



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane

di Massimo Coletta e Raffaele Santioni

ottobre 2016

Numero

359



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane

di Massimo Coletta e Raffaele Santioni

Numero 359 – ottobre 2016

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

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

LE OBBLIGAZIONI BANCARIE NEL PORTAFOGLIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE

di Massimo Coletta* e Raffaele Santioni*

Sommario

Il lavoro analizza la dinamica e le caratteristiche delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie italiane e presenta una stima del rendimento lordo a scadenza delle obbligazioni bancarie sottoscritte all'emissione. Dal 1950 la quota di tali attività nel portafoglio delle famiglie ha mostrato ampie fluttuazioni, riflettendo principalmente le politiche di emissione delle banche e le modifiche nel trattamento fiscale dei titoli, oltre che mutamenti nelle preferenze. Il peso delle obbligazioni sulla ricchezza finanziaria delle famiglie ha raggiunto il valore massimo dell'11 per cento nel 1973 e nel 2011. Dal 2012 è iniziata una fase di ridimensionamento di tali investimenti: a marzo 2016 il peso delle obbligazioni bancarie sulla ricchezza finanziaria delle famiglie era tornato sotto il 5 per cento. Il rendimento lordo all'emissione delle obbligazioni bancarie collocate presso le famiglie italiane, dopo l'aumento osservato durante la crisi dei debiti sovrani, è tornato sui livelli raggiunti negli anni precedenti il 2011. Il differenziale di rendimento rispetto ai BTP a cinque anni, prevalentemente negativo tra il 2009 e il 2012, è positivo dalla fine del 2013.

Classificazione JEL: G21, G11, G01.

Parole chiave: ricchezza finanziaria, decisioni di investimento, raccolta obbligazionaria.

Indice

1. Introduzione.....	5
2. Le obbligazioni bancarie in una prospettiva di lungo periodo.....	6
3. Le caratteristiche delle obbligazioni bancarie delle famiglie italiane durante la crisi.....	10
4. Conclusioni.....	16
Appendice A: La raccolta obbligazionaria per vita media residua.....	18
Appendice B: La raccolta obbligazionaria per tipo di cedola.....	20
Appendice C: Fonti statistiche e metodologia.....	21
Riferimenti bibliografici.....	23

* Banca d'Italia, Dipartimento di Economia e Statistica.

1. Introduzione¹

I dati disponibili sulla ricchezza finanziaria delle famiglie italiane mostrano che esse investivano in obbligazioni bancarie già negli anni cinquanta del secolo scorso. Nelle considerazioni finali per l'anno 1954, il governatore Menichella affermava che *“L'intenso ritmo col quale il denaro è affluito in questi ultimi anni al mercato finanziario, in una congiuntura di sviluppo importante del reddito, trova ... spiegazione nella circostanza, da noi in passato ricordata, che i risparmiatori, una volta raggiunto un ammontare di depositi ritenuto sufficiente alle occorrenze improvvise che possono indurli a disporre di fondi liquidi, rallentano la immissione di ulteriori risparmi nei conti e nei libretti bancari o postali per dedicarsi ad altre forme di impiego, come l'acquisto di titoli statali o privati, oltre, [...] l'acquisto di mobili, di beni di consumo durevoli, di case di abitazione, o l'assunzione di polizze di assicurazione sulla vita.”*

L'obiettivo di questo lavoro è analizzare la dinamica e le caratteristiche delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie italiane nel lungo periodo² e durante la recente doppia recessione, integrando molteplici fonti statistiche. Un ulteriore elemento di novità del lavoro consiste nell'utilizzo delle informazioni security-by-security, contenute nel Centralised Securities Database (CSDB) della BCE e nelle segnalazioni di vigilanza sui titoli a custodia presso le banche, per descrivere le caratteristiche delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie italiane e presentare una stima del rendimento lordo a scadenza dei titoli sottoscritti all'emissione dalle famiglie durante la recente crisi.

Il lavoro è organizzato come segue. La sezione 2 illustra la dinamica della detenzione di obbligazioni bancarie da parte delle famiglie italiane, contestualmente a quella della raccolta obbligazionaria delle banche, in una prospettiva di lungo periodo. La sezione 3 analizza in maggiore dettaglio l'investimento delle famiglie in obbligazioni bancarie durante la crisi

¹ Si ringraziano Giorgio Albareto, Andrea Brandolini, Riccardo De Bonis e Roberto Tedeschi per gli utili commenti. Le opinioni espresse sono quelle degli autori e non impegnano la responsabilità della Banca d'Italia.

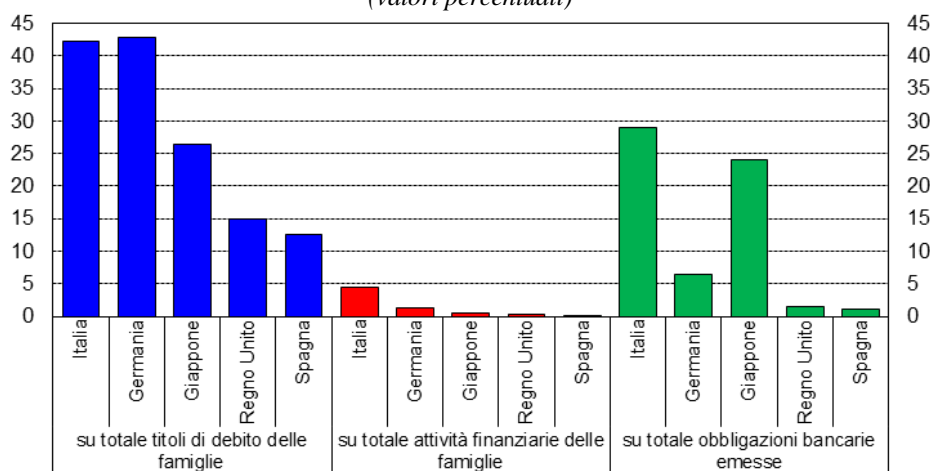
² Fino all'entrata in vigore nel gennaio del 1994 del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (d.lgs. n. 385 del 1° settembre 1993) che ha eliminato la distinzione, introdotta dalla legge bancaria del 1936, tra enti operanti prevalentemente nel breve (aziende di credito) e nel medio e lungo termine (istituti di credito speciale), le obbligazioni bancarie erano rappresentate dai titoli emessi dagli istituti di credito speciale.

finanziaria globale. La sezione 4 contiene alcune osservazioni conclusive. L'appendice presenta alcune statistiche di approfondimento sulla raccolta bancaria oltre a informazioni sulle fonti statistiche e sulla metodologia di stima.

2. Le obbligazioni bancarie in una prospettiva di lungo periodo

Nel confronto con le principali economie³, il peso delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie italiane sul loro portafoglio di titoli di debito, sul totale delle loro attività finanziarie e sull'ammontare di obbligazioni emesse dal sistema creditizio è tra i più elevati (Figura 1; cfr. FMI, 2016)⁴.

Figura 1
Quota delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie a dicembre 2015
(valori percentuali)



Fonte: conti finanziari.

Il possesso diretto di obbligazioni bancarie è un fenomeno tradizionalmente rilevante per le famiglie italiane. I conti finanziari, disponibili dal 1950 (Bonci e Coletta, 2005), consentono di analizzare la raccolta obbligazionaria delle banche e la detenzione da parte delle famiglie in una prospettiva di lungo termine.

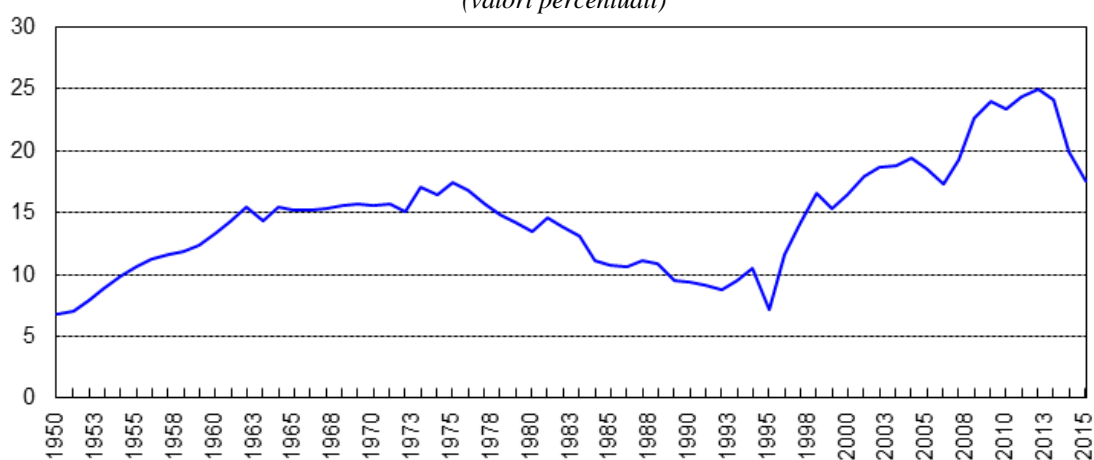
³ Molti paesi pubblicano bilanci finanziari completi per il settore delle famiglie, ma solo alcuni forniscono il dettaglio sulle obbligazioni bancarie detenute.

⁴ Nel lavoro si fa riferimento all'investimento diretto in obbligazioni bancarie italiane; sono esclusi i titoli bancari italiani detenuti indirettamente tramite investimenti in fondi comuni, assicurazioni e fondi pensione, mentre sono inclusi quelli detenuti attraverso società fiduciarie.

All'inizio degli anni cinquanta il peso delle obbligazioni sul totale delle passività bancarie era di poco inferiore al 7 per cento (Figura 2); le famiglie ne detenevano una quota significativa (circa un terzo; Figura 3), che però pesava poco nel loro portafoglio titoli e sul totale della loro ricchezza finanziaria, dominata dai depositi. Le obbligazioni bancarie erano emesse dagli istituti di credito speciale (ICS), preposti al finanziamento a medio e a lungo termine degli investimenti delle imprese (cfr. De Bonis, 2005).

Figura 2

Obbligazioni emesse dalle banche italiane sul totale delle passività bancarie
(valori percentuali)



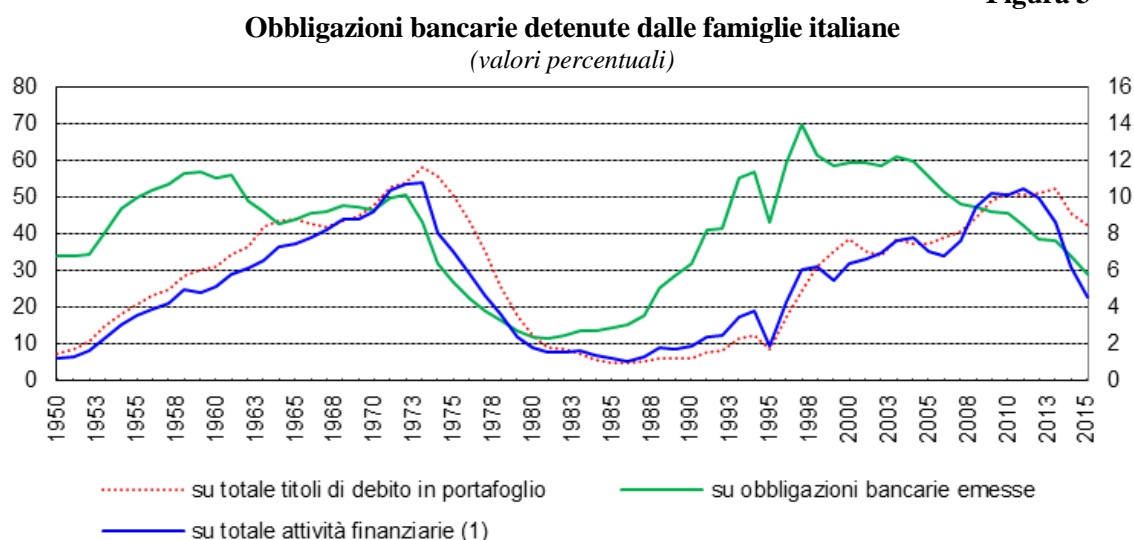
Fonte: conti finanziari.

Fino alla metà degli anni settanta gli ICS hanno fatto crescente ricorso alle emissioni di obbligazioni, anche per la necessità di finanziare il credito agevolato. Nel 1975 i titoli di debito rappresentavano il 17 per cento delle passività del sistema creditizio. Per le famiglie nel 1973 le obbligazioni bancarie costituivano quasi il 60 per cento dei titoli di debito in portafoglio e l'11 per cento della ricchezza finanziaria, una quota che sarebbe stata di nuovo raggiunta solo nel 2011. Il collocamento delle obbligazioni degli ICS tra i risparmiatori era facilitato dalla proprietà pubblica delle banche, che ne assicurava la stabilità.

Dalla seconda metà degli anni settanta la raccolta obbligazionaria si è contratta per tre motivi: (i) la difficoltà di collocare le emissioni a tasso fisso degli ICS in presenza di un'elevata inflazione dovuta ai due shock petroliferi; (ii) la concorrenza crescente dei titoli di Stato, esenti dalla tassazione degli interessi fino al 1986 (sulla fiscalità di quegli anni cfr. Ricotti e Sanelli, 2005); (iii) la concorrenza dei certificati di deposito (Focarelli e Tedeschi,

1993). Per effetto di questi fattori, le famiglie hanno ridotto la quota di ricchezza investita in obbligazioni bancarie a circa l'1 per cento alla metà degli anni ottanta; l'allontanamento delle famiglie dalle obbligazioni bancarie si è protratto fino al 1995, quando il loro peso era di poco superiore al 2 per cento della ricchezza finanziaria.

Figura 3



Fonte: dal 1950 al 1962 Caron e Cotula (1971); dal 1963 conti finanziari.
(1) Scala di destra.

Nel 1996 il venir meno del trattamento fiscale privilegiato dei certificati di deposito ha determinato la loro sostituzione con le obbligazioni, tassate invece come i titoli di Stato. La diffusione delle obbligazioni è stata inoltre favorita dal riconoscimento a tutte le banche, non solo a quelle costituite come società per azioni, della possibilità di emetterle, per evitare disparità concorrenziali tra gli intermediari⁵. Fino a giugno 1996, le poche emissioni obbligazionarie erano state realizzate dalle banche di grandi dimensioni e dagli ex ICS (Zatti, 1998); le banche piccole erano praticamente assenti dal mercato (Resti e Senati, 1997). All'inizio degli anni duemila le crisi che hanno coinvolto emittenti sovrani (Argentina) e imprese (Cirio e Parmalat) hanno ulteriormente favorito la domanda di obbligazioni bancarie, il cui peso sulla ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è risalito fino all'11 per cento nel 2011. Le emissioni obbligazionarie hanno consentito alle banche di soddisfare, fino alla crisi

⁵ Come disciplinato dall'art. 12 del d.lgs. n. 385 del 1° settembre 1993 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia), modificato dal d.lgs. n. 415 del 23 luglio 1996.

finanziaria globale, la domanda di prestiti a medio e a lungo termine, soprattutto di mutui per l'acquisto di abitazioni.

Dalla fine del 2011, le tensioni dal lato del funding connesse alla crisi del debito sovrano hanno indotto le banche italiane ad accrescere ulteriormente le emissioni obbligazionarie, facendo ricorso soprattutto a titoli garantiti dallo Stato⁶, in vista della scadenza di un ingente ammontare di obbligazioni tra novembre 2011 e giugno 2012. A luglio del 2012 l'ammontare delle obbligazioni bancarie ha raggiunto il valore storicamente più alto (960 miliardi di euro); a tale data le obbligazioni pesavano oltre il 50 per cento del portafoglio titoli delle famiglie e poco meno dell'11 per cento del totale delle loro attività finanziarie, valori analoghi a quelli osservati nel 1973.

Dal 2012 il trattamento fiscale privilegiato delle obbligazioni è venuto meno. Gli interessi sui depositi e sulle obbligazioni sono stati sottoposti alla stessa aliquota del 20 per cento, accresciuta al 26 per cento dal 1° luglio del 2014, introducendo un vantaggio fiscale per i titoli pubblici (la cui tassazione è rimasta al 12,5 per cento). La liquidità immessa dall'Eurosistema, la persistente contrazione dei prestiti bancari, la revisione dei criteri di stanziabilità dei titoli bancari⁷ hanno contribuito al crollo della raccolta obbligazionaria.

Dal 2013 i tassi di crescita delle obbligazioni bancarie emesse sono divenuti negativi. A maggio 2016, sulla base degli ultimi dati disponibili, l'ammontare in circolazione era tornato ai livelli della fine del 2007 (561 miliardi di euro). Anche gli investimenti netti delle famiglie sono divenuti stabilmente negativi; alla fine del primo trimestre 2016 le obbligazioni bancarie detenute erano scese a meno del 5 per cento della ricchezza finanziaria, una quota simile a quella del 1996.

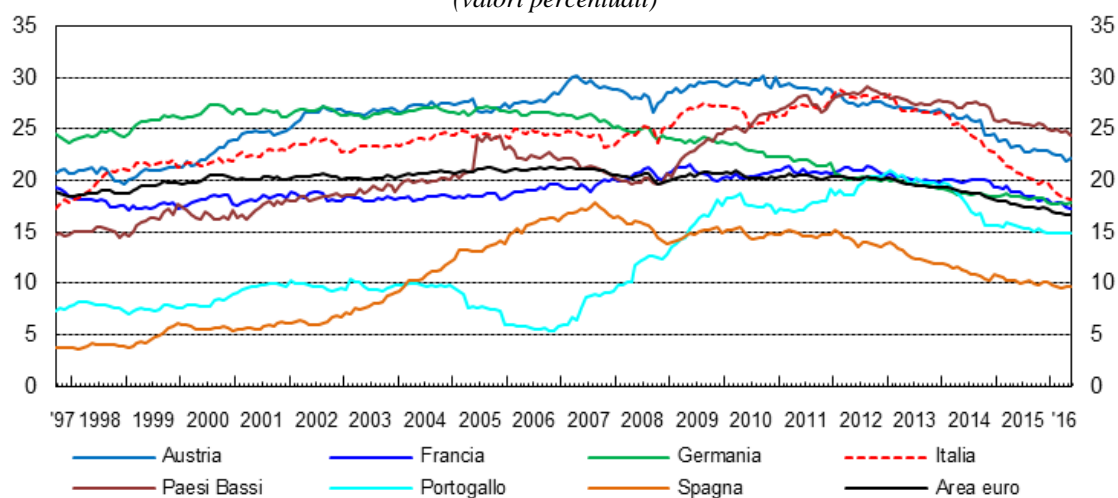
Nonostante la caduta recente, nel confronto internazionale le banche italiane continuano a essere tra quelle maggiormente dipendenti dal funding obbligazionario. Nei principali sistemi bancari dell'area dell'euro a fine maggio 2016 solo in Austria e nei Paesi Bassi si osservava un peso più alto della raccolta in titoli (Figura 4).

⁶ Le obbligazioni bancarie assistite da garanzia dello Stato sono state introdotte con il decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201; alla fine di aprile 2012 esse ammontavano a 87 miliardi di euro.

⁷ Le obbligazioni bancarie in uso proprio garantite dallo Stato non sono più stanziabili per il rifinanziamento presso l'Eurosistema dal 1° marzo 2015.

Figura 4

Obbligazioni bancarie emesse in rapporto al totale della raccolta
(valori percentuali)



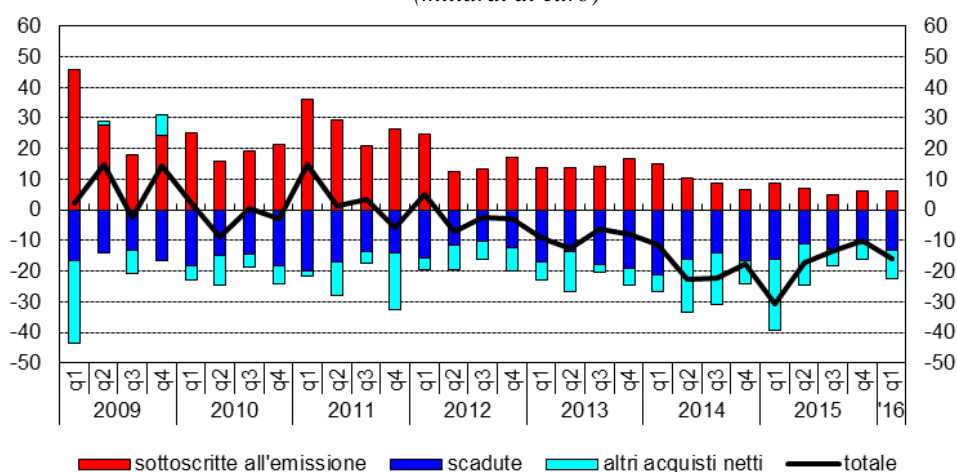
Fonte: statistiche armonizzate BCE.

3. Le caratteristiche delle obbligazioni bancarie delle famiglie italiane durante la crisi

Dall'inizio del 2012, le famiglie hanno sottoscritto obbligazioni in emissione per importi sempre più contenuti, che solo in parte hanno rimpiazzato i titoli giunti a scadenza e le vendite nette (Figura 5).

Figura 5

Acquisti netti di obbligazioni bancarie da parte delle famiglie (1)
(miliardi di euro)

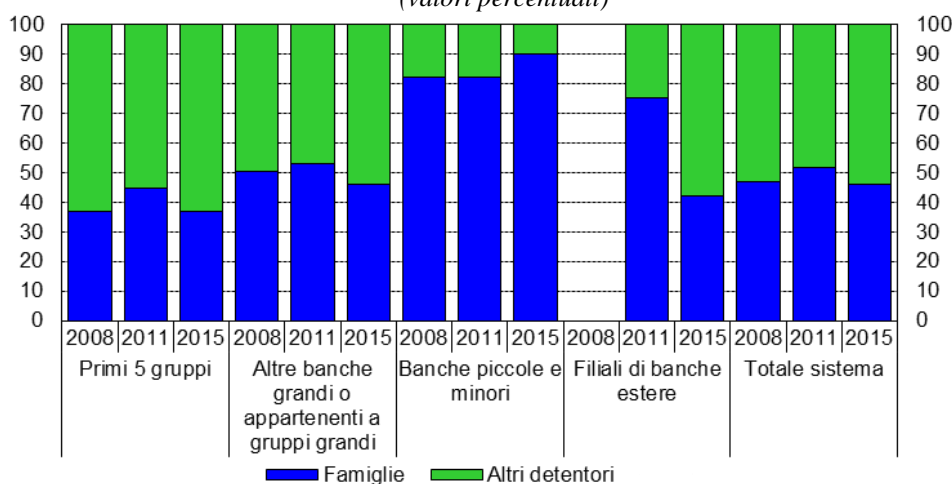


Fonte: segnalazioni di vigilanza e conti finanziari. Sono esclusi i titoli emessi dalla Cassa depositi e prestiti.

(1) Gli altri acquisti netti sono ottenuti a residuo.

Tra l'inizio del 2012 e il primo trimestre del 2016, le vendite nette, superiori a 205 miliardi di euro, hanno ridotto le obbligazioni detenute dalle famiglie a meno di 200 miliardi. Anche dopo il 2012, come già dal 2009 al 2011, oltre la metà delle nuove emissioni, al netto di quelle riacquistate dalla banca emittente, è stata collocata presso le famiglie. Le banche piccole e minori hanno collocato presso le famiglie oltre l'80 per cento della propria raccolta obbligazionaria, una quota molto più alta di quelle dei primi cinque gruppi e delle banche grandi (Figura 6).

Figura 6
Obbligazioni bancarie: composizione per classi dimensionali di banche e detentori (1)
(valori percentuali)



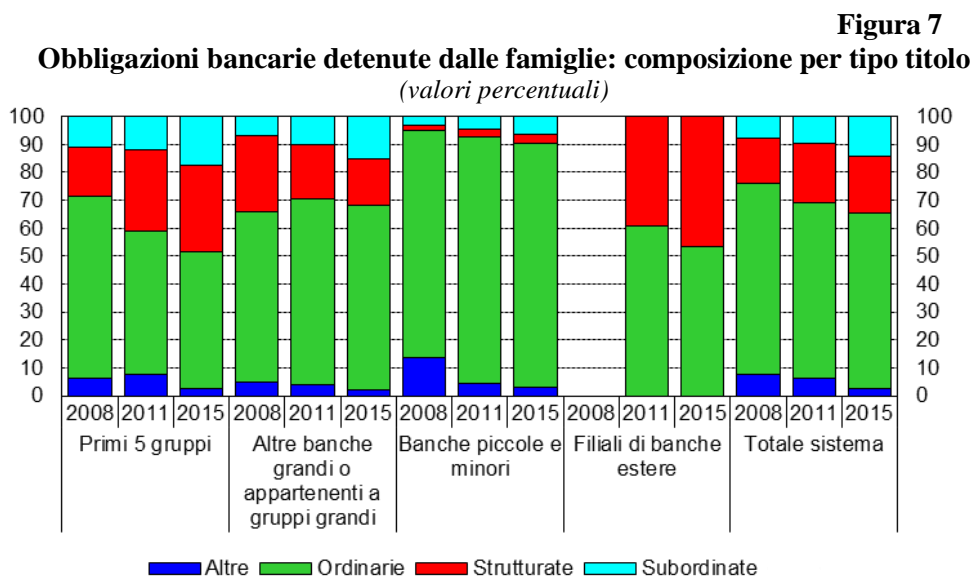
Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono esclusi i titoli emessi dalla Cassa depositi e prestiti.

(1) Le consistenze di fine periodo sono al netto dei titoli emessi e riacquistati dalla banca emittente.

A fine 2015, sul totale delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie, il 63 per cento erano obbligazioni ordinarie. Le obbligazioni strutturate, caratterizzate dall'inclusione di una componente derivativa che consente di percepire un rendimento aleatorio legato all'andamento di una o più attività sottostanti (come azioni, indici azionari, merci, valute), erano il 21 per cento del totale⁸; quelle subordinate, il cui diritto al rimborso, nel caso di liquidazione dell'emittente o di sua sottoposizione ad altra procedura concorsuale, può essere

⁸ Alla fine degli anni '90 le obbligazioni strutturate rappresentavano oltre la metà delle consistenze di obbligazioni emesse dalle banche (D'Agostino e Minenna, 2000).

esercitato da parte del creditore solo dopo quello degli altri tipi di creditori non egualmente subordinati, erano salite al 14 per cento, dall'8 per cento del 2009 (Figura 7)⁹.



Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono esclusi i titoli emessi dalla Cassa depositi e prestiti.

Dalla fine del 2008 la vita residua dei titoli detenuti dalle famiglie non è mutata. In media, circa la metà del portafoglio ha avuto una scadenza residua non superiore ai 2 anni, coerente con quella osservata per l'intera raccolta obbligazionaria delle banche (Tavola A1). A dicembre 2015 il portafoglio obbligazionario delle famiglie aveva una vita media residua inferiore a quella del totale emesso (2,4 contro 3,1 anni); rispetto a dicembre 2008 il divario si era ridotto.

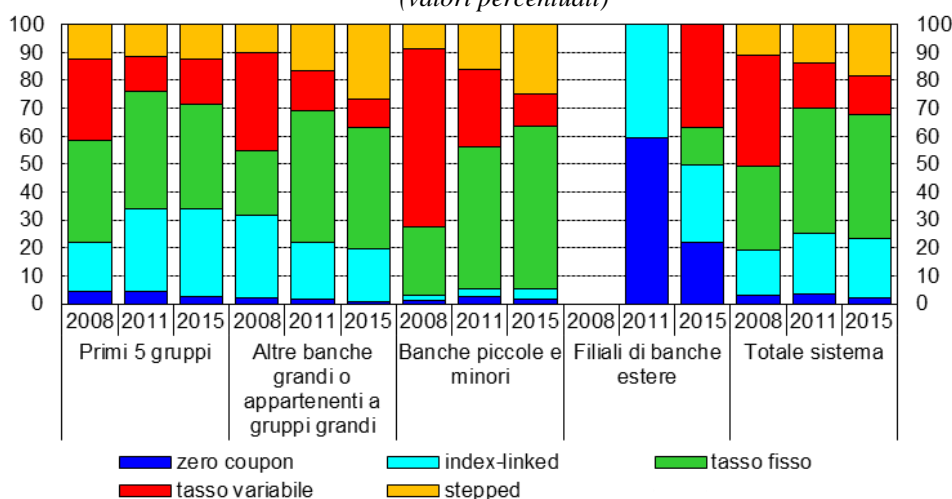
La tassonomia adottata nel Centralised Securities Database della BCE consente di raggruppare le obbligazioni bancarie italiane in cinque categorie: zero coupon, tasso fisso, tasso variabile, stepped e index-linked. Queste ultime prevedono, oltre al rimborso a scadenza del valore nominale e all'eventuale pagamento di flussi cedolari nel corso della vita del titolo, la corresponsione a scadenza di un premio calcolato in funzione di un tasso di interesse, pari al massimo tra un tasso minimo garantito e il rendimento dell'indice sottostante. Le obbligazioni

⁹ Le stime sui titoli subordinati coincidono con quelle pubblicate nel Rapporto sulla stabilità finanziaria dell'aprile 2016 (Banca d'Italia, 2016a). I dati provengono dalla stessa fonte (segnalazioni di vigilanza) utilizzata per il riquadro del Rapporto.

stepped sono titoli con cedole predeterminate ma variabili nel tempo. La ricomposizione del portafoglio delle famiglie in base al tipo di cedola ha solo in parte ricalcato quella della raccolta obbligazionaria delle banche (Tavola B1). La figura 8 mostra che, rispetto alla composizione della raccolta, dalla fine del 2008 il portafoglio obbligazionario delle famiglie ha registrato un calo più marcato della componente a tasso variabile, un aumento di minore entità delle obbligazioni a tasso fisso e un incremento di maggiore intensità della componente più complessa (index-linked e stepped).

Figura 8

Obbligazioni bancarie delle famiglie: composizione per classi dimensionali di banche e tipo cedola
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza; CSDB. Sono esclusi i titoli emessi dalla Cassa depositi e prestiti.

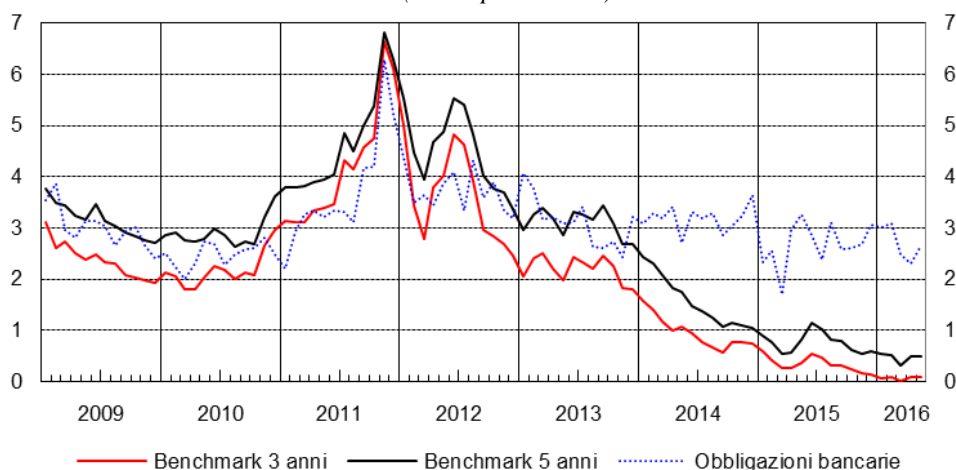
Utilizzando le informazioni per singolo titolo disponibili dalla fine del 2008 nel CSDB e nelle segnalazioni dei titoli a custodia presso le banche è stato calcolato il rendimento lordo delle obbligazioni bancarie sottoscritte all'emissione dalle famiglie. Tale rendimento¹⁰, dopo l'aumento osservato durante la crisi dei debiti sovrani, si è riportato sui livelli raggiunti negli anni immediatamente precedenti il 2011 (Figura 9; cfr. Appendice C per il metodo di calcolo). Il differenziale di rendimento rispetto ai BTP a cinque anni,

¹⁰ I rendimenti a scadenza pubblicati nella figura 4.5b del Rapporto sulla stabilità finanziaria della Banca d'Italia dell'aprile 2016 si riferiscono ai titoli di banche italiane con vita residua pari a cinque anni e non sono quindi confrontabili con il rendimento presentato in figura 9.

prevalentemente negativo tra il 2009 e il 2012, è diventato positivo dalla fine del 2013; a maggio 2016 era pari a circa 2,2 punti percentuali¹¹.

Figura 9

**Rendimento lordo delle obbligazioni bancarie sottoscritte dalle famiglie
e dei BTP benchmark (1) (2)**
(valori percentuali)



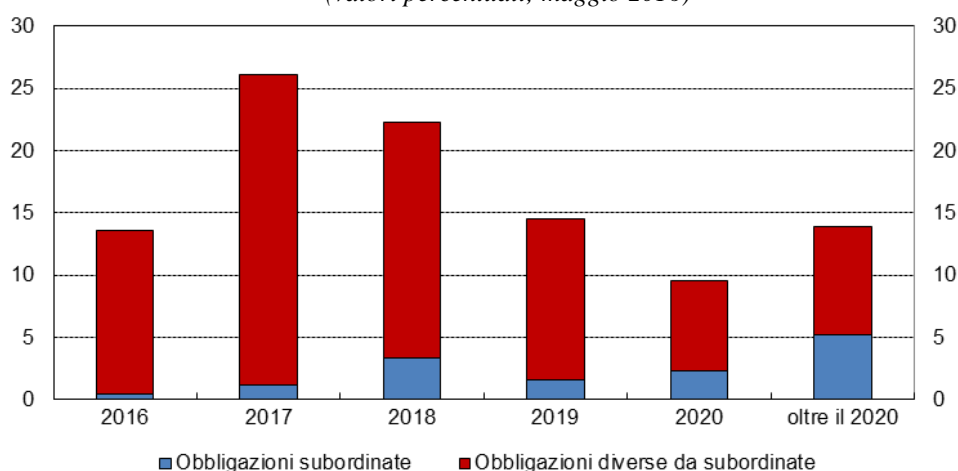
Fonte: segnalazioni di vigilanza; CSDB; Indicatori monetari e finanziari. Mercato finanziario in [Supplementi al Bollettino Statistico](#).

(1) Per il metodo di calcolo del rendimento lordo delle obbligazioni bancarie sottoscritte all'emissione dalle famiglie cfr. Appendice C. - (2) La scelta dei BTP benchmark a 3 e 5 anni è motivata dal fatto che le obbligazioni bancarie sottoscritte all'emissione dalle famiglie tra il 2009 e il 2015 presentavano una durata originaria compresa in questo intervallo.

I dati aggiornati a maggio 2016 sulle scadenze dei titoli bancari nel portafoglio delle famiglie mostrano che entro la fine del 2017 scadrà circa il 40 per cento dei titoli in portafoglio; di questi, circa il 2 per cento è rappresentato da titoli subordinati. Entro il 2020 la percentuale di rimborso arriverebbe a circa il 90 per cento (Figura 10).

¹¹ Un'analisi condotta su un campione di obbligazioni bancarie, utilizzando informazioni prevalentemente tratte dai prospetti informativi, ha mostrato che anche nel periodo precedente a quello analizzato nella Figura 9 gli investitori retail hanno sottoscritto all'emissione obbligazioni bancarie i cui rendimenti a scadenza sono stati con elevata frequenza inferiori a quelli dei titoli di Stato domestici (Grasso et al., 2010, e Linciano, 2010).

Figura 10
Obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie per anno di scadenza
(valori percentuali; maggio 2016)



Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono esclusi i titoli emessi dalla Cassa depositi e prestiti.

Le modifiche alla tassazione delle rendite finanziarie, l'entrata in vigore delle regole sul "salvataggio interno" introdotte dalla Bank Recovery and Resolution Directive e il cambiamento delle politiche di offerta delle banche, motivato dalle minori esigenze di raccolta e dalla necessità di incrementare la redditività attraverso le commissioni legate al collocamento di altri strumenti finanziari, hanno spinto le famiglie a sostituire le obbligazioni bancarie con quote di fondi comuni, prodotti assicurativi e fondi pensione (Banca d'Italia, 2016b). Qualora questa tendenza dovesse continuare in futuro secondo i ritmi attuali, il risparmio gestito diventerebbe entro il 2020 la componente di gran lunga più importante della ricchezza finanziaria delle famiglie. Nel primo trimestre 2016, fondi comuni di investimento, assicurazioni e fondi pensione corrispondevano a circa il 32,5 per cento del totale della ricchezza finanziaria delle famiglie, contro circa il 32 per cento di circolante e depositi. La ricomposizione sta avvicinando la struttura della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane a quella prevalente nella maggioranza dei paesi più avanzati, ad eccezione della Spagna (Tavola 1; cfr. Bartiloro et al., 2012).

Tavola 1

Attività finanziarie delle famiglie: composizione a fine dicembre 2015
(valori percentuali)

	Australia	Canada	Francia	Germania	Giappone	Italia	Paesi Bassi	Regno Unito	Spagna	Stati Uniti
Circolante e depositi	22,7	21,5	28,3	39,1	52,2	30,9	18,7	23,4	42,2	13,7
Titoli di debito	0,2	2,1	1,4	3,2	2,1	10,7	0,4	1,5	1,4	6,4
Azioni e altre partecipazioni	18,1	17,8	20,8	10,4	9,6	23,3	8,1	8,3	25,2	35,0
Quote di fondi di investimento	0,0	17,8	7,0	9,9	5,4	11,1	3,4	4,2	12,4	10,8
Riserve assicurative e pensionistiche	57,2	38,5	36,3	36,8	28,4	21,0	67,0	59,1	16,7	32,8
Altre attività (1)	1,9	2,3	6,1	0,6	2,3	3,0	2,5	3,5	2,0	1,4
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: OCSE; per Francia, Germania, Giappone e Italia dati disponibili nei database delle Banche centrali nazionali.

(1) La voce include i prestiti, gli strumenti finanziari derivati e le altre attività residuali.

4. Conclusioni

Dal 1950 all'inizio degli anni settanta le obbligazioni bancarie rappresentate dai titoli emessi dagli istituti di credito speciale, hanno accresciuto il loro peso nella ricchezza finanziaria delle famiglie, toccando il massimo dell'11 per cento nel 1973. La crescita del debito pubblico e la diffusione dei certificati di deposito hanno successivamente determinato una caduta della loro quota all'1 per cento alla metà degli anni ottanta. La modifica fiscale del 1996 che ha penalizzato i certificati di deposito e il contemporaneo riconoscimento a tutte le banche della possibilità di emettere obbligazioni ne hanno nuovamente sospinto la crescita e nel 2011 il loro peso è risalito all'11 per cento del totale delle attività finanziarie delle famiglie; questa quota è scesa a meno del 5 per cento a dicembre del 2015, dopo le modifiche del 2012 e del 2014 al trattamento fiscale delle obbligazioni.

Dal 2009 le famiglie italiane hanno sottoscritto in media circa la metà delle obbligazioni emesse dalle banche (al netto di quelle riacquistate dalla banca emittente). Le banche piccole e minori hanno collocato presso le famiglie la quasi totalità della propria raccolta obbligazionaria.

Durante la crisi la composizione del portafoglio di obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie per vita media residua ha presentato una dinamica simile a quella della raccolta

bancaria. Tra le diverse categorie di obbligazioni bancarie detenute a fine dicembre 2015 (meno di 200 miliardi di euro), i titoli ordinari pesavano per il 63 per cento, quelli strutturati per il 21 per cento, quelli subordinati per il 14 per cento.

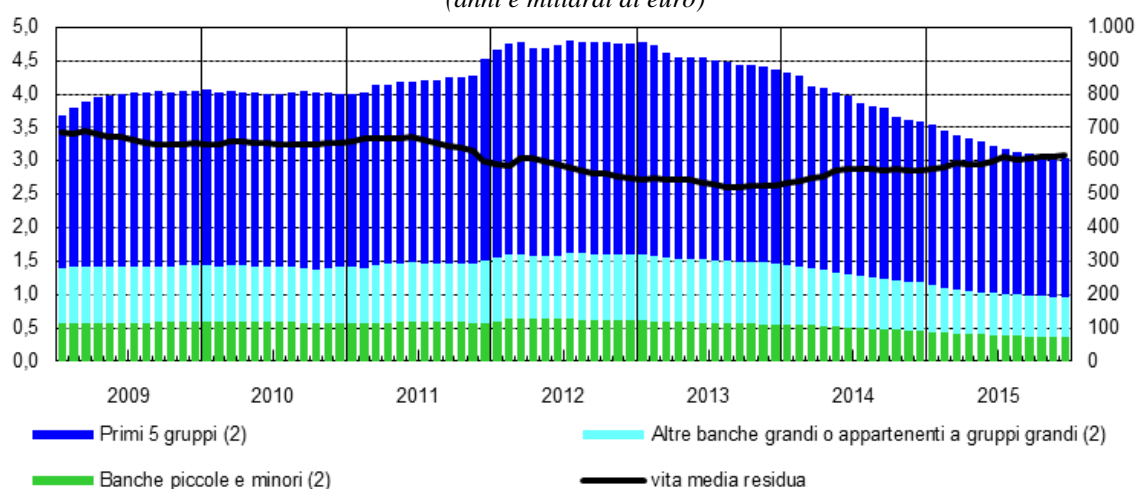
Dal 2009 al 2012 il rendimento lordo all'emissione delle obbligazioni bancarie collocate presso le famiglie è rimasto all'interno del corridoio dei rendimenti lordi dei BTP a tre e cinque anni. Dalla fine del 2013 il differenziale di rendimento rispetto ai BTP è positivo e crescente; a maggio 2016 era pari a 2,2 punti percentuali.

Circa il 40 per cento dei titoli bancari detenuti a maggio 2016 scadrà entro il 2017; il 90 per cento entro il 2020. In assenza di nuovi acquisti, la loro quota scenderebbe a meno dell'1 per cento della ricchezza finanziaria del settore. Il crollo delle obbligazioni nel portafoglio delle famiglie italiane è accompagnato dalla ricomposizione della ricchezza finanziaria verso il risparmio gestito: nel primo trimestre 2016 fondi comuni di investimento, assicurazioni e fondi pensione corrispondevano a circa il 32,5 per cento del totale della ricchezza finanziaria delle famiglie, contro circa il 32 per cento della somma di circolante e depositi.

Appendice A: La raccolta obbligazionaria per vita media residua

La vita media residua del totale delle obbligazioni emesse dalle banche si è ridotta dalla seconda metà del 2011 alla fine del 2013, periodo in cui è stato raggiunto il valore massimo dell'ammontare di obbligazioni bancarie emesse. Dall'inizio del 2014 la vita residua è cresciuta, mantenendosi su valori di poco inferiori ai 3 anni (Figura A1).

Figura A1
Obbligazioni bancarie: consistenze per gruppi dimensionali di banche e vita media residua (1)
(anni e miliardi di euro)



Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono esclusi i titoli emessi dalla Cassa depositi e prestiti.

(1) Le consistenze di fine periodo includono anche i titoli emessi e riacquistati dalla banca emittente. I dati delle filiali di banche estere non sono riportati in quanto trascurabili. – (2) Scala di destra.

Al risultato hanno contribuito soprattutto i titoli emessi dalle banche appartenenti ai primi cinque gruppi, che hanno ridotto la componente a più lungo termine, a favore di quelle a breve e medio termine (Tavola A1). È invece rimasta immutata la composizione per vita residua delle obbligazioni emesse dalle banche piccole e minori. Nel complesso, prevale la componente con vita residua fino a 2 anni (46,1 per cento a dicembre 2015).

Tavola A1

Obbligazioni bancarie emesse: classi dimensionali di banche e vita media residua
(percentuali di riga; milioni di euro)

Classe dimensionale	Fino a 2 anni	Da 2 a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale	- di cui riacquistati (1)
(a) dicembre 2008					
Primi 5 gruppi	38,6	31,3	30,1	446.860	8.278
Altre banche grandi o appartenenti a gruppi grandi	45,5	35,0	19,5	172.308	4.619
Banche piccole e minori	55,9	36,7	7,4	111.418	1.666
Filiali di banche estere	-	-	-	-	-
Totale	42,9	33,0	24,1	730.586	14.562
(b) dicembre 2011					
Primi 5 gruppi	42,8	36,6	20,6	605.509	116.843
Altre banche grandi o appartenenti a gruppi grandi	45,6	43,6	10,8	185.207	27.738
Banche piccole e minori	55,6	37,8	6,6	115.016	7.894
Filiali di banche estere	-	-	100,0	109	-
Totale	45,0	38,2	16,8	905.841	152.475
(c) dicembre 2015					
Primi 5 gruppi	46,4	33,2	20,4	418.070	109.012
Altre banche grandi o appartenenti a gruppi grandi	39,9	36,6	23,6	118.935	23.341
Banche piccole e minori	55,1	36,3	8,5	69.891	5.892
Filiali di banche estere	17,0	72,4	10,6	991	-
Totale	46,1	34,3	19,6	607.887	138.245

Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono esclusi i titoli emessi dalla Cassa depositi e prestiti.

(1) Nei tre periodi considerati, in media circa la metà dei titoli riacquistati dalle banche emittenti erano titoli con vita media residua fino a due anni e con cedola a tasso variabile.

Appendice B: La raccolta obbligazionaria per tipo di cedola

La composizione per tipo di cedola delle obbligazioni emesse dalle banche è cambiata significativamente tra dicembre 2008 e dicembre 2015. La riduzione di quasi 18 punti del peso della componente a tasso variabile (Tavola B1) è stata bilanciata dall'incremento della componente a tasso fisso (dal 22 al 45 per cento); per le banche piccole e minori tale sostituzione è stata ancor più marcata. La componente index-linked si è lievemente ridotta, mentre è aumentata la quota delle obbligazioni stepped, soprattutto per le banche piccole e minori. La ricomposizione della raccolta obbligazionaria per tipo di cedola, avvenuta in buona parte nel corso del 2011, segnala che le banche hanno cercato di stabilizzare il costo del funding obbligazionario in un momento in cui esso era sottoposto a pressioni al rialzo a causa della crisi dei debiti sovrani e dell'incertezza connessa alla volatilità dei rendimenti.

Tavola B1

Obbligazioni bancarie emesse: classi dimensionali di banche e tipo cedola

(percentuali di riga; milioni di euro)

Classe dimensionale	Zero coupon	Tasso fisso	Tasso variabile	Index-linked	Stepped	Totale
(a) dicembre 2008						
Primi 5 gruppi	5,5	24,2	51,9	13,2	5,2	446.860
Altre banche grandi o appartenenti a gruppi grandi	6,2	16,7	45,3	26,3	5,5	172.308
Banche piccole e minori	1,7	21,3	67,2	2,0	7,8	111.418
Filiali di banche estere	-	-	-	-	-	-
Totale	5,1	22,0	52,7	14,6	5,6	730.586
(b) dicembre 2011						
Primi 5 gruppi	5,8	37,1	37,7	14,6	4,8	605.509
Altre banche grandi o appartenenti a gruppi grandi	6,7	40,0	28,7	16,2	8,4	185.207
Banche piccole e minori	4,4	42,4	37,2	2,8	13,1	115.016
Filiali di banche estere	39,4	-	-	60,6	-	109
Totale	5,8	38,5	36,8	12,4	6,6	905.841
(c) dicembre 2015						
Primi 5 gruppi	1,4	42,5	39,2	12,3	4,6	418.070
Altre banche grandi o appartenenti a gruppi grandi	1,8	45,8	30,4	10,3	11,7	118.935
Banche piccole e minori	2,4	57,2	14,7	3,5	22,2	69.891
Filiali di banche estere	46,7	18,4	0,8	34,1	-	991
Totale	2,3	44,9	34,7	10,0	8,0	607.887

Fonte: segnalazioni di vigilanza; CSDB. Sono esclusi i titoli emessi dalla Cassa depositi e prestiti.

Appendice C: Fonti statistiche e metodologia

Fonti statistiche. – I dati utilizzati nel presente lavoro provengono da diverse fonti statistiche.

I dati dal 1950 sulle attività finanziarie delle famiglie e sulla raccolta obbligazionaria delle banche sono tratti dai conti finanziari dei settori istituzionali elaborati dalla Banca d'Italia. Il confronto internazionale sulla composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie utilizza i dati dei bilanci finanziari della contabilità nazionale disponibili nel database dell'OCSE e nei database delle Banche Centrali nazionali (Francia, Germania, Giappone e Italia). Le statistiche armonizzate della BCE sono invece la fonte dei dati utilizzati per il confronto del peso del funding obbligazionario tra i principali paesi dell'area dell'euro.

Le segnalazioni di vigilanza trasmesse dalle banche alla Banca d'Italia rappresentano la fonte statistica principale dei dati di dettaglio sulle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie italiane e su quelle emesse dalle banche a partire dalla fine del 2008. Queste informazioni sono state integrate con quelle disponibili nel Centralised Securities Database (CSDB) della BCE.

Il CSDB rappresenta la fonte statistica principale della stima del rendimento lordo delle obbligazioni bancarie sottoscritte all'emissione dalle famiglie. Il CSDB è un archivio statistico gestito congiuntamente dai membri del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC). Il database contiene informazioni di riferimento (ad esempio ISIN, nome dell'emittente, prezzo, importo in essere e rendimento a scadenza¹²), disponibili dalla fine del 2008, su tutti i titoli emessi, detenuti e scambiati da residenti dell'UE e sui titoli denominati in euro indipendentemente dalla residenza dell'emittente o del detentore. Attualmente contiene dati su oltre sette milioni di titoli di debito, azioni e quote di fondi comuni non scaduti, oltre a circa nove milioni di titoli scaduti o "non vivi" (come ad esempio i titoli delle società fallite).

Metodo di stima. – La stima del rendimento lordo mensile delle obbligazioni bancarie sottoscritte all'emissione dalle famiglie utilizza le informazioni security-by-security presenti nel CSDB e nelle segnalazioni sui titoli a custodia presso le banche. In particolare, il rendimento lordo mensile è ottenuto come media dei rendimenti dei titoli sottoscritti in ciascun mese ponderati con l'ammontare collocato presso le famiglie. Il rendimento è quindi calcolato alle condizioni esistenti al momento del collocamento e ipotizzando che il titolo sia detenuto sino a scadenza. Si intendono sottoscritte all'emissione le obbligazioni detenute a custodia presso le banche alla fine del mese in cui sono state emesse.

Il dato del rendimento a scadenza di un titolo non è sempre disponibile nel CSDB. Un approfondimento svolto sui titoli più rilevanti in termini di ammontare emesso ha mostrato che l'assenza di questa informazione è riconducibile a due categorie di titoli: quelli

¹² Per maggiori informazioni, cfr. la pubblicazione "The centralised securities database in brief" disponibile sul sito Internet della BCE.

emessi a fine mese e regolati all'inizio del mese successivo e i titoli strutturati. Nel primo caso, il dato mancante è stato imputato utilizzando il dato segnalato per il mese successivo a quello di emissione. Nel secondo caso, trattandosi di titoli di natura derivativa per i quali il rendimento a scadenza non può essere calcolato in maniera deterministica, non è stato possibile effettuare alcuna imputazione dei rendimenti mancanti.

L'analisi della distribuzione pesata dei rendimenti ha mostrato l'esistenza, in particolare dalla fine del 2013, di alcuni valori anomali che sono stati sostituiti con il valore rilevato in corrispondenza del nono decile.

Riferimenti bibliografici

- Banca d'Italia, 2016a, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, Aprile.
- Banca d'Italia, 2016b, *Relazione annuale sul 2015*, Maggio.
- Bartiloro L., M. Coletta, R. De Bonis e A. Mercatanti (2012), *Household wealth in a cross-country perspective*, in R. De Bonis e A. F. Pozzolo (a cura di), "The financial systems of industrial countries", Springer.
- Bonci R. e M. Coletta (2005), *I conti finanziari dell'Italia dal 1950 ad oggi*, in Atti del convegno "I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali", Banca d'Italia.
- Caron M. e Cotula F. (1971), *I conti finanziari dell'Italia. Dimensioni e struttura della ricchezza e del risparmio finanziario dell'Economia*, estratto dal Bollettino n. 6, Banca d'Italia.
- D'Agostino G. e Minenna M. (2000), *Il mercato primario delle obbligazioni strutturate*, Consob, Quaderni di finanza, n. 39.
- De Bonis R. (2005), *Ricchezza finanziaria e indebitamento dell'economia italiana dal 1950 al 2004*, in Atti del convegno "I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali", Banca d'Italia.
- Focarelli D. e Tedeschi R. (1993), *Il ruolo della concorrenza nell'evoluzione delle politiche di raccolta delle banche italiane*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 189, Gennaio.
- Fondo Monetario Internazionale (FMI, 2016), *Italy staff report for the 2016 article IV consultation*, Giugno.
- Grasso R., N. Linciano, L. Pierantoni e G. Siciliano (2010), *Le obbligazioni emesse dalle banche italiane*, Consob, Quaderni di Finanza, n. 67.
- Linciano N. (2010), *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, Consob, Quaderni di Finanza, n. 66.
- Menichella D. (1955), *Considerazioni finali alla Relazione Annuale della Banca d'Italia sul 1954*, Banca d'Italia.
- Resti A. e M. Senati (1997), *Crisi della raccolta diretta e gestione del risparmio: le risposte strategiche dei gruppi bancari*, in Bancaria, n. 3.
- Ricotti G. e A. Sanelli (2005), *Conti finanziari e fiscalità: una analisi storica*, in Atti del convegno "I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali", Banca d'Italia.
- Zatti F. (1998), *Le obbligazioni come mezzo di provvista delle banche*, Studi e note di economia, vol. 3, pp. 49-81.