BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

novembre 2015

2 | 2015

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 2 / 2015
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
oppure in formato cartaceo presso la Biblioteca (Via Nazionale 91, 00184 Roma) e presso le Filiali della Banca d'Italia

© Banca d'Italia, 2015
Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale civile di Roma n. 209/2010 del 13 maggio 2010
Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale civile di Roma n. 212/2010 del 13 maggio 2010

Direttore responsabile
Eugenio Gaiotti

Comitato di redazione
Giorgio Gobbi (coordinatore), Giorgio Albareto, Martina Bignami, Pierluigi Bologna, Filippo Calabresi, Mario Cappabianca, Francesco Columba, Vincenzo Cuciniello, Antonio Di Cesare, Giovanni di Iasio, Paolo Finaldi Russo, Roberta Fiori, Cristina Floccari, Antonella Foglia, Andrea Generale, Giovanni Guazzarotti, Francesco Marino, Gaetano Marseglia, Stefano Neri, Stefano Pasqualini (Ivass), Tommaso Perez, Marcello Pericoli, Matteo Piazza, Francesco Piersante, Monica Ruggiero (Ivass), Massimo Sbracia, Valerio Vacca, Fabrizio Venditti, Silvia Vori, Francesco Zollino

Riquadri
Piergiorgio Alessandri, Sara Cecchetti, Daniele Ciani, Luca Colantoni, Alessandra De Aldisio, Paolo Garofalo, Taneli Mäkinen, Giuseppe Marino, Giancarlo Mazzoni, Valentina Michelangeli, Stefano Nobili, Alessandra Pischedda, Anna Maria Rinaldi

Aspetti editoriali e grafici
Giuseppe Casubolo, Roberto Marano, Fabrizio Martello, Valentina Memoli, Silvia Mussolin, Rosanna Visca

Indirizzo
Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

Telefono
+39 0647921

Sito internet
http://www.bancaditalia.it

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

ISSN 2280-7594 (stampa)
ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 23 ottobre 2015, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI 5

1 I RISCHI MACROECONOMICI 7
- 1.1 I rischi globali e dell'area dell'euro 7
- 1.2 La condizione macrofinanziaria dell'Italia 11
- 1.3 I mercati immobiliari 15

2 I RISCHI SETTORIALI 18
- 2.1 Le famiglie 18
- 2.2 Le imprese 20

3 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI 25
- 3.1 Il mercato monetario e le operazioni di politica monetaria 25
- 3.2 Il mercato dei titoli di Stato 28
- 3.3 I mercati delle obbligazioni private e delle azioni 30
- 3.4 Le infrastrutture di mercato 31

4 LE BANCHE 33
- 4.1 Gli indicatori di mercato 33
- 4.2 I rischi dell'attivo 35
- 4.3 I rischi di rifinanziamento e di liquidità 41
- 4.4 I rischi di tasso di interesse e di mercato 45
- 4.5 Il patrimonio e la redditività 45

5 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO 47
- 5.1 Le assicurazioni 47
- 5.2 L'industria del risparmio gestito in Italia 51

INDICE DEI RIQUADRI

Il recente andamento della liquidità dei titoli di Stato dell'area dell'euro **8**

Il ciclo del credito e la riserva di capitale anticiclica **11**

La funzione macroprudenziale della Banca d'Italia **12**

Il debito estero delle imprese italiane **21**

Gli effetti della ripresa economica sulla vulnerabilità delle imprese **23**

L'impatto del Public Sector Purchase Programme sul mercato dei titoli di Stato italiani **27**

TARGET2-Securities e stabilità finanziaria **32**

Il basso livello delle quotazioni di borsa delle banche dell'area dell'euro **34**

Le recenti misure in tema di procedure di recupero dei crediti e di deducibilità fiscale di svalutazioni e perdite su crediti **38**

La nuova disciplina sulle crisi bancarie: il recepimento della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche **42**

L'analisi dei rischi del settore assicurativo nel nuovo regime Solvibilità II **48**

Gli effetti sulle compagnie di assicurazione italiane della prolungata fase di bassi tassi di interesse **50**

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

Si accentuano i rischi globali

Lo scenario internazionale sta diventando più incerto. Il rallentamento della Cina e delle altre economie emergenti si ripercuote sulle prospettive di crescita globali; possono derivarne tensioni sui mercati finanziari, delle materie prime e dei tassi di cambio.

Nell'area dell'euro si attenuano le tensioni

Nell'area dell'euro si è attenuata l'incertezza derivante dalla situazione in Grecia; la ripresa dell'attività produttiva e gli interventi straordinari di politica monetaria concorrono a limitare i rischi. L'inflazione resta però particolarmente bassa, ed è più difficile il riassorbimento dei debiti pubblici e privati.

In Italia la ripresa economica contribuisce alla stabilità

In Italia il rafforzamento dell'economia riduce i rischi per la stabilità finanziaria. Sono in progressivo miglioramento le condizioni di offerta dei prestiti bancari, che dovrebbero tornare a crescere nel 2016. Il credito al settore privato in rapporto al PIL è ben inferiore ai valori medi di lungo periodo. Restano complessivamente favorevoli gli indicatori di sostenibilità delle finanze pubbliche.

Si è interrotta la flessione dei prezzi degli immobili

Lo stock di abitazioni invendute è ancora elevato, ma le condizioni del settore immobiliare sono in graduale consolidamento. Si è arrestato il calo dei prezzi degli immobili. Gli indicatori prospettici prefigurano la prosecuzione del miglioramento nei prossimi mesi.

Diminuiscono i rischi per le famiglie…

L'aumento del reddito disponibile e i bassi tassi di interesse rafforzano le condizioni finanziarie, già solide, delle famiglie. Si riduce la vulnerabilità anche delle fasce più deboli e l'indebitamento rimane basso, pur in presenza di una forte ripresa dei mutui immobiliari.

…e si riduce il numero di aziende vulnerabili

Il miglioramento delle condizioni finanziarie delle imprese si sta estendendo anche a quelle più fragili; crescono lievemente i margini di profitto. In uno scenario macroeconomico di ripresa dell'attività coerente con le nostre proiezioni più recenti, la quota di imprese finanziariamente vulnerabili si ridurrà in misura significativa nel 2016. Rischi possono derivare da un'evoluzione sfavorevole delle condizioni macroeconomiche o da un repentino rialzo dei tassi di interesse.

Le condizioni di liquidità dei mercati italiani sono tornate distese

Dopo le tensioni osservate in estate a seguito delle vicende relative al debito sovrano della Grecia e del calo dei corsi azionari in Cina, le condizioni di liquidità dei mercati finanziari italiani sono tornate distese. L'elevata volatilità dei mesi scorsi potrebbe tuttavia riflettere anche cambiamenti strutturali in atto sui mercati internazionali. È avvenuta con successo, alla fine di agosto, la migrazione della piazza finanziaria italiana alla nuova piattaforma di regolamento dei titoli TARGET2-Securities, che faciliterà gli scambi tra operatori di diversi paesi europei e consentirà una più efficiente allocazione dei capitali.

Gli acquisti dell'Eurosistema non hanno alterato l'ordinato funzionamento del mercato dei titoli di Stato italiani

Prosegue il programma di acquisto di titoli di Stato dell'Eurosistema, dal quale non sono derivate distorsioni del meccanismo di formazione dei prezzi sul mercato dei titoli italiani. A ciò

hanno contribuito le modalità di conduzione degli interventi – distribuiti nel tempo e lungo tutta la curva delle scadenze – e il programma di prestito titoli avviato in maggio dalla Banca d'Italia.

Le condizioni delle banche italiane migliorano…

Il graduale miglioramento dell'economia si riflette sui bilanci delle banche italiane. Il deterioramento della qualità del credito, rallentato nei mesi estivi, dovrebbe continuare ad attenuarsi nel 2016. Pur ancora debole, la redditività appare in crescita, mentre prosegue il rafforzamento del patrimonio, anche grazie agli aumenti di capitale realizzati nella prima metà dell'anno. Il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per i rischi (CET1 ratio) dei primi cinque gruppi è salito in giugno all'11,8 per cento, un livello prossimo a quello delle altre grandi banche europee.

…e si riduce l'esposizione al rischio di tasso

Per i maggiori gruppi bancari l'esposizione al rischio di tasso rimane limitata e si è ulteriormente ridotta nella prima metà dell'anno. I rischi di mercato, aumentati durante i mesi estivi, sono tornati su livelli contenuti. Le condizioni di raccolta restano favorevoli.

Deve ancora svilupparsi il mercato dei crediti deteriorati

Al rallentamento del flusso di partite deteriorate non corrisponde ancora una riduzione del loro elevato livello, ereditato dalla lunga recessione. Ciò rispecchia anche le difficoltà nell'avviare un robusto mercato secondario di queste attività; le transazioni finora osservate sono limitate ai grandi gruppi. Le recenti riforme in materia di procedure di recupero dei crediti e di deducibilità delle svalutazioni e delle perdite su crediti potrebbero accelerare la chiusura delle posizioni in contenzioso.

In Italia le assicurazioni sono in grado di fronteggiare i bassi rendimenti

Le prospettive di un periodo prolungato di bassi rendimenti sottopongono a tensioni il settore assicurativo in Europa. In Italia gli esercizi condotti dall'Ivass indicano che le compagnie di assicurazione sono complessivamente in grado di fronteggiare uno scenario di bassi tassi di interesse per un periodo prolungato, grazie all'allineamento della durata finanziaria dell'attivo con quella del passivo. La situazione patrimoniale delle compagnie italiane si è rafforzata, beneficiando anche della buona redditività.

Nel risparmio gestito non emergono rischi significativi

Nel settore del risparmio gestito, in rapida espansione, i rischi per la stabilità finanziaria sono limitati, in ragione delle strategie di investimento prudenti dei fondi armonizzati operanti in Italia. I fondi alternativi, che investono in attività più rischiose e possono fare ricorso alla leva finanziaria, amministrano una quota limitata del patrimonio complessivo e sono soggetti a controlli di vigilanza. Permangono vulnerabilità nel settore dei fondi immobiliari, connesse con le forti svalutazioni dell'attivo e con la bassa redditività della gestione; l'esposizione diretta delle banche e degli altri intermediari verso questi fondi è contenuta.

1 I RISCHI MACROECONOMICI

1.1 I RISCHI GLOBALI E DELL'AREA DELL'EURO

Crescono i rischi legati a un rallentamento dell'economia in Cina

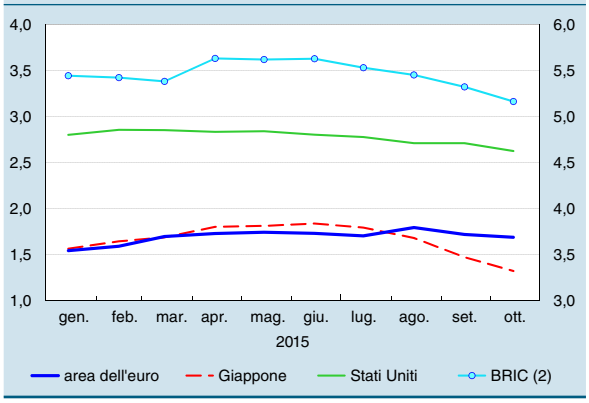
Il miglioramento delle prospettive economiche nell'area dell'euro attenua i rischi per la stabilità finanziaria (fig. 1.1). Lo scenario internazionale sta tuttavia diventando più incerto per l'intensificarsi del rallentamento dell'economia cinese. Secondo le stime pubblicate dai principali organismi internazionali la decelerazione del PIL della Cina avrebbe ricadute rilevanti sull'attività produttiva e sul sistema finanziario dei paesi emergenti; gli effetti sui paesi avanzati sarebbero invece limitati (1). Le stime sono soggette a rischi al ribasso che derivano dalla crescente integrazione tra le varie economie. La decelerazione dell'economia cinese avrebbe inoltre conseguenze ben più gravi qualora si accompagnasse a turbolenze sui mercati finanziari, delle materie prime e dei tassi di cambio (cfr. il riquadro: *Il rallentamento della Cina e le ripercussioni sull'economia mondiale*, in *Bollettino economico*, 4, 2015).

Rischi per le economie emergenti derivano anche dal rialzo dei tassi negli Stati Uniti

I paesi emergenti sono anche esposti ai rischi derivanti da un possibile rialzo dei tassi ufficiali negli Stati Uniti. L'eventuale intensificarsi del deflusso di capitali, già in corso, potrebbe determinare ampi movimenti dei cambi, con ripercussioni sulle imprese di quei paesi, le cui passività sono denominate in valuta estera per una parte consistente. L'aumento dell'incertezza si sta riflettendo sugli spread dei titoli sovrani di tali economie, che dall'estate hanno registrato un generalizzato ampliamento.

Figura 1.1

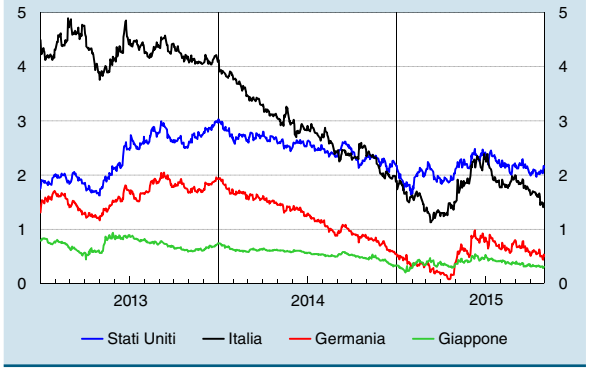
Previsioni sulla crescita del PIL nel 2016 (1)
(dati mensili; valori percentuali)



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

Figura 1.2

Rendimenti dei titoli di Stato decennali
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: Bloomberg.

(1) A. Ahuja e M. Nabar, *Investment-led growth in China: global spillovers*, IMF Working Paper, 12/267, 2012; OCSE, *Economic Outlook*, 96, novembre 2014.

Appaiono invece meno esposti agli effetti di futuri rialzi dei rendimenti in dollari i tassi di interesse a lungo termine in euro e in yen, che beneficiano delle politiche monetarie non convenzionali espansive condotte dall'Eurosistema e dalla Banca del Giappone (fig. 1.2). Una maggiore volatilità dei tassi di interesse dell'area dell'euro potrebbe tuttavia derivare dalla riduzione del grado di liquidità nei mercati dei titoli pubblici (cfr. il riquadro: *Il recente andamento della liquidità dei titoli di Stato dell'area dell'euro*).

IL RECENTE ANDAMENTO DELLA LIQUIDITÀ DEI TITOLI DI STATO DELL'AREA DELL'EURO

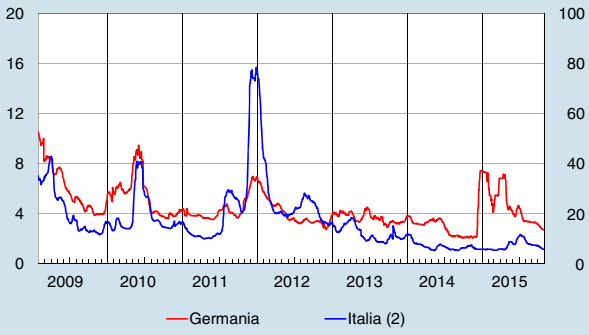
Dalla fine dello scorso anno la volatilità dei tassi di interesse a lungo termine sui titoli di Stato dell'area dell'euro è notevolmente aumentata. Vi ha contribuito l'incertezza originata dalle prolungate trattative fra Grecia e creditori internazionali e dal rallentamento delle economie emergenti. L'incremento della volatilità potrebbe anche riflettere una diminuzione strutturale della liquidità del mercato dei titoli di Stato (1).

Il grado di liquidità di un titolo è misurato dall'entità dei costi di transazione, dalla rapidità di esecuzione delle negoziazioni e dalla capacità del mercato di assorbire ordini di importo elevato, senza che ciò comporti variazioni significative dei prezzi.

Per i titoli di Stato italiani i costi di transazione, misurati dal differenziale fra il prezzo di offerta (lettera) e quello di domanda (denaro), sono su livelli contenuti (figura A); quelli relativi ai titoli tedeschi, dopo alcuni forti aumenti registrati fra la fine del 2014 e la primavera del 2015, sono tornati sui livelli medi di lungo periodo. La probabilità di osservare variazioni di prezzo molto ampie durante brevi intervalli di tempo è ridiscesa nel corso dell'estate dopo essere salita nella primavera in corrispondenza delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato tedeschi (figura B).

Figura A

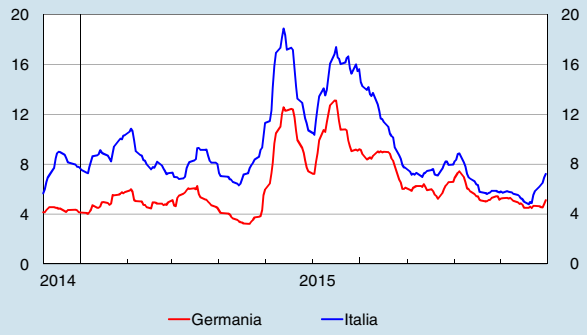
Differenziali lettera-denaro dei titoli di Stato decennali (1)
(dati giornalieri; punti base)



Fonte: iBoxx.
(1) I differenziali lettera-denaro sono calcolati come 2 x (PL – PD) / (PL + PD) dove PL e PD sono i prezzi di chiusura lettera e denaro dei titoli di Stato decennali; medie mobili a un mese dei 3 titoli decennali più recenti. – (2) Scala di destra.

Figura B

Maggiore variazione giornaliera dei prezzi dei titoli di Stato (1)
(dati giornalieri; punti percentuali)

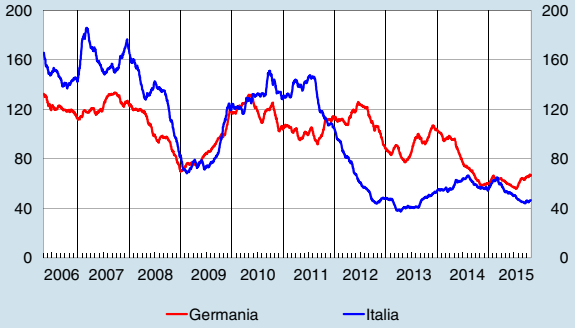


Fonte: Bloomberg.
(1) La maggiore variazione giornaliera è definita come il 95° percentile delle variazioni percentuali in valore assoluto dei prezzi dei titoli di Stato osservate ogni 5 minuti all'interno di una stessa giornata di contrattazioni; medie mobili a 10 giorni.

(1) FMI, *Global Financial Stability Report*, ottobre 2015.

Figura C

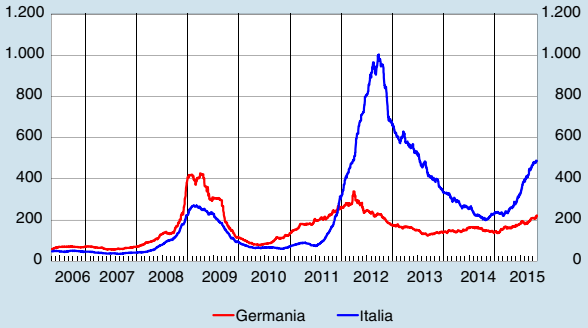
Turnover dei titoli di Stato decennali (1)
(dati giornalieri; indici)



Fonte: Bloomberg.
(1) Turnover sul mercato MTS per l'Italia e sul German Exchange per la Germania, normalizzato per il valore medio del periodo. Il turnover è calcolato dividendo i volumi di scambi nozionali dei titoli benchmark decennali per il valore dei titoli in circolazione; medie mobili a un anno calcolate escludendo il 12,5 per cento di valori sia dalla coda superiore sia dalla coda inferiore del campione di dati.

Figura D

Impatto degli scambi sui prezzi dei titoli di Stato decennali (price impact) (1)
(dati giornalieri; indici)



Fonte: Bloomberg.
(1) Rapporto tra volatilità dei prezzi e quantità scambiate dei titoli sul mercato MTS per l'Italia e sul German Exchange per la Germania, normalizzato per il valore mediano del periodo; medie mobili a un anno calcolate escludendo il 12,5 per cento di valori sia dalla coda superiore sia dalla coda inferiore del campione di dati. Un aumento dell'indicatore segnala una minore capacità del mercato di assorbire ordini di importo elevato senza variazioni significative dei prezzi.

Indicazioni in parte diverse provengono invece da misure di liquidità basate sui volumi scambiati. Il rapporto tra la quantità di titoli negoziati e l'ammontare dei titoli in circolazione (turnover), che misura la frequenza degli scambi, è sceso collocandosi ben al di sotto della media storica per i titoli di entrambi i paesi (figura C). La capacità di assorbire ordini di importo elevato senza variazioni significative dei prezzi è nettamente inferiore a quella osservata prima dell'avvio della crisi (figura D).

Nel complesso gli indicatori di liquidità mostrano che, a fronte di costi di transazione stabili, i volumi scambiati sono diminuiti ed è aumentato l'impatto potenziale delle compravendite sui prezzi. Ciò è verosimilmente dovuto a cambiamenti nella struttura dei mercati, alcuni dei quali potrebbero avere effetti di lungo periodo (2). In particolare i più rilevanti sono: (a) la graduale diminuzione degli incentivi delle banche a svolgere il ruolo di market maker in risposta a modifiche della regolamentazione, all'assottigliamento dei ricavi e a cambiamenti delle strategie aziendali; (b) la maggiore incidenza per gli operatori dei costi degli scambi in rapporto ai rendimenti attesi dovuta ai bassi tassi di interesse; (c) l'ampia diffusione delle gestioni passive, che riduce la varietà delle scelte di portafoglio degli investitori.

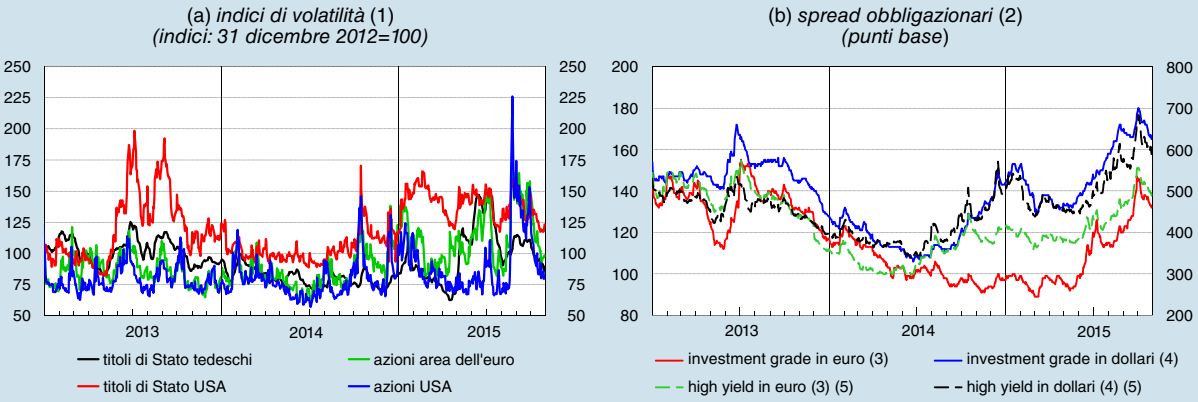
(2) Recenti analisi si trovano in BRI, *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications*, CGFS Papers, 52, 2014 e FMI, *Global Financial Stability Report*, ottobre 2015.

Aumentano i premi per il rischio sulle obbligazioni

Nelle principali economie avanzate i rapporti tra prezzi azionari e utili attesi, in diminuzione dall'inizio dell'anno e prossimi ai valori medi storici, sono coerenti con le grandezze economiche di fondo. Le incertezze osservate a partire dai mesi estivi circa l'entità del rallentamento dell'economia cinese e lo scandalo che in settembre ha colpito il gruppo automobilistico tedesco Volkswagen hanno tuttavia determinato un temporaneo aumento della volatilità azionaria (fig. 1.3.a) e un rialzo dei premi per il rischio sulle obbligazioni (fig. 1.3.b), più accentuato per le imprese del settore dell'energia.

Figura 1.3

Indicatori del mercato azionario e obbligazionario
(dati giornalieri)



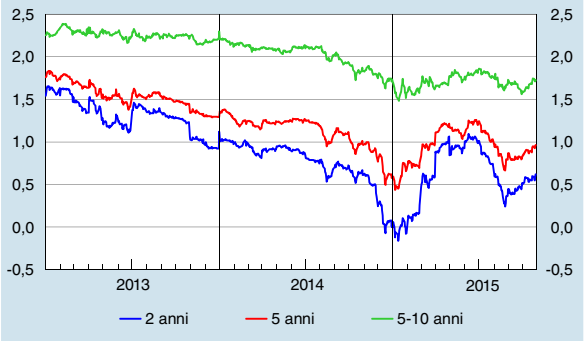
Fonte: Bloomberg, Merrill Lynch e Thomson Reuters.
(1) Indici ricavati dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni. – (2) Le obbligazioni investment grade sono quelle emesse da imprese con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o Baa3); le obbligazioni high yield sono quelle emesse da imprese con rating inferiore a BBB- o Baa3. – (3) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. – (4) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno emesse sul mercato interno statunitense; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato statunitensi. – (5) Scala di destra.

Nell'area dell'euro permangono rischi derivanti dalla bassa inflazione…

Restano elevati i rischi derivanti dall'inflazione al consumo, stabilizzata su valori pressoché nulli in tutte le principali economie avanzate. Livelli troppo bassi dell'inflazione rendono più difficile il riassorbimento dei debiti pubblici e privati e implicano, tendenzialmente, condizioni monetarie eccessivamente restrittive, con effetti negativi su produzione e redditi (cfr. il riquadro: *I rischi per la stabilità finanziaria dell'area dell'euro derivanti dalla bassa inflazione*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2014). Nell'area dell'euro questi rischi sono contrastati dal programma ampliato di acquisto di titoli dell'Eurosistema, che ha avuto, unitamente al rafforzamento della crescita, un effetto positivo sulle aspettative di inflazione a medio e a lungo termine (fig. 1.4); il rialzo delle aspettative si è tuttavia interrotto in luglio, risentendo del peggioramento delle prospettive dell'economia mondiale e del nuovo calo dei prezzi delle materie prime.

Figura 1.4

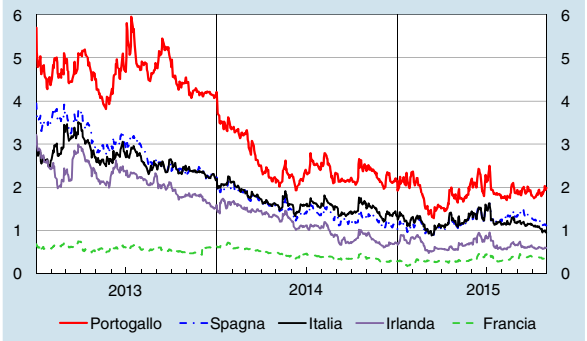
Aspettative di inflazione nell'area dell'euro implicite negli inflation swap (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



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

Figura 1.5

Spread sovrani decennali con la Germania (1)
(dati giornalieri; punti percentuali)



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

Le proiezioni degli esperti della Banca centrale europea prefigurano che l'inflazione rimanga molto bassa nel 2015 per poi aumentare solo gradualmente (2).

…ma si sono allentate le tensioni legate alla situazione della Grecia

L'accordo raggiunto in estate tra il governo greco e le istituzioni europee ha contribuito ad allentare le pressioni sui premi per il rischio sui titoli decennali dei paesi dell'area dell'euro, che erano affiorate all'inizio dell'estate nel corso delle trattative (fig. 1.5).

1.2 LA CONDIZIONE MACROFINANZIARIA DELL'ITALIA

In Italia il ciclo del credito non indica rischi per la stabilità

In Italia l'uscita dalla recessione favorisce un graduale ritorno alla crescita del credito al settore privato; se valutato in rapporto al prodotto, tale credito rimane tuttavia assai inferiore ai valori medi di lungo periodo. Sulla base dei criteri armonizzati a livello internazionale proposti dal Comitato di Basilea, nel secondo trimestre dell'anno lo scostamento del rapporto tra credito e PIL dal livello tendenziale di lungo periodo (credit-to-GDP gap) era negativo per circa dieci punti percentuali; secondo la metodologia sviluppata in Banca d'Italia, che tiene conto delle caratteristiche specifiche del ciclo finanziario nel nostro paese, il divario è solo lievemente inferiore, risultando pari a otto punti percentuali (cfr. il riquadro: *Il ciclo del credito e la riserva di capitale anticiclica*).

IL CICLO DEL CREDITO E LA RISERVA DI CAPITALE ANTICICLICA

La riserva di capitale anticiclica (countercyclical capital buffer, CCB) ha lo scopo di aumentare la capacità del sistema bancario di far fronte ai rischi legati a una crescita eccessiva del credito (1). Un rafforzamento patrimoniale durante le fasi di espansione del ciclo creditizio consente infatti alle banche di avere maggiori risorse per assorbire le perdite che si dovessero manifestare nelle fasi di contrazione. Le variazioni delle riserve di capitale, nella misura in cui influiscono sull'offerta di credito, potrebbero anche ridurre la volatilità del ciclo creditizio.

Per definire i requisiti in materia di CCB le autorità competenti a livello nazionale (nel nostro paese la Banca d'Italia) devono valutare lo stato del ciclo creditizio e definire un insieme di indicatori in grado di segnalare con sufficiente anticipo l'insorgere di rischi sistemici derivanti da un'eccessiva crescita del credito. Il Comitato di Basilea ha definito il ciclo creditizio come lo scostamento del rapporto tra credito aggregato e PIL dal suo trend di lungo periodo (credit-to-GDP gap) e ha proposto una metodologia di base per la sua misurazione, lasciando alle autorità nazionali la possibilità di adattarla ai singoli paesi (2).

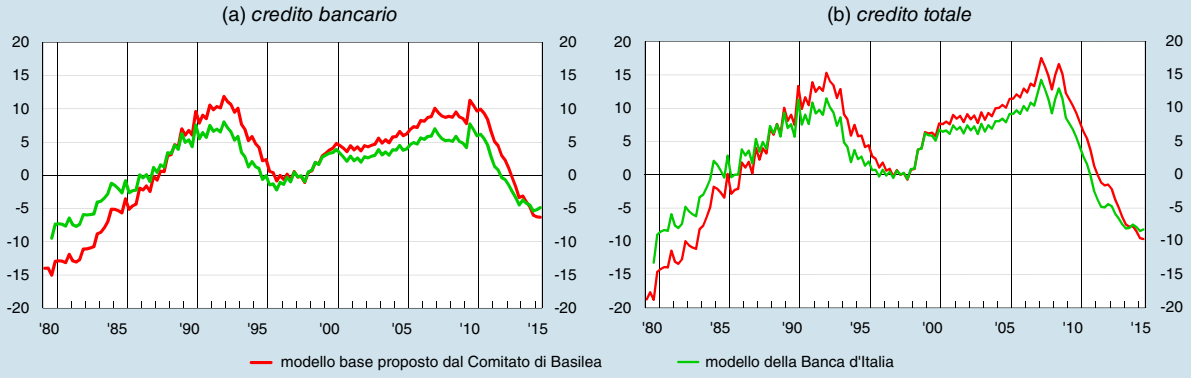
Le modifiche introdotte nel modello utilizzato dalla Banca d'Italia (3) consentono di ridurre l'eccessiva volatilità del ciclo stimato con la metodologia di base (4); in particolare i picchi delle fasi espansive nei primi anni novanta e nel decennio successivo sono considerevolmente più bassi (figura). Gli indicatori sono tuttavia concordi nel segnalare un'inversione del ciclo creditizio a partire dal 2009-2010 e nel classificare come negativa l'attuale fase congiunturale.

(1) Il CCB è uno degli strumenti macroprudenziali introdotti dalla direttiva UE/2013/36 (CRD4), che ne prevede l'adozione in tutti i paesi membri a partire dal 1° gennaio 2016.
(2) Comitato di Basilea, *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, rev. giugno 2011.
(3) Per una discussione della metodologia cfr. P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori e E. Sette, *A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015.
(4) A. Orphanides e S. van Norden, *The unreliability of output-gap estimates in real time*, "The Review of Economics and Statistics", 84, 4, 2002, pp. 569-583.

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

Figura

Credit-to-GDP gap in Italia (1)
(dati trimestrali)

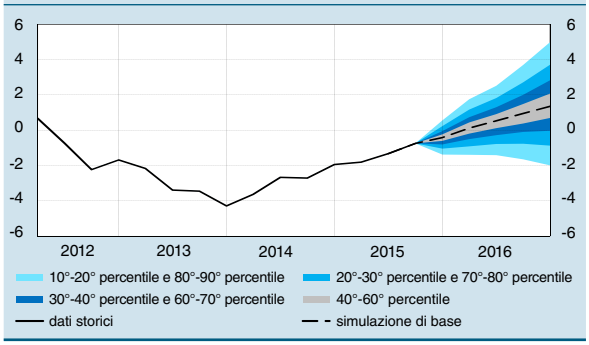


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia ed Eurostat.
(1) L'indicatore è calcolato sul credito al settore privato non finanziario.

In base a nostre proiezioni, coerenti con una ripresa economica in linea con quella prefigurata nel *Bollettino economico* dello scorso luglio, il credito bancario al settore privato non finanziario tornerebbe a crescere nella prima metà del 2016 (fig. 1.6). La ripresa del credito non sarebbe tuttavia sufficiente a determinare un aumento del credit-to-GDP gap. Anche qualora i tassi di crescita del credito dovessero raggiungere il 5 per cento alla fine del 2016 (un valore all'estremo superiore dei risultati verosimili), la deviazione del rapporto tra credito e PIL rispetto alla sua tendenza a lungo termine resterebbe comunque su livelli tali da non rendere necessari interventi di natura macroprudenziale (cfr. il riquadro: *La funzione macroprudenziale della Banca d'Italia*).

Figura 1.6

Prestiti bancari in Italia: proiezioni (1)
(dati trimestrali; variazioni percentuali sui 12 mesi)



(1) Prestiti alle società non finanziarie e prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. I prestiti includono anche quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. La distribuzione di probabilità delle proiezioni, rappresentata graficamente per classi di percentili, consente di valutare la dimensione dei rischi che caratterizzano la previsione di base.

LA FUNZIONE MACROPRUDENZIALE DELLA BANCA D'ITALIA

L'ordinamento giuridico affida alla Banca d'Italia la responsabilità di salvaguardare, nell'esercizio dei suoi compiti, la stabilità del sistema finanziario nazionale, con il fine ultimo di ridurre la probabilità di crisi finanziarie sistemiche e di contenerne gli effetti sull'economia. La Banca assolve questo mandato sia attraverso l'esercizio della vigilanza microprudenziale sulle banche (1), su altri intermediari finanziari e su alcuni mercati, sia con l'attivazione di politiche macroprudenziali orientate al complesso del sistema finanziario.

(1) La vigilanza microprudenziale è svolta da novembre del 2014 in condivisione con la BCE nel contesto del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM).

I poteri della Banca d'Italia in ambito macroprudenziale sono regolati principalmente dalla normativa europea. L'Istituto è infatti l'autorità designata ad attivare in Italia gli strumenti macroprudenziali previsti dalla direttiva UE/2013/36 (Capital Requirements Directive, CRD4) e dal regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR) sull'accesso all'attività e sulla vigilanza prudenziale delle istituzioni creditizie e delle imprese di investimento (2). Tra questi strumenti il countercyclical capital buffer (CCB) è finalizzato a contrastare la prociclicità del sistema finanziario attraverso la costituzione da parte delle banche di una riserva aggiuntiva di capitale nelle fasi di espansione finanziaria, da ridurre nelle fasi di contrazione. Sono inoltre previsti requisiti patrimoniali più stringenti per le istituzioni di importanza sistemica a livello globale o nazionale. In virtù delle responsabilità che il Testo unico bancario attribuisce alla Banca d'Italia per la salvaguardia della stabilità complessiva del sistema finanziario, essa può utilizzare, a fini macroprudenziali, anche strumenti non armonizzati a livello europeo, come l'imposizione di un limite al rapporto tra l'ammontare dei mutui e il valore degli immobili in garanzia (loan-to-value ratio) o al rapporto tra le rate dei mutui e il reddito dei debitori (loan-to-income ratio).

Per attivare efficacemente le misure macroprudenziali è necessaria la tempestiva identificazione delle vulnerabilità e dei rischi per la stabilità del sistema. A tal fine la Banca d'Italia svolge regolarmente attività di ricerca, analisi e valutazione dei rischi, sia del sistema finanziario nel suo complesso sia dei singoli componenti. La ricerca e l'analisi sono volte anche a definire indicatori quantitativi utili per l'attivazione dei diversi strumenti. Particolare attenzione viene riservata alla costruzione di indicatori che tengano conto delle specificità nazionali, come quelli per la valutazione dello stato del ciclo finanziario nel nostro paese (utili per l'attivazione del CCB, che entrerà in vigore il 1° gennaio 2016), quelli finalizzati a individuare in anticipo segnali di vulnerabilità per il sistema finanziario derivanti dall'andamento del mercato immobiliare o quelli per valutare i bilanci di imprese e famiglie.

La Banca d'Italia ha già adottato alcune misure di interesse macroprudenziale (3). Dal 1° gennaio 2014 le banche operanti in Italia devono detenere una riserva di conservazione del capitale pari al 2,5 per cento delle attività ponderate per il rischio da soddisfare con capitale di migliore qualità (common equity tier 1). La Banca ha inoltre identificato il gruppo UniCredit come istituzione a rilevanza sistemica globale (global systemically important institution, G-SII) autorizzata in Italia. Al gruppo UniCredit è stato pertanto richiesto di mantenere dall'inizio del prossimo anno una riserva di capitale aggiuntiva rispetto ai minimi regolamentari pari allo 0,25 per cento delle esposizioni complessive al rischio. Il requisito aggiuntivo salirà gradualmente negli anni successivi, fino a raggiungere l'1,0 per cento nel 2019.

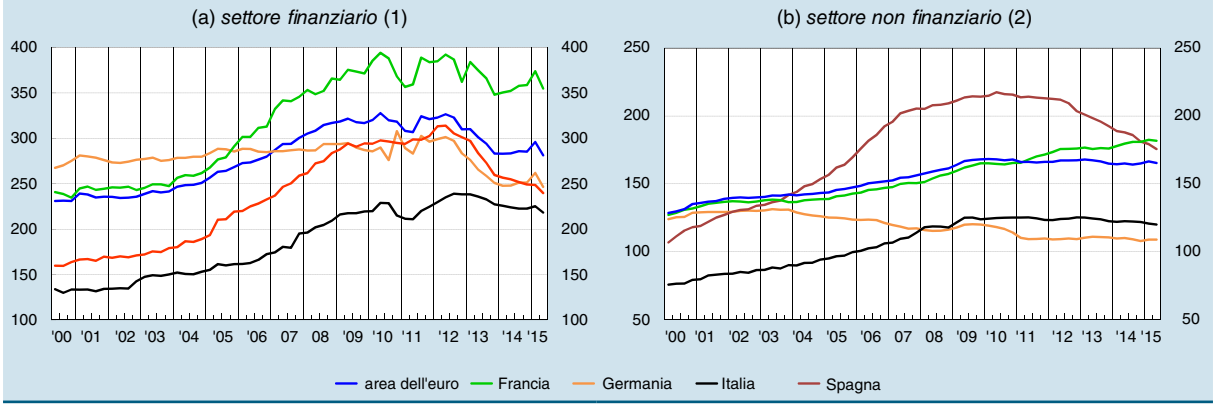
(2) Il regolamento UE/2013/1024 istitutivo dell'SSM assegna anche alla BCE compiti in materia macroprudenziale per il settore bancario, in concorrenza con le autorità nazionali. La BCE può infatti attivare, in caso di inattività delle autorità nazionali, gli strumenti macroprudenziali previsti dalla normativa europea per il settore bancario, o rendere più restrittive le misure adottate dalle autorità nazionali stesse. Per assicurare un efficace utilizzo delle misure macroprudenziali sono previste specifiche procedure di coordinamento tra la BCE e le autorità nazionali.
(3) Maggiori dettagli su queste misure sono disponibili sul sito internet dell'Istituto al seguente indirizzo: http://www.bancaditalia.it/compiti/stabilita-finanziaria/politica-macroprudenziale/index.html.

L'indebitamento del settore privato non finanziario continua a ridursi

Riflettendo la debole dinamica del credito, nel secondo semestre del 2015 le passività delle banche e delle altre istituzioni monetarie finanziarie italiane hanno continuato a diminuire, al 218 per cento del PIL (fig. 1.7.a). Dalla fine del 2012 la contrazione è stata di 20 punti percentuali in Italia, di 37 in Germania e di 7 in Francia. Anche le passività delle famiglie e delle imprese italiane hanno continuato a ridursi: alla fine del secondo trimestre del 2015 erano pari al 120 per cento del PIL, di poco superiori a quelle della Germania e inferiori di 46 punti alla media dell'area (fig. 1.7.b).

Figura 1.7

Debito del settore privato in rapporto al PIL
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: BCE ed Eurostat.
(1) Passività delle istituzioni monetarie finanziarie al netto di capitale e riserve. – (2) Debiti finanziari di famiglie e imprese.

Anche gli altri indicatori di sostenibilità finanziaria sono favorevoli…

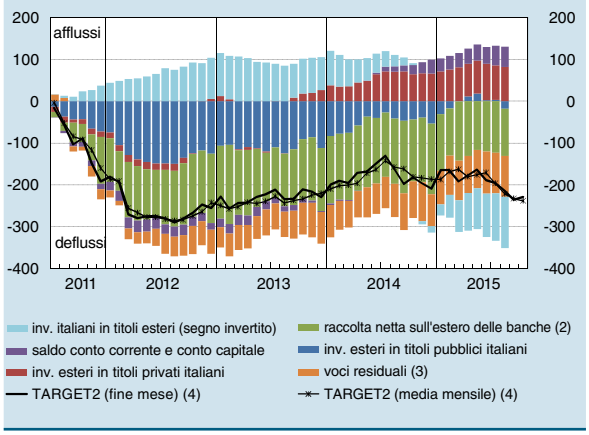
Il rapporto tra debito pubblico e prodotto, ancora in lieve aumento nel 2015, secondo le proiezioni del Governo inizierebbe a scendere nel 2016 (*Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015*). Gli indicatori quantitativi di sostenibilità calcolati ufficialmente dalla Commissione europea mostrano una solidità complessiva delle finanze pubbliche (tav. 1.1). La spesa connessa con l'invecchiamento della popolazione nel periodo 2013-2060 diminuirebbe di quasi un punto percentuale, mentre nella media dell'area dell'euro aumenterebbe di 1,5 (3).

…e i flussi netti di capitale verso l'Italia non segnalano tensioni sui mercati finanziari

Il saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2, valutato su dati medi mensili, tra maggio e ottobre 2015 è aumentato di 63 miliardi, a 238 (fig. 1.8). All'evoluzione del saldo hanno contribuito gli acquisti netti di titoli esteri da parte dei residenti, in particolare banche (cfr. il par. 4.2), investitori istituzionali (cfr. il par. 5.1) e famiglie, queste ultime in forma indiretta attraverso l'acquisto di prodotti del risparmio gestito.

Figura 1.8

Italia: saldo TARGET2 e flussi cumulati della bilancia dei pagamenti (1)
(dati mensili; miliardi di euro)



(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. Flussi cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Inclusa la raccolta intermediata da controparti centrali residenti. – (3) Investimenti diretti esteri, derivati, altri investimenti, errori e omissioni. – (4) Dati aggiornati al 23 ottobre.

(3) Commissione europea, *The 2015 Ageing Report*, European Economy, 3, 2015. L'analisi si riferisce al periodo 2013-2060 e considera cinque voci: pensioni, sanità, long-term care, istruzione e sussidi di disoccupazione. Le stime sono condotte sulla base di una metodologia comune per tutti i paesi dell'Unione europea e di assunzioni macroeconomiche e demografiche condivise.

Tavola 1.1

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

PAESI	PIL (*tasso di crescita annuo*) (1)		Caratteristiche del debito pubblico				Avanzo primario (2)	Indicatore di sostenibilità S2 (4)	Debiti finanziari del settore privato (5)		Statistiche verso l'estero (6)	
			livello (2)		vita media residua dei titoli di Stato (*anni*) (3)	quota detenuta da non residenti (*in % del debito*) (3)			famiglie	imprese non finanziarie	saldo di conto corrente	posizione netta sull'estero
	2015	2016	2015	2016	2015	2014	2015	2015	2015	2015	2015	2015
Italia	0,8	1,3	133,1	132,3	6,5	36,0	1,3	-2,1	42,7	77,2	2,1	-26,1
Germania	1,5	1,6	70,7	68,2	6,6	61,0	1,7	1,5	53,9	55,0	7,9	47,3
Francia	1,2	1,5	97,1	98,0	6,8	61,2	-1,8	0,0	56,3	125,5	0,1	-20,9
Spagna	3,1	2,5	98,6	98,8	6,0	42,5	-1,8	-0,3	69,4	106,3	1,4	-91,0
Paesi Bassi	1,8	1,9	67,6	65,6	6,7	51,8	-0,9	3,3	111,6	128,2	10,6	65,6
Belgio	1,3	1,5	106,7	106,2	8,0	59,2	-0,2	4,3	58,8	151,3	-1,1	60,4
Austria	0,8	1,6	86,7	85,6	7,7	75,5	-0,1	2,8	52,1	94,9	2,7	4,2
Finlandia	0,4	0,9	61,9	64,0	6,1	78,5	-2,9	5,0	66,5	117,0	-0,1	6,7
Grecia	-2,3	-1,3	196,9	206,6	....	81,5	-0,5	....	62,5	65,9	-2,0	-126,2
Portogallo	1,6	1,5	127,8	125,0	6,4	71,8	1,7	0,4	78,9	120,8	0,6	-116,5
Irlanda	4,8	3,8	100,6	95,9	12,4	62,2	0,8	2,5	76,5	185,4	4,9	-81,0
Area dell'euro	1,5	1,6	93,7	92,8	....	....	0,1	....	60,6	104,9	2,9	-8,7
Regno Unito	2,5	2,2	88,9	88,0	14,5	28,4	-2,6	4,2	87,1	70,4	-5,0	-20,2
Stati Uniti	2,6	2,8	104,9	106,0	5,7	33,8	-1,8	....	79,1	70,6	-2,4	-37,8
Giappone	0,6	1,0	245,9	247,8	6,8	8,1	-5,4	....	61,3	101,8	2,3	70,4
Canada	1,0	1,7	90,4	89,4	6,5	22,4	-1,3	....	94,9	108,9	-2,9	11,7

Fonte: FMI, Eurostat, BCE, Commissione europea, conti finanziari e bilance dei pagamenti nazionali.
(1) FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2015. – (2) FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2015. – (3) FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2015; per l'Italia i dati relativi alla vita media residua dei titoli di Stato sono di fonte Banca d'Italia e si riferiscono a fine settembre 2015. – (4) L'indicatore è tratto dalle valutazioni della Commissione europea dei programmi di stabilità e convergenza dei paesi UE, pubblicate nel maggio 2015. Esso indica l'aumento del rapporto avanzo primario/PIL necessario – date le ultime proiezioni demografiche e macroeconomiche della Commissione ("no policy change scenario") – 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. – (5) Prestiti e titoli. Fine 2° trimestre 2015; 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 extraeuropei sono tratti da fonti nazionali; i dati utilizzati sono redatti secondo il nuovo sistema europeo dei conti (SEC 2010). – (6) Dati al 2° trimestre 2015; il saldo di conto corrente è calcolato con riferimento agli ultimi 4 trimestri; i dati per i paesi europei e per il totale dell'area dell'euro sono tratti da Eurostat, BCE e fonti nazionali; i dati per i paesi extraeuropei sono tratti da fonti nazionali; i dati utilizzati sono redatti secondo i nuovi standard contabili internazionali (cfr. il riquadro: *I nuovi standard internazionali dei conti con l'estero*, in Bollettino economico, 4, 2014).

1.3 I MERCATI IMMOBILIARI

Crescono i rischi in alcuni paesi europei

In Europa si consolida la ripresa dei prezzi delle case (fig. 1.9). Nel comparto non residenziale i prezzi si sono stabilizzati. Il permanere dei prezzi delle abitazioni su livelli particolarmente elevati ha indotto le autorità belghe a mantenere l'aumento delle ponderazioni per il rischio delle esposizioni immobiliari delle banche introdotto nel dicembre 2013 (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2014).

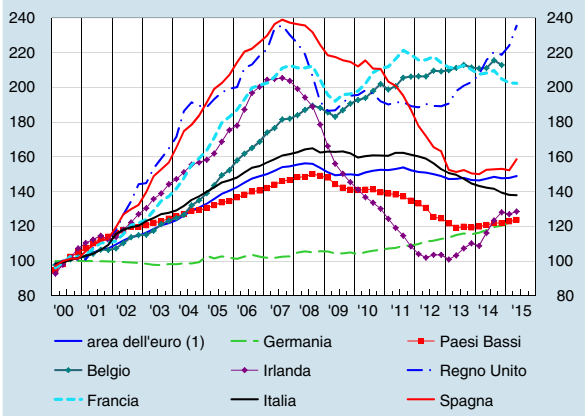
L'alto indebitamento delle famiglie per l'acquisto di abitazioni costituisce un rischio significativo per il sistema bancario secondo le valutazioni delle autorità di Finlandia e Svezia (4). Anche la Banca d'Inghilterra sta ponendo particolare attenzione all'analisi dei rischi che potrebbero derivare dalla forte crescita dei mutui per l'acquisto con finalità di investimento (buy-to-let) (5).

In Italia si è interrotta la flessione dei prezzi degli immobili…

In Italia sono in ripresa le compravendite di abitazioni (4,1 per cento al netto dei fattori stagionali nel secondo trimestre; fig. 1.10). L'aumento interessa tutte le principali aree del Paese, ed è più ampio nelle otto maggiori città (6). I prezzi delle case, che usualmente seguono con ritardo l'inversione ciclica delle transazioni, si sono stabilizzati (-0,1 per cento nel secondo trimestre), interrompendo la flessione in atto dalla metà del 2011. Anche le quotazioni degli immobili non residenziali hanno smesso di scendere; in questo comparto tuttavia è più lento il recupero del numero di compravendite (fig. 1.10.c).

Figura 1.9

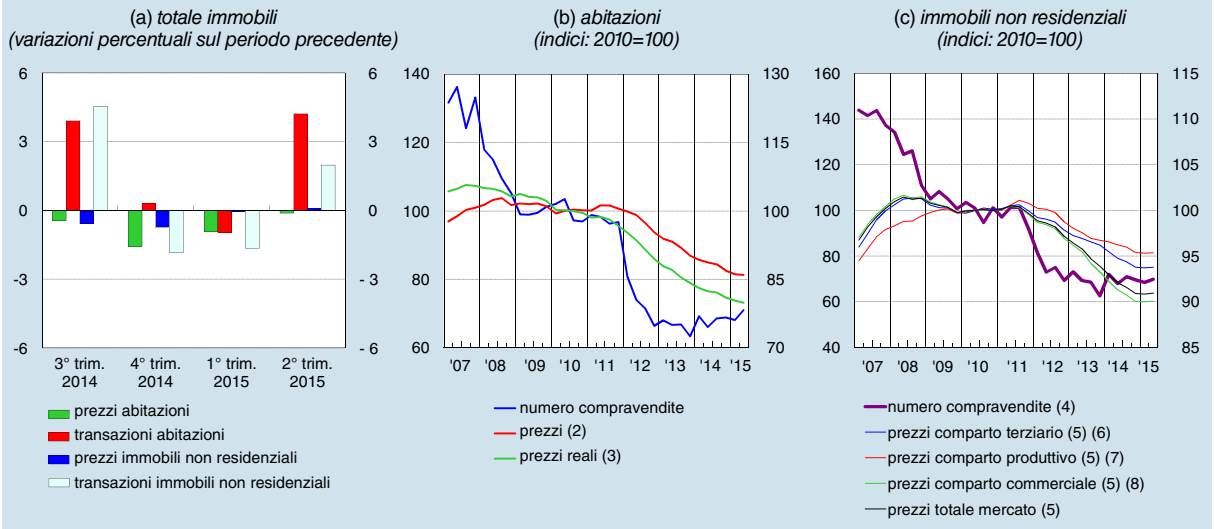
Prezzi delle abitazioni in Europa
(dati trimestrali a valori correnti; indici: 2000=100)



Fonte: elaborazioni su fonti nazionali e BCE.
(1) Stime della BCE basate sulla media degli indici di ogni paese, ponderati con il peso del rispettivo PIL.

Figura 1.10

Mercato degli immobili in Italia (1)
(dati trimestrali)



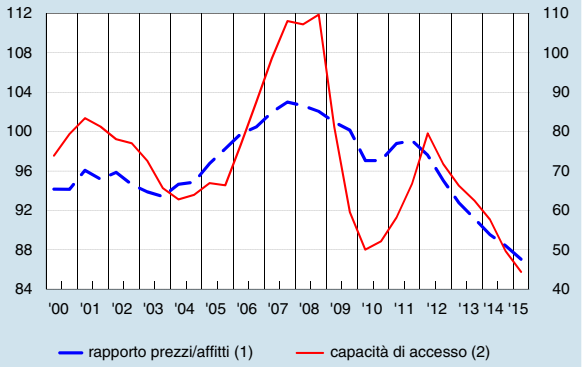
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI, Nomisma e Scenari Immobiliari.
(1) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di destra. Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (4) Totale mercato. – (5) Scala di destra. L'indicatore, a carattere sperimentale, utilizza informazioni desunte dalle transazioni effettivamente avvenute sul mercato. – (6) Il comparto terziario include uffici e istituti di credito. – (7) Il comparto produttivo include gli immobili destinati a impieghi industriali. – (8) Il comparto commerciale include negozi, aree commerciali e alberghi.

(4) Suomen Pankki, *Bank of Finland Bulletin*, 2, 2015 e Sveriges Riksbank, *Financial Stability Report*, 1, 2015.
(5) Bank of England, *Financial Stability Report*, 37, 2015.
(6) Milano, Torino, Genova, Bologna, Firenze, Roma, Napoli e Palermo.

Figura 1.11

Indicatori di sostenibiltà del mercato immobiliare in Italia

(dati semestrali; indici: media 1994-2013=100)

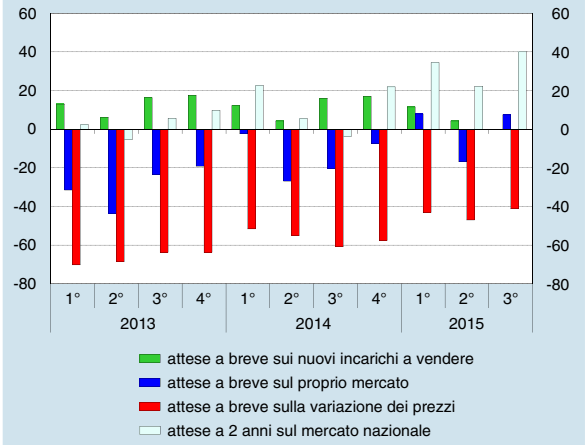


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI e *Consulente immobiliare*.
(1) Rapporto tra prezzi delle case e canoni di locazione nei nuovi contratti. – (2) Scala di destra. L'indicatore è dato dal rapporto tra il servizio dei nuovi mutui ipotecari (approssimato dal prodotto tra quotazioni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

Figura 1.12

Attese degli agenti immobiliari in Italia (1)

(dati trimestrali; punti percentuali)



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.

…che si confermano sostenibili nell'attuale quadro macroeconomico

L'arresto del calo dei prezzi delle case riflette la crescita del reddito disponibile delle famiglie e il miglioramento delle condizioni di accesso al credito. Il rapporto tra prezzi e affitti nel secondo semestre del 2014 ha continuato a diminuire ed è di molto al di sotto dei valori di medio e lungo periodo (fig. 1.11). L'indicatore che misura la capacità delle famiglie di accedere al mercato immobiliare è sui livelli massimi degli ultimi quindici anni.

Vi sono fattori di rischio, ma il miglioramento prosegue

Gli indicatori prospettici del comparto edile anticipano la prosecuzione del miglioramento ciclico nei prossimi trimestri. In ottobre l'indice del clima di fiducia delle imprese di costruzione si è attestato su valori assai elevati nel confronto con l'ultimo triennio. Nel quarto trimestre del 2014 i permessi di costruire (che in media anticipano di circa un anno l'avvio dei cantieri) hanno segnato un recupero su base congiunturale, pur rimanendo su livelli ancora molto bassi. Si consolida il miglioramento delle attese degli agenti immobiliari, sia a breve sia a medio termine (fig. 1.12). Sulla base di nostre stime i prezzi delle case segnerebbero un lieve recupero nel corso del secondo semestre dell'anno; il rialzo proseguirebbe nel corso del 2016. Lo stock ancora ampio di case invendute rappresenta, tuttavia, un importante fattore di rischio per la dinamica dei prezzi.

2 I RISCHI SETTORIALI

2.1 LE FAMIGLIE

Migliorano i bilanci delle famiglie

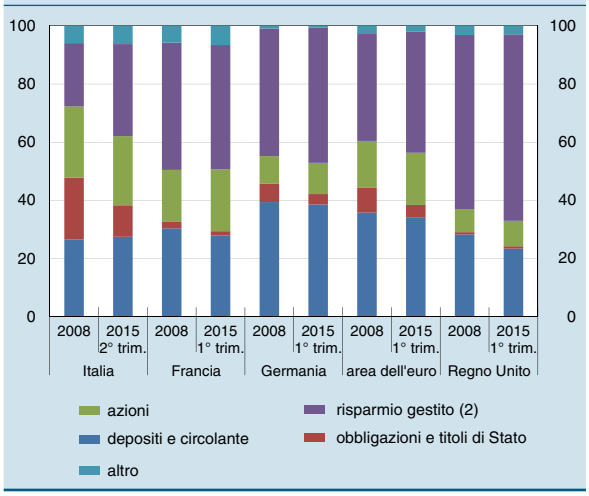
Le condizioni finanziarie delle famiglie si stanno rafforzando. La ripresa economica e i bassi tassi di interesse migliorano la sostenibilità del debito. L'aumento del reddito disponibile (0,8 per cento nel primo semestre rispetto al corrispondente periodo del 2014) sta gradualmente riducendo la vulnerabilità anche delle fasce più deboli. Nella rilevazione dell'Istat sulla fiducia delle famiglie continua a diminuire la quota di intervistati che dichiarano di usare i risparmi o di indebitarsi per fare fronte alle spese correnti; tale percentuale rimane tuttavia doppia rispetto al periodo precedente la crisi.

Cresce il peso del risparmio gestito, ma il rischio è in capo ai più abbienti

La ricchezza netta resta stabile per effetto del calo dei prezzi degli immobili che ha bilanciato l'aumento del valore delle attività finanziarie. In risposta alla discesa dei tassi di interesse, le famiglie hanno continuato a modificare i propri portafogli, investendo in fondi comuni e in prodotti assicurativi e riducendo la quota allocata in titoli di Stato e in obbligazioni bancarie. Da questa ricomposizione, che rende il portafoglio delle famiglie italiane più simile a quello dei principali paesi europei (fig. 2.1), non derivano rischi rilevanti: gli strumenti finanziari più rischiosi sono infatti detenuti dai nuclei familiari con elevati livelli di reddito. Il minor peso delle obbligazioni bancarie attenua inoltre l'esposizione diretta delle famiglie ai rischi di una partecipazione alle perdite in caso di dissesto dell'intermediario emittente (cfr. il riquadro: *La nuova disciplina sulle crisi bancarie: il recepimento della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche* del capitolo 4).

Figura 2.1

Composizione del portafoglio finanziario delle famiglie (1)
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e BCE.
(1) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici e produttrici. – (2) Il risparmio gestito include le quote di fondi comuni e le riserve assicurative e previdenziali.

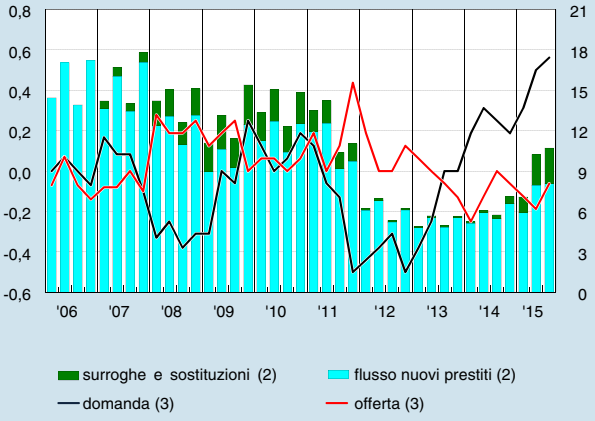
Le erogazioni di prestiti aumentano, tuttavia il livello del debito resta basso

Anche i rischi legati alla ripresa del mercato dei mutui sono contenuti, soprattutto in ragione del basso livello del debito in essere (63 per cento del reddito disponibile) e delle caratteristiche dei nuovi finanziamenti. Nei primi nove mesi dell'anno il flusso di nuovi prestiti concessi per l'acquisto di abitazioni è aumentato del 32 per cento rispetto a quello registrato nello stesso periodo del 2014, favorito anche da un allentamento dei criteri di offerta da parte dalle banche (fig. 2.2.a). La riduzione dei margini applicata alla maggior parte dei mutuatari non ha tuttavia riguardato le fasce più rischiose della clientela. Secondo il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni il rapporto tra prestito e valo-

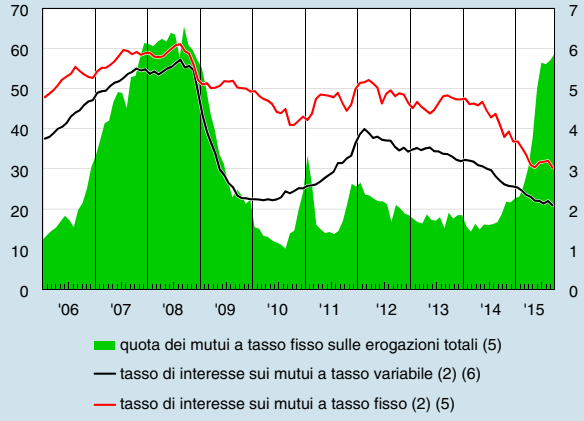
Figura 2.2

Indicatori delle condizioni di indebitamento delle famiglie

(a) *prestiti per acquisto di abitazioni: condizioni di domanda e offerta e nuove erogazioni* (1) *(dati trimestrali; indici di diffusione e miliardi di euro)*



(b) *tassi di interesse e quota di mutui a tasso fisso* (4) *(dati mensili; valori percentuali)*



Fonte: Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) e segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati si riferiscono alle sole famiglie consumatrici. – (2) Scala di destra. – (3) Per l'indice di domanda valori maggiori (minori) di zero segnalano espansione (contrazione); per l'indice di offerta segnalano restrizione (allentamento). – (4) Famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. I dati si riferiscono alle nuove operazioni. – (5) Tasso fisso per almeno 10 anni. – (6) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno.

re dell'immobile (loan-to-value ratio) è stato mediamente del 65 per cento, un livello inferiore a quello precedente la crisi del debito sovrano (circa 70 per cento) (1). La quota dei nuovi mutui concessi con tassi fissi è elevata rispetto al passato (44 per cento nella media dei primi nove mesi; fig. 2.2.b); si riduce così l'esposizione al rischio di futuri rialzi dei tassi di interesse. In termini di consistenze la quota di prestiti a tasso fisso è tuttavia ancora limitata, attorno al 26 per cento.

Il deterioramento della qualità del credito si è arrestato

Le famiglie che hanno contratto mutui in passato stanno alleggerendo il peso del servizio del debito attraverso diverse forme di rinegoziazione dei prestiti che, nei primi nove mesi dell'anno, hanno interessato oltre il 5 per cento delle consistenze in essere alla fine del 2014 (1,3 per cento nello stesso periodo dello scorso anno). Il calo degli oneri del debito ha favorito una diminuzione del tasso di deterioramento dei prestiti, sceso al 2,3 per cento nel secondo trimestre in ragione annua (cfr. il par. 4.2). L'incidenza dei prestiti deteriorati sui finanziamenti in essere è rimasta stabile intorno all'11 per cento (tav. 2.1). Le famiglie in difficoltà

Tavola 2.1

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

	Dicembre 2014		Giugno 2015	
	Famiglie consumatrici			
Totale	**548.154**	**100,0**	**548.505**	**100,0**
in bonis	489.067	89,2	488.511	89,1
deteriorati (2)	59.087	10,8	59.993	10,9
sofferenze	38.021	6,9	38.534	7,0
scaduti	4.306	0,8	5.376	1,0
altri	16.760	3,1	16.084	2,9
	Imprese			
Totale	**988.171**	**100,0**	**983.888**	**100,0**
in bonis	706.308	71,5	695.005	70,6
deteriorati (2)	281.863	28,5	288.883	29,4
sofferenze	157.078	15,9	166.055	16,9
scaduti	9.277	0,9	11.337	1,2
altri	115.508	11,7	111.490	11,3

Fonte: segnalazioni di vigilanza non consolidate di banche e società finanziarie.
(1) I prestiti includono i pronti contro termine e non sono corretti per le cartolarizzazioni. I dati delle imprese si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. – (2) Dal primo trimestre del 2015 le segnalazioni delle partite deteriorate si basano sulla nuova definizione introdotta dalla European Banking Authority, che suddivide tali prestiti in sofferenze, esposizioni scadute o sconfinanti e altri prestiti deteriorati. A dicembre 2014 gli altri deteriorati includono gli incagli e i prestiti ristrutturati; il confronto tra le due date potrebbe pertanto risentire di lievi discontinuità statistiche.

(1) *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia. Luglio 2015*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 41, 2015.

continuano a beneficiare di strumenti che consentono la sospensione delle rate (il Fondo di solidarietà e l'accordo tra ABI e associazioni dei consumatori; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015).

I rischi per le famiglie rimangono contenuti

Gli effetti positivi del progressivo rafforzamento del quadro macroeconomico e del basso livello dei tassi di interesse si estenderanno gradualmente nei prossimi mesi anche alle famiglie più vulnerabili. Le proiezioni del modello di microsimulazione utilizzato dalla Banca d'Italia per le analisi di stabilità finanziaria (2) indicano che in uno scenario di ripresa del reddito disponibile, di bassi tassi di interesse e di recupero del mercato dei mutui, la quota di famiglie vulnerabili diminuirebbe lievemente, attorno al 2 per cento nel 2016 (3). In uno scenario moderatamente avverso, con una riduzione del reddito nominale dell'1 per cento e un aumento dei tassi di interesse di 100 punti base nel 2016, la quota di famiglie vulnerabili aumenterebbe in misura molto contenuta.

2.2 LE IMPRESE

Le condizioni finanziarie delle imprese stanno migliorando…

Le condizioni finanziarie delle imprese italiane sono in chiaro miglioramento per la prima volta dall'inizio della crisi. Un numero crescente di aziende, anche di minore dimensione, sta beneficiando della ripresa; si sono ridotte le difficoltà di rimborsare i debiti e sono cresciute le opportunità di accedere a nuovi finanziamenti. A livello aggregato la redditività ha ripreso a crescere, seppure a tassi modesti. Una recente indagine condotta dalla Banca d'Italia indica che due terzi delle imprese, la quota più elevata da circa dieci anni, prevedono di chiudere i bilanci del 2015 in utile (4); la maggior parte degli intervistati prefigura inoltre un aumento degli investimenti e un miglioramento delle condizioni di accesso al credito nei prossimi mesi.

…ma la riduzione dell'indebitamento prosegue lentamente

Si attenuano anche i rischi connessi con l'indebitamento, che rimangono comunque rilevanti. I debiti finanziari continuano a diminuire (-1,4 per cento in giugno, in ragione d'anno); quelli verso l'estero, aumentati negli ultimi anni, non generano rischi particolarmente elevati (cfr. il riquadro: *Il debito estero delle imprese italiane*). La leva finanziaria, scesa di sei punti percentuali dal picco toccato nel 2011, resta però più alta rispetto a quella degli altri paesi dell'area dell'euro. Il divario, stimabile in circa dieci punti percentuali per la media delle imprese, risulta ampio soprattutto per le aziende di piccola e media dimensione (fig. 2.3.a) (5).

Il credito cresce per le imprese con bilanci più equilibrati

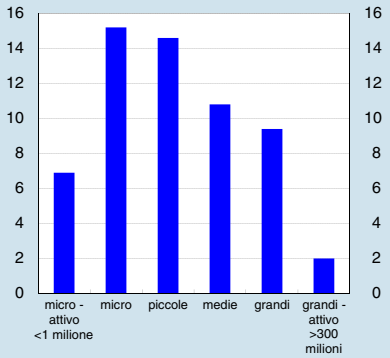
Le condizioni di accesso al credito sono in graduale miglioramento. I prestiti bancari continuano a ridursi per le società più rischiose, ma hanno ripreso a crescere per le altre (fig. 2.3.b). Sulla base dei dati dell'Istat, la quota di aziende che dichiarano di non aver ottenuto i finanziamenti richiesti è diminuita nel terzo trimestre del 2015 al 10 per cento; le imprese di minore dimensione continuano ad avere maggiori difficoltà nell'ottenere nuovi prestiti, ma il divario rispetto alle più grandi si è attenuato (fig. 2.3.c). Il recente sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia conferma che l'allentamento dei vincoli finanziari si sta traducendo in un'espansione dei piani di investimento.

(2) V. Michelangeli e M. Pietrunti, *A microsimulation model to evaluate Italian households' financial vulnerability*, "International Journal of Microsimulation", 7, 3, 2014, pp. 53-79.
(3) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito disponibile inferiore al valore mediano della distribuzione. Le variazioni rispetto alle stime pubblicate nel precedente *Rapporto sulla stabilità finanziaria* sono in larga parte ascrivibili a modifiche dei pesi campionari nell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane per il 2014 connesse con le revisioni dell'Istat sulle statistiche demografiche.
(4) *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 59, 2015.
(5) A. De Socio e P. Finaldi Russo, *The debt of Italian non financial firms: an international comparison*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

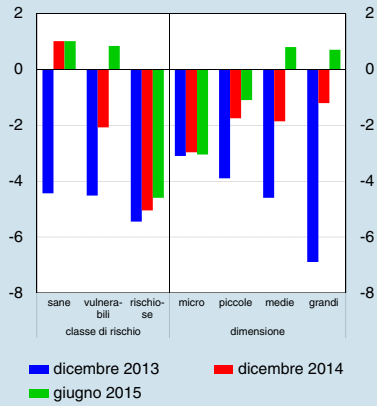
Figura 2.3

Indicatori della condizione finanziaria delle imprese

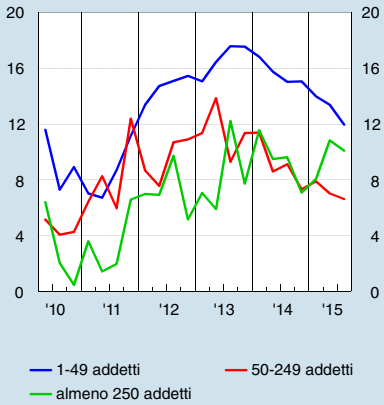
(a) *divario nella leva finanziaria tra Italia e altri paesi dell'area dell'euro* (1)
(punti percentuali)



(b) *prestiti alle imprese per classi di rischio e dimensione* (2)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



(c) *indicatore di razonamento del credito* (3)
(dati trimestrali; valori percentuali)



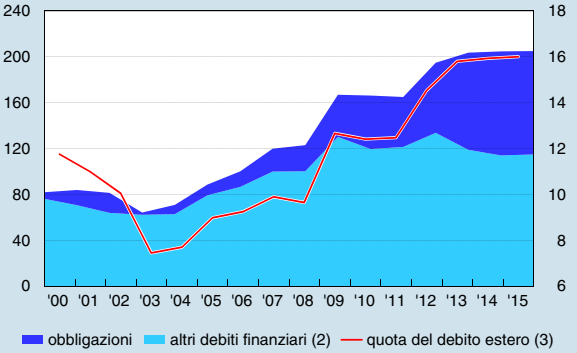
Fonte: Banca d'Italia, Orbis e Cerved.
(1) La leva finanziaria è misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto. Il divario è stimato sulla base dei bilanci del 2013 di circa 800.000 società di capitale di 18 paesi dell'area dell'euro tenendo conto del settore produttivo, dell'età, della redditività, della crescita del fatturato e del peso di immobilizzazioni tecniche e attività liquide sul totale dell'attivo. – (2) Prestiti concessi da banche e società finanziarie. I dati del biennio 2013-14 sono riferiti a un campione di circa 450.000 società di capitale; quelli del 2015 sono relativi a circa 330.000 società per le quali sono disponibili i bilanci del 2014. La classificazione per classe di rischio è basata su un punteggio assegnato da Cerved. Sono escluse le società che hanno emesso obbligazioni. – (3) Quota di imprese che hanno dichiarato di aver chiesto e non ottenuto credito in percentuale di quelle che hanno avuto contatti con banche o società finanziarie nei 3 mesi precedenti l'indagine; medie di dati mensili rilevati dall'Istat presso un campione di imprese manifatturiere.

IL DEBITO ESTERO DELLE IMPRESE ITALIANE

A partire dal 2003 le imprese italiane hanno notevolmente aumentato il ricorso al debito verso l'estero, pari a 200 miliardi nello scorso giugno (figura); la quota sul totale dei debiti finanziari è cresciuta di nove punti percentuali, al 16 per cento. Gli incrementi più rilevanti si sono verificati nel 2009 e nel 2012, gli anni di maggiore restrizione dei criteri di offerta del credito da parte delle banche italiane.

Figura

Debiti verso finanziatori esteri (1)
(dati annuali; miliardi di euro e valori percentuali)



(1) I dati relativi al 2015 si riferiscono al secondo trimestre. – (2) Includono prestiti infragruppo e finanziamenti da banche e altri intermediari. – (3) Scala di destra.

Durante la crisi l'aumento del debito ha assunto soprattutto la forma di obbligazioni. Gli altri debiti verso l'estero sono rappresentati per oltre due terzi da finanziamenti infragruppo. È verosimile che anche una larga parte di tali debiti derivi da emissioni obbligazionarie: si tratta infatti di trasferimenti di fondi da parte di controllate estere frequentemente utilizzate da grandi multinazionali per il collocamento di titoli sui mercati internazionali.

I rischi legati ai debiti esteri sono contenuti. Sulla base della recente esperienza, una brusca interruzione dei flussi di finanziamento dall'estero sembra poco probabile: tra la metà del 2011 e la fine del 2012, in corrispondenza con la fase più acuta della crisi del debito sovrano, i debiti esteri hanno infatti continuato a crescere a fronte della riduzione di quelli interni.

L'esposizione al rischio di cambio è altrettanto limitata: la quota di debito denominata in valute diverse dall'euro è infatti inferiore al 10 per cento. Inoltre con riferimento alle sole obbligazioni – per le quali sono disponibili informazioni dettagliate – le imprese emittenti sono quasi esclusivamente grandi e internazionalizzate: è quindi plausibile che beneficino di coperture dal rischio di cambio sia "naturali", connesse con flussi di reddito denominati nella stessa valuta dei titoli, sia finanziarie, realizzate attraverso l'uso di derivati (1).

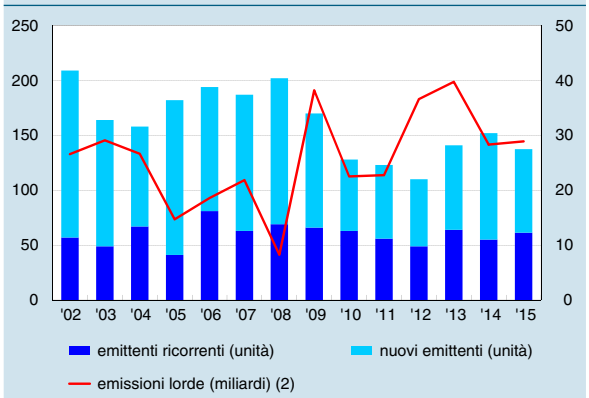
(1) Sull'elevata correlazione tra utilizzo dei derivati e dimensione o grado di internazionalizzazione delle imprese cfr. M. Graziano, *Le imprese italiane e gli strumenti derivati*, Questioni di economia e finanza, 139, 2012.

Torna a diminuire il numero di nuovi emittenti sul mercato obbligazionario

Nel 2015 il miglioramento delle condizioni di offerta dei prestiti bancari si è accompagnato a una sostanziale stabilità del ricorso delle imprese al mercato obbligazionario (fig. 2.4). È tuttavia diminuito, dopo due anni di forte espansione, il numero di società che hanno collocato per la prima volta titoli sul mercato. La riduzione è in parte ascrivibile all'andamento dei minibond: nei primi nove mesi del 2015 sono stati 24 gli emittenti sul mercato ExtraMOT PRO, 10 in meno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Figura 2.4

Emissioni di obbligazioni delle imprese (1)
(dati annuali; unità e miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia e Dealogic.
(1) I dati riferiti al 2015 sono stimati sulla base del tasso di variazione annuale osservato nel periodo gennaio-settembre. – (2) Scala di destra.

La liquidità delle imprese continua ad aumentare

I bassi tassi di interesse e la dinamica ancora modesta degli investimenti spingono le imprese ad aumentare le riserve di liquidità, che hanno raggiunto un livello elevato rispetto al passato (8,0 per cento del passivo lo scorso giugno). La liquidità è ampia soprattutto per le aziende più grandi ma, secondo l'indagine realizzata lo scorso settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, emergono indicazioni di un suo aumento anche nelle altre classi dimensionali (6).

Si attenuano le difficoltà di rimborso dei prestiti…

Migliora la capacità delle imprese di rimborsare i debiti. Secondo i dati Cerved nei primi sei mesi dell'anno è proseguito il calo del numero di società protestate e si sono ridotti i ritardi nei pagamenti dei debiti commerciali. Nello stesso periodo è diminuito, per la prima volta dopo sette anni, il numero di fallimenti ed è proseguita a ritmi sostenuti la riduzione delle chiusure volontarie. Nel secondo trimestre del 2015 è sceso anche il flusso di nuovi prestiti deteriorati (cfr. il par. 4.2); l'incidenza di tali crediti sul totale dei finanziamenti alle imprese è tuttavia salita al 29,4 per cento (cfr. tav. 2.1).

…e tende a ridursi il numero delle imprese vulnerabili

Le prospettive di crescita del fatturato e della redditività determinano condizioni favorevoli per un rafforzamento dei bilanci anche per le imprese finanziariamente più fragili. Le proiezioni fornite da un modello di microsimulazione indicano per il 2016 una significativa riduzione della quota di aziende vulnerabili e del peso dei loro debiti sul totale (cfr. il riquadro: *Gli effetti*

(6) *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Settembre 2015*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 51, 2015.

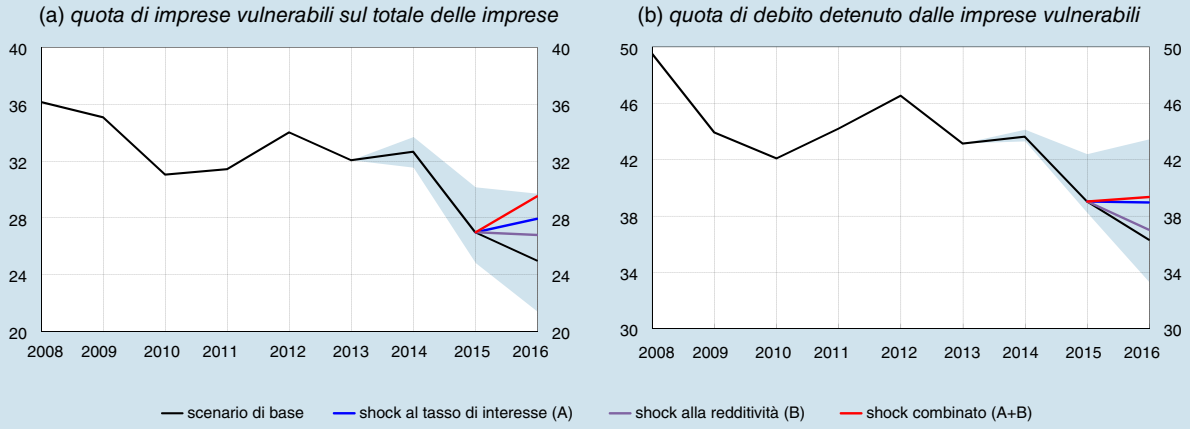
della ripresa economica sulla vulnerabilità delle imprese). Nei prossimi mesi i maggiori rischi per le imprese derivano da una possibile evoluzione sfavorevole del quadro macroeconomico, che potrebbe trarre origine dagli effetti del rallentamento delle economie emergenti. I rischi generati dall'elevato indebitamento potrebbero concretizzarsi in occasione di un aumento, attualmente improbabile, del livello dei tassi di interesse.

GLI EFFETTI DELLA RIPRESA ECONOMICA SULLA VULNERABILITÀ DELLE IMPRESE

Gli ultimi bilanci disponibili relativi a un campione di circa 700.000 imprese indicano che nel 2013 le aziende vulnerabili – definite come quelle con un margine operativo lordo (MOL) negativo o con un rapporto fra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento – erano il 32 per cento di quelle attive e detenevano una quota di debito pari al 43 per cento (1). La variazione del loro peso durante la crisi ha riflesso da un lato l'andamento dei tassi di interesse e la debolezza del quadro macroeconomico, dall'altro l'uscita dal mercato delle aziende più fragili (figura).

Figura

Indicatori di vulnerabilità (1)
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sui dati Cerved.
(1) Nello scenario di base il MOL si riduce del 5 per cento nel 2014, è stabile nel 2015 e cresce del 3,7 per cento nel 2016; i tassi di interesse si riducono rispettivamente di 30, 70 e 30 punti base nei tre anni. Negli scenari di stress si è ipotizzato che, rispetto allo scenario di base, nel 2016 (A) il tasso di interesse sia superiore di 100 punti base o (B) il MOL nominale sia inferiore del 5 per cento. Il terzo scenario (A+B) è ottenuto introducendo contemporaneamente entrambi i fattori di stress ipotizzati negli scenari (A) e (B). La zona ombreggiata indica un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base.

I dati di bilancio del 2013 sono stati proiettati sino al 2016 utilizzando un modello di simulazione che incorpora le informazioni macroeconomiche (serie storiche e previsioni) disponibili con maggiore tempestività e frequenza (2). Il modello consente di stimare l'impatto dei cambiamenti macroeconomici sulle variabili di bilancio per circa 90 classi di aziende (raggruppate per dimensione, settore di attività economica e volatilità del MOL) e tiene conto degli effetti dell'entrata e dell'uscita

(1) Il rapporto tra oneri finanziari e MOL è un indicatore che si presta all'analisi della vulnerabilità finanziaria delle imprese in quanto riflette le fragilità connesse con il livello del debito, le condizioni di indebitamento e la capacità delle aziende di produrre reddito. La soglia del 50 per cento utilizzata per l'individuazione delle imprese vulnerabili è convenzionale (cfr., ad es., FMI, *Italy: staff report for the 2015 article IV consultation*, IMF Country Report, 15/166, 2015). I risultati di analisi econometriche indicano che in corrispondenza di tale soglia si riscontrano variazioni significative della probabilità di insolvenza, del tasso di accumulazione e delle riserve di liquidità.
(2) A. De Socio e V. Michelangeli, *Modelling Italian firms' financial vulnerability*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 293, 2015.

delle imprese dal mercato. Per la costruzione dello scenario di base nel 2014 sono stati utilizzati i bilanci già disponibili e i dati macroeconomici della contabilità nazionale e dei conti finanziari; per il biennio 2015-16 le informazioni macroeconomiche sono tratte dal modello econometrico della Banca d'Italia (3).

Nel 2014, con l'approssimarsi della svolta ciclica, la quota di imprese vulnerabili e l'incidenza dei loro debiti sul totale sono rimasti sostanzialmente stabili, al 33 e 44 per cento, rispettivamente. Nel 2016 il peso delle imprese vulnerabili si ridurrebbe al 25 per cento per effetto della ripresa economica, dell'ulteriore calo dei tassi di interesse e dell'uscita dal mercato delle aziende meno solide; analogamente si stima che la quota dei debiti in capo alle società vulnerabili scenda al 36 per cento. Il miglioramento sarebbe marcato per le imprese di medie dimensioni e per quelle che operano nella manifattura e nei servizi. Fra le microimprese e quelle delle costruzioni la fragilità finanziaria rimarrebbe invece elevata, sebbene in attenuazione rispetto al 2014. L'incertezza attorno a queste stime è piuttosto elevata e dipende principalmente dalle previsioni sulla redditività delle aziende di minore dimensione.

La vulnerabilità finanziaria delle imprese si ridurrebbe in misura più contenuta soprattutto nel caso di una crescita dei tassi di interesse. In uno scenario moderatamente avverso, in cui nel 2016 questi ultimi aumentassero di una deviazione standard (corrispondente a 100 punti base) rispetto allo scenario di base, la quota di imprese vulnerabili sarebbe pari al 28 per cento. Una diminuzione di una deviazione standard del MOL (corrispondente al 5 per cento) porterebbe il peso delle imprese vulnerabili al 27 per cento. Anche nel caso in cui si verificassero entrambi gli shock, la quota si manterrebbe comunque al di sotto del valore osservato nel 2014.

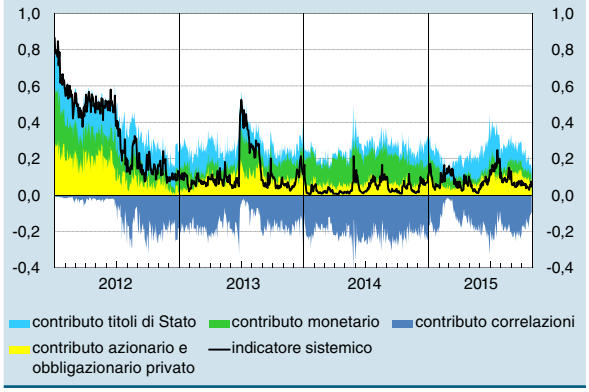
(3) Per la stima del MOL si utilizzano i tassi di crescita del valore aggiunto e del costo del lavoro; per la previsione degli oneri finanziari si impiegano i tassi di interesse sulle nuove erogazioni e i tassi di crescita dei debiti finanziari e bancari.

3 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Dopo le tensioni dei mesi estivi le condizioni di liquidità dei mercati finanziari italiani sono tornate distese (fig. 3.1). I recenti episodi di elevata volatilità riflettono verosimilmente anche cambiamenti strutturali in atto nei mercati. È aumentata l'avversione al rischio dei market maker, che hanno accentuato la tendenza a concentrare gli scambi sulle attività più liquide e limitato l'offerta dei loro servizi a una platea più ristretta di clienti (cfr. il riquadro: *L'evoluzione dell'attività di market making e la* resilience *del mercato MTS*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2014). Il crescente utilizzo di piattaforme elettroniche e il diffondersi di modalità di negoziazione automatiche ad alta frequenza tendono ad aumentare la volatilità infragiornaliera delle quotazioni.

Figura 3.1

Indicatore del rischio sistemico di liquidità dei mercati finanziari italiani (1)
(dati giornalieri; numero indice tra 0 e 1)



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

3.1 IL MERCATO MONETARIO E LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

Le condizioni sul mercato monetario restano distese

L'abbondante offerta di liquidità, alimentata anche dagli acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema, ha favorito la riduzione della dispersione dei tassi di interesse sui mercati monetari italiani; si sono ulteriormente compressi i differenziali con i corrispondenti tassi dell'area dell'euro. Gli scambi sul mercato pronti contro termine gestito da MTS spa si mantengono elevati; le transazioni non assistite da garanzie sul mercato e-MID e over-the-counter (OTC) rimangono sui valori minimi degli ultimi anni (fig. 3.2.a).

Sul mercato repo le banche italiane raccolgono fondi dall'estero a tassi negativi

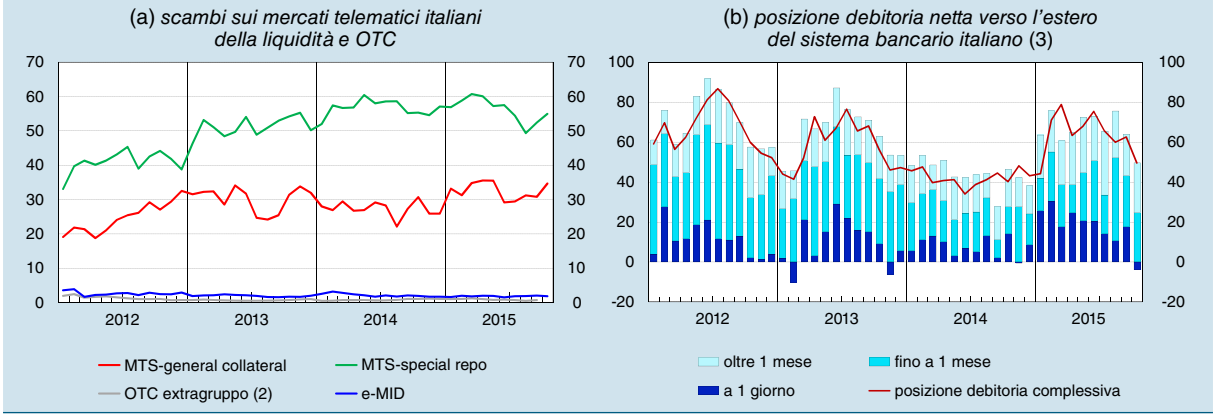
Nei mesi più recenti le banche italiane hanno diminuito l'indebitamento netto verso l'estero sul mercato MTS repo (fig. 3.2.b). Il livello dei tassi a breve termine, negativo per le scadenze fino a tre mesi e solo leggermente superiore a quello dei depositi presso l'Eurosistema (deposit facility), favorisce un progressivo allungamento della durata della raccolta.

Si allunga la durata media del rifinanziamento presso l'Eurosistema

Le controparti italiane stanno allungando la durata media del rifinanziamento presso l'Eurosistema: si riduce la quota delle operazioni a tre mesi, mentre quella delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a settembre 2018 ha superato i due terzi (fig. 3.3.a). Nelle operazioni mirate di giugno e settembre le controparti italiane hanno ottenuto fondi pari a un quarto della domanda totale (fig. 3.3.b).

Figura 3.2

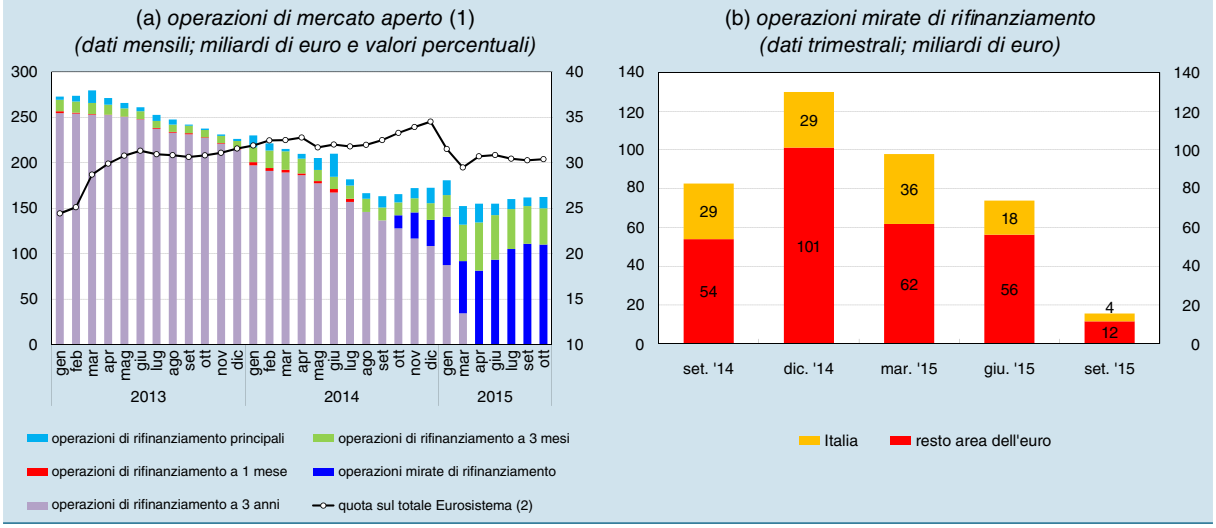
Scambi sul mercato monetario e posizione debitoria netta su MTS repo (1)
(dati mensili; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa, MTS spa, TARGET2-Banca d'Italia.
(1) Medie mensili di dati giornalieri. – (2) 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. – (3) La posizione debitoria netta è calcolata sul controvalore dei contratti in essere; dati di fine periodo per la disaggregazione per durata.

Figura 3.3

Ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti italiane



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Banca d'Italia.
(1) Medie di dati giornalieri nel periodo di mantenimento; la data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento. A partire da gennaio 2015 la durata dei periodi di mantenimento è stata estesa da 4 a 6 settimane. – (2) Scala di destra.

L'Eurosistema ha acquistato 63 miliardi di titoli pubblici italiani

L'obiettivo mensile di acquisti di 60 miliardi dell'Expanded Asset Purchase Programme è stato in media raggiunto. Fino al mese di ottobre sono stati acquistati 63 miliardi di titoli pubblici italiani, su 396 miliardi di titoli pubblici complessivamente acquistati dall'Eurosistema (Public Sector Purchase Programme); la scadenza media dei titoli pubblici italiani acquistati, pari a 9,0 anni dall'avvio del programma, a ottobre è stata di 9,3 anni (8,0 per l'Eurosistema). Le modalità di acquisto sono tali da non influenzare il normale funzionamento dei mercati secondari (cfr. il riquadro: *L'impatto del Public Sector Purchase Programme sul mercato dei titoli di Stato italiani*).

L'IMPATTO DEL PUBLIC SECTOR PURCHASE PROGRAMME SUL MERCATO DEI TITOLI DI STATO ITALIANI

Per evitare eventuali impatti negativi del Public Sector Purchase Programme sui mercati secondari, gli acquisti dell'Eurosistema sono stati distribuiti nel tempo e lungo tutta la curva delle scadenze; non sono stati inoltre acquistati titoli per i quali si registravano tensioni sul segmento special repo. Il prestito titoli della Banca d'Italia, avviato lo scorso maggio e affidato a un primario depositario internazionale, ha stabilito – nell'ambito delle linee guida dell'Eurosistema – condizioni di costo tali da rendere conveniente per gli operatori accedervi al manifestarsi di minime tensioni sui titoli (1).

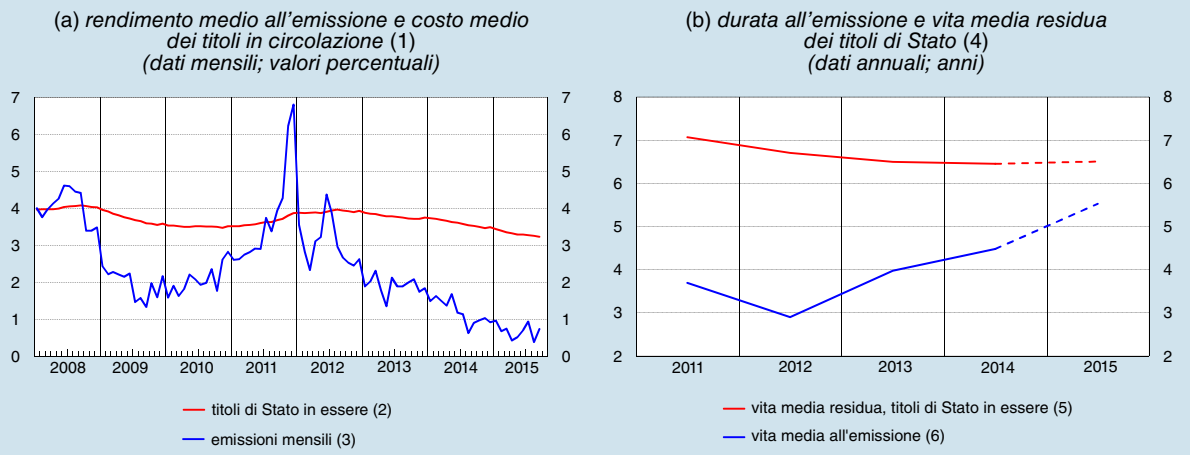
Nostre stime mostrano che il programma di acquisti non ha provocato distorsioni nel meccanismo di formazione dei prezzi sul mercato a pronti: gli errori di prezzo su MTS dei titoli acquistati in un dato giorno non presentano differenze significative con quelli dei titoli non acquistati (2). Il calo dei rendimenti tende a trasmettersi anche ai titoli non direttamente acquistati, senza generare effetti distorsivi fra le diverse scadenze.

Sul mercato dei pronti contro termine (MTS repo) gli scambi restano elevati e le variazioni dell'offerta netta di titoli di Stato dovute agli acquisti hanno avuto un effetto trascurabile sul costo medio delle operazioni: la differenza tra il tasso general collateral e il tasso special repo su analoga scadenza (specialness), principale indicatore della scarsità dei titoli, si è mantenuta da marzo a settembre su livelli molto contenuti, a circa sei punti base. In particolare il prestito titoli della Banca d'Italia ha contribuito a ridurre l'impatto proprio sui titoli per i quali il rischio di un aumento della specialness era maggiore. Anche per questa ragione, la percentuale di contratti non eseguiti nella data prevista per il regolamento (fails) è rimasta su livelli contenuti (cfr. il par. 3.4).

(1) Cfr. https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2015-01/cs-110515.pdf.
(2) Gli errori di prezzo sono le differenze tra i prezzi di mercato e i prezzi teorici calcolati con il metodo di Svensson (cfr. L.E.O. Svensson, *Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994*, NBER Working Paper, 4871, 1994).

Figura 3.4

Rendimenti e durata media dei titoli di Stato



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia.
(1) Collocamenti sul mercato interno di titoli di Stato non indicizzati. – (2) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese. – (3) Media ponderata dei tassi dei titoli di Stato collocati nel mese, per data di regolamento. – (4) Titoli di Stato collocati sul mercato interno. Il dato del 2015, indicato dalla linea tratteggiata, è rilevato alla fine di settembre. Il livello delle due serie differisce principalmente per l'ammontare dei BOT che, essendo rinnovati anche più volte l'anno, hanno un peso maggiore sulla serie delle emissioni. – (5) Valori di fine periodo ponderati per le consistenze in essere. – (6) Durata media delle emissioni nel periodo per data di regolamento, ponderata per le quantità emesse.

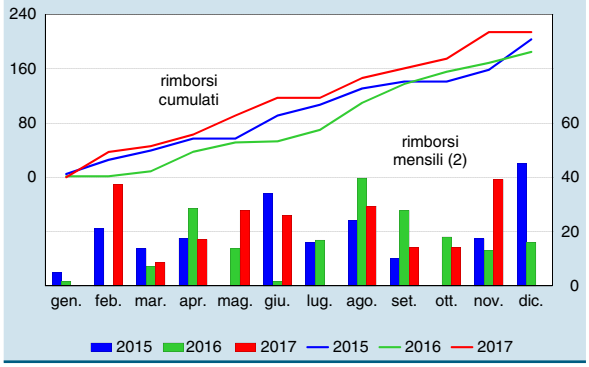
3.2 IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO

Le emissioni nette si riducono e i tassi sono storicamente molto bassi

La riduzione delle esigenze di finanziamento e l'elevata disponibilità di fondi sui propri conti hanno permesso al Tesoro di ridurre le emissioni nette di 9 miliardi nei primi nove mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2014. Il costo medio all'emissione si è mantenuto sotto l'1 per cento e ha toccato il minimo storico dello 0,4 per cento, consentendo una significativa riduzione del costo medio dei titoli in circolazione (3,2 per cento alla fine di settembre, da 3,6 di un anno prima; fig. 3.4.a). Alla fine di ottobre per la prima volta sono stati collocati titoli a tassi di interesse negativi.

Figura 3.5

Profilo dei rimborsi dei titoli di Stato a medio e a lungo termine (1)
(dati mensili; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia.
(1) 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. – (2) Scala di destra.

Torna ad aumentare la vita media residua

Il Tesoro ha tratto beneficio dalle favorevoli condizioni di mercato allungando la vita media dei nuovi collocamenti (fig. 3.4.b). La vita media residua dello stock di titoli in circolazione ha ripreso a crescere. L'ammontare dei titoli a medio e a lungo termine in scadenza nel 2016 è inferiore a quello di quest'anno (185 miliardi, a fronte di 203 nel 2015; fig. 3.5). Per ridurre gli elevati rimborsi previsti per il 2017, pari a 214 miliardi, dall'inizio dell'anno sono state già effettuate tre operazioni di concambio che hanno permesso di diminuire di 3 miliardi l'importo.

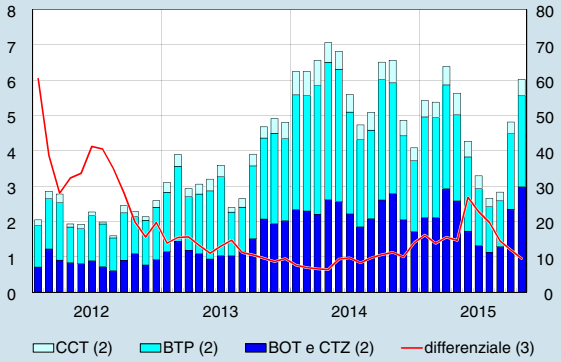
Sul mercato secondario migliorano i principali indicatori di liquidità

Da luglio la liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato è gradualmente migliorata, anche se gli scambi restano su livelli inferiori a quelli dello scorso anno sia sull'MTS sia su BondVision, mercato all'ingrosso rivolto alla clientela istitu-

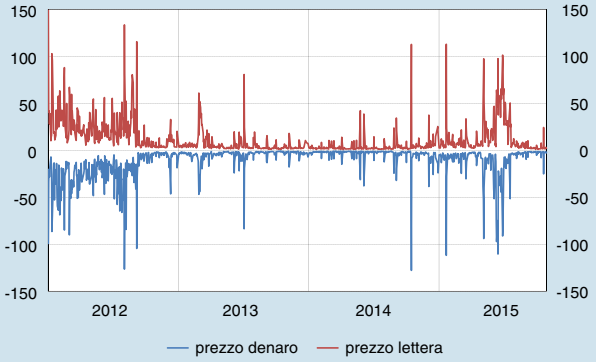
Figura 3.6

Indicatori di liquidità sui titoli di Stato italiani

(a) *differenziale denaro-lettera e scambi sull'MTS* (1)
(medie mensili di dati giornalieri; miliardi di euro e punti base)



(b) *impatto di ordini di importo elevato sui prezzi quotati sull'MTS* (4)
(dati giornalieri; punti base)

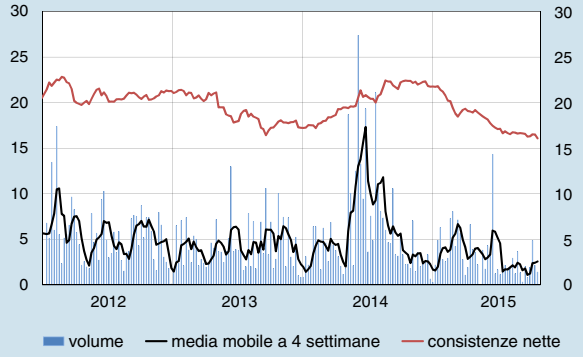


Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.
(1) Il differenziale è calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati sui BTP quotati sull'MTS durante l'intera giornata operativa. – (2) Scambi sull'MTS. – (3) Differenziale denaro-lettera; scala di destra. – (4) L'analisi è riferita al BTP benchmark decennale. Stima dell'impatto sui prezzi denaro e lettera dell'immissione nel book di negoziazione dell'MTS di un ipotetico ordine (di acquisto o vendita) di 50 milioni di euro.

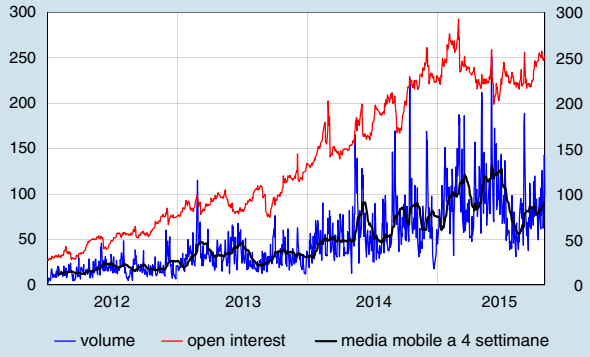
Figura 3.7

Mercati dei derivati sul debito sovrano

(a) *CDS Repubblica italiana: volumi e consistenze nette* (1)
(dati settimanali; miliardi di dollari)



(b) *futures sul BTP a 10 anni: volumi e open interest* (2)
(dati giornalieri; numero di contratti in migliaia)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC).
(1) Il dato sui volumi si riferisce alla "market risk transaction activity" secondo la terminologia DTCC (cfr. http://www.dtcc.com/repository-otc-data). – (2) L'open interest è dato dalla somma di tutti i contratti futures aperti a una certa data; i volumi sono calcolati sul contratto più scambiato nelle singole giornate di contrattazione.

zionale (fig. 3.6.a) (1). Il peggioramento della resilience (2) osservato nei mesi precedenti potrebbe tuttavia segnalare condizioni di liquidità del mercato strutturalmente più fragili (fig. 3.6.b; cfr. il riquadro: *Il recente andamento della liquidità dei titoli di Stato dell'area dell'euro* del capitolo 1).

Si riduce l'attività in CDS mentre resta sostenuta quella sul BTP futures

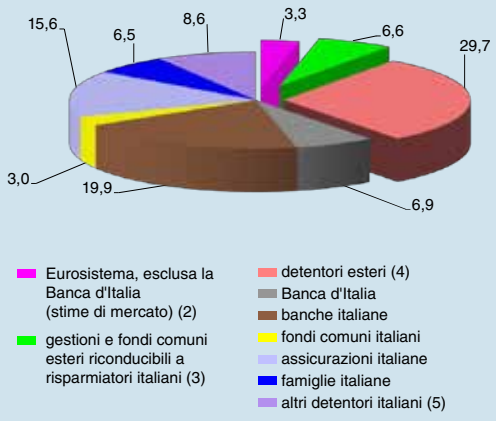
Al calo dello spread sui titoli di Stato (cfr. il par. 1.1) corrisponde anche una progressiva riduzione delle consistenze nette e degli scambi di credit default swap (CDS) sul debito sovrano italiano (fig. 3.7.a). Le negoziazioni sul mercato BTP futures restano invece sostenute, con effetti positivi sulla liquidità del mercato secondario dei BTP (fig. 3.7.b). La crescente interazione fra il mercato futures e quello cash può tuttavia contribuire alla trasmissione di shock di volatilità dal primo al secondo, con potenziali riflessi negativi sulle condizioni di liquidità del mercato secondario in situazioni di stress.

Scende la quota di titoli pubblici italiani detenuti direttamente dalle famiglie

Resta stabile e vicina al 30 per cento la quota dei titoli pubblici italiani detenuti da investitori esteri (fig. 3.8); nei primi sei mesi del 2015 si

Figura 3.8

Titoli pubblici italiani: ripartizione per categoria di detentore (1)
(giugno 2015; valori percentuali)



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. – (2) Stima, basata su fonti di mercato, dei titoli pubblici italiani detenuti dall'Eurosistema (al netto di quelli della Banca d'Italia) nell'ambito del Securities Markets Programme e del Public Sector Purchase Programme. – (3) Gestioni patrimoniali e fondi comuni amministrati da operatori esteri ma riferiti a risparmiatori italiani. Dati parzialmente stimati. – (4) Al netto dei titoli detenuti da gestioni e fondi comuni esteri riferiti a risparmiatori italiani e dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia). – (5) Include le società non finanziarie, i fondi pensione e altre tipologie di investitori.

(1) L'attività svolta dagli specialisti in titoli di Stato sulle piattaforme elettroniche e OTC è scesa di oltre il 20 per cento nei primi nove mesi del 2015 rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.
(2) La resilience è la capacità del mercato di assorbire ordini di dimensione elevata senza variazioni significative e durature dei prezzi.

è invece ridotta la quota detenuta direttamente dalle famiglie italiane e quella della Banca d'Italia ha raggiunto il 6,9 per cento (5,7 a fine 2014), soprattutto a seguito degli acquisti per conto dell'Eurosistema.

3.3 I MERCATI DELLE OBBLIGAZIONI PRIVATE E DELLE AZIONI

Si riduce la liquidità sul mercato obbligazionario privato

Il mercato delle obbligazioni private ha risentito degli episodi di elevata volatilità registrati negli ultimi mesi: da aprile a settembre il controvalore medio mensile degli scambi di obbligazioni private quotate sul mercato obbligazionario telematico (MOT) è stato di 800 milioni, inferiore del 12 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Si sono ridotte anche la dimensione media degli scambi e la resilience del mercato. Dall'inizio dell'anno il valore delle emissioni italiane è sceso del 14 per cento. Si sono ridotti sia gli scambi sul mercato dei CDS sul debito degli emittenti privati italiani sia, più di recente, i relativi premi.

I fattori internazionali hanno creato tensioni sui corsi azionari…

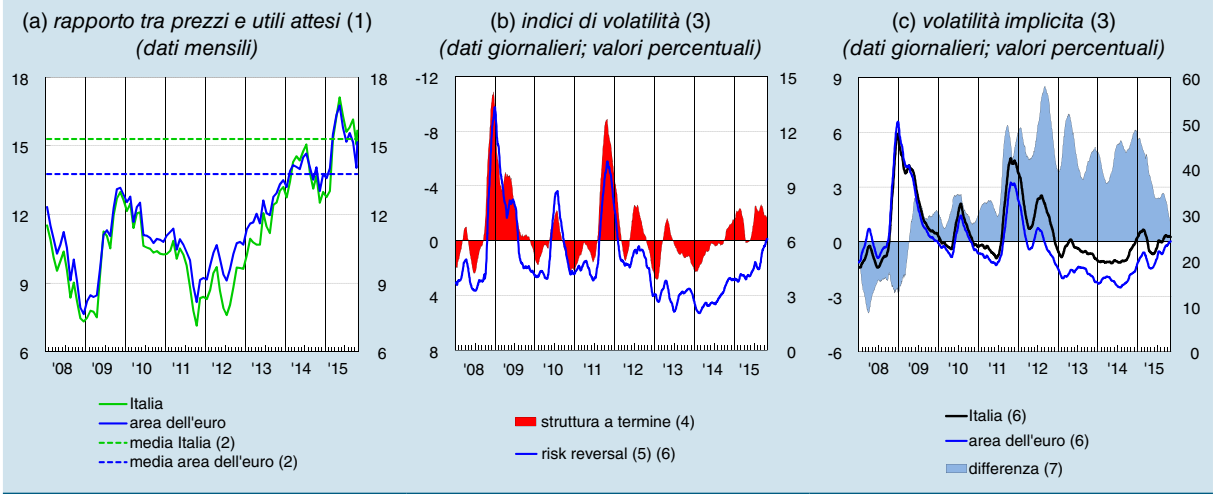
I corsi azionari italiani non mostrano segnali di sopravvalutazione: il rapporto tra prezzi delle azioni e utili attesi è prossimo al suo valore storico medio e in linea con quello dell'area dell'euro (fig. 3.9.a). Il calo dei corsi degli ultimi mesi si è accompagnato a una riduzione della liquidità del mercato: nel periodo giugno-settembre è peggiorata sia la resilience sia la dimensione media degli scambi sulle singole azioni.

…accrescendo temporaneamente la domanda di protezione

Le tensioni registrate sui mercati internazionali nei mesi scorsi hanno aumentato la domanda di protezione degli investitori contro il rischio di ulteriori forti ribassi dei corsi azionari, anche per i titoli italiani: sono aumentate la volatilità implicita e le misure di rischio estremo derivate dai prezzi di mercato delle opzioni (quali risk reversal e differenziale tra le volatilità implicite delle opzioni put a più breve scadenza e quelle di maggiore durata; figg. 3.9.b e 3.9.c). Più di recente le attese di nuovi interventi di politica monetaria hanno contribuito ad allentare le tensioni sui mercati. La graduale riduzione della differenza tra le volatilità implicite per il mercato italiano e per l'area dell'euro conferma che non sussistono rischi specifici per i titoli italiani.

Figura 3.9

Indicatori del mercato azionario



Fonte: I/B/E/S, Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Rapporto tra capitalizzazione di borsa dell'indice generale e utili attesi nei 12 mesi successivi, censiti dalla società I/B/E/S. – (2) Medie da febbraio 1987. – (3) Medie mobili a 60 giorni. – (4) Differenza delle volatilità implicite nei prezzi delle opzioni sull'indice del mercato azionario italiano aventi scadenza a 12 e 2 mesi. – (5) Risk reversal calcolato come differenza fra la volatilità implicita dei prezzi delle opzioni put e call aventi lo stesso rapporto incrementale rispetto al valore dell'indice del mercato azionario italiano (delta pari a 0,25) e pari scadenza (2 mesi). – (6) Scala di destra. – (7) Differenza fra le volatilità implicite nei prezzi delle opzioni sull'indice azionario italiano e dell'area dell'euro per opzioni con scadenza a 2 mesi.

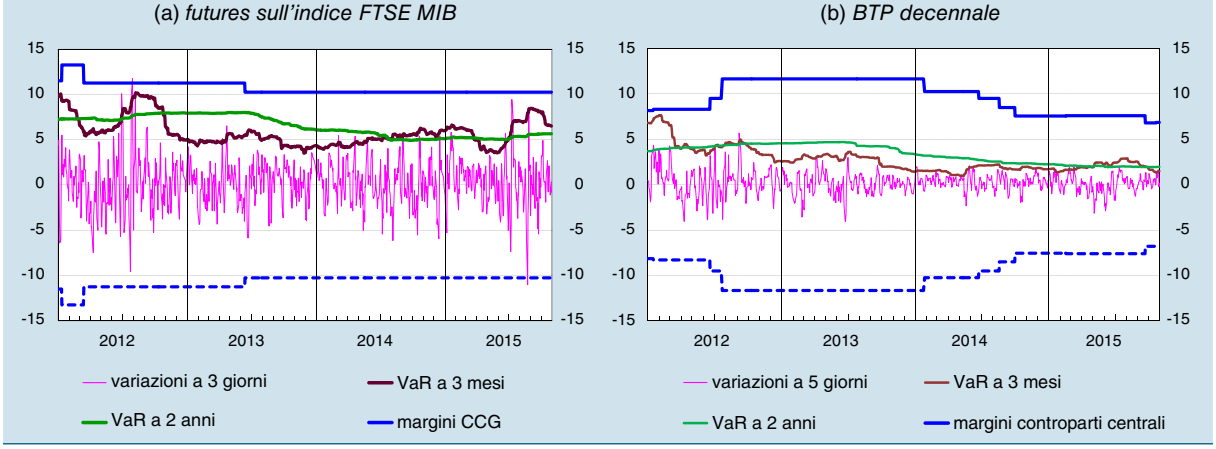
3.4 LE INFRASTRUTTURE DI MERCATO

I margini delle controparti centrali restano stabili in una fase di accresciuta volatilità

In linea con quanto richiesto dalle nuove regole introdotte in Europa (European Market Infrastructure Regulation), i modelli utilizzati dalle controparti centrali (central counterparty, CCP) per la determinazione dei margini attenuano gli effetti prociclici in caso di variazioni improvvise e temporanee della volatilità dei mercati (3). Nonostante le acute fasi di tensione dei mesi scorsi la Cassa di compensazione e garanzia (CCG) non ha aumentato i margini iniziali richiesti agli operatori per i contratti futures sull'indice FTSE MIB e per i titoli di Stato italiani (figg. 3.10.a e 3.10.b).

Figura 3.10

Margini applicati dalle CCP e volatilità degli strumenti finanziari (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



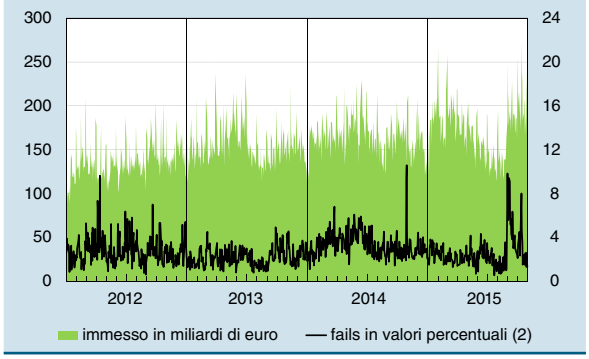
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Cassa di compensazione e garanzia spa.
(1) La volatilità è misurata dalle variazioni a 5 giorni del prezzo del BTP benchmark a 10 anni e dalle variazioni a 3 giorni dei futures sull'indice FTSE MIB. L'indicatore di Value at Risk (VaR) è calcolato con riferimento a un periodo di 3 mesi e di 2 anni con un intervallo di confidenza al 99 per cento. I margini unitari per i BTP sono quelli relativi alla classe di durata finanziaria 7-10 anni. La linea tratteggiata, speculare a quella dei margini, è riportata per mettere in evidenza l'adeguatezza del livello dei margini a fronte delle variazioni negative dei prezzi effettivamente registrate sul mercato.

La migrazione del sistema finanziario italiano a T2S è stata effettuata con successo

La migrazione della piazza finanziaria italiana alla nuova piattaforma di regolamento dei titoli TARGET2-Securities (T2S) è avvenuta alla fine di agosto, assicurando piena continuità operativa. La nuova piattaforma facilita gli scambi transfrontalieri di titoli e consente una migliore diversificazione dei rischi da parte degli investitori (cfr. il riquadro: *TARGET2-Securities e stabilità finanziaria*). Dopo una prima fase di fisiologico adeguamento alle nuove modalità operative, le operazioni immesse in T2S attraverso Monte Titoli non regolate alla data contrattualmente prevista (fails) si sono riportati su livelli prossimi alla media dei primi mesi dell'anno (fig. 3.11).

Figura 3.11

Sistemi di regolamento dei titoli (1)
(dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni su dati Monte Titoli spa.
(1) I dati si riferiscono al sistema di regolamento Express II fino al 28 agosto 2015 e a T2S dal 31 agosto 2015. – (2) Scala di destra.

(3) Nella determinazione dei margini unitari vengono infatti considerati orizzonti temporali (look-back period) molto lunghi (oltre dieci anni qualora disponibili), variazioni dei prezzi (holding period) fino a cinque giorni e livelli di copertura che vanno dal 99,0 al 99,9 per cento.

Il rischio di liquidità infragiornaliero delle banche italiane in TARGET2-Banca d'Italia resta su valori contenuti (4). Il passaggio a T2S non ha creato tensioni nella gestione infragiornaliera della liquidità delle banche italiane, grazie anche ai meccanismi di ottimizzazione e di autocollateralizzazione offerti dalla nuova piattaforma, nonché all'abbondante disponibilità di collaterale presso la Banca d'Italia.

TARGET2-SECURITIES E STABILITÀ FINANZIARIA

Con la migrazione a TARGET2-Securities (T2S), il depositario centrale italiano Monte Titoli ha affiancato quelli di Grecia, Malta, Romania e Svizzera (questi ultimi due paesi solo per l'operatività in euro), che avevano avviato l'operatività sulla nuova piattaforma lo scorso giugno. È prevista la partecipazione degli altri depositari europei entro febbraio del 2017.

La migrazione di Monte Titoli riveste particolare importanza sia per gli elevati volumi sia per l'utilizzo delle avanzate funzionalità messe a disposizione dalla piattaforma, non utilizzate dai depositari migrati in precedenza. Nel primo mese di operatività della piazza finanziaria italiana è stata regolata giornalmente in T2S una media di oltre 80.000 transazioni per un importo di quasi 183 miliardi di euro.

La possibilità di movimentare i titoli in Europa a valere su un unico conto permetterà agli intermediari di ottimizzare la gestione della liquidità e delle garanzie, aumentando la solidità del sistema. Risparmi in termini di liquidità e di collaterale deriveranno dalla possibilità offerta da T2S di regolare le transazioni utilizzando il credito infragiornaliero concesso automaticamente dalla propria banca centrale a fronte dei titoli disponibili nel conto dell'operatore o degli stessi titoli oggetto della transazione (autocollateralizzazione). La nuova piattaforma faciliterà inoltre gli scambi transfrontalieri di titoli, equiparando i loro costi a quelli degli scambi nazionali. T2S rispetta standard elevati al fine di ridurre drasticamente i rischi operativi derivanti dall'accentramento su un'unica piattaforma tecnologica dei diversi sistemi di regolamento titoli europei.

Il più elevato grado di integrazione dei mercati raggiunto con T2S – che sarà ulteriormente accresciuto dal completamento dell'armonizzazione delle attività di post-trading – faciliterà la concorrenza tra depositari centrali e favorirà una più efficiente allocazione dei capitali.

(4) Il rischio di liquidità infragiornaliero delle banche italiane in TARGET2-Banca d'Italia è misurato mediante il rapporto tra la massima esposizione netta debitoria di ciascun partecipante nel corso della giornata e la liquidità disponibile presso la Banca centrale a inizio giornata (cfr. il riquadro: *Il rischio di liquidità infragiornaliero in TARGET2-Banca d'Italia*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2011).

4 LE BANCHE

Il graduale miglioramento dell'economia si riflette sui bilanci delle banche italiane. La redditività, seppur ancora debole, mostra segni di ripresa grazie all'incremento dei ricavi da servizi e alla lieve riduzione delle rettifiche sui prestiti. Continua il rafforzamento del patrimonio. Nostre previsioni indicano un moderato aumento della redditività anche per il 2016. I rischi principali sono legati all'evoluzione del quadro macroeconomico (cfr. il par. 1.1): in assenza di un rafforzamento della crescita, si arresterebbe la tendenza al miglioramento della qualità del credito, i ricavi e gli utili ristagnerebbero a detrimento della capacità di autofinanziamento.

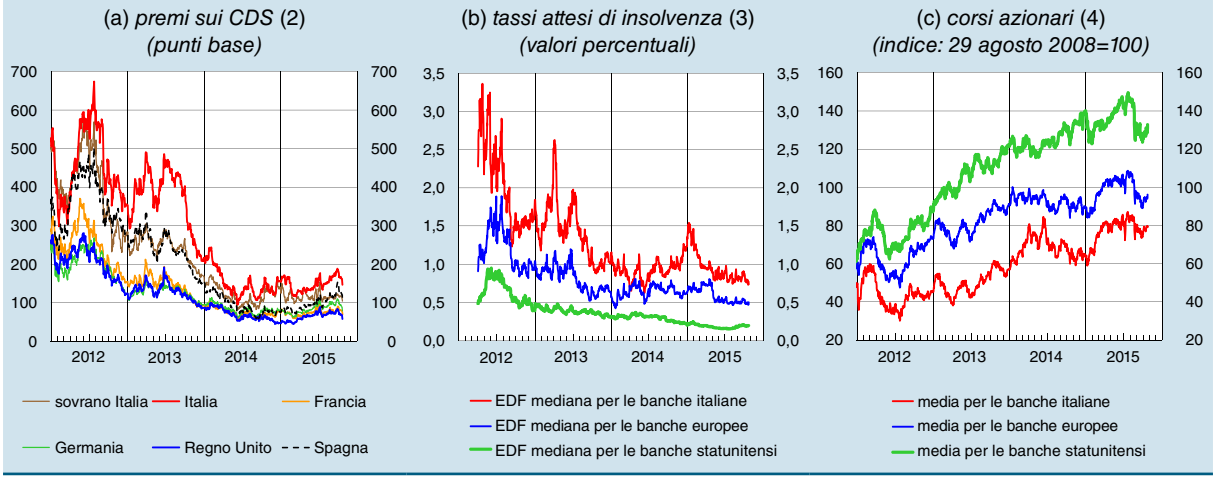
4.1 GLI INDICATORI DI MERCATO

Gli indicatori di mercato riflettono le tensioni internazionali

Dallo scorso aprile alcuni degli indicatori ricavati dai mercati sulla solidità delle principali banche europee e, tra queste, di quelle italiane sono peggiorati (fig. 4.1), in seguito alle incertezze connesse con la situazione della Grecia e, successivamente, al rallentamento dell'economia cinese. I corsi azionari sono diminuiti e la loro volatilità è aumentata. I premi sui credit default swap (CDS) sono lievemente

Figura 4.1

Banche quotate nel confronto internazionale (1)
(dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, FTSE, Thomson Reuters Datastream e Moody's KMV.
(1) Nel pannello (a) sono incluse le seguenti banche: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena; per la Francia, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole; per la Germania, Deutsche Bank, Commerzbank; per il Regno Unito, Barclays, Royal Bank of Scotland, HSBC, Lloyds; per la Spagna, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. Nei pannelli (b) e (c) i dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena; per l'Europa, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, Deutsche Bank, Commerzbank, ING, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, HSBC, Barclays, Royal Bank of Scotland, Lloyds, UBS, Credit Suisse; per gli Stati Uniti, Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America, Goldman Sachs, Morgan Stanley e Wells Fargo. – (2) Premi sui CDS a 5 anni. – (3) I tassi attesi di insolvenza (expected default frequencies, EDF), calcolati sulla base del prezzo e della volatilità dei titoli azionari degli intermediari cui si riferiscono, misurano la probabilità che il valore di mercato delle attività risulti inferiore a quello delle passività in un orizzonte di un anno. – (4) Le medie delle quotazioni azionarie sono calcolate facendo riferimento a indici di prezzo.

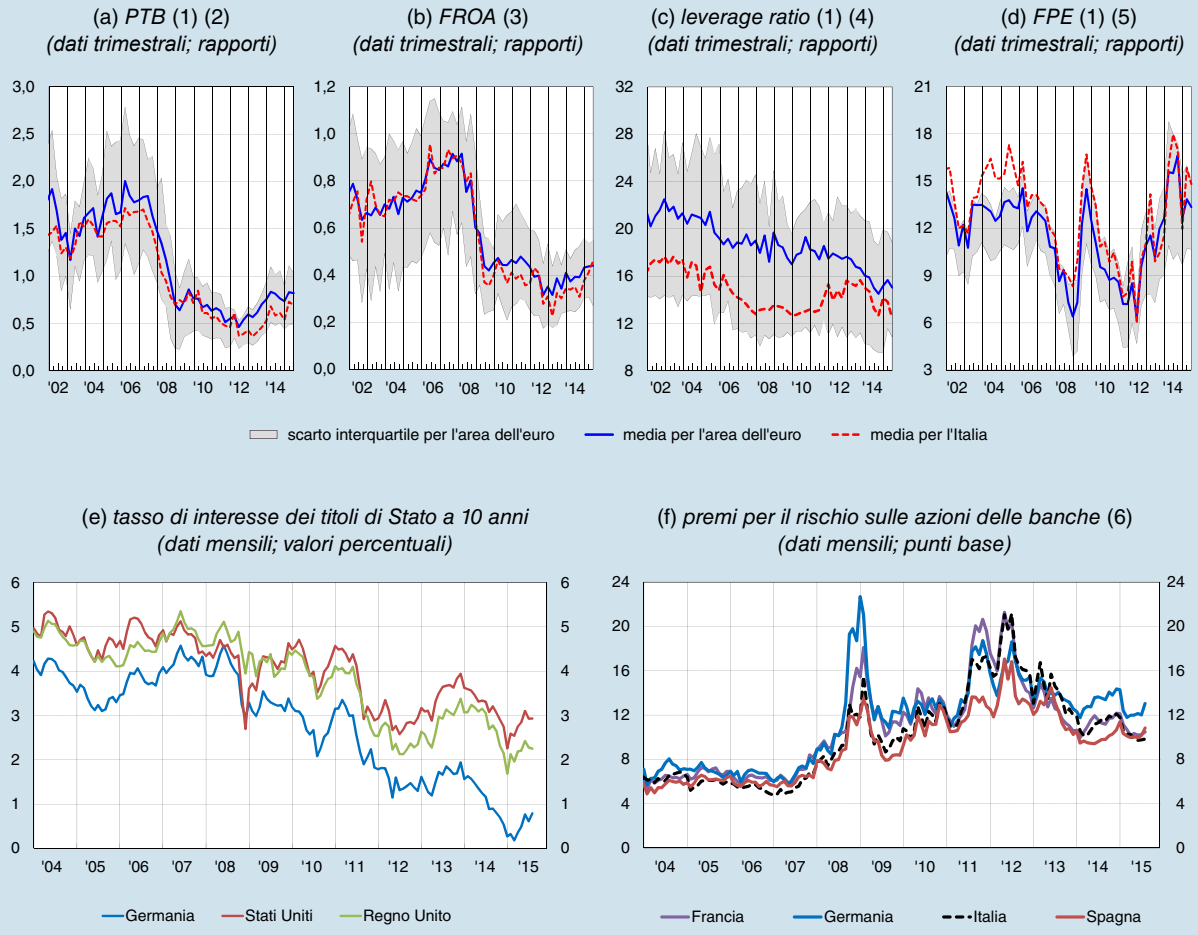
cresciuti (da 130 a 150 punti base per le banche italiane), risentendo del generale aumento dell'avversione al rischio degli operatori; i tassi attesi di insolvenza sono rimasti sostanzialmente stabili. Le quotazioni di borsa delle banche restano su valori contenuti principalmente a causa della bassa redditività degli intermediari (cfr. il riquadro: *Il basso livello delle quotazioni di borsa delle banche dell'area dell'euro*).

IL BASSO LIVELLO DELLE QUOTAZIONI DI BORSA DELLE BANCHE DELL'AREA DELL'EURO

Il rapporto tra la capitalizzazione di borsa e il valore contabile del patrimonio (price-to-book ratio, PTB) delle principali banche dell'area dell'euro è diminuito notevolmente durante la crisi finanziaria globale e da allora è rimasto su valori inferiori all'unità (figura, pannello a).

Figura

Maggiori banche quotate dell'area dell'euro: rapporti price-to-book e loro determinanti



Fonte: elaborazioni su dati Standard & Poor's Capital IQ, I/B/E/S e Thomson Reuters Datastream.
(1) Il campione include tutte le banche quotate dell'area dell'euro con attivi superiori a 10 miliardi di dollari alla fine del 2014. Tutti gli indicatori (medie semplici e scarti interquartili) sono calcolati dai dati relativi alle singole banche, winsorizzati al 1° e 99° percentile. – (2) Rapporto tra il corso azionario alla fine del trimestre e il valore contabile del capitale proprio per azione. – (3) Rapporto tra gli utili cumulati attesi per i 4 trimestri successivi e il totale dell'attivo, valutato ai valori di bilancio (l'indicatore è ottenuto come rapporto tra il PTB e il prodotto tra l'FPE e il leverage ratio). – (4) Rapporto tra totale dell'attivo e valore contabile del capitale proprio. – (5) Rapporto tra il corso azionario alla fine del trimestre e gli utili a un anno attesi per azione. – (6) Per ciascun paese considerato, media delle stime dei premi per il rischio sulle azioni bancarie ottenute con 4 diversi modelli di valutazione (CAPM, due diverse specificazioni di dividend discount models e cyclically adjusted price earnings ratio di Shiller). Le stime si riferiscono agli indici Morgan Stanley delle azioni delle banche quotate.

Il rapporto può essere scomposto in tre elementi (1): (a) il rapporto tra gli utili attesi e l'attivo di bilancio (forward return on assets ratio, FROA), che misura la capacità della banca di generare profitti; (b) il rapporto tra l'attivo di bilancio e il patrimonio contabile (leverage ratio); (c) il rapporto tra la capitalizzazione di borsa e gli utili attesi (forward price earnings ratio, FPE), che indica il valore attualmente attribuito dagli investitori al flusso di reddito futuro della banca. L'FPE dipende, per date attese sugli utili, dal tasso di sconto implicitamente utilizzato dagli investitori per attualizzare i flussi di cassa futuri. Quest'ultimo, a sua volta, può essere considerato la somma di un tasso di interesse privo di rischio (generalmente approssimato dai rendimenti dei titoli di Stato) e di un premio per il rischio.

Il forte calo del PTB registrato tra il terzo trimestre del 2007, quando cominciò la crisi finanziaria, e l'ultimo del 2008, contrassegnato dal fallimento della banca di investimento statunitense Lehman Brothers, fu dovuto principalmente alla riduzione delle aspettative sugli utili delle banche misurate dal FROA (figura, pannello b). In quella fase i corsi azionari furono sospinti al ribasso anche dall'innalzamento dei premi per il rischio richiesti dagli investitori per la detenzione delle azioni bancarie (figura, pannello f). Negli anni successivi si è anche intensificato l'effetto negativo sul PTB riveniente dal leverage ratio (figura, pannello c), dovuto alla politica delle banche di ridimensionamento degli attivi. Dall'estate del 2012 (il punto di svolta nella crisi del debito sovrano dell'area dell'euro, che colpì duramente i sistemi bancari nazionali) le quotazioni azionarie delle banche hanno invece trovato sostegno nella graduale risalita dell'FPE (figura, pannello d) dovuta sia al calo dei tassi di interesse sui titoli di Stato (figura, pannello e), sia alla discesa dei premi per il rischio sulle azioni bancarie (figura, pannello f). Questi ultimi si mantengono tuttavia su valori significativamente più elevati di quelli prevalenti prima della crisi finanziaria globale.

Nel complesso l'attuale basso livello dei corsi azionari delle banche dell'area dell'euro riflette prevalentemente le attese di una crescita assai contenuta degli utili e premi per il rischio ancora elevati.

(1) Il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e il suo valore contabile (PTB) può essere definito come il prodotto di tre componenti: PTB = FROA × leverage ratio × FPE, dove FROA è il rapporto tra gli utili attesi (a un anno) e il totale dell'attivo, leverage ratio il rapporto tra il totale dell'attivo e il valore contabile del capitale proprio e FPE indica il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e gli utili attesi (a un anno) per azione.

4.2 I RISCHI DELL'ATTIVO

Il credito

Aumenta il credito ai clienti meno rischiosi…

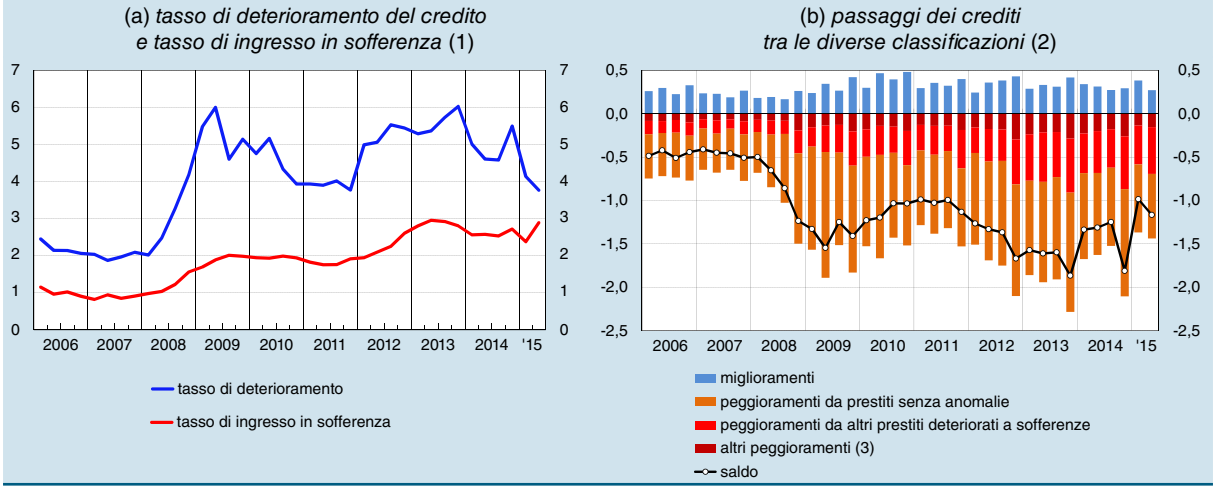
Il miglioramento dell'economia italiana alimenta la domanda di nuovi prestiti da parte delle famiglie e delle imprese, consentendo alle banche, seppure con politiche di offerta ancora improntate a prudenza, di aumentare i finanziamenti. Le consistenze dei prestiti alle famiglie sono tornate a crescere dal mese di giugno; il calo di quelle alle imprese è circoscritto ai segmenti più rischiosi della clientela (cfr. il par. 2.2).

…e si attenua la crescita dei prestiti deteriorati

Si attenua il peggioramento della qualità del credito: il tasso di deterioramento si è riportato, nel secondo trimestre, sui livelli della fine del 2010 (3,8 per cento, a fronte di un massimo del 6,0 per cento alla fine del 2013), prima dell'inasprimento della recessione dovuto alla crisi del debito sovrano (fig. 4.2.a). L'incremento del tasso di ingresso in sofferenza registrato nello stesso periodo è riconducibile principalmente alla riclassificazione di prestiti già deteriorati (fig. 4.2.b); informazioni preliminari indicano che i flussi di nuove sofferenze sono diminuiti nel terzo trimestre. Nostre stime,

Figura 4.2

Indicatori della qualità del credito
(valori percentuali)

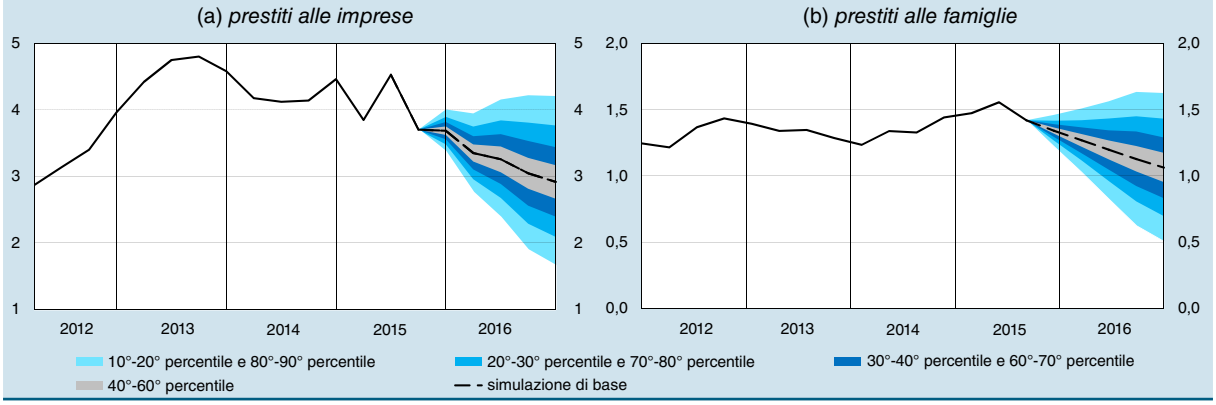


Fonte: Centrale dei rischi.
(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati e di sofferenze rettificate in rapporto alle consistenze dei prestiti, al netto di tali poste alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, ove presente. – (2) Dati a fine trimestre. L'indice considera i passaggi dei prestiti tra le diverse classificazioni del credito 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. – (3) Peggioramenti da scaduti ad altri prestiti deteriorati e cancellazioni con perdita.

coerenti con le previsioni sull'evoluzione dell'economia, indicano che la riduzione del tasso di ingresso in sofferenza proseguirebbe anche nel 2016 (1). Per le famiglie l'indicatore alla fine del prossimo anno ritornerebbe su valori di poco superiori a quelli del periodo precedente la crisi (0,9 per cento nella media del periodo 2005-08); per le imprese la riduzione prevista riporterebbe il tasso di ingresso in sofferenza sotto il 3 per cento alla fine del 2016, oltre un punto e mezzo percentuale in meno rispetto ai valori medi osservati nel biennio 2013-14 (fig. 4.3).

Figura 4.3

Tasso di ingresso in sofferenza: proiezioni (1)
(valori percentuali; medie mobili su 4 trimestri)



(1) Flusso trimestrale di sofferenze rettificate in rapporto alle consistenze dei prestiti alla fine del trimestre precedente al netto delle sofferenze rettificate. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente. La distribuzione di probabilità delle proiezioni, rappresentata graficamente per classi di percentili, consente di valutare la dimensione dei rischi che caratterizzano la previsione di base.

(1) Nello scenario ipotizzato l'attività economica si rafforzerebbe progressivamente nel corso del 2016; vi contribuirebbero l'accelerazione della domanda interna e la graduale ripresa di quella estera. I tassi di interesse rimarrebbero sui bassi livelli attuali con un aumento molto moderato della pendenza della curva dei rendimenti.

Tavola 4.1

Qualità del credito: importi, incidenze dei crediti deteriorati e tassi di copertura (1)

(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2015)

	Primi 5 gruppi			Banche grandi			Banche piccole			Banche minori			Totale sistema		
	ammontare	composizione percentuale	tasso di copertura	ammontare	composizione percentuale	tasso di copertura	ammontare	composizione percentuale	tasso di copertura	ammontare	composizione percentuale	tasso di copertura	ammontare	composizione percentuale	tasso di copertura
Crediti verso clientela:	**1.240**	**100,0**	**9,0**	**434**	**100,0**	**7,5**	**156**	**100,0**	**9,2**	**178**	**100,0**	**7,4**	**2.008**	**100,0**	**8,6**
in bonis	1.013	81,6	0,6	360	83,1	0,6	128	81,9	0,7	146	81,9	0,6	1.646	82,0	0,6
deteriorati (2)	228	18,4	46,1	73	16,9	41,7	28	18,1	47,8	32	18,1	38,2	361	18,0	44,7
sofferenze	133	10,8	59,3	39	9,0	57,4	17	11,0	62,0	17	9,5	53,8	207	10,3	58,7
deteriorati diversi da sofferenze	94	7,6	27,6	34	7,9	23,7	11	7,1	25,8	15	8,6	20,9	155	7,7	25,9

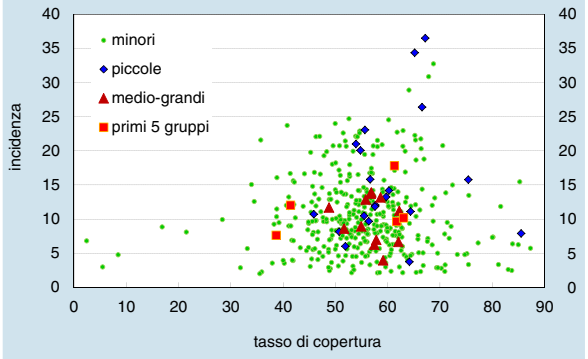
Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari, individuali per il resto del sistema.
(1) I valori sono al lordo delle corrispondenti svalutazioni. Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. Nel caso dei 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 2015 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre 2008. Primi 5 gruppi: banche appartenenti ai gruppi UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, UBI Banca, Banco Popolare. Le categorie "grandi", "piccole" e "minori" comprendono banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati, nell'ordine, superiori a 21,5 miliardi di euro, compresi tra 3,6 e 21,5 miliardi, inferiori a 3,6 miliardi. Sono escluse le filiali di banche estere. Il totale può non corrispondere alla somma delle componenti a causa degli arrotondamenti. La composizione percentuale è calcolata sulla base degli importi espressi in milioni di euro. I dati sono provvisori. – (2) A partire da gennaio 2015 è in vigore una nuova definizione di crediti deteriorati armonizzata a livello europeo. Per una descrizione delle sottoclassi che compongono il totale dei crediti deteriorati cfr. il 7° aggiornamento del 20 gennaio 2015 della circolare della Banca d'Italia n. 272/2008 (Matrice dei conti).

Secondo gli ultimi dati disponibili, consolidati a livello di gruppo bancario e riferiti alla fine dello scorso giugno, il peso dei crediti deteriorati lordi sul totale dei crediti verso la clientela è pari al 18,0 per cento (tav. 4.1), in leggero aumento rispetto a dicembre del 2014 (17,8); l'incidenza delle sole sofferenze è pari al 10,3 per cento. Non si osservano differenze sistematiche tra le banche in ragione della loro dimensione (fig. 4.4).

Figura 4.4

Incidenza e tassi di copertura delle sofferenze delle banche e dei gruppi bancari (1)

(valori percentuali; dati al 30 giugno 2015)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) L'incidenza è il rapporto tra le sofferenze e il complesso dei prestiti, entrambi al lordo delle svalutazioni; il tasso di copertura è il rapporto tra la consistenza delle svalutazioni e quella dei prestiti in sofferenza lordi. Per la suddivisione in classi dimensionali cfr. la nota alla tav. 4.1. Sono escluse le banche e i gruppi con incidenze inferiori al 2 per cento e/o tassi di copertura superiori al 90 per cento; al complesso delle banche escluse è riconducibile solo l'1 per cento delle sofferenze totali.

I tassi di copertura sono stabili

Il rapporto tra le rettifiche e l'ammontare lordo delle esposizioni deteriorate (tasso di copertura) è rimasto pressoché stabile al 44,7 per cento (tav. 4.1). Risulta più basso per le banche di minore dimensione, in prevalenza di credito cooperativo, anche per effetto del peso più elevato delle garanzie sui prestiti (79,8 per cento a fronte di una media di sistema del 66,5).

Il mercato italiano dei crediti deteriorati stenta a svilupparsi

Al rallentamento dei flussi non corrisponde ancora una riduzione della consistenza dei prestiti deteriorati per le difficoltà a riavviare un mercato secondario. Le recenti riforme in materia di procedure di recupero dei crediti e di deducibilità fiscale delle svalutazioni e delle perdite su crediti potrebbero accelerare la chiusura delle posizioni in contenzioso (cfr. il riquadro: *Le recenti misure in tema di procedure di recupero dei crediti e di deducibilità fiscale di svalutazioni e perdite su crediti*).

LE RECENTI MISURE IN TEMA DI PROCEDURE DI RECUPERO DEI CREDITI E DI DEDUCIBILITÀ FISCALE DI SVALUTAZIONI E PERDITE SU CREDITI

La legge 6 agosto 2015, n. 132 ha introdotto numerose modifiche alla legge fallimentare e al Codice di procedura civile, volte a ridurre i tempi e ad aumentare l'efficacia delle procedure fallimentari ed esecutive. Ha inoltre previsto l'integrale e immediata deducibilità fiscale delle svalutazioni e delle perdite su crediti. L'obiettivo della riforma è rimuovere gli ostacoli di natura giuridica e fiscale che contribuiscono a frenare lo sviluppo in Italia di un mercato dei crediti deteriorati, favorendo così una gestione più efficiente del contenzioso (1).

Gli interventi sulla legge fallimentare sono indirizzati prevalentemente agli strumenti convenzionali di risoluzione delle crisi di impresa, quali il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione. Nel concordato preventivo sono stati introdotti incentivi per favorire la ristrutturazione del debito in alternativa alla liquidazione del patrimonio del debitore e, nel contempo, per aumentare il tasso di recupero dei creditori. Questi ultimi potranno presentare piani concorrenti a quello del debitore e, nel caso in cui sia prevista la cessione dell'azienda o di un suo ramo, il giudice ha l'obbligo di considerare il numero più ampio possibile di potenziali acquirenti.

La riforma introduce un nuovo modello di accordo per le imprese i cui debiti verso banche e altri intermediari finanziari siano pari ad almeno il 50 per cento delle passività complessive. Un accordo concluso con il consenso di creditori che rappresentino almeno il 75 per cento dei debiti finanziari sarà vincolante anche per il resto delle banche e degli altri intermediari finanziari. La nuova tipologia consente di prevenire comportamenti opportunistici dei creditori di minoranza. Altri emendamenti alla legge fallimentare mirano ad accrescere la trasparenza delle procedure e a contenerne la durata.

Le modifiche al Codice di procedura civile semplificano i procedimenti giudiziari di vendita forzata e ne riducono i tempi. Gli interventi più rilevanti riguardano l'obbligo per il giudice di delegare a professionisti (notai, avvocati, commercialisti) gli adempimenti connessi con la vendita forzata dei beni pignorati. Le offerte possono essere accettate anche a un prezzo inferiore al valore di stima (in misura non superiore a un quarto); viene incentivata l'assegnazione dei beni pignorati ai creditori. Il regime telematico di pubblicità delle vendite sostituisce integralmente il precedente sistema cartaceo. La creazione di un portale gestito dal Ministero della Giustizia accrescerà la trasparenza delle vendite giudiziarie e quindi il tasso di efficacia del processo, garantendo una migliore tutela dei creditori e dei debitori.

Ci si attende che le misure intraprese riducano i tempi delle procedure fallimentari da oltre sei anni a un intervallo compreso tra tre e cinque anni e quelli delle procedure esecutive da quattro a tre. La loro efficacia dipenderà anche da fattori di natura organizzativa e gestionale connessi con l'applicazione delle nuove norme da parte dell'Autorità giudiziaria, delle banche e degli altri intermediari finanziari. L'assenza di statistiche ufficiali sulla durata delle procedure renderà difficoltosa una valutazione tempestiva dei risultati.

È stato rivisto infine il regime fiscale delle perdite su crediti delle banche. In particolare le nuove svalutazioni (write-downs) e le perdite su crediti (write-offs) saranno interamente e immediatamente deducibili a fini fiscali (nel precedente regime erano deducibili in cinque anni). Di conseguenza l'ammontare delle attività per imposte anticipate (deferred tax assets, DTA) iscritte in bilancio dalle

(1) Per una più dettagliata disamina della riforma, cfr. M. Marcucci, A. Pischedda e V. Profeta, *The changes of the Italian insolvency and foreclosure regulation adopted in 2015*, Banca d'Italia, Notes on Financial Stability and Supervision, 2, 2015.

banche si ridurrà gradualmente. L'intervento legislativo ha rimosso uno svantaggio competitivo per le banche italiane nel confronto internazionale, ha reso per loro meno onerosa l'adozione di politiche di valutazione dei crediti più prudenti e ha eliminato l'onere implicito del prestito forzoso concesso all'erario a causa della rateizzazione.

Nel triennio 2012-14 le banche italiane hanno ceduto o cartolarizzato sofferenze per circa 11 miliardi (pari, in ragione d'anno, al 2 per cento dello stock medio di sofferenze in essere). Le cessioni sono state di importo limitato anche nei primi nove mesi del 2015 (circa 2 miliardi) ed effettuate dai maggiori gruppi e dalle banche estere operanti in Italia. Gli stimoli che deriveranno dalle riforme potrebbero non essere sufficienti a riavviare il mercato. La costituzione di una società specializzata che acquisti e gestisca attivi deteriorati operando a condizioni di mercato potrebbe fungere da catalizzatore delle iniziative private (cfr. il riquadro: *Una società specializzata per l'acquisto delle sofferenze delle banche italiane*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015).

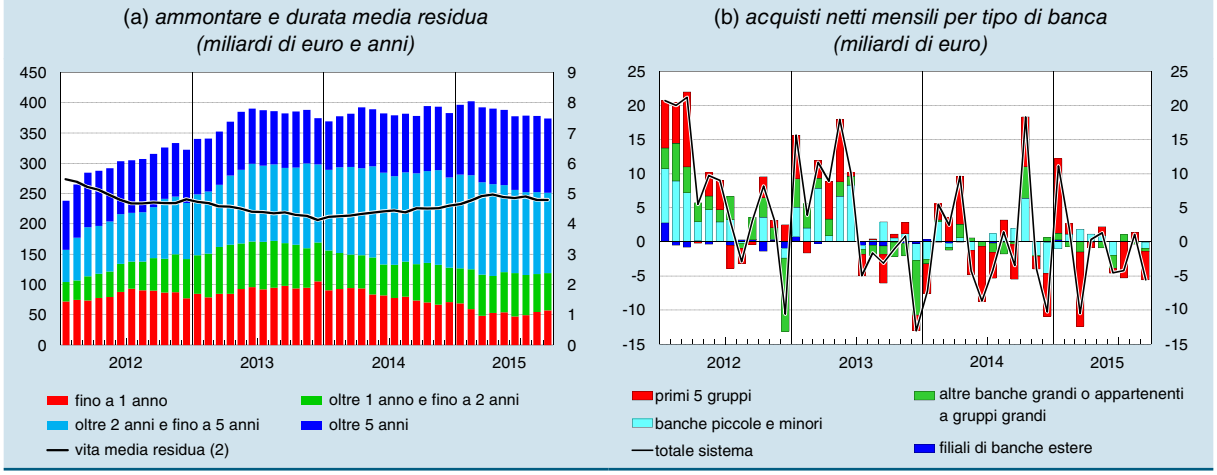
Le esposizioni al rischio sovrano nell'area dell'euro e le attività sull'estero

Cresce l'esposizione verso gli altri paesi dell'area dell'euro

Alla fine di settembre l'ammontare dei titoli pubblici italiani detenuti dalle banche era pari a 374 miliardi (fig. 4.5), il 10,5 per cento del totale dell'attivo, in diminuzione di 9 miliardi rispetto alla fine del 2014. Il calo riflette una tendenza comune alle banche dell'area dell'euro, che nei primi nove mesi dell'anno hanno ridotto di 32 miliardi il portafoglio di titoli pubblici emessi dai rispettivi paesi di residenza. Sono invece in crescita gli investimenti delle banche italiane in titoli di Stato emessi in altri paesi dell'area dell'euro, in particolare in Spagna (acquisti netti di titoli per 13 miliardi), in Francia (6 miliardi) e in Germania (5 miliardi). L'esposizione complessiva verso i paesi dell'area dell'euro è di conseguenza cresciuta del 15,2 per cento rispetto alla fine dello scorso anno (tav. 4.2), ma rimane contenuta in percentuale del totale dell'attivo (intorno al 13 per cento). L'esposizione verso l'Europa centrale e orientale è aumentata del 4,4 per cento; quella diretta a Russia e a Ucraina è scesa a poco più di 20 miliardi (-3,9 per cento rispetto alla fine del 2014).

Figura 4.5

Investimenti delle banche in titoli pubblici (1)
(dati mensili)



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.

Tavola 4.2

Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri con dettaglio per settore e residenza di controparte (1)

(miliardi di euro; giugno 2015)

PAESI/AREE	Settore pubblico	Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	Variazione percentuale del totale rispetto al precedente semestre	In percentuale del totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2)
Europa	**144,4**	**97,6**	**75,7**	**296,8**	**614,4**	**11,6**	**6,3**
Area dell'euro	102,2	72,5	54,9	180,7	410,3	15,2	8,3
Germania	42,0	25,8	26,6	83,0	177,3	15,5	14,4
Austria	17,6	8,4	1,5	50,6	78,1	0,1	40,3
Francia	12,4	14,0	3,0	10,4	39,7	30,2	3,9
Lussemburgo	0,3	2,8	11,7	3,7	18,5	1,4	4,2
Spagna	19,2	12,2	1,8	5,2	38,5	78,3	9,7
Paesi Bassi	1,4	4,5	4,4	6,4	16,8	2,7	3,3
Irlanda	0,4	0,8	4,4	0,8	6,4	10,1	2,0
Portogallo	0,5	1,4	0,2	0,8	2,9	-4,9	2,8
Grecia	0,1	0,1	0,0	0,5	0,7	-36,6	3,8
Altri (3)	8,3	2,6	1,3	19,2	31,3	0,0	4,6
Area CEE (4)	**45,3**	**9,6**	**4,6**	**114,0**	**173,5**	**4,4**	**15,9**
di cui: Polonia	11,5	0,7	2,7	26,0	40,9	8,3	16,9
Croazia	7,8	0,2	0,2	14,9	23,1	1,0	46,5
Slovacchia	2,8	0,2	0,4	12,6	16,0	5,7	27,2
Ungheria	4,8	0,5	0,2	8,3	13,8	-4,0	22,6
Russia	1,1	1,3	0,4	14,2	17,0	-4,1	13,7
Ucraina	0,1	0,0	0,0	2,9	3,0	-1,6	25,8
Resto del mondo	**24,0**	**14,4**	**9,4**	**23,2**	**71,0**	**8,8**	**0,6**
Paesi sviluppati	11,9	7,2	7,9	8,7	35,8	24,2	0,5
di cui: Stati Uniti d'America	9,0	5,6	7,4	5,9	27,9	22,3	0,5
Paesi in via di sviluppo	12,0	6,7	0,4	9,5	28,6	0,4	0,8
di cui: Egitto	2,2	0,2	0,0	2,9	5,4	8,8	22,6
Centri offshore	0,2	0,4	1,1	4,9	6,6	-15,8	0,3

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 2015, segnalate alla BRI da un ampio gruppo di intermediari internazionali. – (3) La voce include: Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Malta, Lettonia, Lituania, Slovacchia e Slovenia. – (4) L'area CEE include: Albania, Armenia, Azerbaigian, Bielorussia, Bosnia Erzegovina, Bulgaria, Croazia, Estonia, Georgia, Kazakistan, Kirghizistan, Kosovo, Lettonia, Lituania, Macedonia, Moldavia, Montenegro, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Serbia, Slovacchia, Slovenia, Tagikistan, Turchia, Turkmenistan, Ucraina, Ungheria, Uzbekistan. Fra questi, i paesi europei o appartenenti all'area dell'euro sono considerati anche nelle esposizioni relative a Europa e area dell'euro.

4.3 I RISCHI DI RIFINANZIAMENTO E DI LIQUIDITÀ

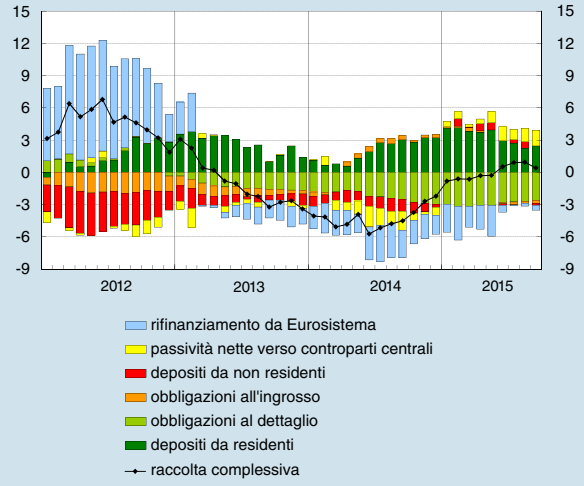
Le condizioni di raccolta sono stabili

Le condizioni alle quali le banche raccolgono fondi si mantengono favorevoli: a settembre la provvista totale è cresciuta, su base annua, dello 0,4 per cento (fig. 4.6.a) e il suo costo è ulteriormente diminuito (allo 0,7 per cento, dallo 0,9 alla fine del 2014). È proseguita la sostituzione delle obbligazioni sottoscritte dalle famiglie con depositi (fig. 4.6.b). La stabilità della raccolta al dettaglio e la dinamica ancora contenuta del credito permettono di mantenere il funding gap su livelli storicamente bassi (10,1 per cento in settembre). La crescita della provvista all'ingrosso, registrata all'inizio del 2015, si è attenuata nei mesi più recenti (cfr. il par. 3.1).

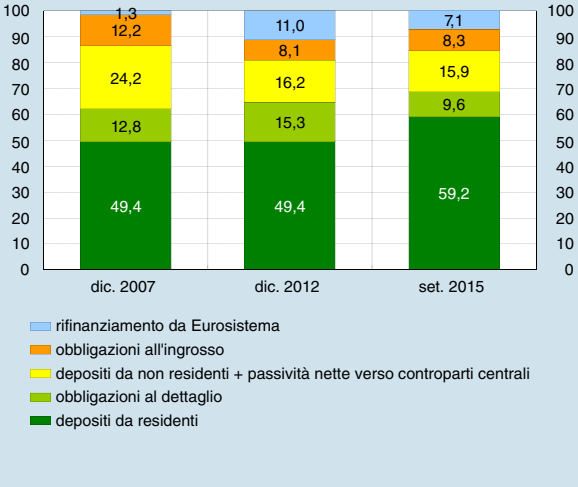
Figura 4.6

Raccolta bancaria (1)

(a) *contributi delle diverse componenti (valori percentuali e variazioni percentuali sui 12 mesi)*



(b) *quote delle diverse componenti a varie date (valori percentuali)*



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

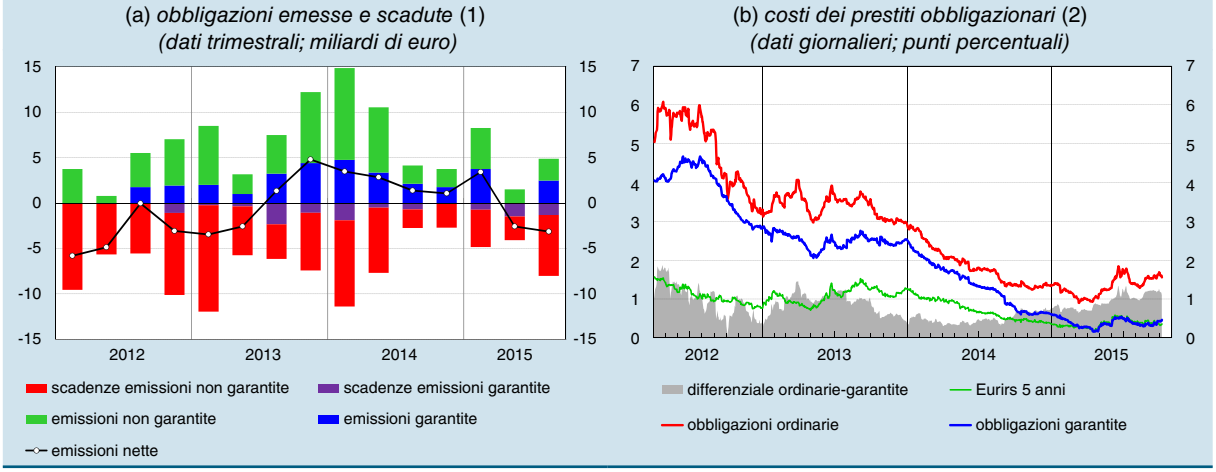
Sono in calo le emissioni nette sui mercati obbligazionari

Nel secondo e terzo trimestre del 2015 le emissioni nette di obbligazioni non garantite delle banche italiane sono state negative per quasi 6 miliardi, mentre i collocamenti netti di covered bond sono stati pressoché nulli (fig. 4.7.a). La contrazione delle emissioni di obbligazioni non garantite ha riguardato anche gli altri principali paesi europei e si è associata a un aumento dei rendimenti, in Italia e negli altri paesi, di circa 60 punti base sulla scadenza a cinque anni (fig. 4.7.b). Il calo delle quantità potrebbe riflettere l'aumento del costo delle emissioni e l'inclusione di questa categoria di titoli tra le passività utilizzabili per un eventuale bail-in, come previsto dalla nuova disciplina sulle crisi bancarie che in Italia sarà in vigore all'inizio del 2016 (cfr. il riquadro: *La nuova disciplina sulle crisi bancarie: il recepimento della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche*).

Le obbligazioni garantite hanno invece continuato a beneficiare degli acquisti dell'Eurosistema (nell'ambito del Covered Bond Purchase Programme 3). Lo scorso ottobre è entrata inoltre in vigore la normativa sul requisito di liquidità a breve termine (liquidity coverage ratio, LCR), che considera le obbligazioni garantite – a differenza di quelle non garantite – come attività idonee a soddisfare tale requisito. Il differenziale tra i rendimenti delle due categorie di titoli è salito di oltre 45 punti base sia per le banche europee sia per quelle italiane, portandosi sui livelli massimi degli ultimi due anni (fig. 4.7.b).

Figura 4.7

Obbligazioni bancarie



Fonte: Dealogic e Bloomberg.
(1) Emissioni di titoli di banche italiane sui mercati internazionali con taglio superiore a 200 milioni di euro. Non sono incluse le emissioni trattenute in bilancio, quelle destinate al mercato al dettaglio, quelle di controllate estere di banche italiane e quelle di controllate italiane di gruppi esteri. – (2) Rendimenti a scadenza di titoli di banche italiane con vita residua pari a 5 anni.

LA NUOVA DISCIPLINA SULLE CRISI BANCARIE: IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA SUL RISANAMENTO E LA RISOLUZIONE DELLE BANCHE

La direttiva europea sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD), attualmente in fase di recepimento in Italia, si inserisce tra le riforme promosse a livello internazionale a seguito della crisi finanziaria, con l'obiettivo di ridurre i costi per la collettività dei dissesti bancari. La nuova disciplina si basa sul principio generale secondo il quale i costi della crisi devono essere sostenuti in primo luogo dagli azionisti e dai creditori, che in questo modo avranno forti incentivi a controllare i rischi assunti dalle banche. Per gli intermediari il cui dissesto avrebbe effetti rilevanti sulla stabilità del sistema finanziario (intermediari sistemici) viene rimossa la garanzia pubblica implicita sulle loro passività.

Le autorità di risoluzione avranno a disposizione un insieme di strumenti armonizzati a livello europeo e di poteri incisivi al fine di agevolare la ristrutturazione o l'uscita dal mercato di banche in dissesto senza compromettere la stabilità del sistema finanziario, assicurando la continuità delle funzioni essenziali svolte dalle banche e la tutela dei depositanti (1). Gli intermediari dovranno predisporre piani di risanamento, da sottoporre all'approvazione delle rispettive autorità di vigilanza, nei quali indicheranno gli interventi che saranno adottati in situazioni di difficoltà; le autorità di risoluzione dovranno preparare piani di risoluzione che individuino le strategie e le azioni da intraprendere in caso di crisi. Già ai primi segni di deterioramento delle condizioni finanziarie o patrimoniali, le autorità di vigilanza potranno intervenire tempestivamente richiedendo, ad esempio, l'attuazione delle misure previste nel piano di risanamento e, se necessario, sostituendo gli amministratori (2). In caso di dissesto o rischio di dissesto, le autorità di

(1) Dal 1° gennaio del 2016 le funzioni di risoluzione nell'area dell'euro saranno esercitate dal Meccanismo di risoluzione unico delle banche (Single Resolution Mechanism, SRM) che, al pari del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM), costituisce un pilastro dell'Unione bancaria. Il Comitato unico di risoluzione (Single Resolution Board, SRB) sarà competente per la risoluzione degli intermediari soggetti alla vigilanza diretta della BCE e degli intermediari con operatività transfrontaliera; la Banca d'Italia, in qualità di autorità di risoluzione nazionale, sarà competente per la risoluzione degli intermediari soggetti alla propria vigilanza nell'ambito dell'SSM e che non operano a livello cross-border.
(2) Si tratta delle misure di "intervento precoce" disciplinate dagli artt. 27-31 della BRRD.

risoluzione dovranno valutare se attivare l'ordinaria procedura di insolvenza – nel nostro ordinamento bancario la liquidazione coatta amministrativa – o avviare la procedura di risoluzione per tutelare più efficacemente la stabilità finanziaria e gli interessi dei risparmiatori.

Tra gli strumenti previsti dalla BRRD, il più innovativo è la partecipazione degli azionisti e dei creditori alle perdite (bail-in). Lo strumento, operativo nel nostro paese a partire da gennaio del 2016, prevede che nella fase di risoluzione le autorità possano disporre la riduzione del valore delle azioni e di alcune tipologie di passività della banca, nonché la conversione di debiti in azioni. L'obiettivo è quello di reperire presso gli azionisti e i creditori della banca le risorse per l'assorbimento delle perdite e la ricapitalizzazione.

L'esigenza di salvaguardare la stabilità finanziaria ha portato a escludere dal novero delle passività che possono essere assoggettate al bail-in: (a) i depositi di valore pari o inferiore a 100.000 euro, protetti dal sistema di garanzia dei depositi; (b) le obbligazioni garantite da attivi della banca (quali i covered bond); (c) le passività interbancarie (ad esclusione dei rapporti infragruppo) con durata originaria inferiore a sette giorni; (d) le passività derivanti dalla detenzione di beni della clientela o in virtù di una relazione fiduciaria, come ad esempio il contenuto delle cassette di sicurezza o i titoli detenuti in un apposito conto; (e) le passività derivanti dalla partecipazione ai sistemi di pagamento con una durata residua inferiore a sette giorni; (f) i debiti verso i dipendenti, i debiti commerciali e quelli fiscali, per questi ultimi purché privilegiati dalla normativa fallimentare; (g) le passività nei confronti di sistemi di garanzia dei depositi derivanti dai contributi dovuti. Le passività soggette al bail-in saranno innanzitutto gli strumenti di capitale, poi le passività subordinate e successivamente le obbligazioni bancarie non garantite. I depositi detenuti da famiglie o da piccole e medie imprese potranno essere intaccati solo per la parte che eccede i 100.000 euro, ma soltanto dopo le altre passività; ciò minimizza di fatto la probabilità che essi subiscano perdite in situazioni di dissesto. Infine, in sede di applicazione del bail-in, le autorità potranno avvalersi della facoltà di sottrarre ulteriori passività alla riduzione o alla conversione in azioni, per evitare possibili effetti sulla stabilità finanziaria e assicurare la continuità di funzioni aziendali essenziali (3).

Le nuove regole sul bail-in influiscono sulla composizione e sul costo della raccolta degli intermediari, così come le decisioni in materia di requisito minimo di fondi propri e altre passività (minimum requirement on eligible liabilities, MREL) che le autorità di risoluzione dovranno adottare, per ciascuna banca, al fine di assicurare un'adeguata capacità di assorbimento delle perdite in caso di risoluzione. Analogamente le regole in materia di total loss absorbing capacity (TLAC), che il Financial Stability Board sta attualmente finalizzando, troveranno applicazione per le banche di rilevanza sistemica a livello globale (global systemically important banks, G-SIB).

Gli intermediari saranno tenuti al rigoroso rispetto degli obblighi di informazione, trasparenza e correttezza stabiliti per l'emissione, il collocamento, la negoziazione di proprie passività potenzialmente soggette al bail-in presso la clientela al dettaglio. Sia le banche sia le autorità (di vigilanza, di risoluzione e di mercato) dovranno inoltre svolgere un ruolo fondamentale per aumentare la consapevolezza dei rischi da parte dei risparmiatori e per accrescerne il grado di educazione finanziaria (4).

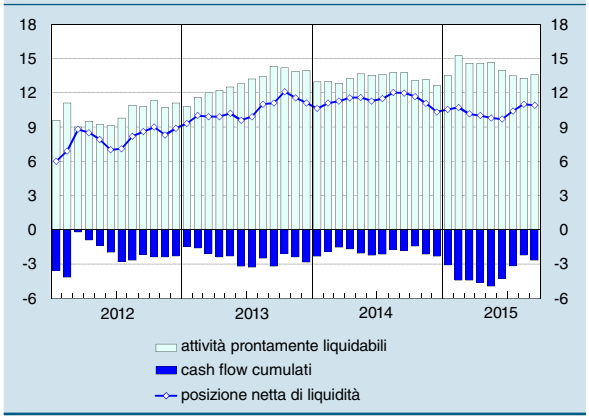
(3) L'autorità di risoluzione può escludere integralmente o parzialmente talune passività dal bail-in qualora: (a) non sia possibile sottoporre a bail-in tali passività entro un tempo ragionevole; (b) l'esclusione sia strettamente necessaria e proporzionata per consentire la continuità delle funzioni essenziali e delle principali strategie commerciali; (c) l'esclusione sia strettamente necessaria e proporzionata per evitare un ampio contagio – in particolare per quanto riguarda depositi detenuti da persone fisiche o da micro, piccole e medie imprese – che pregiudicherebbe gravemente il funzionamento dei mercati finanziari, incluse le loro infrastrutture, e determinerebbe gravi danni all'economia; (d) l'applicazione dello strumento del bail-in causi una distruzione di valore tale che le perdite sostenute da altri creditori sarebbero più elevate rispetto al caso in cui le passività in oggetto ne fossero escluse.
(4) A tal fine la Banca d'Italia ha pubblicato sul proprio sito internet un documento illustrativo sulle nuove modalità di gestione delle crisi bancarie (cfr. *Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, 2015).

Migliora la posizione netta di liquidità a breve termine

La posizione netta di liquidità a breve termine delle maggiori banche italiane è nel complesso migliorata, portandosi intorno all'11 per cento dell'attivo (fig. 4.8). A giugno del 2015 le 15 maggiori banche italiane incluse nel campione di osservazione avevano un LCR superiore o prossimo al 100 per cento, valore minimo di riferimento previsto a regime (a partire dal 1° gennaio 2018) (2). Alla stessa data quasi tutti questi gruppi (13 su 15) erano in grado di rispettare anche il requisito di liquidità a medio e a lungo termine (net stable funding ratio, NSFR), che entrerà in vigore dal 2018.

Figura 4.8

Posizione netta di liquidità (1)
(dato medio in percentuale del totale attivo)



Fonte: dati trasmessi alla Banca d'Italia da un campione di 30 gruppi bancari nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.
(1) Dati medi mensili di rilevazioni settimanali. La posizione netta di liquidità è calcolata come somma algebrica tra le riserve di attività stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema e i flussi di cassa cumulati attesi; l'orizzonte temporale è di un mese; in via precauzionale tutte le scadenze con controparti istituzionali si assumono come non rinnovate.

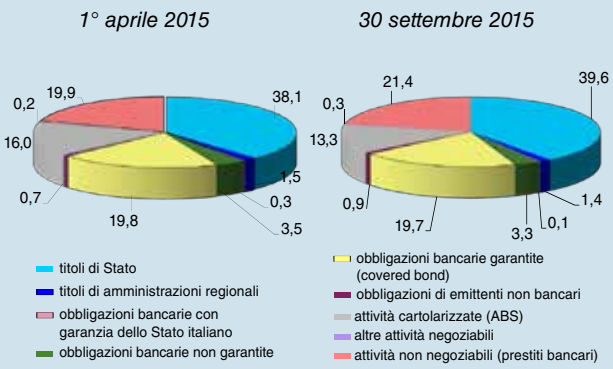
Tra le attività stanziate presso la Banca d'Italia cresce la quota dei prestiti

Da marzo il valore delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (collateral pool) è leggermente cresciuto, a 257 miliardi. La diminuzione degli asset-backed securities (ABS; fig. 4.9.a) è stata più che compensata dalla crescita di titoli di Stato (al 40 per cento del totale) e dei prestiti bancari (che hanno raggiunto i 55 miliardi, pari al 21 per cento); per questi ultimi, sono cresciuti da 6 a 9 miliardi quelli stanziati sotto forma di portafogli di prestiti, a seguito delle misure introdotte dalla

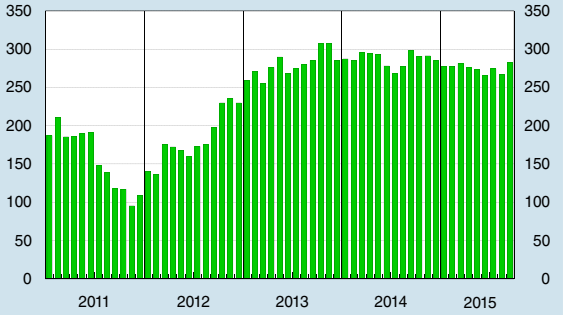
Figura 4.9

Attività stanziabili del sistema bancario italiano

(a) *composizione delle attività stanziate nel collateral pool* (1)
(valori percentuali)



(b) *titoli negoziabili disponibili* (2)
(dati mensili; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e segnalazioni di vigilanza.
(1) Dati riferiti alle controparti di politica monetaria della Banca d'Italia. Le attività stanziate nel collateral pool sono valutate secondo quanto previsto dall'Eurosistema, cfr. indirizzo UE/2015/510 della BCE sull'attuazione del quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema (BCE/2014/60) e http://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/html/index.en.html. – (2) Dati di fine periodo riferiti all'intero sistema bancario, esclusa la Cassa depositi e prestiti. Sono considerati negoziabili i titoli stanziabili presso l'Eurosistema. Le quantità sono espresse ai valori di mercato.

(2) Per il 2015 il valore minimo di riferimento dell'LCR è del 60 per cento.

Banca d'Italia (3). In prospettiva l'utilizzo dei portafogli di prestiti nel collateral pool appare destinato a crescere. Dalla fine del 2013 il valore dei titoli negoziabili disponibili delle banche italiane si è mantenuto intorno ai 280 miliardi (fig. 4.9.b).

4.4 I RISCHI DI TASSO DI INTERESSE E DI MERCATO

L'esposizione al rischio di tasso di interesse rimane contenuta

Per i maggiori gruppi bancari italiani l'esposizione al rischio di tasso rimane limitata. Un rialzo di 200 punti base dell'intera curva dei rendimenti priva di rischio determinerebbe una riduzione del valore economico netto tra attività e passività pari in media al 4,8 per cento del patrimonio di vigilanza (5,4 per cento a dicembre del 2014), valore molto al di sotto della soglia di attenzione del 20 per cento definita dalla regolamentazione internazionale. Il margine di interesse aumenterebbe nei dodici mesi successivi in media del 9,2 per cento (4). Considerando uno scenario opposto di riduzione dei tassi tale da portare la curva dei rendimenti a zero anche sulle scadenze per le quali si registravano a giugno del 2015 tassi positivi, il valore economico netto dei maggiori gruppi bancari italiani aumenterebbe in media del 3,9 per cento del patrimonio di vigilanza (2,9 per cento a dicembre del 2014). Il margine di interesse si ridurrebbe dell'1,5 per cento.

I rischi di mercato sono in diminuzione

Nel corso del 2015 l'andamento del VaR calcolato sul complesso dei portafogli valutati al fair value (trading e banking book; fig. 4.10) ha risentito in modo significativo delle tensioni registrate sui mercati in occasione della crisi del debito greco. La volatilità dei rendimenti dei titoli pubblici dei paesi dell'area, che rappresentano gran parte dell'esposizione ai rischi di mercato, ha determinato una crescita del VaR nel secondo trimestre e una sua successiva riduzione a seguito del calo degli spread sui titoli sovrani osservato nel terzo trimestre. Il VaR relativo al portafoglio di negoziazione si è ridotto nel secondo semestre principalmente per la diminuzione delle posizioni in titoli e in valuta; successivamente è rimasto su livelli contenuti.

Figura 4.10

Andamento del VaR per un campione di banche (1)
(indice: 1° gennaio 2011=100)

Fonte: dati relativi a un campione di 6 gruppi bancari che utilizzano modelli interni per la quantificazione dei rischi di mercato.
(1) Medie ponderate per la dimensione dei portafogli dei singoli intermediari. Il Value at Risk (VaR) rappresenta la perdita di valore del portafoglio che in un dato intervallo temporale (10 giorni) non sarà superata con un certo livello di confidenza (il 99 per cento). Gli indici riflettono l'andamento dei VaR riferiti a tutte le posizioni (titoli e derivati) iscritte 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.

4.5 IL PATRIMONIO E LA REDDITIVITÀ

Il grado di patrimonializzazione del sistema migliora

Prosegue il rafforzamento patrimoniale del sistema bancario italiano, grazie al recupero della redditività e agli aumenti di capitale realizzati nel primo semestre 2015 da alcuni gruppi bancari, pari a circa 4 miliardi. Alla fine dello scorso giugno

(3) Cfr. il riquadro: *Le misure dirette a promuovere l'utilizzo dei prestiti bancari a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2014. I portafogli di crediti in garanzia devono avere un elevato grado di diversificazione e granularità; ciò consente alle banche di includervi anche prestiti non rispondenti agli standard richiesti per il conferimento individuale. Questa possibilità costituisce un incentivo ad adeguare le procedure di gestione delle garanzie per numerose banche: 16 dei 47 intermediari che utilizzano i prestiti hanno adottato la modalità di conferimento in portafoglio e altri stanno sviluppando le idonee procedure.
(4) I dati sono calcolati sulla base delle stime effettuate dalle banche partecipanti alla rilevazione, le quali adottano modelli comportamentali interni con riferimento in particolare al rimborso anticipato dei mutui e alla reattività dei tassi sui depositi a vista.

il capitale di migliore qualità (common equity tier 1, CET1), il tier 1 e il totale dei fondi propri in rapporto alle attività ponderate erano in crescita di circa 20 punti base rispetto ai valori di fine 2014 e pari, in media, rispettivamente al 12,1, 12,5 e 14,8 per cento, ben al di sopra dei minimi regolamentari, comprensivi della riserva di conservazione del capitale. I primi cinque gruppi bancari hanno fatto registrare la crescita più forte del CET1 ratio (circa 40 punti base); il loro coefficiente ha raggiunto l'11,8 per cento, a fronte del 12,2 osservato, in media, a dicembre scorso per un campione di grandi banche europee.

L'indicatore prudenziale di leva finanziaria (leverage ratio, ovvero il rapporto tra il patrimonio tier 1 e una misura non ponderata del complesso delle attività), riferito ai principali gruppi bancari, è pari al 5,4 per cento. Utilizzando la definizione di tier 1 che sarà in vigore dal 2018, il leverage ratio a giugno del 2015 si collocherebbe al 5,0 per cento, un livello superiore sia al valore minimo indicativo del 3 per cento, sia a quello medio rilevato a dicembre scorso per un campione di banche europee attive a livello internazionale (4,2 per cento) (5).

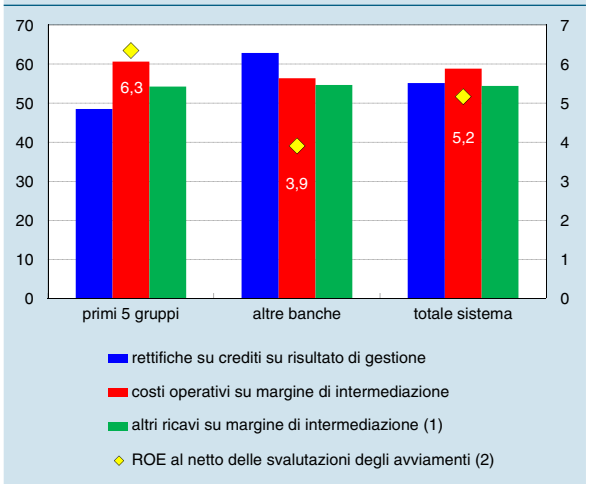
Sebbene ancora debole, la redditività è in miglioramento

La redditività delle banche, sebbene ancora debole, ha mostrato segnali di ripresa nei primi sei mesi dell'anno, per effetto dell'incremento delle commissioni sui servizi di gestione del risparmio e della riduzione del flusso di rettifiche di valore su crediti. Queste ultime continuano tuttavia ad assorbire una quota rilevante del risultato di gestione (il 55 per cento). Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) del sistema, espresso su base annua e al netto delle svalutazioni su avviamenti, è stato pari al 5,2 per cento (3,0 per cento nel primo semestre 2014; fig. 4.11); quello medio dei cinque maggiori gruppi è risultato pari al 6,3 per cento.

Figura 4.11

Indicatori di redditività

(valori percentuali; dati al 30 giugno 2015)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari, individuali per il resto del sistema. Dati provvisori.
(1) Gli altri ricavi si riferiscono al risultato netto da commissioni e alla gestione finanziaria. – (2) Scala di destra.

La tendenza dovrebbe proseguire nel 2016

In uno scenario di consolidamento graduale della ripresa economica nel 2016 e di tassi ancora contenuti, la redditività delle banche italiane (al netto delle componenti estere e di quelle non bancarie) migliorerebbe anche nel prossimo anno. La crescita sarebbe guidata dalla riduzione delle rettifiche su crediti e, in misura inferiore, dal calo dei costi e dalla ripresa del margine di interesse.

(5) Cfr. EBA, *CRD IV-CRR/Basel III monitoring exercise report*, settembre 2015.

5 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

5.1 LE ASSICURAZIONI

Il patrimonio, la redditività e i rischi

Aumentano gli utili attesi…

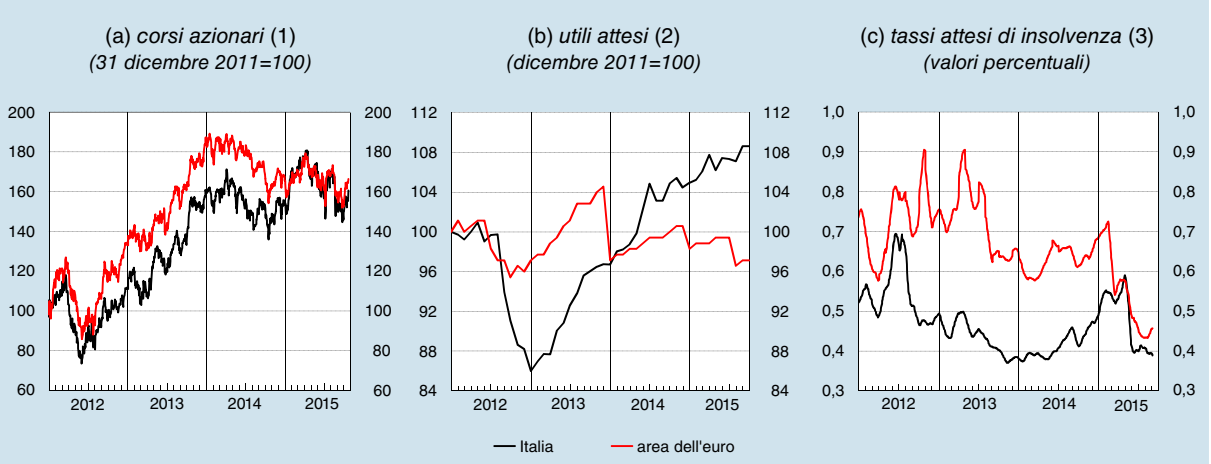
Le valutazioni dei mercati sulle compagnie di assicurazione italiane sono lievemente migliorate. L'andamento dei corsi azionari è in linea con quello dei titoli delle principali società assicurative dell'area dell'euro (fig. 5.1.a); gli utili attesi dagli analisti continuano a crescere (fig. 5.1.b); i tassi di insolvenza impliciti nei corsi azionari sono rimasti stabili (fig. 5.1.c).

…e la situazione patrimoniale delle compagnie resta solida

Gli indicatori di mercato trovano riscontro nei dati di bilancio già disponibili per il primo semestre del 2015, che mostrano un rendimento del capitale e delle riserve (ROE) pari al 6,1 per cento nel ramo vita e al 5,4 nel ramo danni (fig. 5.2.a). L'andamento degli utili ha favorito un generale rafforzamento patrimoniale del settore, che sta proseguendo nella seconda parte dell'anno. Dalle analisi condotte dall'Ivass emerge che anche nel nuovo regime di solvibilità la capitalizzazione è adeguata rispetto ai rischi che le compagnie si trovano a fronteggiare (cfr. il riquadro: *L'analisi dei rischi del settore assicurativo nel nuovo regime Solvibilità II*).

Figura 5.1

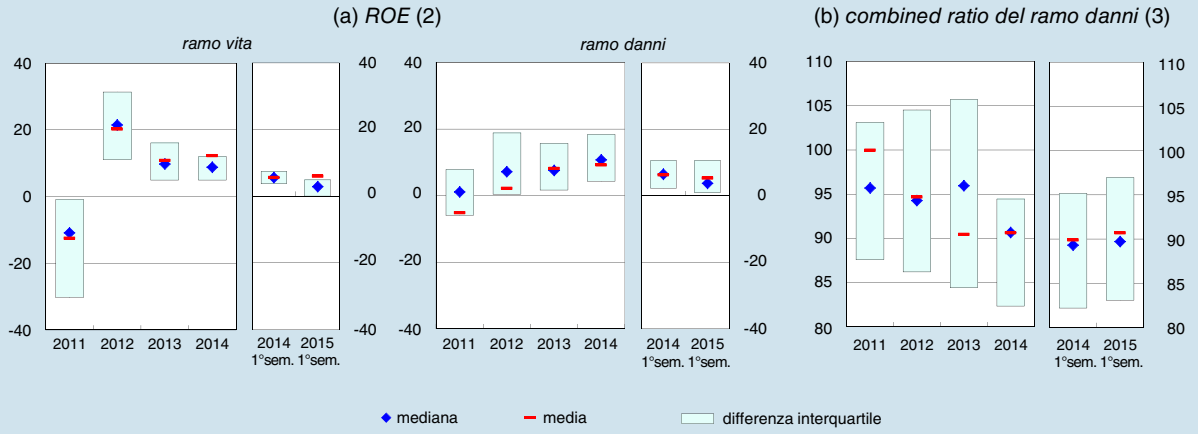
Società assicurative in Italia e nell'area dell'euro



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. 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 la media delle EDF ponderata per i valori di bilancio dell'attivo delle società assicurative italiane considerate (cfr. nota 2) e delle società incluse nell'indice Moody's KMV del settore assicurativo europeo.

Figura 5.2

Principali indicatori delle società assicurative italiane (1)
(valori percentuali)



Fonte: Ivass.
(1) Per il 2015 dati preliminari. – (2) Rapporto tra utile e patrimonio netto. Media ponderata per il patrimonio netto delle società assicurative italiane. I dati semestrali sono non annualizzati. – (3) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza.

L'ANALISI DEI RISCHI DEL SETTORE ASSICURATIVO NEL NUOVO REGIME SOLVIBILITÀ II

Il regime regolamentare che entrerà in vigore il 1° gennaio 2016 introduce numerose novità per il settore assicurativo, tra cui la definizione di requisiti di capitale (Solvency Capital Requirement, SCR) in funzione del profilo di rischio di ciascuna impresa (1). Nell'attuale fase preparatoria le compagnie e i gruppi assicurativi europei hanno inviato alle rispettive autorità di vigilanza un ampio insieme di informazioni (riferite all'esercizio 2014), anticipando dati e valutazioni che dal prossimo anno dovranno essere fornite in via continuativa.

Le prime analisi sulle segnalazioni di vigilanza confermano una situazione nel complesso solida dal punto di vista patrimoniale anche nel nuovo regime Solvibilità II: i fondi propri ammissibili si commisurano, per l'intero sistema, a più di due volte il requisito regolamentare (2).

La nuova disciplina prevede che i requisiti patrimoniali siano calcolati in modo analitico valutando ciascuna categoria di rischio e siano successivamente aggregati tenendo conto delle reciproche correlazioni. I dati forniti dalle compagnie mostrano che i rischi di mercato assorbiranno oltre la metà del patrimonio regolamentare (57 per cento; figura, pannello a) (3). Come evidenziato dai risultati dello stress test condotto nel 2014, per le imprese assicurative italiane il profilo di rischio è in linea con quello delle compagnie europee (4). Tra i fattori di assorbimento patrimoniale sono rilevanti anche i rischi tecnici assicurativi connessi con la sottoscrizione dei contratti vita (17 per cento) e delle polizze del ramo danni (16 per cento).

Nel caso delle compagnie italiane l'effetto di diversificazione tra le varie fonti di rischio e la capacità di assorbimento delle perdite relative alle passività assicurative e alle imposte differite riducono di circa il 60 per cento il requisito patrimoniale che sarebbe associato alle singole fonti (figura, pannello b). Le

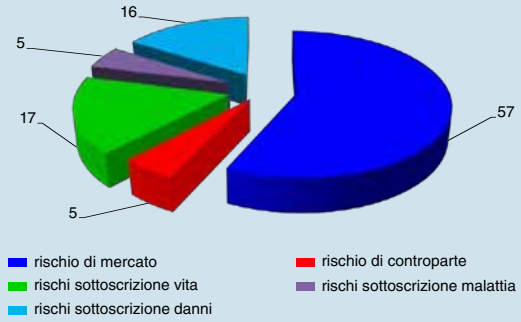
(1) Il requisito patrimoniale di solvibilità corrisponde al valore a rischio dei fondi propri "di base" della compagnia di assicurazione, soggetto a un livello di confidenza del 99,5 per cento su un periodo di un anno.
(2) Ivass, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2014. Considerazioni del Presidente Salvatore Rossi*, Roma, 2015.
(3) La quota è calcolata senza tenere conto delle correlazioni.
(4) EIOPA, *EIOPA Insurance stress test 2014*, 2014.

componenti dell'SCR relative ai rischi operativi e alle attività non legate a quella assicurativa pesano per meno del 20 per cento del totale.

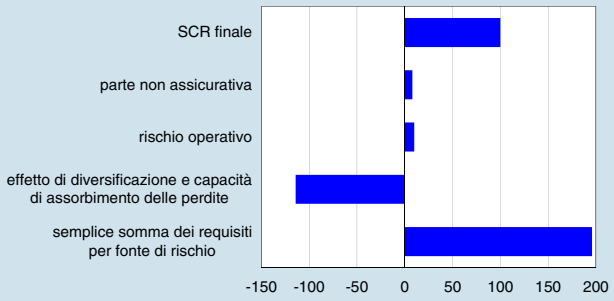
Figura

Analisi Ivass sul mercato assicurativo 2014: dati Solvibilità II
(valori percentuali)

(a) *principali fattori di rischio non diversificati*



(b) *composizione dell'SCR finale*



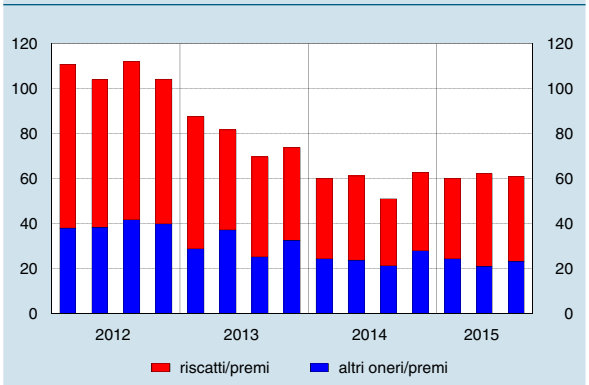
Fonte: Ivass.

I rischi di liquidità rimangono contenuti…

La posizione di liquidità delle compagnie beneficia della stabilità delle richieste di riscatto dei prodotti del ramo vita da parte dei sottoscrittori a fronte di una crescita sostenuta della raccolta, salita nei primi otto mesi dell'anno del 5 per cento rispetto allo stesso periodo del 2014; il rapporto tra oneri e premi resta intorno al 60 per cento (fig. 5.3).

Figura 5.3

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



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

…così come quelli derivanti dai bassi tassi di interesse

In Europa le prospettive che i tassi di interesse si mantengano su valori bassi per un lungo periodo sottopongono il settore assicurativo a forti tensioni. Al fine di valutare l'entità del rischio l'Ivass ha condotto un nuovo esercizio nel quale si ipotizza una curva dei tassi di interesse più bassa rispetto a quella dello stress test effettuato nel 2014 dalla European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) (1). L'esercizio ha confermato il buon allineamento tra la durata finanziaria delle attività e quella delle passività di bilancio, che limita l'esposizione del settore assicurativo italiano ai rischi, in termini di solvibilità, derivanti dal prolungato

(1) Cfr. il riquadro: *Lo stress test dell'EIOPA per il rischio di bassi tassi di interesse*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015.

periodo di bassi tassi di interesse (cfr. il riquadro: *Gli effetti sulle compagnie di assicurazione italiane della prolungata fase di bassi tassi di interesse*).

GLI EFFETTI SULLE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE ITALIANE DELLA PROLUNGATA FASE DI BASSI TASSI DI INTERESSE

L'Ivass ha recentemente replicato le analisi sviluppate in occasione degli stress test del 2014 utilizzando la curva pubblicata dall'EIOPA nel marzo 2015, la quale risulta più bassa di 76 punti base sulla scadenza media delle passività assicurative vita (pari a sette anni) rispetto a quella dello scenario avverso dell'esercizio effettuato nel 2014 (1).

Le nuove analisi, condotte sia per l'intero campione delle imprese del ramo vita italiane sia per tre distinti sottocampioni costruiti sulla base della dimensione (compagnie grandi, medie e piccole), confermano che, anche con una curva dei tassi di interesse più bassa, il disallineamento tra la durata finanziaria del passivo e quella dell'attivo rimane contenuto e sale da 0,3 a 0,4 anni per l'intero campione (tavola) con un impatto poco significativo sulla solvibilità. Non vi sono differenze di rilievo tra le classi dimensionali.

Tavola

Flussi di cassa dell'attivo e del passivo e rispettive durate finanziarie

	(a) *stress test EIOPA 2014: low yield scenario* (1)					(b) *studio di impatto Ivass: curva EIOPA marzo 2015* (2)				
	valore attuale dei flussi di cassa degli attivi	valore attuale atteso dei flussi di cassa delle prestazioni	durata media finanziaria delle attività	durata media finanziaria delle prestazioni	disallineamento tra le durate medie finanziarie		valore attuale dei flussi di cassa degli attivi	valore attuale atteso dei flussi di cassa delle prestazioni	durata media finanziaria delle attività	durata media finanziaria delle prestazioni	disallineamento tra le durate medie finanziarie
	(miliardi di euro)		*(anni)*				*(miliardi di euro)*		*(anni)*		
Campione	455	368	7,7	8,0	0,3	Campione	489	397	8,1	8,5	0,4
Compagnie grandi	274	257	8,1	8,6	0,5	Compagnie grandi	295	279	8,5	9,1	0,6
Compagnie medie	162	103	6,9	6,6	-0,4	Compagnie medie	173	110	7,4	6,9	-0,5
Compagnie piccole	18	7	8,0	9,1	1,1	Compagnie piccole	20	8	8,5	9,7	1,1

Fonte: Ivass.
(1) Elaborazioni ottenute con la curva utilizzata dall'EIOPA negli stress test del 2014 nello scenario low yield (cosiddetto Japanese scenario). – (2) Elaborazioni condotte con la curva pubblicata dall'EIOPA a fine marzo 2015.

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

Cambiano le strategie commerciali

Il prolungato periodo di bassi tassi di interesse sta avendo effetti sulle strategie commerciali delle principali compagnie. Si riducono le garanzie finanziarie sulle nuove polizze e aumenta l'offerta di prodotti unit-linked e ibridi (caratterizzati dalla combinazione di un prodotto tradizionale con uno finanziario), per i quali il rischio di investimento ricade del tutto o in parte sugli assicurati.

Gli investimenti

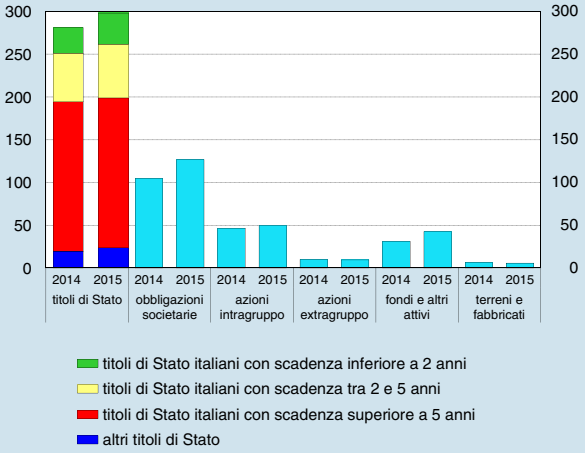
Rimangono elevati gli investimenti in titoli di Stato italiani…

I titoli di Stato, in prevalenza italiani, continuano a rappresentare una quota elevata delle attività finanziarie delle compagnie (fig. 5.4.a). Il calo dei tassi di mercato ha determinato all'inizio del 2015 un incremento delle plusvalenze nette, che tuttavia negli ultimi mesi hanno mostrato una significativa flessione e un'elevata volatilità legata agli andamenti dei mercati finanziari (fig. 5.4.b).

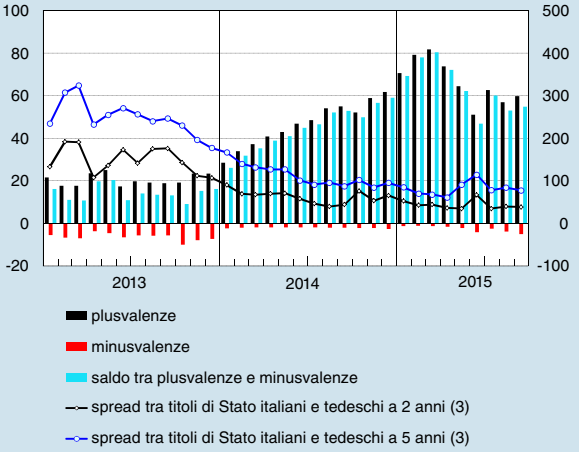
Figura 5.4

Società assicurative italiane: investimenti, plusvalenze e minusvalenze latenti

(a) *investimenti* (1)
(dati al 30 giugno 2015; miliardi di euro)



(b) *plusvalenze e minusvalenze latenti* (2)
(miliardi di euro e punti base)



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

…contenuti quelli in attività più rischiose

Dalle indagini condotte periodicamente dall'Ivass per valutare le politiche di investimento dei principali gruppi non emergono strategie aggressive per innalzare i profili di rischio e di rendimento dei portafogli. Le compagnie stanno diversificando i propri investimenti attraverso l'acquisto di titoli di Stato di paesi dell'area dell'euro diversi dall'Italia e di titoli del settore privato europei; non si sono finora avvalse delle modifiche regolamentari che hanno ampliato il novero delle attività ammissibili a copertura delle riserve. Di entità assai limitata (circa 30 milioni di euro) sono stati gli investimenti in obbligazioni emesse da imprese non quotate (minibond) e in fondi di investimento dedicati a strumenti obbligazionari di società non quotate. Nessuna compagnia ha concesso finanziamenti diretti.

5.2 L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO IN ITALIA

L'industria del risparmio gestito ha dimensioni limitate

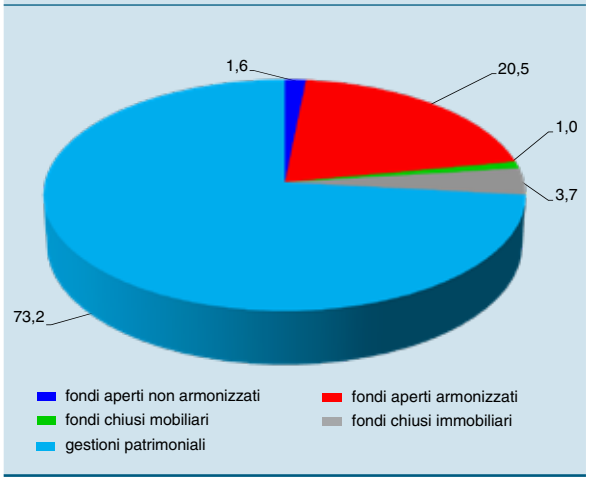
In Italia i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'industria del risparmio gestito sono contenuti in ragione delle sue dimensioni, delle strategie di investimento e dell'assetto di vigilanza. A metà del 2015 le attività dei fondi comuni di diritto italiano e delle gestioni patrimoniali erano pari a poco più di 1.000 miliardi, circa il 60 per cento del prodotto interno lordo; nell'Unione europea alla fine del 2014 rappresentavano oltre il 130 per cento del PIL.

I rischi derivanti dai comparti tradizionali restano moderati

Negli ultimi anni i comparti tradizionali (le gestioni individuali e i fondi armonizzati), che costituiscono oltre il 90 per cento dell'industria (fig. 5.5), sono cresciuti a un ritmo sostenuto; nel primo semestre del 2015 la raccolta netta è stata pari a 45 miliardi. I rischi per la stabilità finanziaria derivanti da questi comparti sono assai limitati. Le gestioni individuali sono caratterizzate da una bassa variabilità dei flussi di raccolta e di rimborso; i fondi aperti armonizzati investono prevalentemente in titoli quotati e la loro capacità di indebitarsi è limitata dalla normativa. In Italia inoltre non sono attivi fondi monetari che garantiscono il valore delle quote (fondi constant net asset value, CNAV), che sono esposti al rischio di forti richieste di rimborso da parte dei sottoscrittori in caso di tensioni sui mercati. Dal 2009 al giugno 2015 la quota del patrimonio dei fondi comuni investita in attività meno liquide è tuttavia aumentata in misura considerevole: il peso di fondi comuni e obbligazioni del settore privato nel portafoglio dei fondi aperti è salito dal 26 al 43 per cento, mentre la quota di titoli di Stato è scesa dal 58 al 43 per cento (fig. 5.6).

Figura 5.5

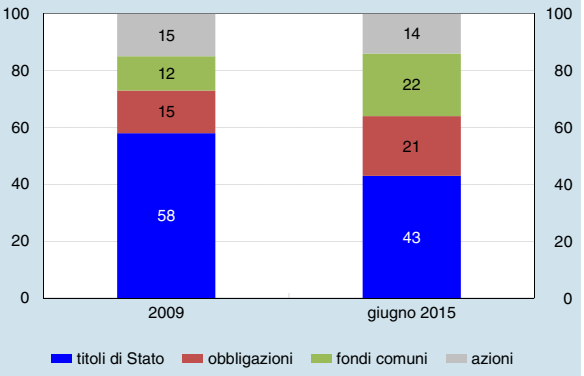
Struttura dell'industria del risparmio gestito (1)
(giugno 2015; valori percentuali)



(1) Sono inclusi i soli fondi di diritto italiano. Le gestioni patrimoniali sono al netto della quota investita in fondi comuni di diritto italiano.

Figura 5.6

Portafoglio dei fondi comuni aperti (1)
(valori percentuali)



(1) Sono inclusi i soli fondi di diritto italiano.

La dimensione dei fondi alternativi è limitata

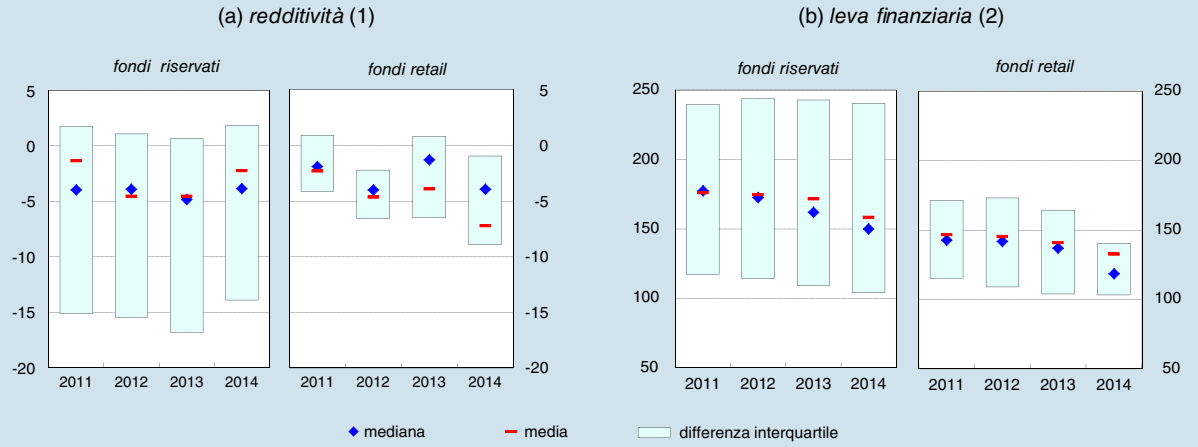
I fondi alternativi, che rispetto agli armonizzati investono in attività mediamente più rischiose e possono fare ricorso alla leva finanziaria, rappresentano circa il 6 per cento del patrimonio complessivo delle gestioni. Le sottoscrizioni raccolte dai fondi chiusi specializzati in strumenti di debito delle piccole e medie imprese (fondi di minibond e fondi di credito, entrambi introdotti recentemente), sono di importo contenuto (circa 2 miliardi alla fine dello scorso giugno). Il quadro regolamentare prevede presidi di natura prudenziale e organizzativa volti a contenere i rischi per i mercati e a impedire forme di arbitraggio regolamentare.

Permangono rischi nel settore dei fondi immobiliari

La maggior parte dei fondi chiusi è costituita da fondi immobiliari. I principali rischi per questo comparto sono connessi con le forti svalutazioni dell'attivo e con la bassa redditività della gestione, fattori che si riflettono sulla capacità di far fronte agli oneri finanziari del debito (figg. 5.7.a e 5.7.b). L'esposizione diretta delle banche e degli altri intermediari nei confronti del settore è comunque contenuta (poco meno di 20 miliardi alla fine dello scorso giugno). Le difficoltà del comparto riguardano in particolare i fondi riservati, caratterizzati da una leva finanziaria più elevata rispetto a quelli destinati alla clientela al dettaglio. L'operatività di alcuni fondi riservati – e delle rispettive società di gestione – ha inoltre risentito dei problemi di solvibilità dei partecipanti che non hanno onorato gli impegni di sottoscrizione assunti.

Figura 5.7

Principali indicatori dei fondi immobiliari
(valori percentuali)



(1) Utili in rapporto alla media del patrimonio netto alla fine dell'anno di riferimento e dell'anno precedente. – (2) Rapporto tra totale attivi e patrimonio netto.

Nel segmento destinato alla clientela al dettaglio, la proroga della scadenza dei fondi ha consentito di mitigare i rischi connessi con le difficoltà di rimborso, aggravate dalla concentrazione delle scadenze e dalla fase congiunturale poco favorevole alla liquidazione degli attivi. Il prolungamento della durata e i risultati di gestione spesso deludenti potrebbero tuttavia accrescere i rischi reputazionali e legali.

La redditività delle SGR è nel complesso positiva

Pur con differenze tra i comparti, la redditività delle società di gestione del risparmio (SGR) è nel complesso positiva. Nel primo semestre del 2015 il risultato di gestione è aumentato del 53 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, grazie principalmente alla crescita degli utili delle SGR di fondi aperti e di patrimoni su base individuale, che hanno beneficiato dell'incremento significativo dei patrimoni gestiti. Gli utili dei gestori specializzati nel settore immobiliare, che negli anni passati avevano risentito della debolezza del mercato di investimento, hanno registrato una leggera ripresa; gli utili delle società di gestione di fondi di private equity hanno invece continuato a ridursi a causa delle perduranti difficoltà di raccolta di nuovi capitali.