno stress test severo**

L'esercizio di stress è stato severo rispetto a esercizi analoghi condotti in passato. Gli aggiustamenti di valore emersi dall'AQR sono stati dedotti dal valore di partenza del patrimonio utilizzato nel test; qualora di importo rilevante, gli aggiustamenti hanno anche determinato un peggioramento delle stime di perdita fornite dagli intermediari lungo l'orizzonte temporale dello stress test (2014-16). Tale approccio costituisce un'innovazione nelle prassi di vigilanza.

**Le soglie di capitale di riferimento variano a seconda dell'esercizio**

L'ammontare minimo di patrimonio di migliore qualità (common equity tier 1, CET1) richiesto a ciascun intermediario è stato fissato all'8 per cento delle attività ponderate per il rischio sia per l'AQR sia per lo scenario di base dello stress test. Si tratta di un requisito più elevato sia rispetto al minimo regolamentare (4,5 per cento), sia rispetto al minimo aumentato del margine di conservazione del capita-

(1) Per una descrizione dettagliata della metodologia cfr. Banca d'Italia, *Nota tecnica sulle modalità di conduzione dell'esercizio di valutazione approfondita (comprehensive assessment)*.

le (7,0 per cento). Nello scenario avverso dello stress test la soglia è stata fissata al 5,5 per cento, anche in questo caso superiore al minimo regolamentare. Le banche hanno sei mesi di tempo dalla pubblicazione dei risultati per sanare eventuali carenze di capitale che provengano dall'AQR o dallo scenario di base dello stress test, nove mesi per far fronte a quelle evidenziate dallo scenario avverso.

**Il comprehensive assessment è un esercizio prevalentemente prudenziale**

Il *comprehensive assessment* è stato un esercizio di natura prevalentemente prudenziale, non contabile. Le riclassificazioni e gli aggiustamenti di valore derivanti dall'AQR sono stati infatti ricavati anche in base a indicatori finanziari di possibili difficoltà delle imprese affidate; le vigenti norme contabili prescrivono invece che le rettifiche su crediti vengano effettuate in seguito al manifestarsi di oggettivi elementi di perdita. È stato inoltre fatto ampio ricorso a metodi di tipo statistico non contemplati dai criteri contabili. Nell'interazione con le autorità di vigilanza, le banche valuteranno caso per caso la necessità di procedere a eventuali rettifiche in bilancio.

### Sintesi dei risultati per le banche italiane

**Tutte le banche italiane hanno superato l'AQR...**

Al *comprehensive assessment* hanno partecipato 15 banche italiane (2). A seguito dell'esercizio nove di esse registravano carenze di capitale alla fine del 2013 (tav. 3.1, colonna D). Tenendo conto degli aumenti di capitale effettuati tra gen-

Tavola 3.1

Risultati del comprehensive assessment per le banche italiane (milioni di euro e numeri)									
BANCHE	Risultati pubblicati dalla BCE						Eccedenza/ carenza rispetto all'AQR dopo le principali misure di rafforzamento (6)	Risultati includendo altre misure di rafforzamento patrimoniale	
	eccedenza/ carenza da AQR (1)	eccedenza/ carenza da ST base (2)	eccedenza/ carenza da ST avverso (3)	min eccedenza/ max carenza (4)	principali misure di rafforzamento patrimoniale (5)	eccedenza/ carenza dopo le principali misure di rafforzamento		altre misure di rafforzamento patrimoniale (7)	eccedenza/ carenza finale dopo tutte le misure rafforzamento
	A	B	C	D = min (A,B,C)	E	F = D+E		G = A+E	H
Banco Popolare	-34	-693	-427	-693	1.756	1.063	1.722	120	1.183
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	162	149	-128	-128	759	631	921	0	631
Banca Popolare di Milano	-482	-647	-684	-684	518	-166	36	879	713
Banca Popolare di Sondrio	-148	-183	-318	-318	343	26	195	0	26
Banca Popolare di Vicenza	-119	-158	-682	-682	459	-223	340	253	30
Carige	-952	-1.321	-1.835	-1.835	1.021	-814	69	0	-814
Credito Emiliano	463	480	599	463	0	463	463	0	463
Credito Valtellinese	-88	-197	-377	-377	415	38	327	12	50
Iccrea	356	385	256	256	0	256	356	0	256
Intesa Sanpaolo	10.548	9.419	8.724	8.724	1.756	10.480	12.304	417	10.897
Mediobanca	205	600	445	205	0	205	205	560	765
Monte dei Paschi di Siena	-845	-1.516	-4.250	-4.250	2.139	-2.111	1.294	0	-2.111
Unione di Banche Italiane	2.432	1.848	1.743	1.743	18	1.761	2.450	0	1.761
UniCredit	6.451	6.167	5.580	5.580	1.235	6.815	7.687	1.932	8.747
Veneto Banca	-583	-574	-714	-714	738	24	155	0	24
Totale facente capo a banche: con carenze (8)	-3.251	-5.290	-9.413	-9.679	8.148	-3.313	0	1.132	-2.924
con eccedenze (8)	20.617	19.049	17.347	16.971	3.009	21.762	28.523	3.041	25.546
Numero banche con carenze				9			4	0	2

Fonte: Banca d'Italia e BCE, risultati del *comprehensive assessment*.

(1) Eccedenza/carenza di capitale rispetto alla soglia dell'8 per cento di CET1 ratio rilevata al 31 dicembre 2013 (riga B8 del template pubblicato dalla BCE per le banche con carenze). – (2) Eccedenza/carenza rispetto alla soglia dell'8 per cento di CET1 ratio rilevata al 31 dicembre 2013 (riga B9 del template BCE). – (3) Eccedenza/carenza rispetto alla soglia del 5,5 per cento di CET1 ratio rilevata al 31 dicembre 2013 (riga B10 del template BCE). – (4) Eccedenza minima o carenza massima (tra quelle risultanti dall'AQR, dallo scenario di base dello stress test e dallo scenario avverso dello stress test) rilevata al 31 dicembre 2013 (riga B11 del template BCE). – (5) Principali misure di rafforzamento perfezionate tra gennaio e settembre del 2014 (somma delle righe C1-C6 del template BCE). – (6) Informazioni direttamente ricavabili dai risultati pubblicati dalla BCE. – (7) Altre misure di rafforzamento (in aggiunta a quelle riportate nella colonna E) decise nel 2014. – (8) I totali riportati nelle colonne D, F, G e I non possono essere ottenuti applicando la formula indicata in cima a ciascuna colonna, che vale invece solo per i dati relativi alle singole banche.

(2) Di queste, 13 sono entrate in via diretta nel perimetro dell'MVU; Credito Valtellinese e Credito Emiliano, che in base ai dati più recenti hanno attivi inferiori a 30 miliardi, sono state classificate tra le banche non significative.

naio e settembre del 2014, tutte le banche hanno superato l'AQR. Lo stress test invece mostra potenziali esigenze di capitale per quattro banche, per un valore complessivo di 3,3 miliardi di euro.

**...ma per due di esse lo stress test ha fatto registrare la necessità di rafforzare il capitale**

**I risultati confermano la tenuta del sistema bancario italiano nonostante le forti tensioni**

Tenendo conto delle altre misure di rafforzamento decise nel corso di quest'anno (prevalentemente cessioni straordinarie di attivi, completamento di procedure di autorizzazione all'utilizzo di modelli interni, rimozione di requisiti patrimoniali specifici) il numero di banche che registrano carenze di capitale scende a due (Banca Monte dei Paschi di Siena e Banca Carige). Le carenze di capitale si riducono a 2,9 miliardi (lo 0,2 per cento del PIL italiano); per 13 banche si rilevano eccedenze per 25,5 miliardi. I due intermediari interessati hanno già presentato alle autorità di vigilanza i piani volti a colmare le carenze patrimoniali.

I dati confermano la complessiva tenuta del sistema bancario italiano, nonostante le forti tensioni a cui è stato sottoposto negli ultimi anni: la crisi finanziaria mondiale, le tensioni sui debiti sovrani, la prolungata fase recessiva dell'economia italiana.

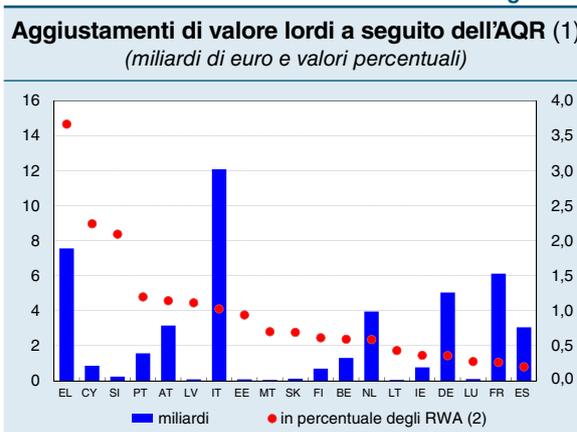
**La verifica della qualità degli attivi**

**L'importo degli aggiustamenti è relativamente elevato...**

Per le banche italiane l'AQR ha determinato aggiustamenti di valore degli attivi per 12,0 miliardi, a fronte di un totale di 47,5 per il complesso delle banche europee (fig. 3.1). In rapporto alle attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA) gli aggiustamenti sono pari a 102 punti base, contro una media di 56 per le banche dell'MVU (tav. 3.2).

Sulla differenza hanno influito i divari di crescita tra le economie: gli aggiustamenti di valore sono

**Figura 3.1**



Fonte: BCE, risultati del *comprehensive assessment*.  
(1) Dati al lordo dell'effetto fiscale. - (2) Scala di destra.

**Tavola 3.2**

**Aggiustamenti di valore a seguito dell'AQR (1)**  
(miliardi di euro e punti base)

VOCI	Banche italiane		Banche MVU	
	miliardi di euro	punti base (RWA)	miliardi di euro	punti base (RWA)
Aggiustamenti di valore calcolati mediante:				
esame ispettivo di posizioni individuali (a)	-4,4	-37	-16,4	-19
proiezione alle posizioni non esaminate (b)	-3,8	-33	-10,3	-12
<i>challenger model</i> (c)	-3,6	-30	-16,2	-19
Totale aggiustamenti calcolati con metodi statistici (b)+(c)	-7,4	-63	-26,5	-31
Totale aggiustamenti sui portafogli creditizi (d)=(a)+(b)+(c)	-11,8	-100	-43,0	-51
Aggiustamenti dovuti esame attivi di livello 3 e CVA (e)	-0,2	-2	-4,6	-5
Impatto lordo sul capitale (f)=(d)+(e)	-12,0	-102	-47,5	-56
Effetto fiscale e fattori di mitigazione del rischio (g)	3,8	33	13,7	16
Impatto netto sul capitale (h)=(f)+(g)	-8,2	-69	-33,8	-41

Fonte: Banca d'Italia e BCE, risultati del *comprehensive assessment*.

(1) Le cifre in punti base sono calcolate rapportando le corrispondenti cifre in miliardi agli attivi ponderati per il rischio rilevati alla fine del 2013. I *credit valuation adjustment* (CVA) sono aggiustamenti al valore di bilancio dei derivati per tener conto della probabilità di inadempimento delle controparti.

risultati mediamente più elevati tra le banche dei paesi che hanno registrato andamenti congiunturali peggiori dall'avvio della crisi economica (3).

**...e riflette in gran parte valutazioni di tipo statistico**

La parte preponderante degli aggiustamenti di valore è derivata dall'applicazione di metodi di tipo inferenziale (63 punti base in termini di RWA per le banche italiane, 31 per il complesso delle banche dell'MVU) (tav. 3.2). Ad esempio, per la valutazione dell'adeguatezza delle cosiddette rettifiche generiche (gli accantonamenti su posizioni in bonis) è stato utilizzato un modello statistico (*challenger model*) che ha determinato aggiustamenti di valore significativamente più elevati rispetto a quelli coerenti con la normativa contabile (IAS-IFRS), che non consente la contabilizzazione di poste a carattere meramente prudenziale. L'incidenza degli aggiustamenti di valore che emergono dall'esame ispettivo delle posizioni individuali è per le banche italiane analoga rispetto a quella che si riscontra per il complesso delle banche dell'MVU (37 punti base su un totale di 102, contro 19 su un totale di 56 per l'insieme delle banche dell'MVU).

**Le riclassificazioni a posizioni deteriorate sono in linea con quelle dell'area**

Parte degli aggiustamenti di valore deriva dalla riclassificazione di posizioni in bonis alla categoria delle partite deteriorate (4). Per le banche italiane tali riclassificazioni sono state pari a 198 punti base in termini di RWA, contro 201 per il complesso delle banche dell'MVU (tav. 3.3). Per queste ultime, le riclassificazioni sono dovute per 120 punti base all'analisi delle posizioni, condotta su base individuale e statistica, e per la parte rimanente (81 punti base) al passaggio alla nuova definizione armonizzata di partite deteriorate. Per le banche italiane le riclassificazioni sono invece dovute quasi per intero alla prima componente. Ciò riflette in parte l'utilizzo, per la riclassificazione dei prestiti, di indicatori di bilancio delle imprese affidate più stringenti di quelli contabili. L'applicazione di questi criteri ha influenzato soprattutto la valutazione delle esposizioni verso le piccole e medie imprese italiane, i cui bilanci mostrano in media bassa redditività e indebitamento elevato. Il passaggio alla nuova definizione armonizzata di partite deteriorate non ha invece avuto effetti per le banche italiane (5).

Nel complesso, la consistenza delle partite deteriorate secondo i criteri dell'AQR aumenterebbe del 18,3 per cento per le banche dell'MVU, contro il 9,6 per le banche italiane.

**Tavola 3.3**

**Riclassificazioni prudenziali di posizioni dal portafoglio in bonis al portafoglio delle esposizioni deteriorate**  
(miliardi di euro e punti base in termini di RWA)

BANCHE	Stock partite deteriorate (fine 2013, definizione nazionale)	Nuove partite deteriorate						Stock partite deteriorate (secondo l'AQR)	
		parte dovuta a nuova definizione armonizzata			parte dovuta all'analisi degli attivi			totale	
		miliardi	miliardi	punti base	miliardi	punti base	miliardi	punti base	miliardi
Banche MVU	743	55	81	81	120	136	201	879	18,3
Banche italiane	198	0,4	4	18,6	194	19	198	217	9,6

Fonte: Banca d'Italia e BCE, risultati del *comprehensive assessment*.

(3) In numerosi casi, posizioni che risultavano in bonis in base ai dati al 31 dicembre 2013 sono state riclassificate su impulso delle banche stesse durante la fase di esame ispettivo degli attivi svoltasi nell'estate di quest'anno.

(4) In base ai dati pubblicati dalla BCE non è possibile ricostruire questo ammontare; nella tavola 3.2 esso è ripartito sotto le voci "esame ispettivo di posizioni individuali" e "proiezione alle posizioni non esaminate".

(5) Cfr. il riquadro: *La definizione di esposizioni deteriorate (non-performing) e oggetto di concessioni (forbearance) nelle regole EBA e nell'asset quality review*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n.1, 2014.

**Gli aggiustamenti di valore degli attivi opachi e delle garanzie immobiliari risultano contenuti**

L'esame dell'AQR ha riguardato anche alcune attività di mercato particolarmente opache (tra cui quelle cosiddette di livello 3), la cui valutazione si basa su modelli statistici, e la congruità delle valutazioni delle garanzie reali a copertura delle esposizioni, in particolare di quelle immobiliari, rispetto ai prezzi di mercato. Per le attività di livello 3 gli accantonamenti determinati dall'AQR sono stati molto contenuti: due punti base per le banche italiane, contro cinque per il complesso delle banche dell'area, in termini di attivi ponderati per il rischio. Per le garanzie immobiliari le differenze tra le valutazioni aziendali e quelle accertate dai periti sono state limitate (cfr. il riquadro: *La valutazione delle garanzie immobiliari nell'AQR*).

## LA VALUTAZIONE DELLE GARANZIE IMMOBILIARI NELL'AQR

L'esame delle garanzie immobiliari, condotto da valutatori indipendenti, ha considerato per le banche italiane un campione di oltre 8.000 immobili situati in Italia e all'estero, per un controvalore superiore a 33 miliardi.

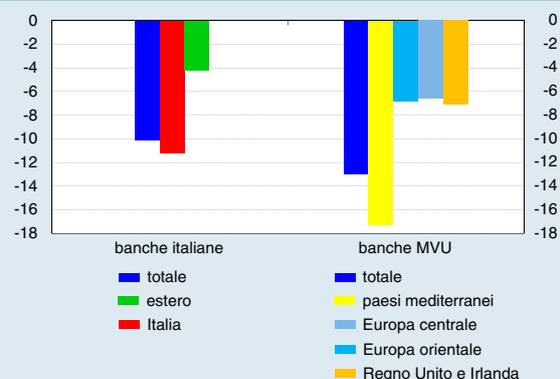
La figura riporta le differenze tra le valutazioni dei periti e quelle rilevate nella contabilità aziendale. Le prime sono risultate generalmente inferiori alle seconde per tutte le tipologie di immobili: del 10,1 per cento per le banche italiane, del 13,0 per l'insieme delle banche partecipanti all'AQR. Poiché di norma gli intermediari in tutti i paesi aggiornano solo periodicamente la valutazione delle garanzie, la discrepanza tra i valori aziendali e di perizia risente plausibilmente del calo dei prezzi degli immobili osservato, con diversa intensità, in numerosi mercati nel corso degli ultimi anni.

Per gli immobili localizzati in Italia, il valore mediano della revisione al ribasso del valore della garanzia è stata pari al 6 per cento (tavola). Il deprezzamento ha superato il 17 per cento per un quarto degli immobili (prima colonna) mentre su un quarto non sono state apportate svalutazioni (terza colonna). Non vi sono significative differenze tra le diverse tipologie di immobili.

Figura

### Garanzie immobiliari: differenze tra le valutazioni degli intermediari e le perizie AQR (1)

(valori in percentuale; per localizzazione dell'immobile)



Fonte: Banca d'Italia e BCE, risultati del *comprehensive assessment*.

(1) I dati relativi all'Italia riguardano sia immobili situati nel nostro paese (inclusa una quota minima relativa a filiazioni in Italia di gruppi stranieri), sia un piccolo campione di immobili situati all'estero dati in garanzia a gruppi bancari italiani. Per una categoria residuale di paesi (tra cui i paesi nordici e quelli baltici) i risultati della valutazione non sono riportati nella figura citata. La media ponderata è calcolata utilizzando come peso il valore attribuito alla garanzia dall'intermediario.

Tavola

### Distribuzione delle differenze di valutazione per le banche italiane (1)

(soli immobili situati in Italia)

	1° quartile	mediana	3° quartile
Industriali	-16,7	-5,8	-1,0
Residenziali	-16,1	-5,4	0,9
Commercioli	-18,7	-6,8	-1,5
Altri	-18,8	-6,3	0,0
<b>Totale</b>	<b>-17,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>0,0</b>

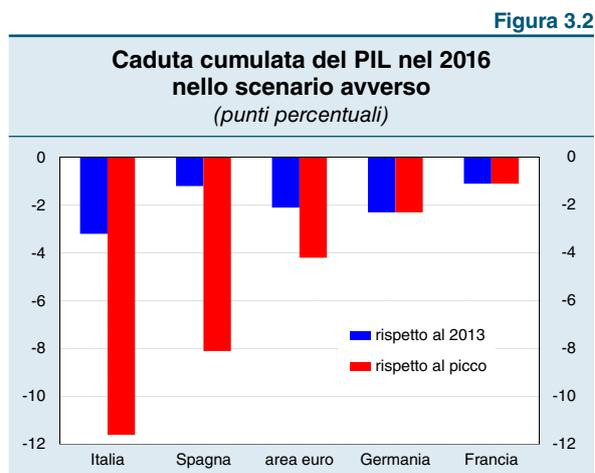
Fonte: Banca d'Italia e BCE, risultati del *comprehensive assessment*.

(1) I valori riguardano solo le perizie su immobili situati sul territorio italiano (che incidono per oltre l'80 per cento del valore delle garanzie esaminate e che appartengono per la quasi totalità a gruppi bancari italiani). La distribuzione riportata è quella delle differenze tra il valore della perizia AQR e la valutazione aziendale. Le tipologie di immobili sono: (a) immobili industriali, funzionali all'esercizio di un'attività industriale (capannoni, magazzini, ecc.); (b) immobili residenziali, inclusi singoli appartamenti e lotti di immobili a uso residenziale; (c) immobili utilizzati per attività commerciali al dettaglio; (d) restanti tipologie (uffici, alberghi, terreni, ecc.).

## L'esercizio di stress

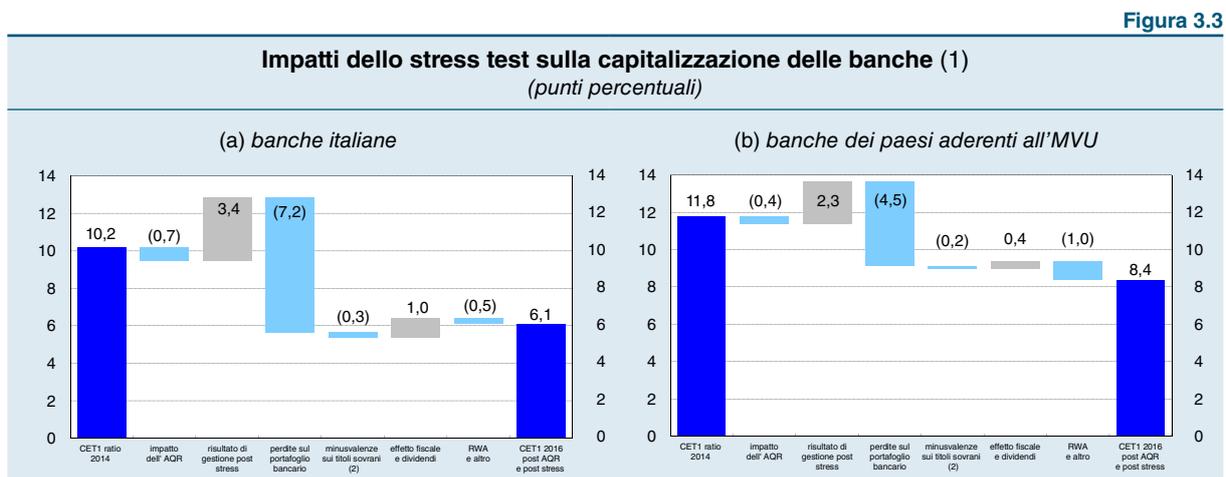
### Lo stress test adotta ipotesi molto stringenti

Lo scenario avverso dello stress test è risultato severo. Il calo complessivo ipotizzato per il PIL italiano rispetto allo scenario di base è in linea con quello registrato in media dagli altri paesi dell'area dell'euro (6,1 e 6,6 punti percentuali, rispettivamente); in Italia i suoi effetti negativi si sono tuttavia aggiunti a quelli causati dalla lunga fase recessiva avviata alla fine del 2008. Sulla base dello scenario avverso, la caduta cumulata del PIL tra l'anno di picco (il 2007 nel caso italiano) e il 2016 (l'anno finale dello stress test) sarebbe per l'Italia di quasi 12 punti percentuali, molto più elevata di quella media per l'area dell'euro (fig. 3.2). La severità della prova per le banche italiane è stata accentuata dall'ipotesi inclusa nello scenario di un riacutizzarsi delle tensioni sui debiti sovrani (6).



Fonte: BCE e Banca d'Italia.

Nello scenario avverso le perdite potenziali stimate dalle 15 banche italiane ammonterebbero a circa 90 miliardi nel triennio 2014-16; quelle derivanti da svalutazioni su crediti inciderebbero per 7,2 punti percentuali in termini di RWA, a fronte di 4,5 punti in media per le banche dei paesi aderenti all'MVU. Nel complesso l'impatto sul capitale delle banche italiane derivante dallo scenario avverso (dopo la correzione iniziale dovuta all'AQR) sarebbe di 39 miliardi, pari a 3,4 punti percentuali in termini di RWA; per il complesso delle banche dell'area dell'euro l'effetto corrispondente risulterebbe in media pari a 3,0 punti (fig. 3.3). Alla fine del 2016 il CET1 ratio medio delle banche italiane scen-



Fonte: BCE, risultati del *comprehensive assessment*.

(1) Scenario avverso dello stress test. Gli impatti, cumulati nel triennio 2014-16, sono riportati in rapporto alle attività ponderate per il rischio (RWA) e contribuiscono positivamente (barra in grigio) o negativamente (barra in azzurro) al CET1 ratio di partenza, determinando il valore finale del CET1 ratio dopo l'AQR e dopo lo stress test. – (2) AFS.

(6) Nell'esercizio è stata utilizzata la definizione di capitale vigente in ogni paese, che tiene conto del diverso modo in cui sono state esercitate le discrezionalità nazionali previste per la transizione a Basilea 3. L'unica eccezione ha riguardato il trattamento del filtro prudenziale relativo alle variazioni dei prezzi dei titoli pubblici classificati nel portafoglio di attività disponibili per la vendita, per il quale è stata decisa una graduale rimozione.

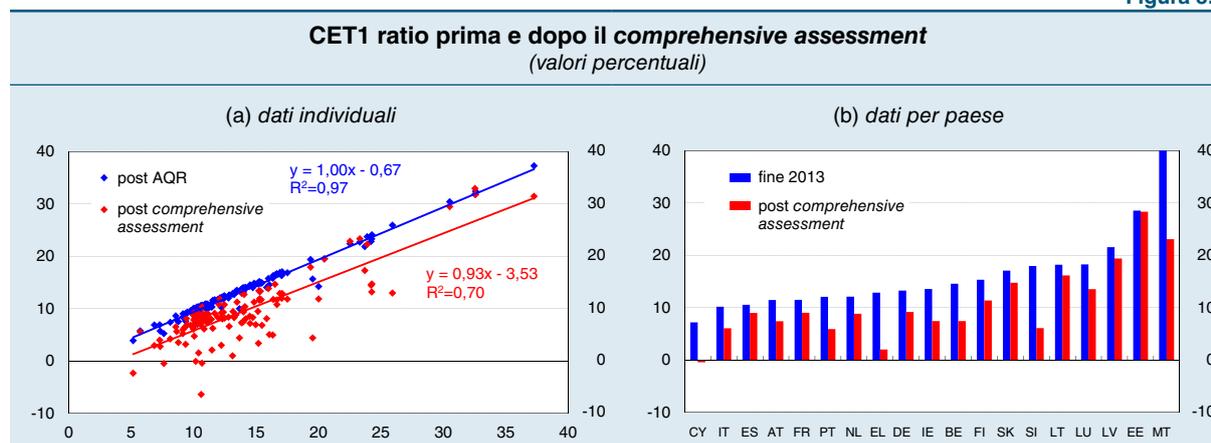
derebbe al 6,1 per cento, dal 9,5 all'inizio dello stress test. La graduale rimozione del filtro prudenziale relativo alle variazioni dei prezzi dei titoli pubblici classificati nel portafoglio di attività disponibili per la vendita (*available for sale*, AFS) ha determinato un impatto negativo sul capitale delle banche italiane partecipanti all'esercizio per quasi 4 miliardi (di cui 1 per Banca Monte dei Paschi di Siena) (7).

### Le principali determinanti dei risultati

**I risultati del comprehensive assessment risentono dei coefficienti patrimoniali di partenza...**

I fabbisogni di capitale che emergono dal *comprehensive assessment* riflettono sia la capitalizzazione di partenza delle banche sia le condizioni delle economie nazionali. La correlazione tra il livello di patrimonializzazione iniziale, rilevato alla fine del 2013, e quello al netto degli aggiustamenti di valore che emergono dall'AQR è pari al 99 per cento; la correlazione tra la patrimonializzazione di partenza e quella finale, dopo lo stress test, è dell'84 per cento (fig. 3.4.a). Per le banche italiane il coefficiente patrimoniale iniziale era di oltre 1 punto percentuale inferiore a quello delle banche dei principali paesi dell'area dell'euro (-3 punti rispetto alla Germania, -1,3 rispetto alla Francia e all'Austria, -1,9 rispetto ai Paesi Bassi, -4,4 rispetto al Belgio; fig. 3.4.b).

Figura 3.4



Fonte: BCE, risultati del *comprehensive assessment*.

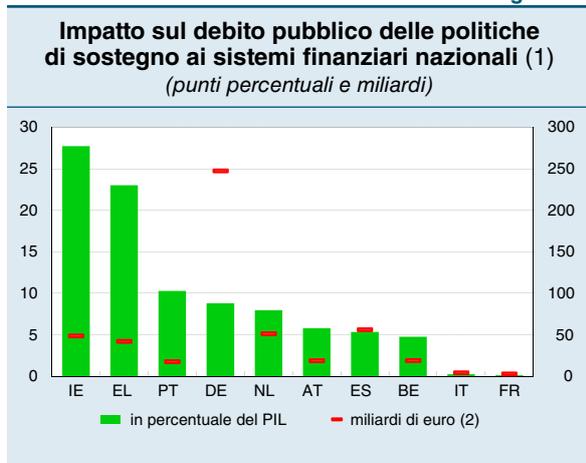
A loro volta, i livelli di capitalizzazione di partenza dipendono anche dai cospicui interventi di sostegno attuati da diversi governi dell'area dell'euro ai sistemi finanziari dei rispettivi paesi. Secondo i dati pubblicati dall'Eurostat, che misurano questi aiuti attraverso il loro effetto sul debito pubblico, alla fine del 2013 essi ammontavano a quasi 250 miliardi in Germania, quasi 60 in Spagna, circa 50 in Irlanda e nei Paesi Bassi, poco più di 40 in Grecia. In Italia il sostegno pubblico è stato di circa 4 miliardi (fig. 3.5), 3 dei quali restituiti nel corso del 2014.

**...e delle condizioni delle economie nazionali**

L'eterogeneità delle condizioni macroeconomiche è un altro importante fattore che contribuisce a spiegare le differenze nei risultati del *comprehensive assessment* tra i paesi dell'area. Gli aggiustamenti di valore più significativi, sia dell'AQR sia dello stress test, si riscontrano in media nelle economie che dall'avvio della crisi finanziaria hanno registrato i maggiori cali del prodotto interno lordo (fig. 3.6).

(7) Nello scenario avverso il rendimento del BTP decennale sarebbe già nel 2014 pari al 5,9 per cento, un livello prossimo a quello raggiunto al picco della crisi del 2011-12. Tenendo conto dei rendimenti odierni dei titoli di Stato, si stima che dalla fine del 2013 l'aumento di valore del portafoglio di titoli di Stato delle banche italiane partecipanti all'esercizio abbia determinato guadagni in conto capitale non realizzati per oltre 5 miliardi.

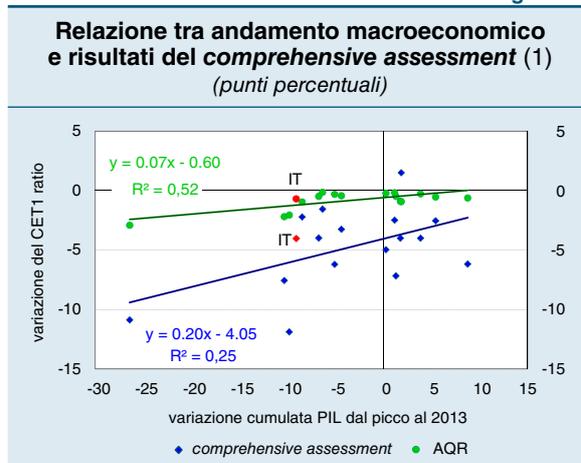
Figura 3.5



Fonte: Eurostat, *Eurostat supplementary tables for the financial crisis: background note October 2014*, 2014.

(1) I dati sono raccolti dall'Eurostat nell'ambito della rilevazione statistica degli interventi pubblici a sostegno delle istituzioni e dei mercati finanziari durante la crisi. Essi comprendono le passività delle entità che sono state riclassificate tra le Amministrazioni pubbliche e delle strutture governative appositamente costituite per fronteggiare la crisi. Le passività potenziali (prevalentemente garanzie statali sulle attività e passività delle istituzioni finanziarie) non sono incluse. – (2) Scala di destra.

Figura 3.6



Fonte: BCE, risultati del *comprehensive assessment*, e SNL Financial. (1) Ciascun punto rappresenta un paese.

### La reazione del mercato ai risultati dello stress test

#### I risultati dello stress test hanno avuto effetti differenziati sui mercati

L'annuncio dei risultati dello stress test ha avuto sui mercati impatti differenziati per tipologia di banca e di strumento finanziario (cfr. il riquadro: *L'impatto iniziale dello stress test sui corsi azionari e sui CDS bancari*). I corsi azionari delle banche per le quali sono state evidenziate necessità di rafforzamento patrimoniale hanno registrato forti perdite legate all'effetto diluitivo degli eventuali aumenti di capitale. I premi sui credit default swap (CDS) di quasi tutte le banche interessate dall'esercizio si sono ridotti nei giorni immediatamente successivi al 26 ottobre, riflettendo la maggior fiducia indotta negli investitori; i miglioramenti si sono successivamente ridimensionati.

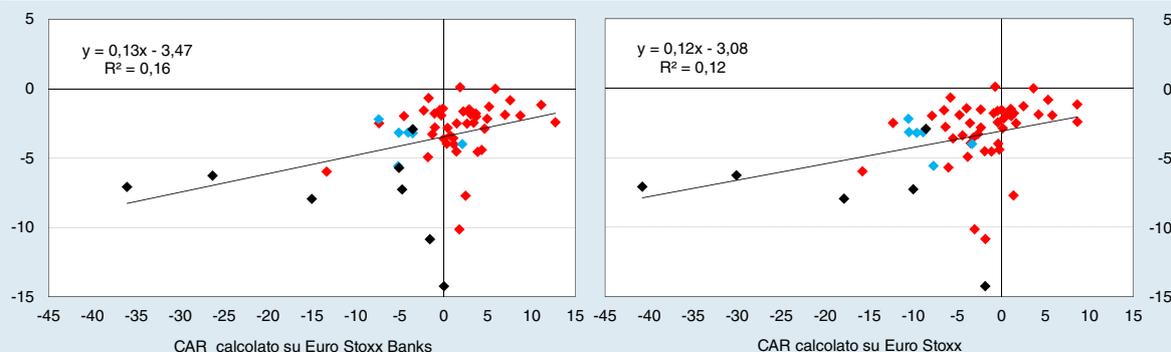
#### L'IMPATTO INIZIALE DELLO STRESS TEST SUI CORSI AZIONARI E SUI CDS BANCARI

L'impatto iniziale dei risultati dello stress test europeo sui mercati finanziari è stato analizzato esaminando i rendimenti anomali cumulati (*cumulative abnormal returns*, CAR) delle azioni e i premi sui CDS di un campione di banche sottoposte all'esercizio (1). L'analisi mostra una chiara flessione dei corsi azionari delle banche per le quali l'esercizio ha rilevato carenze di capitale, verosimilmente dovuta all'effetto di diluizione del capitale che le future ricapitalizzazioni (annunciate o attese) avranno sulle azioni già in circolazione.

La figura riporta la relazione tra i CAR delle singole banche (asse orizzontale) e l'effetto complessivo dello stress test in termini di CET1 ratio (asse verticale). I punti identificano gli intermediari per i quali

(1) Le banche incluse nell'analisi sono distribuite in 17 paesi e alla fine del 2013 rappresentavano circa il 60 per cento dell'attivo totale degli intermediari inclusi nello stress test dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA). L'analisi è limitata alle banche quotate. Per ciascuna banca il rendimento anomalo in un dato giorno è calcolato come differenza tra il rendimento giornaliero effettivo dell'azione e quello teorico generato da un modello che tiene conto della correlazione storica tra il corso del titolo e quello di un indice azionario di riferimento. Il modello è stimato utilizzando dati giornalieri per il periodo compreso tra il 10 ottobre 2013 e il 10 ottobre 2014. Per ciascun titolo azionario il CAR è calcolato come somma dei rendimenti anomali registrati tra il 24 e il 31 ottobre 2014, con l'obiettivo di catturare la reazione alla diffusione dei risultati dello stress test.

### Relazione tra CAR e variazioni del CET1 ratio (punti percentuali)



Fonte: BCE, risultati del *comprehensive assessment*, ed elaborazione su dati Thomson Reuters Datastream.

lo stress test ha riscontrato carenze di capitale rispetto ai livelli patrimoniali attuali (in nero) o a quelli rilevati alla fine del 2013 (in azzurro), ovvero gli intermediari per i quali non sono state riscontrate carenze (in rosso). Nel pannello di sinistra i CAR sono calcolati rispetto all'indice Euro Stoxx delle banche dell'area. Emerge una correlazione positiva tra entità delle correzioni al capitale risultante dall'esercizio di stress e flessione dei corsi azionari. Il pannello di destra ripete l'esercizio con i CAR calcolati rispetto all'indice Euro Stoxx complessivo. I risultati sono confermati, ma aumenta il numero delle banche che, pur superando lo stress test, registrano CAR negativi. Ciò suggerisce che l'andamento dei corsi azionari abbia riflesso anche una correzione negativa comune al settore bancario nel suo complesso.

Ulteriori informazioni sulla reazione iniziale dei mercati agli stress test provengono dall'andamento dei premi (spread) sui contratti CDS, che forniscono protezione contro il default di una banca. Dati per questi contratti sono disponibili per un numero ristretto di intermediari. Nei tre giorni successivi al 26 ottobre gli spread sui CDS a 5 anni si sono ridotti per quasi tutte le banche coinvolte nello stress test, comprese quelle per le quali sono state rilevate carenze di capitale. Questa generale tendenza al ribasso si è in parte ridimensionata nella seconda metà della settimana.

## 3.2 IL CREDITO

I prestiti al settore privato non finanziario continuano a rappresentare il fattore di maggiore vulnerabilità per le banche italiane. La contrazione del credito e il calo dei tassi attivi comprimono i ricavi da interesse, mentre gli accantonamenti assorbono ancora una parte rilevante del reddito operativo.

### Il credito all'economia si contrae ancora...

Nel 2014 l'evoluzione dei prestiti a famiglie e imprese ha riflesso sia la bassa domanda dovuta alla debolezza dell'attività economica sia l'elevato rischio di credito, che rende l'erogazione di prestiti relativamente meno conveniente per le banche rispetto all'investimento in titoli (fig. 3.7). Dai primi mesi del 2014, la contrazione dei prestiti alle società non finanziarie è stabile intorno al 3 per cento su base trimestrale (fig. 3.8.a). Per le famiglie continua ad attenuarsi la flessione dei mutui, che rappresentano la componente meno rischiosa dell'intero portafoglio.

### ...mentre prosegue la riduzione dei tassi

I tassi medi sui nuovi finanziamenti sono scesi a valori molto bassi nel confronto storico, prossimi al 3 per cento in settembre (fig. 3.8.b). L'attenuazione del rischio sul debito sovrano si è riflessa in un calo dei differenziali tra i tassi

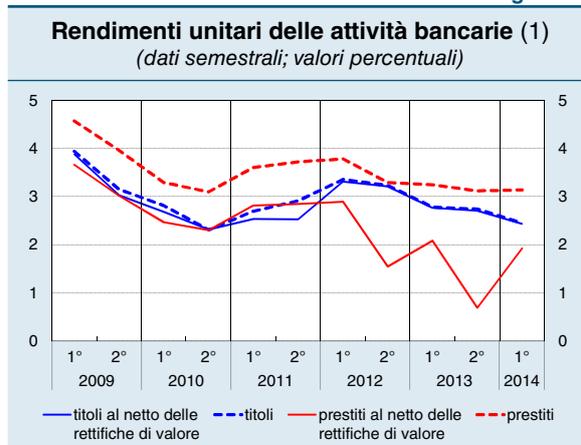
italiani e quelli dell'area dell'euro sia per le imprese sia per le famiglie (a 65 e 30 punti base, rispettivamente).

**L'incertezza sulle prospettive economiche condiziona la ripresa del credito alle imprese**

Sulla base di uno scenario macroeconomico ricavato aggiornando il quadro previsionale pubblicato in luglio (cfr. *Bollettino economico*, n. 3, 2014) con gli ultimi dati congiunturali e in linea

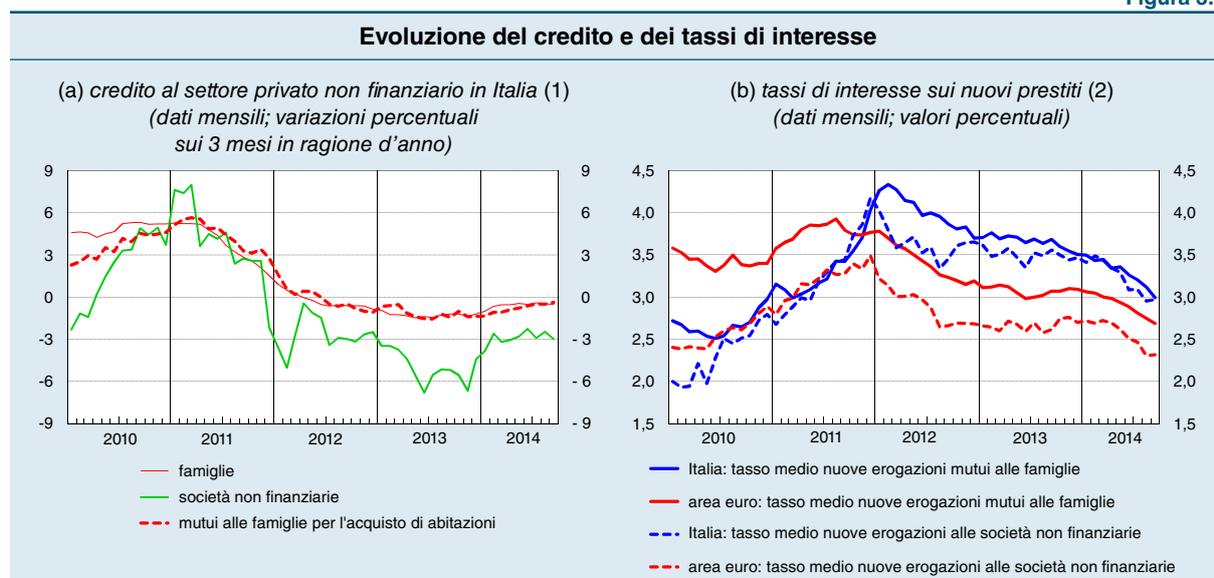
con le previsioni di consenso più recenti, i prestiti alle società non finanziarie riprenderebbero a crescere solo alla fine del 2015 (fig. 3.9.a). La contrazione dei mutui alle famiglie dovrebbe invece interrompersi già nel primo trimestre del prossimo anno (fig. 3.9.b) (8).

Figura 3.7



Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
(1) Ricavi in percentuale delle rispettive poste di bilancio. Sono escluse le filiali di banche estere comunitarie.

Figura 3.8

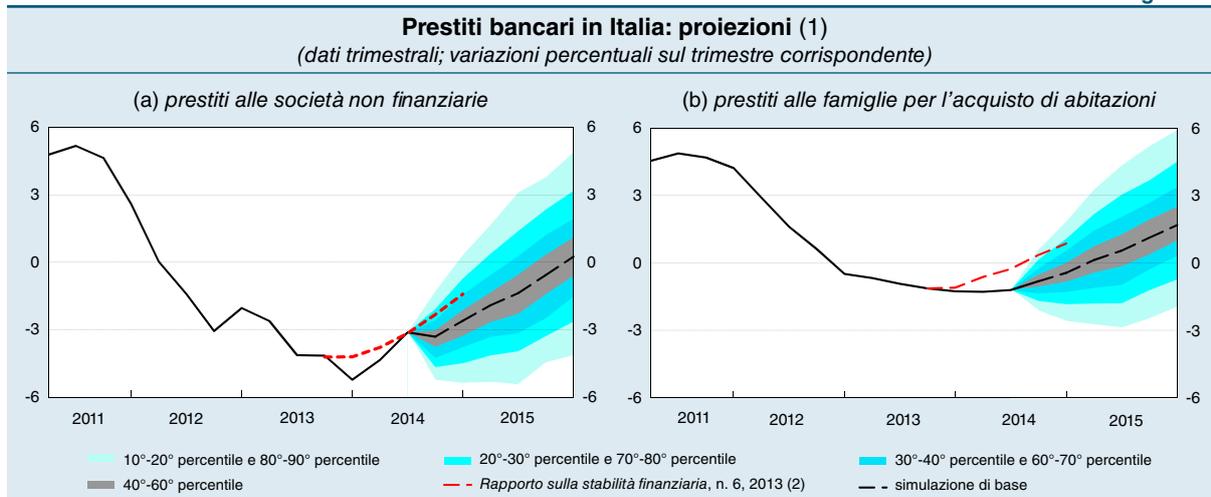


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE.  
(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni e tengono conto dei prestiti cancellati dai bilanci bancari in seguito a cessioni o cartolarizzazioni. I dati sono depurati dalla componente stagionale, quando presente. – (2) Dati relativi a operazioni in euro, raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema.

I rischi al rialzo e al ribasso delle previsioni sono nel complesso bilanciati. Da un lato le recenti misure adottate dal Consiglio direttivo della BCE per favorire il credito alle imprese (cfr. *Bollettino economico*, n. 4, 2014) e la riduzione dell'incertezza dovuta all'AQR potrebbero accelerare la ripresa del credito; dall'altro il peggioramento del quadro macroeconomico manifestatosi di recente potrebbe comportare un recupero più lento del previsto.

(8) Nello scenario ipotizzato, l'attività economica si rafforzerebbe progressivamente nel corso del 2015; vi contribuirebbe l'accelerazione della domanda estera e la ripresa di quella interna. La discesa dei prezzi delle case si arresterebbe nella seconda metà del prossimo anno. I tassi del mercato monetario rimarrebbero stabili per il 2015.

Figura 3.9

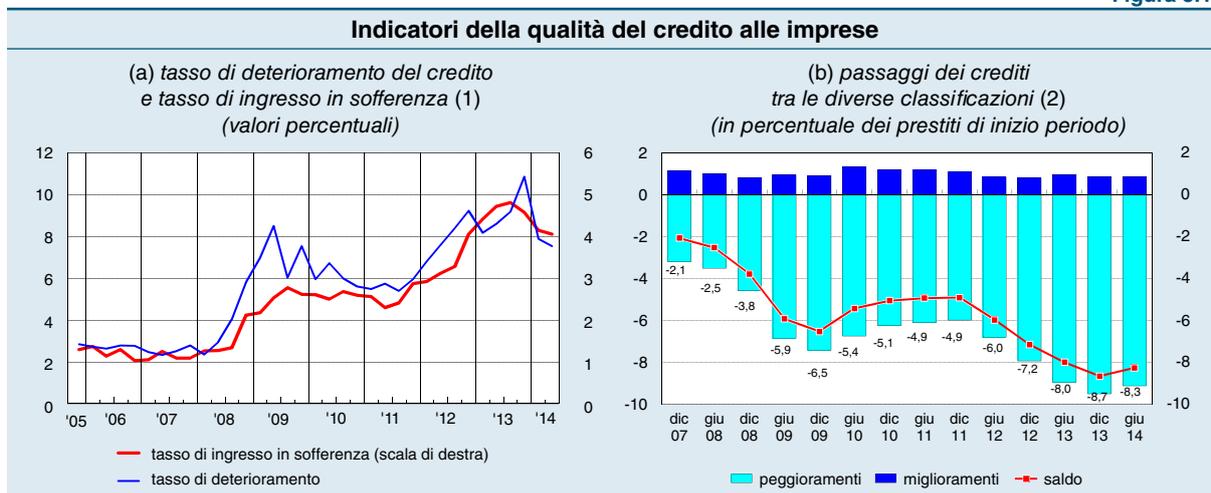


(1) I tassi di variazione dei prestiti tengono conto dei prestiti cancellati dai bilanci bancari in seguito a cessioni o cartolarizzazioni. La distribuzione di probabilità delle revisioni (che consente di valutare la dimensione dei rischi che caratterizzano la previsione di base) è stata calcolata sulla base di simulazioni stocastiche effettuate con estrazioni casuali dalla distribuzione degli shock del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia. La distribuzione viene rappresentata graficamente, per classi di percentili. - (2) Simulazione di base.

**Il rallentamento del flusso di nuove sofferenze è continuato nel secondo trimestre...**

Il flusso di nuovi prestiti deteriorati, in rapporto ai crediti in bonis, è diminuito nel secondo trimestre al 4,5 per cento dal picco del 6,6 raggiunto alla fine dello scorso anno. Per le nuove sofferenze il flusso è sceso al 2,6 per cento, due decimi di punto in meno rispetto all'ultimo trimestre del 2013; il calo ha interessato soprattutto i finanziamenti alle imprese (al 4,1 per cento; fig. 3.10). Informazioni preliminari indicano che i flussi di nuove sofferenze sarebbero stabili nel terzo trimestre.

Figura 3.10



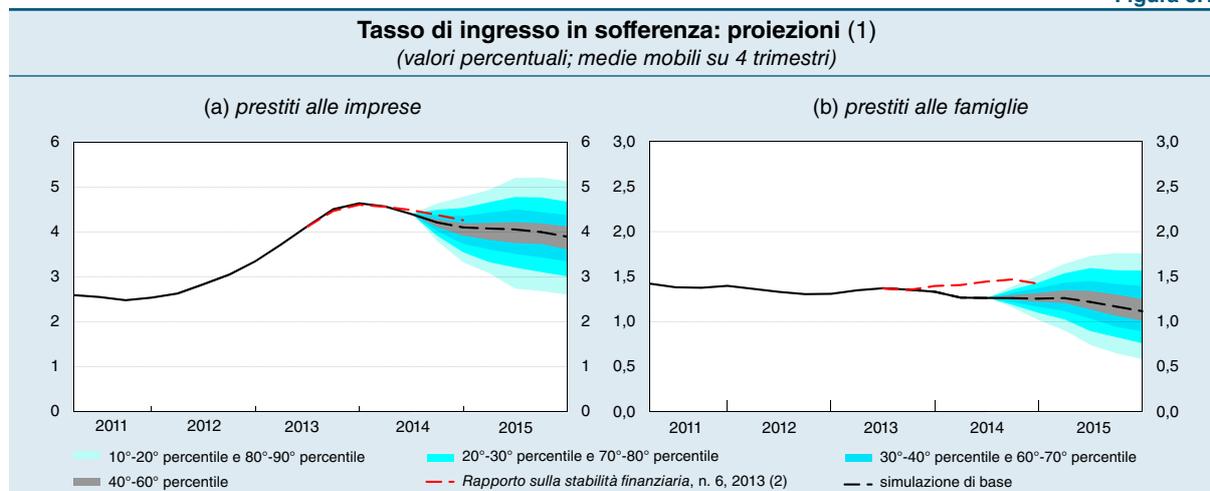
Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati e di sofferenze rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti al netto di tali poste alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente. - (2) L'indice considera i passaggi dei prestiti alle imprese tra le diverse classificazioni del credito (prestiti privi di anomalie, sconfinamenti, crediti scaduti, ristrutturati, incagliati o in sofferenza) ed è calcolato come il saldo tra la quota di finanziamenti la cui qualità è peggiorata nei 12 mesi precedenti e quella dei prestiti che hanno registrato un miglioramento.

**...e proseguirebbe anche nel corso del prossimo anno**

Il calo riprenderebbe nel corso del 2015, sia per i prestiti alle imprese sia per quelli alle famiglie (fig. 3.11), sulla base dello scenario di graduale ripresa economica utilizzato per le proiezioni sull'andamento del credito.

Figura 3.11



(1) Flusso trimestrale di sofferenze rettificato in rapporto alle consistenze dei prestiti alla fine del trimestre precedente al netto delle sofferenze rettificato. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente. La distribuzione di probabilità delle previsioni (che consente di valutare la dimensione e la direzione dei rischi che caratterizzano la previsione di base) è stata calcolata per mezzo di simulazioni stocastiche effettuate con estrazioni casuali dalla distribuzione degli shock del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia; essa viene rappresentata graficamente, per classi di percentili. - (2) Simulazione di base.

**Continua l'aumento dei crediti deteriorati ma i tassi di copertura migliorano**

Lo scorso giugno l'incidenza dei crediti deteriorati lordi sul totale dei crediti verso la clientela era del 16,8 per cento (9,4 per le sofferenze; tav. 3.4). Al netto delle rettifiche di valore il rapporto era del 10,5 per cento (del 4,4 per le sole sofferenze). L'incidenza delle sofferenze nette sul patrimonio di vigilanza è rimasta stabile al 34,0 per cento. Nella prima metà del 2014 il tasso di copertura (il rapporto tra le rettifiche e l'ammontare lordo delle esposizioni

Tavola 3.4

**Qualità del credito: incidenze dei crediti deteriorati e garantiti e tassi di copertura (1)**  
(valori percentuali e milioni di euro; giugno 2014)

VOCI	Primi 5 gruppi			Banche grandi			Banche piccole			Banche minori			Totale		
	composizione percentuale	incidenza crediti garantiti su totale crediti	tasso di copertura	composizione percentuale	incidenza crediti garantiti su totale crediti	tasso di copertura	composizione percentuale	incidenza crediti garantiti su totale crediti	tasso di copertura	composizione percentuale	incidenza crediti garantiti su totale crediti	tasso di copertura	composizione percentuale	incidenza crediti garantiti su totale crediti	tasso di copertura
<b>Crediti verso clientela</b>	<b>100</b>	<b>60,7</b>	<b>8,4</b>	<b>100</b>	<b>58,4</b>	<b>6,2</b>	<b>100</b>	<b>55,8</b>	<b>7,8</b>	<b>100</b>	<b>73,8</b>	<b>5,9</b>	<b>100</b>	<b>61,2</b>	<b>7,6</b>
in bonis	82,5	59,5	0,7	85,0	57,9	0,5	82,8	55,5	0,6	83,7	72,8	0,5	83,2	60,2	0,6
deteriorati	17,5	66,2	44,7	15,0	61,2	38,5	17,2	57,4	42,5	16,3	78,9	33,6	16,8	65,7	42,4
sofferenze	10,1	65,6	58,4	7,7	59,1	55,9	9,9	53,4	55,8	8,1	76,0	50,4	9,4	64,2	57,1
incagli	5,4	69,7	27,1	5,4	64,6	22,9	5,5	64,4	26,0	6,6	83,5	19,4	5,5	69,8	25,3
ristrutturati	1,1	41,5	28,7	1,0	45,6	14,9	0,7	49,2	27,6	0,4	63,1	16,6	1,0	44,2	25,3
scaduti	0,8	77,6	13,1	1,0	75,4	10,8	1,1	64,0	12,0	1,2	78,5	5,2	0,9	75,9	11,5
<i>Per memoria:</i>															
crediti verso clientela		1.234.911			439.317			133.469			176.458			1.984.155	

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. Nel caso dei crediti in bonis è calcolato come rapporto tra gli accantonamenti generici e i crediti in bonis. La suddivisione in classi dimensionali è effettuata sulla base della composizione dei gruppi bancari a giugno 2014 e del totale dei fondi intermediari non consolidati a dicembre 2008. Primi cinque gruppi: banche appartenenti ai gruppi UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, UBI Banca, Banco Popolare. Le categorie "grandi", "piccole" e "minori" comprendono banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediari, nell'ordine, superiori a 21,5 miliardi di euro, compresi tra 3,6 e 21,5 miliardi, inferiori a 3,6 miliardi. Sono escluse le filiali di banche estere. I primi cinque gruppi e la categoria delle banche grandi costituiscono in pratica il gruppo delle banche soggette al *comprehensive assessment* da parte della BCE.

deteriorate) è aumentato dal 41,9 al 42,4 per cento (tav. 3.4). L'incremento è stato maggiore per le banche che partivano da tassi relativamente bassi, in particolare per quelle di minore dimensione (di quasi tre punti percentuali, al 33,6 per cento).

**Il mercato italiano dei crediti deteriorati potrà beneficiare della minore incertezza sulla qualità degli attivi**

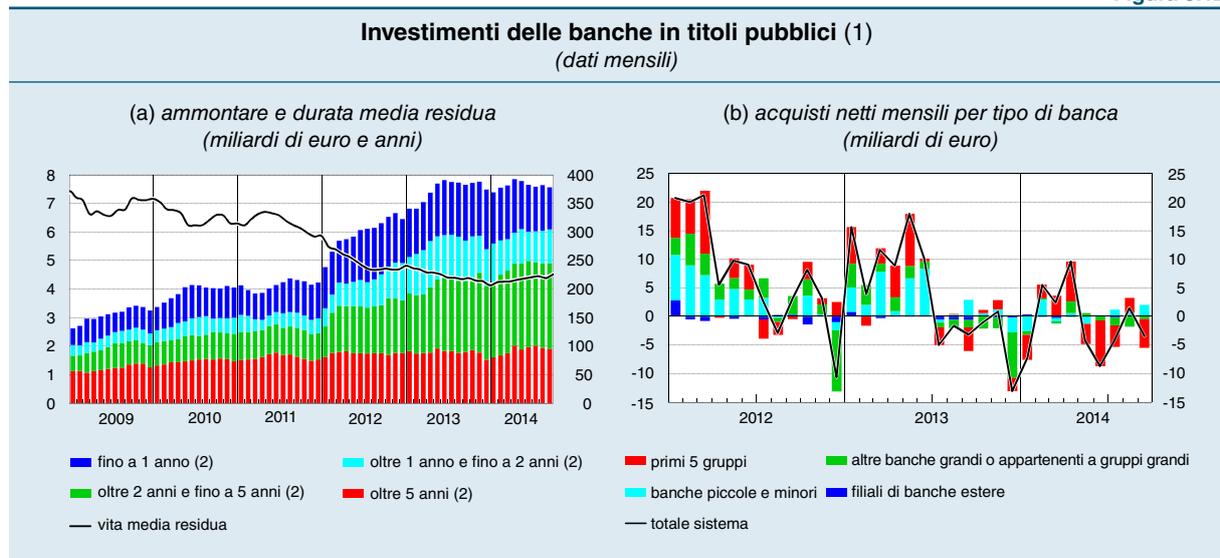
Nei primi nove mesi del 2014 le banche italiane hanno cancellato dai loro bilanci, attraverso cessioni o cartolarizzazioni, prestiti in sofferenza per quasi 3 miliardi. Alcuni tra i principali gruppi hanno in corso operazioni di smobilizzo per importi rilevanti. Il mercato di questa categoria di prestiti potrà trarre slancio dalla "certificazione" dei livelli di accantonamento delle banche operata con l'AQR.

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

**L'ammontare di titoli pubblici detenuti dalle banche rimane stabile**

Alla fine di settembre i titoli pubblici nel portafoglio delle banche ammontavano a 378 miliardi, il 10,3 per cento del totale dell'attivo (fig. 3.12.a) L'incremento rispetto alla fine del 2013 (4 miliardi) è integralmente dovuto alla rivalutazione del portafoglio (stimata in 12,6 miliardi), che ha generato guadagni in conto capitale per gli intermediari. Nei primi nove mesi dell'anno le vendite nette sono state pari a 8,6 miliardi, effettuate per la gran parte dalle banche di maggiore dimensione (fig. 3.12.b).

Figura 3.12



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

**L'esposizione verso i paesi CEE è in lieve flessione**

L'esposizione verso i paesi dell'Europa centrale e orientale (CEE), costituita prevalentemente da prestiti, è lievemente diminuita nel primo semestre del 2014 (da 171 a 167 miliardi; tav. 3.5); è contenuta e in calo nei confronti di Russia e Ucraina. Le esposizioni deteriorate rappresentano il 10 per cento del totale; sono stati effettuati accantonamenti per il 50 per cento del loro valore. I rapporti di copertura sono più elevati laddove il rischio paese è maggiore e il quadro macroeconomico sta peggiorando.

**Esposizioni dei gruppi e delle banche italiane verso residenti nei paesi dell'area dell'euro, dell'Europa centrale e orientale e dei restanti paesi in via di sviluppo per settore di controparte (1)**  
(miliardi di euro a giugno 2014)

PAESI/AREE	Settore pubblico	Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	In percentuale sul totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2)
Italia	439,6 (3)	113,1	121,0	1.334,5	2.008,3	77,8 (4)
Germania	33,1	26,3	32,8	85,0	177,2	16,2
Austria	16,0	7,3	1,3	50,4	75,0	39,4
Francia	5,6	13,3	3,1	7,4	29,5	3,5
Lussemburgo	0,4	2,8	10,9	4,1	18,2	4,5
Spagna	3,7	5,0	2,2	....	14,7	3,6
Paesi Bassi	0,2	4,9	4,6	5,5	15,2	3,0
Irlanda	0,2	1,0	5,3	0,4	6,8	2,5
Portogallo	1,1	0,7	0,3	0,5	2,5	2,4
Grecia	0,2	0,1	0,0	0,4	0,7	1,7
Cipro	0,0	0,0	0,1	0,9	1,0	4,7
Altri (5)	5,4	1,7	1,0	17,2	25,3	4,0
<b>Area dell'euro</b>	<b>505,5</b>	<b>176,1</b>	<b>182,6</b>	<b>1.506,3</b>	<b>2.374,3</b>	<b>....</b>
Russia	1,5	1,4	1,0	16,4	20,2	13,3
Ucraina	0,3	0,0	0,0	3,2	3,6	22,6
<b>Europa centrale e orientale (6)</b>	<b>40,3</b>	<b>9,1</b>	<b>4,0</b>	<b>113,1</b>	<b>166,6</b>	<b>15,4</b>
<b>Altri paesi in via di sviluppo</b>	<b>3,0</b>	<b>8,5</b>	<b>0,2</b>	<b>7,0</b>	<b>18,7</b>	<b>0,7</b>

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

(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle sofferenze e al netto delle svalutazioni. È esclusa la Cassa depositi e prestiti. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere verso ciascun paese a marzo del 2014, segnalate alla BRI da un ampio gruppo di intermediari internazionali. – (3) Di cui 389 miliardi di titoli e 50,6 di prestiti. – (4) Poiché per l'Italia i dati della BRI non includono le esposizioni verso i residenti, il rapporto è ottenuto includendo nel denominatore anche l'esposizione contenuta nella colonna settore pubblico. – (5) La voce include: Belgio, Estonia, Finlandia, Malta, Lettonia, Slovacchia, Slovenia. – (6) La voce include 30 paesi: Albania, Armenia, Azerbaïjan, Bielorussia, Bosnia Erzegovina, Bulgaria, Repubblica Ceca, Croazia, Estonia, Georgia, Kazakistan, Kirgizstan, Kosovo, Lettonia, Lituania, Macedonia, Moldavia, Montenegro, Polonia, Romania, Russia, Serbia, Slovacchia, Slovenia, Tagikistan, Turchia, Turkmenistan, Ucraina, Ungheria, Uzbekistan.

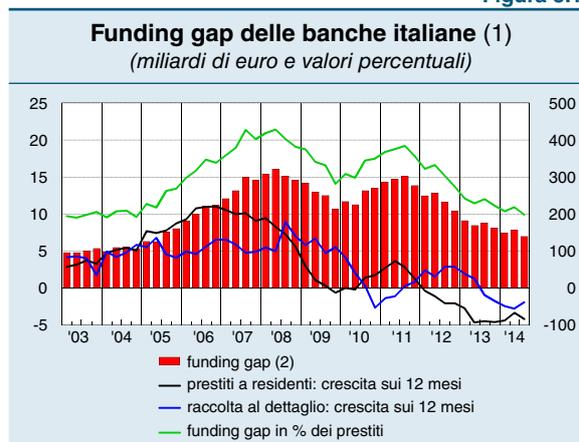
### 3.3 I RISCHI DI RIFINANZIAMENTO E DI LIQUIDITÀ

**Si è ridotto il rischio di rifinanziamento, sia per la contrazione dei prestiti sia per le favorevoli condizioni di accesso ai mercati**

I rischi di rifinanziamento si sono ridotti nel corso del 2014, sia per le minori esigenze di provvista legate al calo dei prestiti sia per le condizioni favorevoli di accesso ai mercati all'ingrosso. Il funding gap è sceso a valori molto bassi rispetto al recente passato (9,9 per cento in settembre; fig. 3.13). Nei primi nove mesi del 2014 la raccolta obbligazionaria netta sui mercati all'ingrosso è stata positiva (fig. 3.14); anche le banche di media dimensione hanno effettuato emissioni nette positive (1,2 miliardi; 5,2 le emissioni lorde). Nel prossimo biennio i maggiori gruppi bancari dovranno rimborsare titoli collocati sui mercati all'ingrosso per un importo pari a circa 100 miliardi (53 nel 2015; fig. 3.15), in linea con quanto rilevato alla fine del 2013 per il biennio 2014-15.

I rischi di rifinanziamento si sono ridotti nel corso del 2014, sia per le minori esigenze di provvista legate al calo dei prestiti sia per le condizioni favorevoli di accesso ai mercati all'ingrosso.

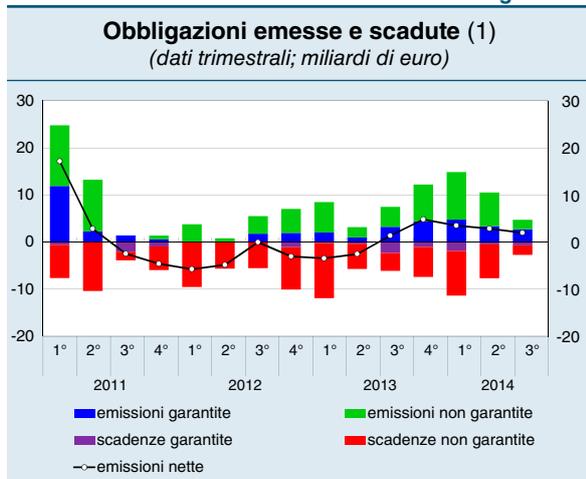
Figura 3.13



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Quota dei prestiti non finanziati dalla raccolta al dettaglio. Per la metodologia di calcolo cfr. il riquadro: *Il funding gap delle banche italiane*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 4, 2012. – (2) Scala di destra.

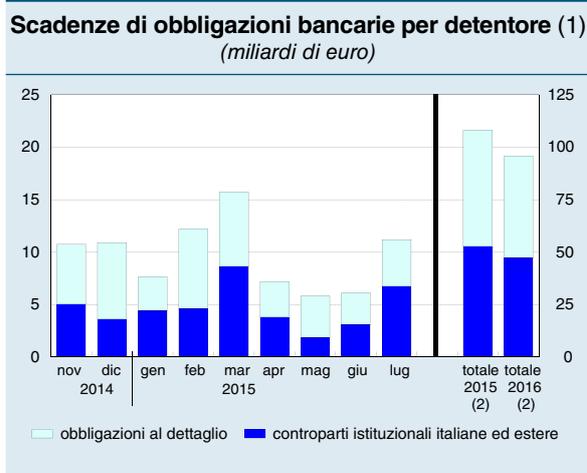
Figura 3.14



Fonte: Dealogic.

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

Figura 3.15



Fonte: dati relativi a un campione di 31 gruppi bancari trasmessi alla Banca d'Italia nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.

(1) I dati non comprendono le obbligazioni con garanzia statale ai sensi del DL 201/2011. - (2) Scala di destra.

**L'andamento e la composizione della raccolta al dettaglio sono orientati al sostegno della redditività**

La raccolta complessiva ha continuato a contrarsi (fig. 3.16), principalmente per effetto dei progressivi rimborsi delle operazioni di rifinanziamento a tre anni dell'Eurosistema (cfr. il par. 4.2). Sono diminuite anche le emissioni nette di obbligazioni collocate presso le famiglie, remunerate con tassi di interesse più elevati rispetto ai depositi. Gli intermediari stanno utilizzando le proprie reti distributive per collocare prodotti assicurativi e quote di fondi comuni al fine di incrementare i ricavi da commissioni (cfr. il par. 3.6). I depositi continuano a crescere.

Il costo medio della raccolta, anche in seguito alla riduzione dei tassi ufficiali da parte della BCE, è sceso in settembre allo 0,95 per cento (1,18 a dicembre del 2013).

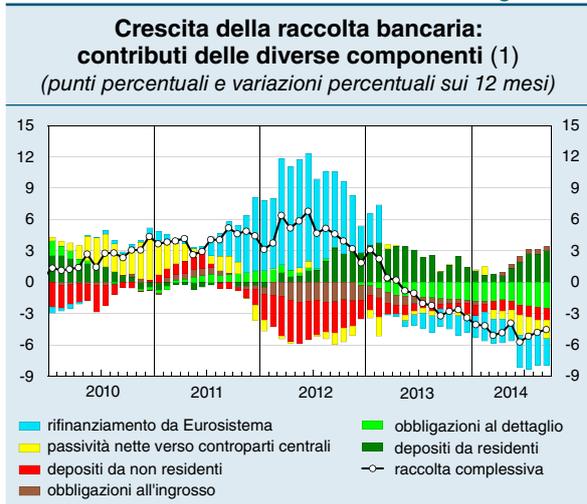
**La posizione di liquidità a breve termine resta su valori elevati**

Le condizioni di liquidità delle banche si sono rafforzate nel corso dell'estate. L'indicatore che misura la posizione netta di liquidità a un mese sul totale delle attività ha raggiunto in ottobre valori relativamente elevati, intorno al 12 per cento (fig. 3.17).

**Prosegue l'allineamento ai nuovi standard prudenziali sulla liquidità bancaria**

Il liquidity coverage ratio (LCR) sarà introdotto come requisito prudenziale nell'Unione europea a partire dal 1° ottobre 2015. A giugno del 2014 le 15 banche italiane incluse dal Comitato di Basilea nel campione di osservazione per la convergenza verso le nuove regole prudenziali sulla liquidità rispettavano il livello di LCR previ-

Figura 3.16

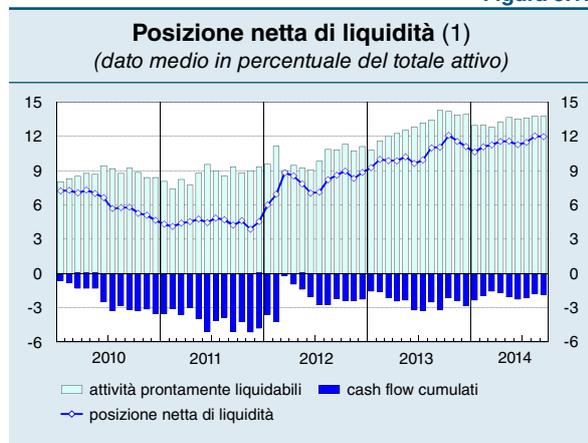


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) La somma dei contributi è pari alla variazione percentuale sui 12 mesi della raccolta complessiva. Le variazioni percentuali delle singole componenti sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Non sono considerate le passività nei confronti di istituzioni finanziarie e monetarie residenti. Le passività nette nei confronti di counterparti centrali rappresentano la raccolta in pronti contro termine con non residenti effettuata per mezzo delle counterparti centrali.

sto per il 2015 (9). Alla stessa data tutti i gruppi del campione presentavano un valore del net stable funding ratio superiore al 100 per cento.

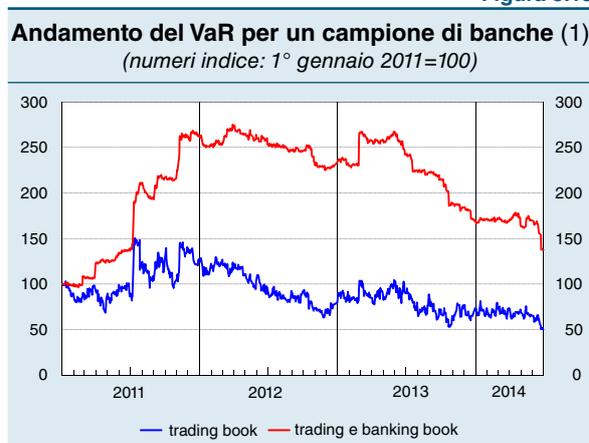
Figura 3.17



Fonte: dati relativi a un campione di 31 gruppi bancari trasmessi alla Banca d'Italia nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità. Dati medi mensili di rilevazioni settimanali.

(1) La posizione di liquidità è calcolata come somma algebrica tra le riserve di attività stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema e i flussi di cassa cumulati attesi; l'orizzonte temporale di riferimento è di un mese; in via prudenziale, tutte le scadenze con controparti istituzionali si assumono non rinnovate.

Figura 3.18



Fonte: dati relativi a un campione di 6 gruppi bancari che utilizzano modelli interni per la quantificazione dei rischi di mercato nell'ambito del monitoraggio periodico sul rischio di mercato.

(1) Medie ponderate per la dimensione dei portafogli dei singoli intermediari. Gli indici sono costruiti in maniera tale da riflettere l'andamento dei VaR riferiti a tutte le posizioni (titoli e derivati) iscritti in bilancio al fair value (linea rossa) e alla sola componente iscritta nel portafoglio di trading (linea blu). Una diminuzione segnala una riduzione del rischio.

### 3.4 I RISCHI DI TASSO DI INTERESSE E DI MERCATO

#### I rischi finanziari delle banche italiane sono in riduzione

Gli indicatori Value at Risk (VaR) dei maggiori intermediari italiani segnalano un calo dei rischi finanziari (fig. 3.18) generati dai titoli e dagli strumenti derivati iscritti in bilancio al fair value. Ciò è dovuto alla riduzione della volatilità dei rendimenti sui titoli pubblici, che costituiscono la gran parte degli strumenti finanziari detenuti con finalità di investimento.

#### L'esposizione al rischio di tasso di interesse è contenuta e in ulteriore calo

Per gli 11 gruppi bancari italiani di maggiore dimensione anche il rischio di tasso di interesse risulta modesto e in calo. Simulando un rialzo di 200 punti base della curva dei rendimenti privi di rischio (secondo la metodologia suggerita dal Comitato di Basilea) si avrebbe, in base ai dati aggiornati al 30 giugno scorso, una riduzione del valore netto di attività e passività pari in media al 4,4 per cento del patrimonio di vigilanza (6,8 a giugno del 2013), un valore molto al di sotto del 20 per cento che la regolamentazione individua come soglia di attenzione. Anche la dispersione dei risultati tra i gruppi è ridotta: il dato medio riflette perdite fino a un massimo del 13,4 per cento e guadagni fino al 4,3 del patrimonio. Questi risultati dipendono dall'elevata incidenza, nel bilancio delle banche italiane, delle poste a tasso variabile, poco suscettibili di variazioni di valore economico a seguito di spostamenti della curva dei rendimenti.

I mutamenti della curva dei tassi di interesse determinano effetti, oltre che sulle poste patrimoniali, anche sulla redditività aziendale. Nostre recenti analisi indicano che la perdita di valore indotta dal rialzo dei tassi attraverso la variazione dei prezzi di attività e passività sarebbe in media parzialmente compensata da un aumento del margine di interesse (cfr. il riquadro: *I rischi per le banche derivanti da un rialzo dei tassi di interesse*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 6, 2013). Elementi utili a valutare l'impatto di un rialzo

(9) Nel 2015 le banche dovranno rispettare un LCR del 60 per cento; il livello minimo verrà elevato progressivamente fino a raggiungere il 100 per cento nel 2018.

dei tassi sui risultati economici sono forniti anche dal recente esercizio di stress (cfr. il riquadro: *Il rischio di tasso di interesse e l'esercizio di stress del margine di interesse nel comprehensive assessment*).

## IL RISCHIO DI TASSO DI INTERESSE E L'ESERCIZIO DI STRESS DEL MARGINE DI INTERESSE NEL COMPREHENSIVE ASSESSMENT

L'esercizio di stress condotto nell'ambito del *comprehensive assessment* prevede, nello scenario avverso, uno shock ai tassi di interesse non dissimile da quello ipotizzato dalla metodologia di Basilea (1). Sebbene nell'esercizio si considerino numerosi canali attraverso i quali la variazione dei tassi può influenzare il margine di interesse, tale shock ne costituisce la principale determinante. Le ipotesi assunte a base dell'esercizio sono tuttavia finalizzate a produrre effetti particolarmente avversi sul margine di interesse, dal momento che: (a) vi è una riduzione meccanica degli interessi attivi dovuta al passaggio a default di esposizioni originariamente in bonis, resa ancor più restrittiva dall'ipotesi che tutte le posizioni in default (non solo le partite in sofferenza) cessino di generare interessi; (b) si ipotizza che la banca, nel corso dell'orizzonte triennale dell'esercizio, sostituisca meccanicamente tutte le poste in scadenza con strumenti analoghi per durata originaria e forma tecnica (cosiddetta ipotesi di bilancio statico), anziché gestire attivamente le poste di bilancio. Queste assunzioni implicano che i risultati dello stress test non possono essere interpretati (neanche nello scenario di base) come previsioni sull'andamento della redditività bancaria, né fornire indicazioni sulla effettiva reattività del margine di interesse a variazioni dei tassi.

L'esercizio di stress contiene inoltre ipotesi restrittive sulla variazione dei tassi di interesse bancari attivi e passivi. Con riferimento ai primi, si assume che le banche non possano traslare sulla clientela più del 75 per cento dell'aumento del costo della raccolta utilizzata per finanziare i nuovi prestiti (50 per cento nel caso dei nuovi mutui residenziali). Nel caso dei secondi, si assume che gli aumenti dello spread sovrano si trasmettano integralmente al costo della raccolta all'ingrosso e solo parzial-

Tavola

### Dinamica del margine di interesse e delle sue componenti nel recente esercizio di stress

			Scenario di base				Scenario avverso		
			2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Dinamica del margine di interesse			32.777	32.084	31.859	31.803	29.314	28.198	27.219
Interessi attivi	prestiti	assenza default	50.296	50.778	51.611	53.086	57.491	62.181	63.878
		impatto default	-	-680	-1.617	-2.248	-4.112	-6.346	-8.331
	titoli di investimento		9.187	9.547	9.434	9.280	10.924	12.688	13.567
	derivati		16.498	16.924	16.469	17.032	19.080	21.554	23.355
Interessi passivi	raccolta all'ingrosso		16.382	16.388	16.085	16.460	18.186	20.160	21.129
	raccolta al dettaglio		13.240	13.329	13.493	14.090	17.581	20.448	21.443
	prestiti BCE		734	510	482	569	1.266	1.453	1.545
	derivati		12.849	14.257	13.978	14.229	17.035	19.818	21.133
totale			32.777	32.084	31.859	31.803	29.314	28.198	27.219
impatto cumulato			-	-693	-1.611	-2.585	-3.463	-8.042	-13.601
totale in assenza di default			32.777	32.764	33.476	34.051	33.426	34.544	35.550
impatto cumulato			-	-13	686	1.960	649	2.416	5.189

(1) In Italia nello scenario avverso i rendimenti a lungo termine aumentano – rispetto allo scenario base – di 205 punti base nel 2014 e di 149 nel 2015 e nel 2016. La metodologia suggerita dal Comitato di Basilea prevede uno spostamento parallelo di 200 punti base della curva dei tassi.

mente a quello della raccolta al dettaglio (2). Si ipotizza infine un marcato aumento del costo di rifinanziamento presso l'Eurosistema nel triennio 2014-16, circostanza che non risulta immediatamente riconducibile al contesto macroeconomico molto fragile ipotizzato nello scenario avverso.

La tavola mostra gli effetti dello stress test sulla dinamica del margine di interesse delle 15 banche italiane partecipanti al *comprehensive assessment*. Nello scenario avverso il margine si contrae significativamente; la perdita di reddito cumulata nel triennio è di 13,6 miliardi (pari in media all'8,4 per cento del patrimonio di vigilanza).

Tale dinamica riflette un effetto positivo, dovuto all'aumento degli interessi attivi superiore a quello del costo della raccolta, e uno negativo, maggiore del primo, dovuto al passaggio a default di una parte del portafoglio prestiti. Escludendo dal calcolo questo secondo effetto il margine di interesse aumenterebbe sia nello scenario di base (di 2,0 miliardi nel triennio) sia, e in misura maggiore, nello scenario avverso (di 5,2 miliardi, a causa del più forte aumento dei tassi). Il miglioramento sarebbe guidato dall'incremento dei ricavi sui prestiti e sui titoli.

(2) L'adeguamento del costo dei depositi delle imprese è pari al 50 per cento della variazione dello spread sovrano e quello della restante parte della raccolta al dettaglio è pari al 30 per cento. Inoltre, coerentemente con l'ipotesi di bilancio statico, le banche non possono aumentare il ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema: i fondi ottenuti nelle operazioni di rifinanziamento a lungo termine che giungono a scadenza possono essere sostituiti da rifinanziamento a breve, il cui tasso di aggiudicazione aumenta in maniera coerente con i tassi di mercato a breve termine.

### 3.5 IL PATRIMONIO E LA REDDITIVITÀ

#### Nel 2014 sono stati varati aumenti di capitale significativi

Nei primi sei mesi del 2014 sono state perfezionate operazioni di aumento di capitale per complessivi 11 miliardi; il reperimento di nuove risorse sul mercato, unitamente, per alcune banche, alla quota di utili semestrali accantonati, hanno favorito il rafforzamento patrimoniale. Alla fine di giugno il patrimonio di migliore qualità (common equity tier 1, CET1) e il totale dei fondi propri del sistema bancario italiano erano rispettivamente pari, in media, all'11,9 e al 15,2 per cento delle attività ponderate per il rischio. Con il nuovo assetto regolamentare (Basilea 3), che diverrà pienamente operativo in Italia dal 2018, gli aggregati patrimoniali non sono più direttamente confrontabili con quelli in vigore sino al 31 dicembre scorso.

#### I coefficienti delle banche di media e piccola dimensione sono più elevati rispetto al resto del sistema

La patrimonializzazione dei gruppi e delle banche di media e piccola dimensione (quelli non coinvolti nel *comprehensive assessment*) è più elevata della media. A giugno scorso, infatti, essi presentavano un CET1 pari al 13,3 per cento delle attività ponderate per il rischio; per le banche di credito cooperativo il ratio era del 15,6 per cento.

#### L'impatto dei nuovi requisiti patrimoniali sui derivati è limitato

Alla fine dello scorso gennaio il regolamento UE 26 giugno 2013, n. 575 (Capital Requirements Regulation, CRR), che attua nell'Unione europea le regole definite in sede internazionale dal Comitato di Basilea, ha introdotto un requisito di capitale per le banche a fronte del rischio di variazioni nell'aggiustamento della valutazione del credito (*credit valuation adjustment, CVA*) degli strumenti derivati (10). Per i

(10) Secondo la normativa contabile internazionale il CVA è una correzione che deve essere apportata al valore di bilancio dei derivati per tener conto della probabilità che le controparti delle transazioni possano divenire inadempienti. Gli incrementi del CVA sono causati dal peggioramento del merito creditizio delle controparti e generano perdite contabili. L'ambito di applicazione del requisito di capitale per il CVA definito dal regolamento è più ristretto rispetto a quello previsto dalle disposizioni di Basilea 3. In particolare, il requisito non deve essere calcolato per le transazioni in derivati con gli Stati membri della UE e le loro banche centrali, e con enti non finanziari che hanno una limitata operatività in derivati.

gruppi bancari italiani, a giugno 2014 il requisito di capitale generato dal CVA su strumenti derivati ammontava complessivamente a 994 milioni di euro, per due terzi riconducibile ai primi tre gruppi per dimensione dell'attivo. Tale importo è pari allo 0,92 per cento dei requisiti complessivi, a conferma della limitata operatività del sistema bancario italiano nel comparto dei derivati con controparti finanziarie.

**Il leverage ratio è mediamente superiore al 3 per cento**

Per le 15 banche italiane incluse dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nel campione di osservazione per la convergenza verso le nuove regole prudenziali, il rapporto tra il CET1 e il totale delle esposizioni in bilancio e fuori bilancio calcolato secondo le definizioni di Basilea 3 (cosiddetto leverage ratio) era in media pari al 5 per cento al 30 giugno 2014, un valore significativamente superiore al minimo regolamentare che dovrebbe entrare in vigore nel 2018 (3 per cento), e superiore a quello che si registra nei principali paesi dell'area dell'euro.

**Nei primi sei mesi del 2014 la redditività è migliorata, ma rimane ancora debole**

Nella prima metà del 2014 il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (ROE) è stato pari al 2,8 per cento, a fronte dell'1,3 del primo semestre del 2013 (fig. 3.19); il ROE si è attestato al 2,5 per cento per le banche incluse nel *comprehensive assessment* e al 3,5 per le altre. Per il sistema il miglioramento della redditività ha beneficiato da un lato del contributo dei ricavi da commissione, cresciuti del 3,2 per cento, e dall'altro del calo delle rettifiche di valore (3,1 per cento).

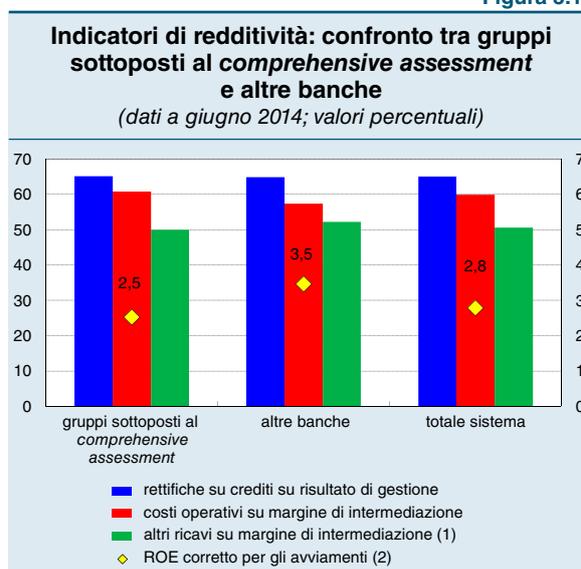
**Il rapporto tra costi e ricavi è migliorato**

I costi operativi si sono ridotti in valore assoluto (-0,4 per cento) e in rapporto al margine di intermediazione (59,9 per cento contro 61,4 nei primi sei mesi del 2013).

**La redditività sarebbe in ripresa anche il prossimo anno**

Sulla base dello scenario previsivo adottato per le proiezioni sul credito e sulle sofferenze, la redditività operativa sarebbe in ripresa sia quest'anno sia nel 2015. Il margine di interesse dovrebbe crescere leggermente nell'anno in corso, grazie al calo del costo della raccolta, e aumentare in modo più sostenuto nel 2015, beneficiando della prevista ripresa dell'attività economica. In entrambi gli anni continuerebbe la riduzione dei costi operativi.

Figura 3.19



Fonte: segnalazioni di vigilanza. Dati provvisori. (1) Gli altri ricavi si riferiscono al risultato netto da commissioni e alla gestione finanziaria. - (2) Scala di destra.

### 3.6 LE ASSICURAZIONI

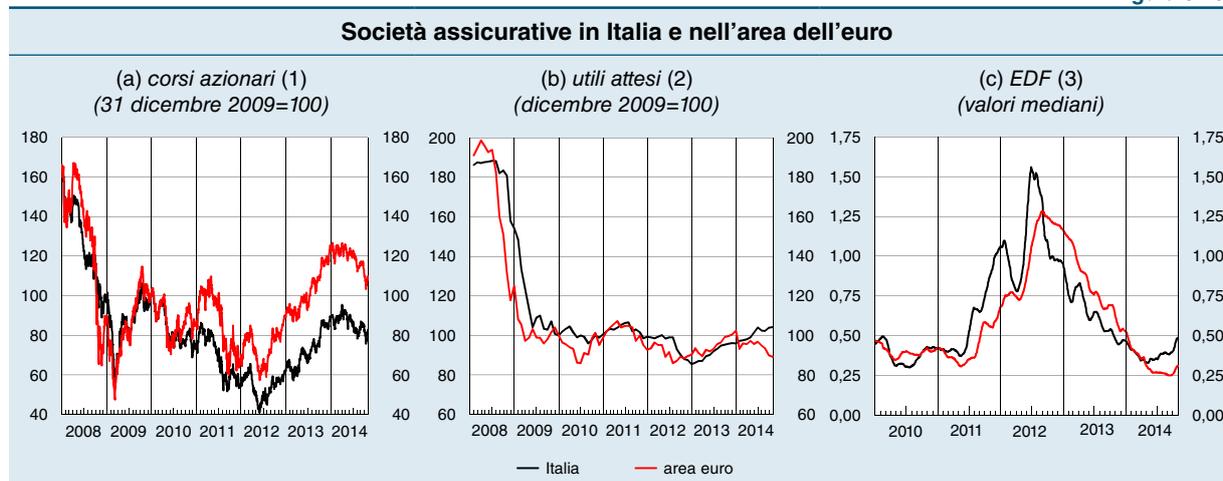
#### La valutazione del mercato

**I corsi azionari delle assicurazioni risentono delle prospettive economiche incerte**

I corsi azionari delle principali compagnie di assicurazione italiane ed europee hanno registrato una flessione dalla primavera (fig. 3.20.a), seguendo l'andamento degli indici generali di borsa. Le attese degli analisti sugli utili per azione sono migliorate per le compagnie italiane, in controtendenza rispetto al comparto europeo (fig. 3.20.b). I tassi attesi di insolvenza impliciti nei corsi hanno registrato

un aumento, mantenendosi tuttavia su livelli molto inferiori rispetto ai massimi registrati durante la crisi finanziaria (fig. 3.20.c).

Figura 3.20



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

(1) Dati giornalieri. Indici dei corsi azionari delle società assicurative. – (2) Dati mensili. Media ponderata (per il numero di azioni in circolazione) degli utili attesi per azione nei 12 mesi successivi alla data di riferimento. L'Italia comprende Assicurazioni Generali, Mediolanum Assicurazioni, Società Cattolica Assicurazioni, UGF Assicurazioni, Vittoria Assicurazioni; l'area dell'euro comprende le società incluse nell'indice Datastream del settore assicurativo. – (3) Medie a 30 giorni di dati giornalieri, in valori percentuali. I tassi attesi di insolvenza (*expected default frequencies*, EDF), calcolati sulla base del prezzo e della volatilità dei titoli azionari delle società cui si riferiscono, misurano la probabilità che il valore di mercato delle attività risulti inferiore a quello delle passività in un orizzonte di un anno. Il grafico mostra i valori medi delle EDF delle società assicurative italiane considerate (cfr. nota 2) e delle società incluse nell'indice Moody's KMV del settore assicurativo europeo.

### La raccolta premi e la posizione di liquidità

**La raccolta nel ramo vita continua a crescere mentre si riduce quella del ramo danni**

Nei primi nove mesi del 2014 è proseguita la crescita della raccolta nel ramo vita (32 per cento rispetto allo stesso periodo del 2013; fig. 3.21.a). L'incidenza delle polizze collocate attraverso il canale bancario sul totale è aumentata dal 57 a oltre il 65 per cento. La raccolta nel ramo danni ha invece continuato a ridursi (-7,6 per cento rispetto ai primi nove mesi del 2013), per effetto del protrarsi della fase di debolezza economica (fig. 3.21.b).

**Il rischio di liquidità resta contenuto**

Gli indicatori tecnici del settore vita segnalano che il rischio di liquidità è contenuto e in diminuzione. Il rapporto tra oneri e premi si è ulteriormente ridotto, attestandosi al di sotto del 60 per cento. Nei primi nove mesi del 2014 è proseguito il calo delle richieste di riscatto da parte dei sottoscrittori di polizze, soprattutto nei rami tradizionali (fig. 3.22). Ciò ha spinto le compagnie a ridurre le componenti più liquide dell'attivo.

### Gli investimenti

**L'investimento in titoli di Stato italiani è elevato**

La composizione dell'attivo non ha registrato cambiamenti significativi nei mesi più recenti. Rimangono elevati gli investimenti in titoli di Stato italiani (fig. 3.23.a) che, in seguito al calo dei rendimenti, hanno generato un nuovo incremento delle plusvalenze nette (fig. 3.23.b).

Dall'indagine periodica condotta dall'Ivass sui fattori di rischio del settore assicurativo emerge che i principali gruppi intendono aumentare la diversificazione dei loro investimenti incrementando gli acquisti di titoli emessi dalle imprese private. Le nuove strategie di allocazione dei portafogli sono volte a cogliere le opportunità introdotte dalle recenti modifiche regolamentari, che hanno ampliato il novero degli investimenti ammissibili (cfr. il riquadro: *Le nuove norme sull'erogazione di credito alle imprese da*

Figura 3.21

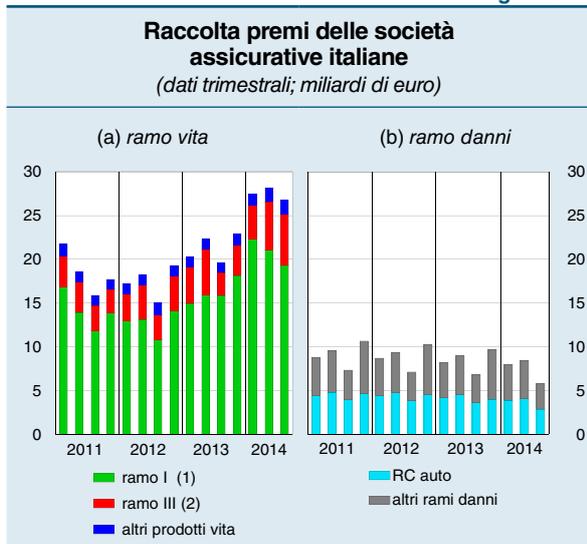
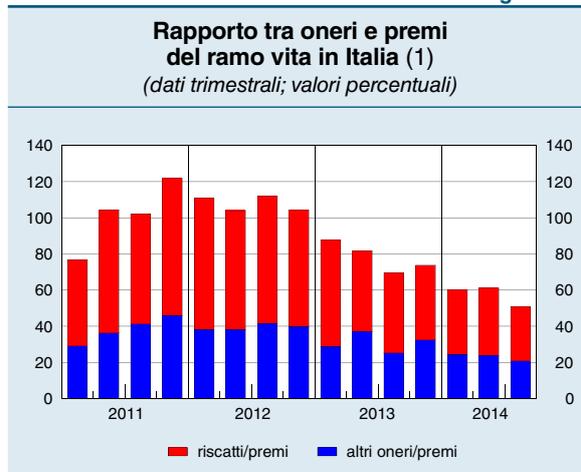
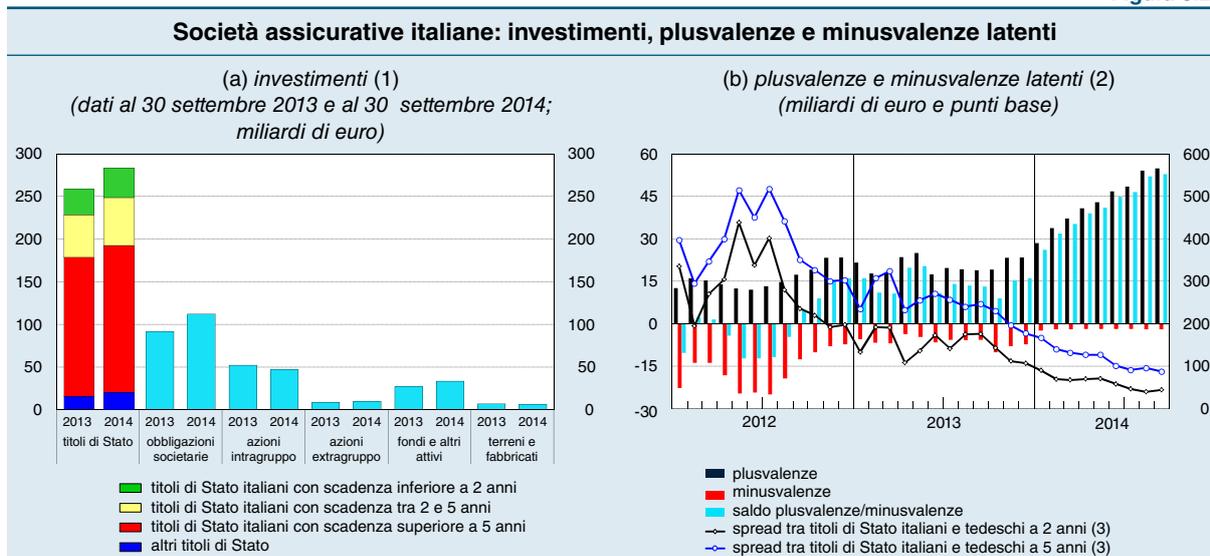


Figura 3.22



parte degli intermediari non bancari). Ciò mira anche a contenere i costi delle nuove regole prudenziali di imminente applicazione (Solvency II), che prevedono specifici requisiti di capitale per il rischio di concentrazione degli attivi.

Figura 3.23



## LE NUOVE NORME SULL'EROGAZIONE DI CREDITO ALLE IMPRESE DA PARTE DEGLI INTERMEDIARI NON BANCARI

Il decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (decreto “competitività”), convertito dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, ha ampliato le tipologie di intermediari finanziari cui è consentito erogare credito

alle imprese (1). La nuova legge permette alle compagnie di assicurazione di concedere finanziamenti diretti alle imprese (con l'esclusione delle microimprese) a condizione che siano affiancate da una banca o da un intermediario finanziario autorizzato che selezioni i prenditori dei fondi e detenga, anche temporaneamente, un interesse nell'operazione; nel caso in cui le compagnie vogliano operare in autonomia è richiesta un'apposita autorizzazione rilasciata dall'Ivass (2). In entrambi i casi la compagnia deve possedere un grado di patrimonializzazione e una capacità di gestione dei rischi adeguati.

Con riferimento ai fondi comuni, la legge consente l'istituzione dei cosiddetti "fondi di credito", ossia organismi di investimento collettivo del risparmio abilitati a erogare direttamente crediti a valere sulle disponibilità raccolte presso gli investitori del fondo stesso.

Se da un lato le nuove misure facilitano l'afflusso di risorse a sostegno dell'economia e incentivano la diversificazione del sistema finanziario, dall'altro lo sviluppo di forme di finanziamento diretto da parte di operatori diversi dalle banche (*shadow banking*) potrebbe accrescere i rischi per la stabilità finanziaria, creando opportunità di arbitraggi regolamentari e favorendo l'eccessiva espansione degli attivi attraverso il ricorso alla leva finanziaria. Le autorità italiane, ben consapevoli di questi rischi, stanno definendo un quadro regolamentare in grado di limitarli. L'approccio è ispirato al modello della vigilanza bancaria, pur nel rispetto del principio di proporzionalità; nel confronto internazionale esso appare rigoroso.

La normativa secondaria prevede che le compagnie di assicurazione debbano preventivamente presentare all'Ivass un piano dettagliato sull'attività di erogazione del credito; il piano deve descrivere gli assetti organizzativi adottati per la selezione e il controllo delle operazioni di finanziamento e, nel caso in cui la compagnia non intenda avvalersi dell'assistenza di una banca, deve dimostrare la capacità di gestire il rischio di credito secondo standard di tipo bancario. La normativa distingue tra diverse tipologie di credito, cui si applicano specifici limiti quantitativi. Le nuove regole stabiliscono infine che la patrimonializzazione delle compagnie che svolgono attività creditizia sia valutata tenendo conto sin da ora della futura disciplina prudenziale del settore assicurativo (Solvency II) che, diversamente da quella attualmente in vigore, prevede una valutazione dei requisiti di capitale basata sul rischio.

Lo scorso giugno si è chiusa la consultazione pubblica sulla regolamentazione di competenza del Ministero dell'Economia e delle finanze concernente la struttura degli organismi di investimento collettivo del risparmio; per limitare i rischi di trasformazione delle scadenze, il documento sancisce l'obbligo di adozione della forma "chiusa" per i fondi che erogano credito. Nell'ambito del processo di recepimento della direttiva UE 8 giugno 2011, n. 61 (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD) in materia di gestori di fondi di investimento alternativi, è in corso di definizione anche il quadro regolamentare per i "fondi di credito". La disciplina prudenziale prevede limiti alla concentrazione degli attivi, alla durata dei crediti e alla leva finanziaria; viene inoltre richiesto ai fondi di adottare idonei meccanismi organizzativi e di governance per la gestione del rischio di credito.

La normativa prevede che i nuovi soggetti abilitati a erogare crediti debbano trasmettere informazioni statistiche dettagliate alle autorità di vigilanza e segnalare alla Centrale dei rischi, con modalità che saranno definite nella disciplina secondaria emanata dalla Banca d'Italia, le esposizioni nei confronti dei propri affidati.

(1) Nel dicembre 2013 il legislatore era già intervenuto in materia di finanziamento alle imprese con il decreto legge 23 dicembre 2013, n.145 (decreto "destinazione Italia"; cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle compagnie di assicurazione in titoli obbligazionari emessi da piccole e medie imprese*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2014).

(2) La nuova norma ha inoltre ampliato il novero dei titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazioni ammissibili a copertura delle riserve tecniche, includendo le cartolarizzazioni di finanziamenti, anche se non quotate e prive di rating.



# 4 I MERCATI E IL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA

## 4.1 IL MERCATO DELLA LIQUIDITÀ

**Restano buone le condizioni di liquidità dei mercati finanziari italiani**

Le condizioni di liquidità dei mercati finanziari italiani si mantengono buone. Il forte aumento della volatilità che ha interessato il mercato azionario e, in misura minore, quello dei titoli di Stato nella seconda metà di ottobre non si è trasmesso agli altri mercati; l'indicatore del rischio sistemico resta su valori contenuti (fig. 4.1).

**Sul mercato pronti contro termine gli scambi si mantengono elevati...**

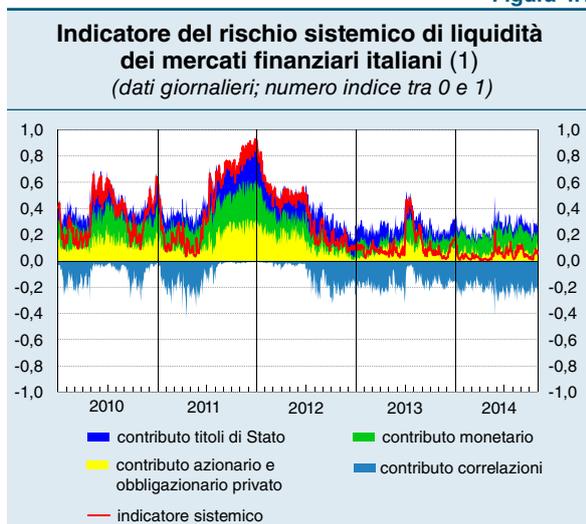
Gli scambi sul mercato pronti contro termine gestito dalla MTS spa sono elevati (fig. 4.2). Circa il 60 per cento delle negoziazioni è effettuato da intermediari non residenti per finanziare le posizioni in titoli di Stato italiani e impiegare liquidità. La quasi totalità dei contratti (95 per cento) continua a essere garantita dalla Cassa di compensazione e garanzia e da LCH.Clearnet SA. Gli scambi non assistiti da

garanzie (*unsecured*), sia sull'e-MID sia sul mercato over-the-counter (OTC), hanno registrato un lieve aumento dopo l'introduzione dei tassi negativi da parte dell'Eurosistema (cfr. il par. 4.2).

**...mentre continua a ridursi la raccolta dall'estero**

Nell'ultimo anno le banche italiane hanno gradualmente ridotto la loro posizione debitoria netta sul mercato MTS repo (46 miliardi alla fine di ottobre, da 63 un anno prima; fig. 4.3.a). Il calo ha riguardato principalmente le esposizioni con sca-

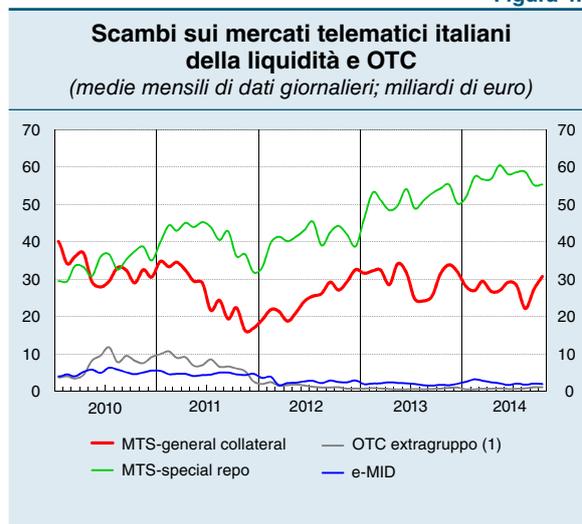
Figura 4.1



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream, Bloomberg e Banca d'Italia.

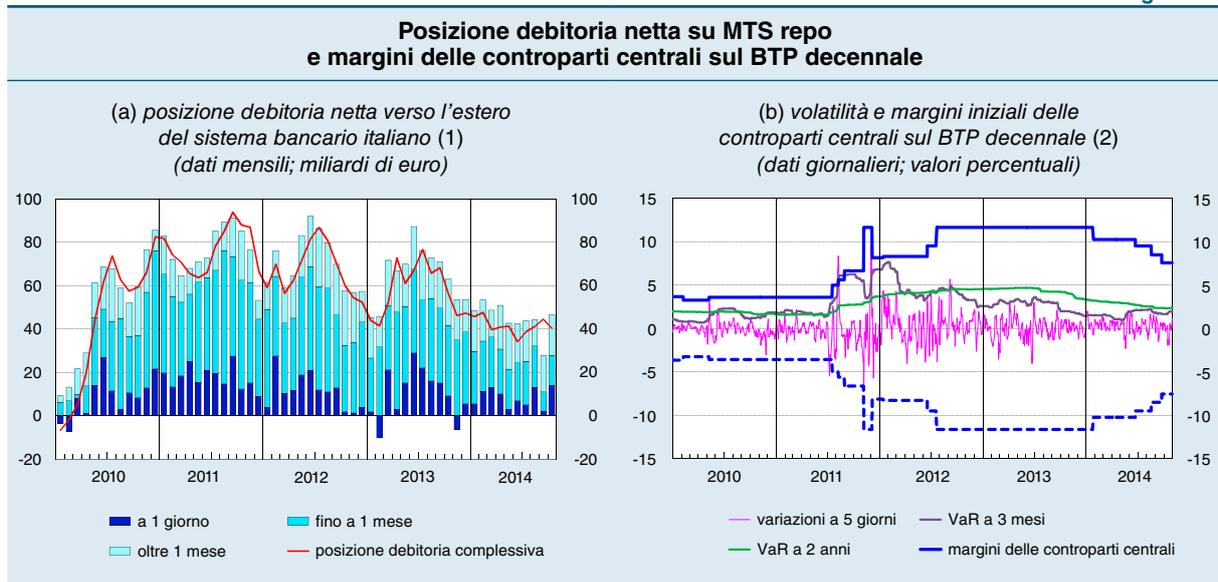
(1) L'indicatore sistemico misura il rischio congiunto nei mercati monetario, secondario dei titoli di Stato, azionario e obbligazionario privato. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). Il grafico mostra anche i contributi all'indicatore sistemico dei singoli mercati e delle correlazioni esistenti tra di essi. Per la metodologia di costruzione cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2014.

Figura 4.2



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa, MTS spa, TARGET2-Banca d'Italia.

(1) Stime degli scambi di mercato monetario non assistiti da garanzie con scadenza fino a una settimana effettuati da banche italiane con controparti esterne al gruppo di appartenenza basate sulle informazioni del sistema TARGET2. Nell'ultimo periodo l'accuratezza delle stime risente degli errori di identificazione dei contratti negoziati a tasso zero a causa dell'elevato numero di pagamenti di importo identico regolati in TARGET2.



denza inferiore a un mese. Dopo aver toccato alla fine di settembre il valore minimo dal 2010 (28 miliardi) successivamente al regolamento della prima operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT; cfr. il par. 4.2), la raccolta è nuovamente aumentata nella seconda metà di ottobre per soddisfare le maggiori esigenze di liquidità delle banche italiane, connesse anche con i riversamenti fiscali dell'ultima parte dell'anno.

Nel 2014 le due controparti centrali hanno ridotto più volte i marginetti applicati sulle transazioni in titoli di Stato italiani, riflettendo la minore volatilità dei corsi registrata sul mercato (fig. 4.3b). L'entità e la gradualità delle riduzioni dei marginetti mostrano che le controparti centrali hanno adottato un atteggiamento di particolare prudenza, coerente con le nuove regole introdotte in Europa nel marzo 2013 (regolamento UE 4 luglio 2012, n. 648, European Market Infrastructure Regulation, EMIR) (1). In ambito internazionale sono state emanate alcune raccomandazioni per limitare il rischio connesso con la prociclicità dei marginetti nei contratti bilaterali di repo e prestito titoli (2); gli effetti sul mercato italiano dovrebbero essere limitati in ragione dell'ampio ricorso ai servizi offerti dalla controparte centrale.

**I tassi di interesse sui mercati italiani della liquidità toccano valori negativi e si allineano a quelli dell'area dell'euro**

L'introduzione di tassi negativi sui depositi presso l'Eurosistema non ha avuto conseguenze sfavorevoli sull'ordinato funzionamento dei mercati monetari (cfr. il riquadro: *L'andamento della liquidità in seguito alle decisioni di politica monetaria del giugno 2014*). Sui mercati italiani i tassi a un giorno sono tornati a diminuire dopo la riduzione dei tassi di riferimento di giugno, registrando in diverse occasioni valori negativi sia sul segmento *unsecured* (e-MID) sia su quello *secured* (MTS repo). Tra giugno e agosto le quote dei contratti a un giorno scambiati a un

(1) Le attuali metodologie utilizzate per il calcolo dei marginetti contribuiscono ad attenuare gli effetti prociclici: nella determinazione dei marginetti unitari vengono infatti considerati orizzonti temporali (*look-back period*) molto lunghi (oltre 10 anni qualora disponibili), variazioni dei prezzi (*holding period*) fino a 5 giorni e livelli di copertura che vanno dal 99 per cento al 99,9 per cento.

(2) Cfr. Financial Stability Board, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Regulatory Framework for Haircuts on Non-centrally Cleared Securities Financing Transactions*, 2014 ([http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_141013a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_141013a.pdf)).

tasso pari o inferiore allo zero sono state del 27 e del 18 per cento sull'e-MID e sull'MTS repo, rispettivamente; sono aumentate al 52 e al 46 per cento dopo l'ulteriore riduzione di dieci punti base del tasso sulla deposit facility decisa in settembre. I differenziali rispetto ai tassi prevalenti nell'area dell'euro si sono sostanzialmente annullati (fig. 4.4).

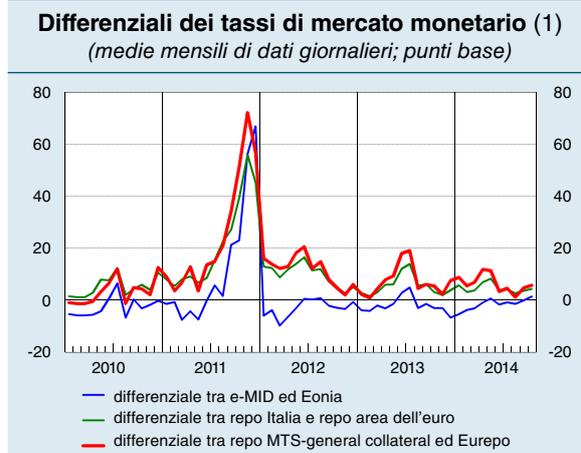
## 4.2 IL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA

**Il ricorso al credito dell'Eurosistema da parte delle banche operanti in Italia è sceso fino a settembre, per poi risalire**

Dopo essersi ridotto a 163 miliardi in settembre, il ricorso delle banche operanti in Italia al credito dell'Eurosistema è risalito fino a 171 miliardi all'inizio di novembre, il 34 per cento del rifinanziamento dell'area (fig. 4.5).

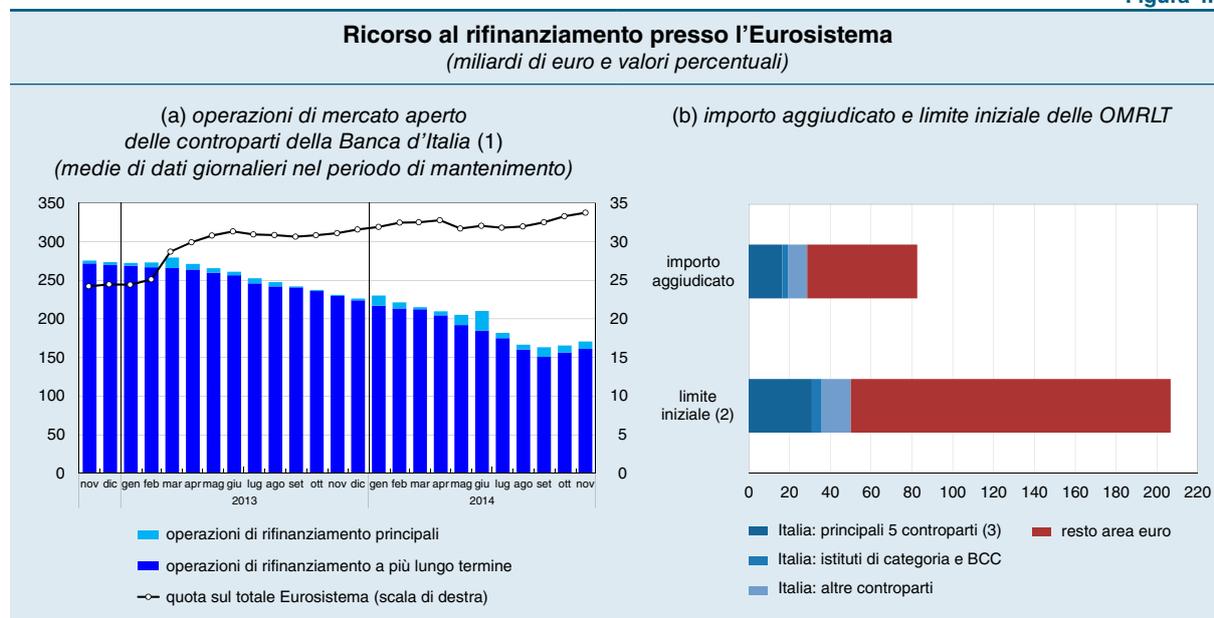
Il 24 settembre è stata regolata la prima OMRLT, in seguito alla quale le controparti italiane hanno ottenuto fondi per 29 miliardi (pari al 35 per cento della domanda totale). L'effettivo grado di partecipazione potrà essere valutato compiutamente solo dopo la seconda operazione che si svolgerà il prossimo dicembre. L'operazione di rifinanziamento mirata è stata regolata contestualmente all'operazione di ri-

Figura 4.4



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa, MTS spa e RepoFunds Rate.  
(1) e-MID ed Eonia: scadenza overnight; repo Italia e repo area dell'euro: contratti con durata a un giorno su titoli di Stato conclusi sulle piattaforme telematiche gestite dalle società MTS spa e ICAP e garantiti da controparte centrale; MTS-general collateral ed Eurepo: scadenza tomorrow-next.

Figura 4.5



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

(1) La data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento. Per l'ultimo periodo di mantenimento la media è calcolata fino al 4 novembre. — (2) Il limite iniziale costituisce l'ammontare massimo ottenibile ed è pari al 7 per cento dello stock di prestiti a imprese e famiglie (con l'esclusione dei prestiti per acquisto abitazioni) in bilancio al 30 aprile 2014; potrebbe aumentare se alla seconda operazione OMRLT partecipassero intermediari che non hanno preso parte alla prima. — (3) Principali controparti bancarie per dimensione dell'attivo del gruppo di appartenenza.

finanziamento principale e ai rimborsi delle operazioni a tre anni. L'immissione di liquidità netta per le controparti italiane è stata di 15 miliardi. Al 4 novembre i rimborsi delle operazioni di rifinanziamento a tre anni ammontavano complessivamente a 139 miliardi di euro, pari al 55 per cento dell'importo originariamente assegnato, a fronte del 76 per cento degli altri paesi dell'area.

In seguito alla decisione del Consiglio direttivo della Banca centrale europea di sospendere le operazioni di deposito a una settimana e di portare i tassi sui depositi presso la banca centrale a livelli negativi, i fondi in eccesso rispetto all'obbligo di riserva presso la Banca d'Italia sono diminuiti da 5 a 3 miliardi (cfr. il riquadro: *L'andamento della liquidità in seguito alle decisioni di politica monetaria del giugno 2014*).

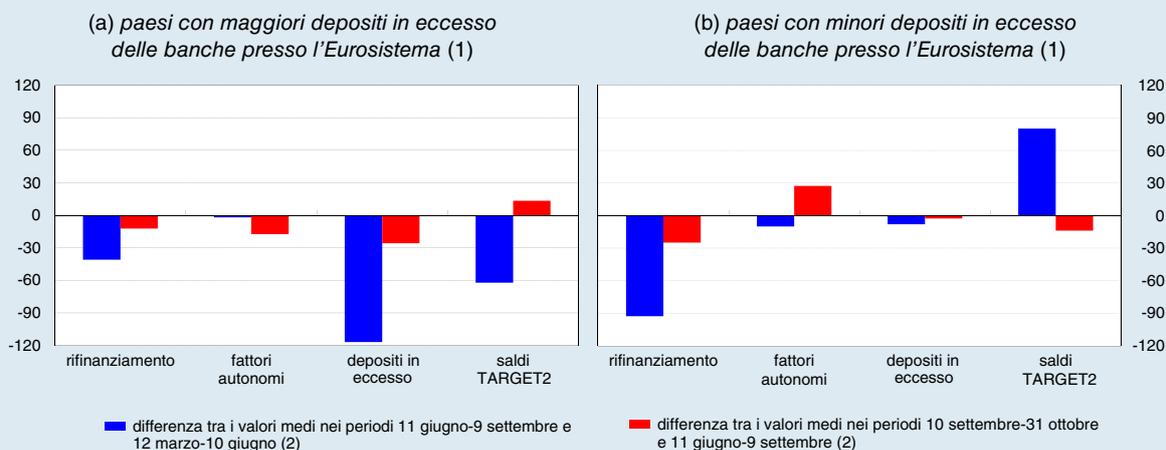
### L'ANDAMENTO DELLA LIQUIDITÀ IN SEGUITO ALLE DECISIONI DI POLITICA MONETARIA DEL GIUGNO 2014

L'11 giugno 2014 è entrata in vigore la decisione adottata dal Consiglio direttivo della BCE che ha ridotto allo 0,15 per cento il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, allo 0,40 per cento quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale e a -0,10 per cento il tasso su tutti i depositi presso l'Eurosistema (applicato anche alla media delle riserve in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria). I tassi ufficiali sono stati ulteriormente diminuiti di 0,1 punti percentuali lo scorso 10 settembre. Il 18 giugno sono state inoltre sospese le operazioni di deposito a una settimana (1).

Dopo l'introduzione dei tassi negativi sui depositi si sono ridotti il livello e la volatilità dei tassi di interesse e sono lievemente aumentati i volumi scambiati nel segmento *unsecured*. La liquidità prima depositata a una settimana è stata in larga parte trasferita dalle banche in surplus verso altre banche dell'area, che hanno così potuto ridurre il rifinanziamento presso l'Eurosistema. Nei primi tre periodi di mantenimento interessati dalle misure (dall'11 giugno al 9 settembre), i paesi in cui i depositi delle

Figura

**Variatione del rifinanziamento, fattori autonomi, depositi presso l'Eurosistema e saldi TARGET2**  
(medie di dati giornalieri; miliardi di euro)



(1) Paesi con maggiori depositi in eccesso delle banche presso l'Eurosistema (a cui fa capo il 90 per cento dell'aggregato dell'area): Germania, Francia, Paesi Bassi, Lussemburgo, Austria, Belgio, Finlandia. Paesi con minori depositi in eccesso delle banche presso l'Eurosistema: Italia, Spagna, Grecia, Irlanda, Portogallo. Rifinanziamento: operazioni di mercato aperto. Fattori autonomi: canali di creazione/assorbimento di base monetaria al di fuori del controllo della politica monetaria. Depositi in eccesso: saldo dei conti di riserva delle banche al netto della riserva obbligatoria, deposit facility e depositi a una settimana. Saldi TARGET2: posizione bilaterale netta delle banche centrali verso la BCE. - (2) Gli intervalli considerati si basano sui periodi di mantenimento della riserva obbligatoria (dal 3° al 10° del 2014); nel calcolo della media, il 10° periodo di mantenimento è considerato fino al 31 ottobre.

(1) Tali operazioni erano state introdotte nel 2011 per sterilizzare la liquidità immessa mediante il programma di acquisto definitivo di titoli sul mercato secondario (Securities Markets Programme, SMP).

banche presso l'Eurosistema erano – al netto dell'obbligo di riserva – di ammontare maggiore hanno registrato, rispetto ai tre periodi precedenti, una diminuzione della posizione netta delle rispettive banche centrali verso la BCE (cosiddetto saldo TARGET2) e un calo del rifinanziamento (figura). Nei paesi dove tali depositi erano già a livelli bassi, la riduzione del rifinanziamento è stata in media di oltre 90 miliardi ed è stata accompagnata da un miglioramento dei saldi medi TARGET2 per 80 miliardi. Negli stessi tre periodi le banche italiane hanno ridotto il rifinanziamento di 41 miliardi e i depositi presso la Banca d'Italia di 4, principalmente per il contributo dei gruppi di maggiore dimensione. Contestualmente il saldo passivo TARGET2 della Banca d'Italia è diminuito in media di 35 miliardi; il miglioramento è avvenuto nei mesi di giugno e luglio (cfr. il par. 1.1 e *Bollettino economico*, n. 4, 2014).

Nei successivi due periodi di mantenimento i saldi TARGET2 hanno mostrato un'inversione di tendenza, sebbene le variazioni siano state modeste in entrambi i gruppi di paesi.

**Continua a crescere l'ammontare di attività stanziabili disponibili...**

Tra marzo e settembre il valore delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito (collateral pool) è sceso da 325 a 286 miliardi di euro (fig. 4.6.a), riflettendo il minore ricorso delle banche italiane al credito dell'Eurosistema; è salita, al 38 per cento, la quota delle attività non impegnate a copertura del rifinanziamento (*overcollateralization*) (3). È aumentato anche l'ammontare dei titoli stanziabili prontamente disponibili fuori dal pool (da 224 a 255 miliardi, in larga parte titoli di Stato), pari al 144 per cento del rifinanziamento in essere (104 per cento a marzo del 2014).

**...anche in presenza della riduzione delle obbligazioni bancarie garantite dallo Stato italiano**

Nel collateral pool rimane elevato il peso delle emissioni riconducibili all'emittente sovrano italiano (pari al 45 per cento del valore totale; fig. 4.6.b), nonostante la riduzione dell'ammontare delle obbligazioni bancarie garantite dallo Stato, dovuta quasi interamente all'annullamento dei titoli prima della scadenza. Al 30 settembre il valore cauzionale delle obbligazioni garantite era pari a 19,6 miliardi (50,5 miliardi a marzo del 2014), di cui solo 3 in uso proprio (ovvero conferite nel pool dalla stessa banca emittente) con scadenza oltre marzo del 2015 (4). In prospettiva la composizione del pool potrà essere influenzata dalle recenti misure adottate dalla Banca d'Italia (cfr. il riquadro: *Le misure dirette a promuovere l'utilizzo dei prestiti bancari a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema*).

Alla fine di settembre gli *asset-backed securities* (ABS) stanziabili – esclusivamente tranche senior – detenuti dalle banche italiane erano pari a 78 miliardi nominali. Di questi, 71 miliardi erano titoli trattenuti dalla stessa banca che ha originato i crediti sottostanti (5); 53 miliardi erano stanziati nel collateral pool. Le tranche mezzanine e junior associate ai titoli stanziabili erano pari, rispettivamente, a 10 e 31 miliardi.

(3) Il confronto tra il grado di *overcollateralization* del pool di garanzie depositate dalle controparti della Banca d'Italia e quello di altre banche centrali dell'area dell'euro risente anche dell'esistenza, in altri paesi europei, di servizi di *triparty collateral management* che consentono alle banche l'utilizzo dei titoli depositati presso un depositario centrale sia per le operazioni con la banca centrale sia per le operazioni con altre controparti (ad es. pronti contro termine). Dallo scorso settembre anche le controparti della Banca d'Italia possono usufruire di tali servizi per i titoli detenuti presso depositari esteri.

(4) A partire da marzo del 2015 le obbligazioni bancarie in uso proprio garantite dallo Stato non saranno più stanziabili presso l'Eurosistema (cfr. <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130322.en.html>).

(5) I principali requisiti di stanziabilità degli ABS sono i seguenti: (a) tranche senior quotate su un mercato riconosciuto dalla BCE e rispetto degli obblighi di informativa di dettaglio sui singoli prestiti sottostanti il titolo; (b) per il framework ordinario, rating all'emissione e in vita emesso da almeno due agenzie fino ad A-; (c) per il framework temporaneo (in vigore almeno fino a settembre del 2018), rating all'emissione e in vita, emesso da almeno due agenzie, pari almeno a BBB- e conformità a specifici criteri di mitigazione del rischio.



ta realizzazione della garanzia da parte della Banca d'Italia nell'ipotesi, pur remota, di inadempimento della controparte verso l'Eurosistema. Attualmente la maggior parte delle linee di credito non presenta le caratteristiche richieste; la Banca d'Italia ha indicato le modifiche contrattuali necessarie a soddisfare i requisiti previsti.

- c) L'importo minimo dei prestiti accettati in garanzia, singolarmente conferiti o inseriti in un portafoglio, è stato ridotto da 100.000 a 30.000 euro.
- d) La probabilità massima di insolvenza del debitore per i prestiti singolarmente conferiti in garanzia è stata aumentata dall'1,0 all'1,5 per cento, anche per tener conto del peggioramento del merito di credito delle imprese non finanziarie dovuto all'andamento del ciclo economico.
- e) I crediti concessi sotto forma di leasing finanziario e di factoring pro soluto sono ora accettati nell'ambito dello schema ordinario, con scarti di garanzia più contenuti rispetto allo schema temporaneo.

Al 5 novembre 2014 le misure sopra citate avevano consentito di stanziare collaterale aggiuntivo per circa 1,6 miliardi di euro di valore nominale. L'effetto dei provvedimenti potrà essere valutato solo nel medio periodo, quando le controparti italiane avranno apportato le necessarie modifiche ai propri sistemi interni per la selezione e la gestione dei portafogli conferiti a garanzia e avranno aggiornato i contratti di erogazione delle linee di credito al fine di renderli conformi alla disciplina dell'Eurosistema.

### 4.3 IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO

**In estate l'offerta netta è stata negativa; si riduce il costo medio del debito**

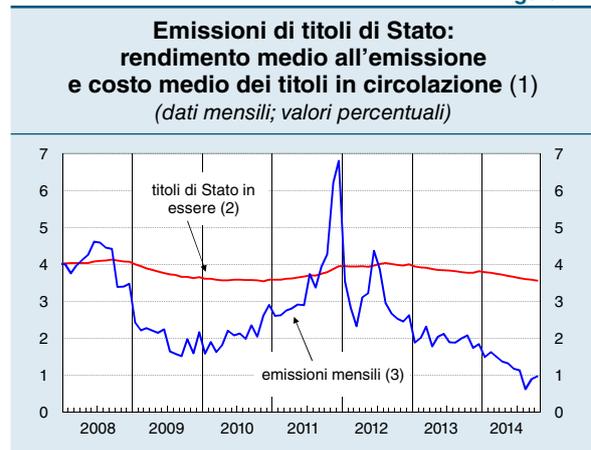
Nei primi sei mesi del 2014 le emissioni al netto dei titoli in scadenza sono state pari a 94 miliardi di euro (51 miliardi nel 2012 e 87

nel 2013). Nel terzo trimestre dell'anno il Tesoro ha effettuato rimborsi netti per 25 miliardi, in considerazione dell'elevato livello di liquidità presente sui propri conti (cfr. il par. 1.1). In ottobre le emissioni nette sono state positive (27 miliardi). È proseguita la riduzione dei rendimenti all'emissione, che da luglio si sono collocati su livelli pari o inferiori all'1 per cento (fig. 4.7), ai minimi dall'introduzione dell'euro. Nonostante il rialzo dei tassi a breve riscontrato nel mese di ottobre, si è ridotto anche il costo medio ponderato all'emissione dello stock dei titoli in circolazione, pari al 3,6 per cento.

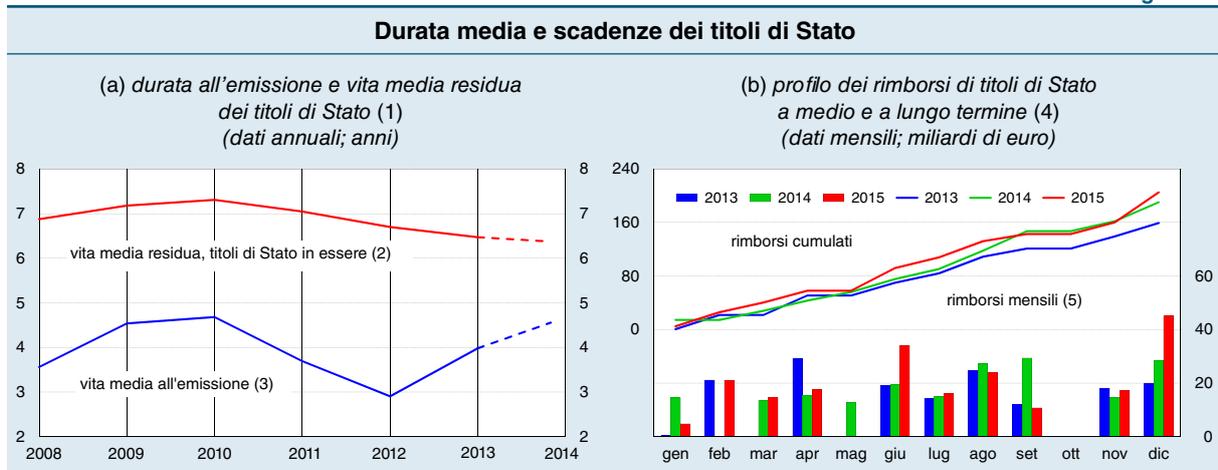
**Si stabilizza la vita media residua dei titoli di Stato**

La vita media all'emissione è salita a quattro anni e mezzo, ritornando ai livelli del 2010 (fig. 4.8.a); l'allungamento ha contribuito a stabilizzare la vita media residua dello stock di titoli in essere a 6,4 anni, interrompendo così la flessione degli ultimi tre anni.

Figura 4.7



(1) Elaborazioni su collocamenti sul mercato interno di titoli di Stato non indicizzati. – (2) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese. – (3) Media ponderata dei tassi dei titoli di Stato collocati nel mese, per data di regolamento.



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

(1) Titoli di Stato collocati sul mercato interno. Il dato del 2014, indicato dalle linee tratteggiate, è rilevato alla fine di ottobre. Il livello delle due serie differisce principalmente per l'ammontare dei BOT, che rappresenta una quota maggiore nella serie delle emissioni rispetto a quella dello stock dei titoli in circolazione. – (2) Valori di fine periodo ponderati per le consistenze in essere. – (3) Durata media delle emissioni nel periodo per data di regolamento, ponderata per le quantità emesse. – (4) Titoli di Stato (inclusi quelli collocati sui mercati internazionali) con scadenza all'emissione superiore a un anno. I rimborsi dei BTP indicizzati non sono rivalutati per l'inflazione. – (5) Scala di destra.

**L'ammontare dei titoli in scadenza nel 2015 è elevato ma gestibile**

Nel 2015 l'ammontare dei titoli a medio e a lungo termine in scadenza sarà pari a 205 miliardi, 15 in più rispetto a quest'anno (fig. 4.8.b). L'aumento delle emissioni lorde dovrebbe tuttavia essere contenuto, in virtù dell'attesa diminuzione del fabbisogno statale da finanziare (6).

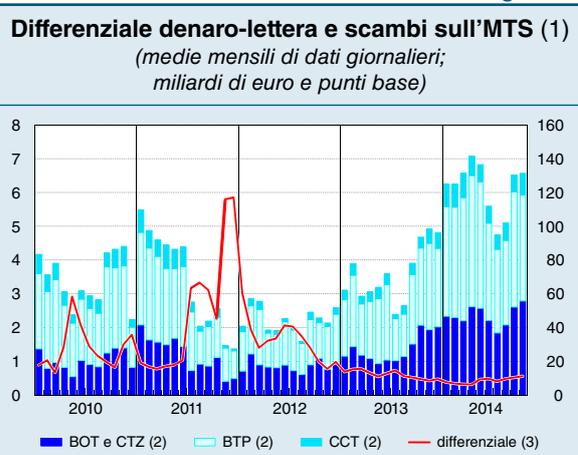
**La liquidità del mercato secondario resta buona**

Dopo la flessione stagionale dei mesi estivi, gli scambi sul mercato MTS sono tornati a crescere, risentendo solo marginalmente della maggiore volatilità registrata nella seconda metà di ottobre (fig. 4.9). La capacità di assorbire ordini di dimensione elevata senza variazioni significative e durature dei prezzi (*resilience*) è significativamente migliorata rispetto alle fasi più acute della crisi del debito sovrano; in linea con quanto emerso a livello globale, si osservano tuttavia alcuni mutamenti nel comportamento dei market maker che potrebbero avere ricadute negative sul funzionamento del mercato in condizioni di elevata volatilità (cfr. il riquadro: *L'evoluzione dell'attività di market making e la resilience del mercato MTS*). I volumi dei derivati sul debito sovrano, futures sul BTP (fig. 4.10.a) e CDS sulla Repubblica italiana (fig. 4.10.b), sono in ulteriore crescita.

**Si riduce il rischio connesso con il regolamento delle operazioni in titoli**

La riduzione del ciclo di regolamento da tre a due giorni, introdotta dalle infrastrutture di mercato italiane e di numerosi altri paesi europei lo scorso 6 ottobre, non ha causato frizioni sull'ordinato funzionamento dei mercati e sul regolamento delle transazioni in titoli; questa innovazione porterà a una gene-

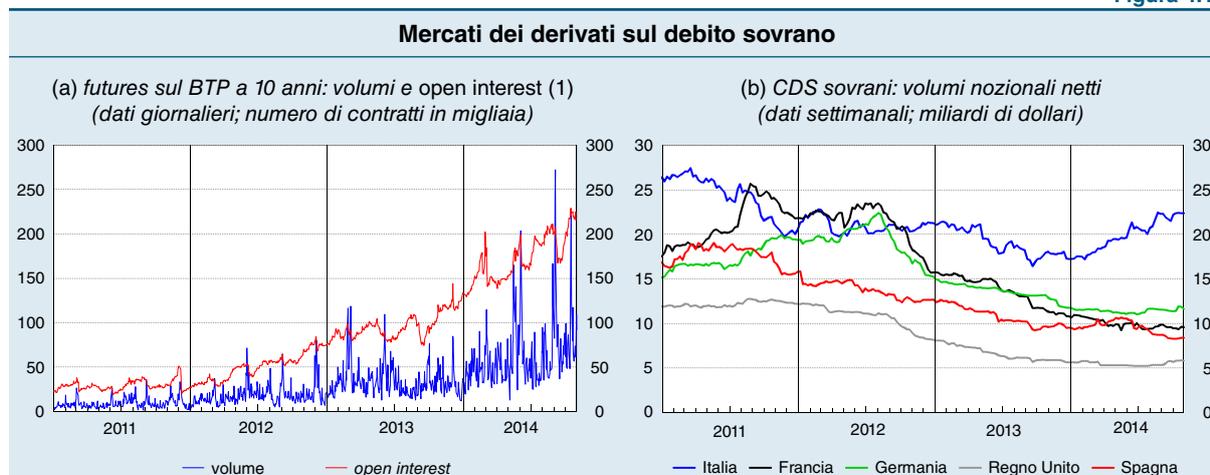
Figura 4.9



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

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

(6) Cfr. Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2014.



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

(1) L'open interest è dato dalla somma di tutti i contratti futures aperti a una certa data.

ralizzata riduzione del rischio di controparte, con conseguente diminuzione del collaterale impegnato a garanzia dei contratti (7). Un miglioramento dell'efficienza del processo di regolamento delle transazioni transfrontaliere è inoltre atteso con l'avvio di TARGET2-Securities (T2S), previsto a giugno del 2015, quando il primo gruppo di depositari centrali, tra cui quello italiano, migreranno alla nuova piattaforma.

(7) La misura anticipa una previsione del nuovo regolamento europeo in materia di depositari centrali (regolamento UE 23 luglio 2014, n. 909, Central Securities Depositories Regulation, CSDR), che prevede alcune disposizioni più stringenti in caso di ritardi o inadempimento dei contratti (*settlement discipline*).

### L'EVOLUZIONE DELL'ATTIVITÀ DI MARKET MAKING E LA RESILIENCE DEL MERCATO MTS

I market maker svolgono un ruolo fondamentale nei mercati finanziari: si impegnano a offrire quotazioni in acquisto e in vendita nel continuo agli altri partecipanti al mercato (servizi di *immediacy*), contribuiscono alla formazione efficiente dei prezzi (*price discovery*) e assicurano un regolare svolgimento degli scambi. Con la crisi finanziaria anche questa tipologia di intermediari ha ridotto la propria propensione al rischio. Secondo le grandi banche di investimento, che svolgono gran parte di questa attività, alcune modifiche regolamentari allo studio o già in vigore, finalizzate a rafforzare i presidi a fronte dei rischi assunti, potrebbero incidere sulla convenienza economica a continuare a svolgere l'attività di market making. A livello internazionale si sta analizzando l'impatto che il ridimensionamento dell'attività dei market maker, riducendo la liquidità dei mercati, potrebbe avere sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, sulla stabilità finanziaria e sulle condizioni di accesso al mercato dei capitali per alcuni prenditori (quali le imprese non finanziarie).

Studi preliminari del comportamento dei market maker nel mercato secondario dei titoli di Stato italiani (1) sembrano evidenziare un'evoluzione delle loro strategie verso un modello di at-

(1) Le analisi si basano sul confronto tra l'andamento delle negoziazioni e alcuni indicatori dell'attività di quotazione (spread denaro-lettera e quantità proposte) degli operatori Specialisti in titoli di Stato italiani sull'MTS tra il 2010 e il 2014.

tività maggiormente *broker-oriented* (2), che riduce sia i costi connessi con i titoli da detenere in bilancio sia i rischi, e quindi l'assorbimento di capitale. Le analisi evidenziano come, a fronte di una crescita degli scambi di oltre il 60 per cento, le quantità quotate siano rimaste pressoché stabili e gli spread denaro-lettera, sebbene in significativa riduzione nel corso degli ultimi anni, continuano a mantenersi ancora su livelli mediamente superiori a quelli pre-crisi (11 punti base nei primi nove mesi del 2014 rispetto ai 4 del 2007). Anche la crescita delle negoziazioni sulle piattaforme che utilizzano meccanismi di contrattazione del tipo *request for quote* (come BondVision e Tradeweb), osservata durante le fasi più acute della crisi, e il recente aumento dei volumi dei futures sui BTP possono essere interpretati come segnali di una minore propensione dei market maker ad assumere posizioni in conto proprio a fronte degli ordini della clientela.

La più bassa propensione al rischio non sembra comunque avere avuto impatti significativi sulla *resilience* del mercato. Secondo nostre stime, l'immissione nel book di negoziazione dell'MTS (3) di un ipotetico ordine (di acquisto o vendita) di 50 milioni di euro (circa dieci volte il lotto medio di negoziazione) avrebbe provocato nell'ultimo biennio una variazione dei prezzi dei titoli benchmark decennali mediamente contenuta (figura): l'impatto potenziale sui prezzi, dopo avere raggiunto valori superiori a 100 punti base nella fase più acuta delle tensioni sul debito sovrano italiano, sarebbe ritornato sui livelli pre-crisi (meno di 20 punti base). La *resilience* del mercato è considerevolmente migliorata anche a livello infragiornaliero, mostrando una notevole attenuazione dell'impatto sui prezzi di eventi che alterano temporaneamente le condizioni di liquidità del mercato (quali emissioni di titoli di Stato e pubblicazione di dati macroeconomici).

(2) L'attività di market making può essere svolta sia attraverso l'immissione in via continuativa sul mercato di proposte vincolanti in acquisto e vendita (*two-way quoting*), sia in risposta a specifiche richieste della clientela (*broker-oriented*).

(3) L'MTS è un mercato *quote-driven* dove la conclusione dei contratti avviene attraverso il *matching* degli ordini con le proposte in acquisto e in vendita esposte dai market maker.

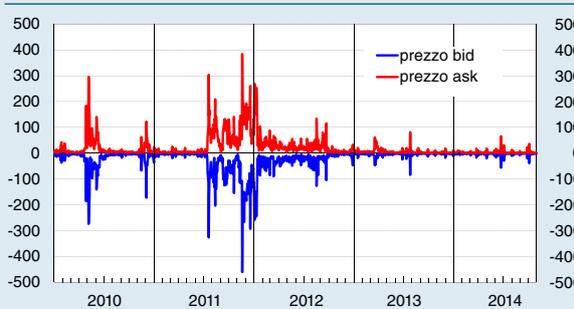
**Nella prima metà dell'anno la quota di titoli pubblici detenuti all'estero è aumentata**

nette sarebbero proseguite nei due mesi successivi. Agli andamenti registrati tra agosto e settembre ha verosimilmente contribuito il rinnovo solo parziale da parte del Tesoro dei titoli in scadenza negli stessi mesi (cfr. il par. 1.1).

Alla fine di giugno del 2014 la quota di titoli pubblici detenuta da non residenti era salita al 29,4 per cento, 2,4 punti percentuali in più rispetto alla fine dello scorso anno (fig. 4.11); nello stesso periodo la quota detenuta dalle banche italiane è passata dal 21,7 al 20,1 per cento (cfr. il par. 3.3). Dopo aver effettuato ulteriori acquisti netti di titoli pubblici in luglio, gli investitori esteri hanno disinvestito in agosto; secondo stime basate sui saldi del sistema TARGET2, le vendite

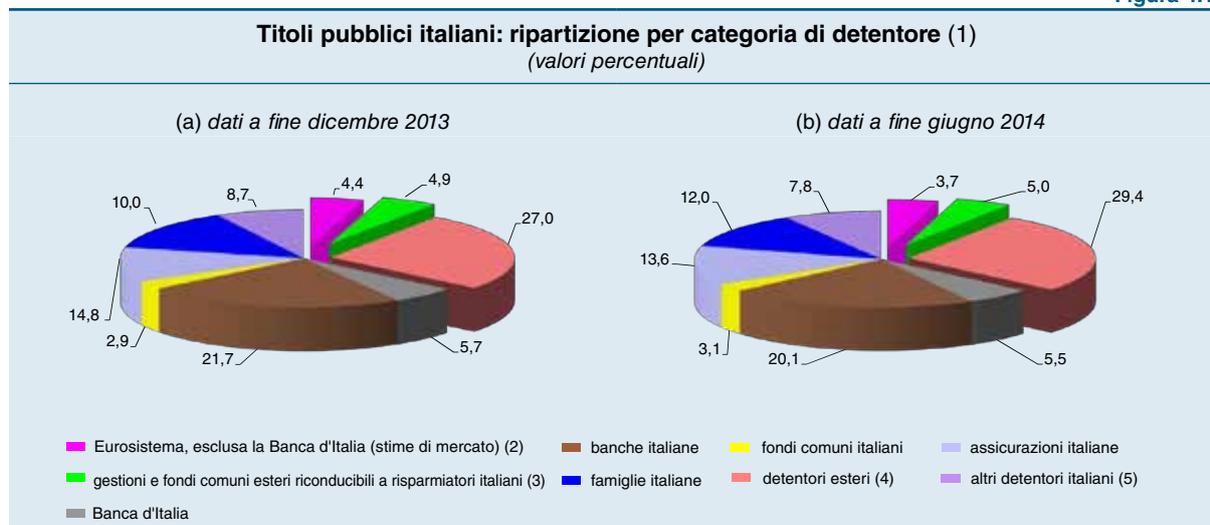
Figura

**Impatto di ordini di importo elevato sui prezzi quotati su MTS cash (1)**  
(dati giornalieri; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) L'analisi è riferita al benchmark decennale. Stima dell'impatto sui prezzi bid e ask dell'immissione nel book di negoziazione dell'MTS di un ipotetico ordine (di acquisto o vendita) di 50 milioni di euro.



Fonte: Conti finanziari.

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



