BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

novembre 2016

2 | 2016

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 2 / 2016
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, 2016
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
Antonio Di Cesare (coordinatore), Giorgio Albareto, Alessandro Allegri, Alessio Anzuini, Massimo Argirò, Marcello Bofondi, Pierluigi Bologna, Annalisa Bucalossi, Filippo Calabresi, Mario Cappabianca, Francesco Columba, Vincenzo Cuciniello, Carla Desideri (Ivass), Alessio De Vincenzo, Paolo Finaldi Russo, Roberta Fiori, Cristina Floccari, Antonella Foglia, Giovanni Guazzarotti, Michele Loberto, Gaetano Marseglia, Arianna Miglietta, Stefano Nobili, Stefano Pasqualini (Ivass), Tommaso Perez, Marcello Pericoli, Francesco Piersante, Anna Rendina, Valerio Vacca, Fabrizio Venditti, Silvia Vori, Francesco Zollino

Riquadri
Ugo Albertazzi, Nicola Branzoli, Francesco Ciampi, Daniele Ciani, Alessandra De Aldisio, Paolo Garofalo, Valentina Michelangeli, Sabrina Pastorelli, Anna Maria Rinaldi, Monica Ruggiero (Ivass), Michela Tocci

Aspetti editoriali e grafici
Giuseppe Casubolo, Roberto Marano, Fabrizio Martello, 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 all'11 novembre 2016, 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 8
- 1.3 I mercati immobiliari 13

2 I RISCHI SETTORIALI 16
- 2.1 Le famiglie 16
- 2.2 Le imprese 18

3 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI 24
- 3.1 Il mercato monetario e le operazioni di politica monetaria 24
- 3.2 Il mercato dei titoli di Stato 26
- 3.3 I mercati delle azioni e delle obbligazioni private 28
- 3.4 Le infrastrutture di mercato 29

4 LE BANCHE 32
- 4.1 Gli indicatori di mercato 32
- 4.2 I rischi dell'attivo 34
- 4.3 I rischi di rifinanziamento e di liquidità 38
- 4.4 I rischi di tasso di interesse, di mercato e operativi 43
- 4.5 Il patrimonio e la redditività 44

5 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO 48
- 5.1 Le assicurazioni 48
- 5.2 L'industria del risparmio gestito 52

INDICE DEI RIQUADRI

Le misure macroprudenziali adottate di recente in Italia	10
Innovazioni nell'assetto istituzionale per le politiche macroprudenziali in Italia e in Europa	11
Gli indicatori di vulnerabilità finanziaria delle famiglie	17
Gli effetti dell'Aiuto alla crescita economica sull'indebitamento delle imprese	19
Fragilità finanziaria delle imprese e allocazione del credito	20
Opportunità e rischi della tecnologia blockchain	30
Il requisito MREL (minimum requirement for own funds and eligible liabilities)	39
La redditività delle banche italiane nell'ultimo decennio	46
Le valutazioni interne del rischio e della solvibilità delle imprese di assicurazione	51

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

SINTESI

I rischi legati alla crescita mondiale rimangono elevati

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal quadro macroeconomico globale restano elevati: al rafforzamento della crescita attesa nelle economie emergenti si contrappone il persistere dell'incertezza sulle prospettive dei paesi avanzati. Nell'area dell'euro le aspettative sull'inflazione sono basse per tutto il 2017.

Le tensioni sui mercati finanziari sono in aumento, contenute dall'azione dell'Eurosistema

Nell'area dell'euro e in Italia le condizioni monetarie espansive contribuiscono a sostenere la liquidità dei mercati finanziari, a ridurre i premi per il rischio sulle obbligazioni private, a contenere le tensioni sui titoli di Stato. Dopo le elezioni negli Stati Uniti i rendimenti obbligazionari sono aumentati in tutte le economie avanzate; lo spread sui titoli pubblici italiani è salito. Le prospettive di una crescita ancora modesta in Europa e l'incertezza legata agli sviluppi politici nei principali paesi avanzati potrebbero alimentare forti variazioni dei corsi delle attività finanziarie nei prossimi mesi. Gli indicatori di mercato registrano un aumento della volatilità attesa sulle azioni italiane nella prima settimana di dicembre, in corrispondenza con il referendum sulla riforma costituzionale.

Il ciclo macrofinanziario dell'Italia è debole

In Italia il ciclo finanziario resta debole, anche in prospettiva. Il credito al settore privato sta beneficiando molto gradualmente della moderata ripresa economica. Secondo nostre proiezioni, coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti, il rapporto tra credito bancario e prodotto resterebbe al di sotto del suo trend di lungo periodo anche per i prossimi due anni. La Banca d'Italia ha confermato il coefficiente della riserva di capitale anticiclica per le banche allo zero per cento.

Il miglioramento del mercato immobiliare attenua i rischi per le banche

Si stanno riducendo i rischi per le banche legati al mercato immobiliare, dove le compravendite sono in aumento e i prezzi danno segnali di stabilizzazione. Nei prossimi trimestri dovrebbe proseguire il calo delle nuove sofferenze relative ai finanziamenti alle imprese attive nel settore e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

Si riduce la vulnerabilità finanziaria delle famiglie…

Le tensioni sui mercati hanno diminuito il valore della ricchezza finanziaria netta delle famiglie, i cui bilanci si mantengono tuttavia solidi grazie al contenuto livello dell'indebitamento. L'aumento del reddito disponibile e i bassi tassi di interesse rendono più agevole il servizio del debito. La quota di famiglie finanziariamente vulnerabili è scesa e dovrebbe rimanere contenuta nel 2017, anche in uno scenario controfattuale sfavorevole di riduzione del reddito disponibile e di aumento dei tassi.

…e delle imprese

La situazione finanziaria delle imprese migliora, in virtù sia del recupero della redditività sia del calo dell'incidenza degli oneri finanziari. Le disponibilità liquide hanno raggiunto livelli storicamente elevati. L'andamento del credito è fortemente differenziato, in ragione soprattutto della solidità dei bilanci delle imprese. La quota di debito che fa capo alle aziende vulnerabili dovrebbe continuare a diminuire nei prossimi trimestri.

Migliora la qualità del credito bancario…

Prosegue il riequilibrio dei bilanci delle banche italiane. Il tasso di deterioramento dei prestiti è sceso ai livelli più bassi dal 2008 e dovrebbe continuare a contrarsi l'anno

prossimo, con il proseguimento della crescita dell'economia. Anche la consistenza delle esposizioni deteriorate è diminuita. Il calo è stato favorito da alcune operazioni di cessione di sofferenze; altre sono state annunciate. Il tasso di copertura dei crediti deteriorati è aumentato, portandosi a un livello lievemente superiore a quello medio delle principali banche europee.

…e si mantengono elevate le riserve di liquidità

I depositi di famiglie e imprese continuano a crescere. L'ampia partecipazione alle operazioni TLTRO2 dell'Eurosistema contiene il rischio di rifinanziamento e il disallineamento tra la durata finanziaria dell'attivo e quella del passivo, diminuendo l'esposizione a movimenti della curva dei tassi.

Il patrimonio continua ad aumentare…

Alla fine di giugno il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (CET1 ratio) era salito al 12,4 per cento. Il leverage ratio, che misura l'adeguatezza del capitale rispetto alle attività non ponderate per il rischio, è migliore della media europea.

I risultati dello stress test dell'EBA hanno confermato che i maggiori gruppi sarebbero in grado di fronteggiare scenari avversi, con l'eccezione di Banca Monte dei Paschi di Siena; contestualmente alla pubblicazione dei risultati, questo intermediario ha annunciato un piano di ricapitalizzazione e la cessione dei crediti in sofferenza.

…ma la redditività si riduce e si riflette sui corsi azionari

Nei primi sei mesi del 2016 la redditività delle banche è diminuita. In prospettiva la debolezza del ciclo economico e l'eccesso di capacità produttiva continueranno a esercitare pressioni al ribasso. I timori suscitati negli investitori dalla scarsa redditività e dal livello ancora elevato dei crediti deteriorati si sono riflessi sulle quotazioni azionarie, scese dall'inizio dell'anno. Il basso livello dei corsi può rendere più difficili gli aumenti di capitale programmati e quelli eventualmente necessari, anche per effettuare operazioni di aggregazione.

Le banche restano esposte a shock sui mercati e sulla crescita

Nel complesso le banche rimangono esposte agli shock, di origine interna o internazionale, che possono riflettersi sui mercati dei capitali e sulla crescita economica. Sono inoltre fonte di incertezza diverse iniziative regolamentari in corso di completamento a livello internazionale; nell'attuarle è importante che si tenga conto, oltre che dei benefici attesi, dei costi di breve periodo.

Si riducono le attese sugli utili delle compagnie di assicurazione

L'incertezza sui mercati finanziari e il rallentamento della crescita economica contraggono le attese sugli utili delle compagnie di assicurazione italiane. Nel primo semestre tuttavia la redditività è rimasta sui livelli del 2015. In Italia gli utili delle compagnie sono meno esposti rispetto ad altri paesi europei al protrarsi di un basso livello dei tassi di interesse. Gli indici di solvibilità e la qualità del capitale sono nel complesso elevati.

Si attenuano le tensioni finanziarie dei fondi immobiliari

La raccolta netta dei fondi comuni italiani è lievemente diminuita, pur mantenendosi positiva. I rischi che le richieste di rimborso possano portare a rapidi disinvestimenti dei portafogli sono ridotti, in ragione dell'assetto regolamentare prudente. Le condizioni di solvibilità rimangono difficili per alcuni fondi immobiliari, ma i flussi finanziari mostrano una graduale attenuazione delle tensioni a livello di sistema.

1 I RISCHI MACROECONOMICI

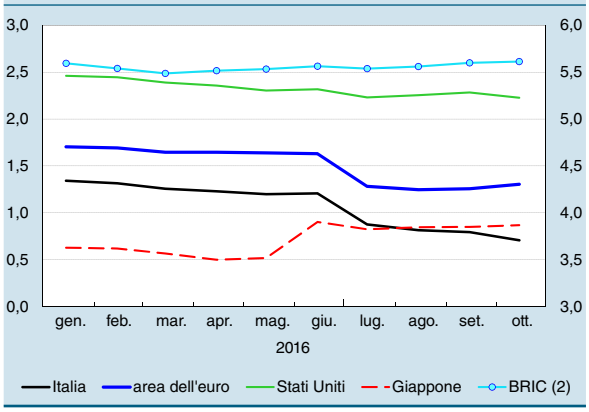
1.1 I RISCHI GLOBALI E DELL'AREA DELL'EURO

Permangono rischi connessi con la crescita globale…

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'evoluzione del quadro macroeconomico globale rimangono elevati. Le aspettative sulla crescita mondiale per il 2017 risentono della persistente debolezza della domanda aggregata (fig. 1.1). Al miglioramento della crescita delle economie emergenti si contrappone il persistere dell'incertezza sulle prospettive di quelle avanzate. In Europa l'incremento della volatilità dei mercati finanziari dopo il risultato del referendum sulla permanenza del Regno Unito nella UE è stato temporaneo, ma resta elevata l'incertezza sugli sviluppi delle trattative per l'uscita e sulle ricadute economiche nel medio termine.

Figura 1.1

Previsioni sulla crescita del PIL nel 2017 (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 pesi basati sui corrispondenti valori del PIL nel 2015, valutato alla parità dei poteri d'acquisto.

…che nell'area dell'euro si riflettono sulla redditività delle banche

Nell'area dell'euro la debolezza della crescita si ripercuote anche sulle aspettative di inflazione, che si mantengono basse per tutto il 2017 (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2016). Per le banche le pressioni sulla redditività derivanti dalla ridotta crescita e dai bassi tassi di interesse si aggiungono a quelle esercitate, con intensità assai eterogenea tra paesi e intermediari, dall'eccesso di capacità produttiva, dal volume elevato di crediti deteriorati, dal peso delle attività di più difficile valutazione nei bilanci e dall'incertezza regolamentare. I prezzi delle azioni delle banche, che scontano il ridimensionamento dei profitti e l'aumento della loro incertezza, sono particolarmente vulnerabili sia agli shock idiosincratici del settore sia a quelli macroeconomici. I bassi tassi di interesse nominali, negativi per un ampio insieme di attività finanziarie, comprimono in molti paesi europei i margini di profitto anche delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione, caratterizzati da una durata del passivo ampiamente superiore a quella dell'attivo.

I livelli dei corsi azionari sono in linea con i fondamentali

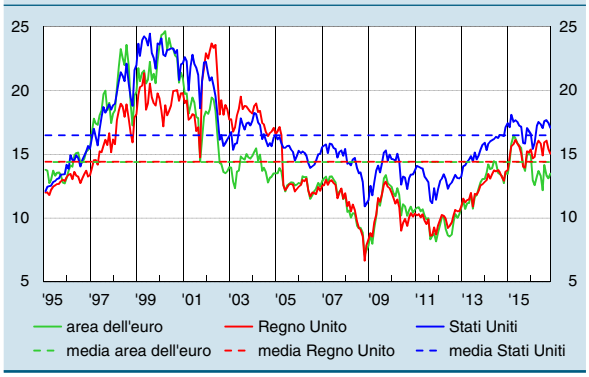
I corsi azionari negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei paesi emergenti sono in aumento da febbraio, sostenuti dall'orientamento espansivo delle politiche monetarie, nonostante la crescita globale attesa sia diminuita. Nell'area dell'euro l'andamento dei corsi è stato influenzato dal marcato calo delle quotazioni delle banche. Il rapporto tra prezzi e utili attesi degli indici generali di borsa negli Stati Uniti e nel Regno Unito è lievemente superiore ai valori medi di lungo periodo; nell'area dell'euro è inferiore di circa un punto percentuale (fig. 1.2).

Emergono tensioni sui mercati finanziari, contenute dalla politica monetaria

L'abbondante liquidità presente sui mercati ha favorito la riduzione dei premi per il rischio delle obbligazioni private (fig. 1.3.a). Nell'area dell'euro il calo è stato accentuato dal programma di acquisti di obbligazioni dell'Eurosistema (cfr. il capitolo 3), che limita anche le tensioni sui titoli sovrani. Dallo scorso agosto si sono tuttavia ampliati i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali e i corrispondenti titoli tedeschi, in misura contenuta in Italia e più marcata in Portogallo, anche in seguito all'annuncio da parte di un'agenzia di rating di una possibile riduzione del merito di credito dei due paesi (fig. 1.3.b). Dopo le elezioni negli Stati Uniti si è osservato un generalizzato aumento degli spread sovrani e dei rendimenti obbligazionari. I paesi ritenuti più vulnerabili restano esposti al rischio che un riemergere delle tensioni nel quadro finanziario o politico possa tradursi in ulteriori rialzi dei differenziali di interesse sui titoli pubblici.

Figura 1.2

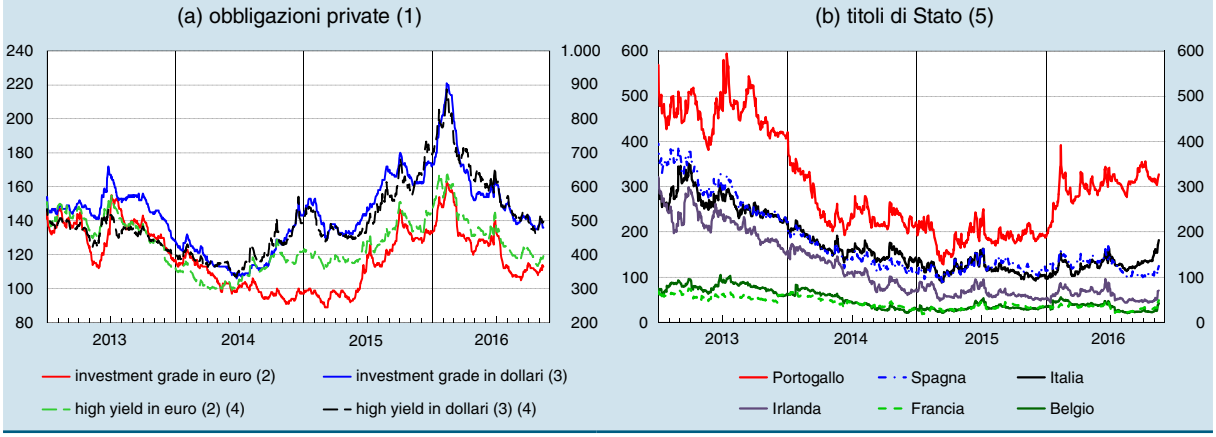
Rapporto tra prezzi azionari e utili attesi (1)
(dati mensili)



Fonte: I/B/E/S.
(1) Rapporto tra capitalizzazione di borsa dell'indice generale e utili attesi nei 12 mesi successivi.

Figura 1.3

Spread obbligazionari
(dati giornalieri; punti base)



Fonte: Bloomberg e Merrill Lynch.
(1) 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. – (2) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato; i differenziali di rendimento sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. – (3) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno emesse sul mercato interno statunitense; i differenziali di rendimento sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato statunitensi. – (4) Scala di destra. – (5) Differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali dei paesi indicati rispetto a quelli tedeschi.

1.2 LA CONDIZIONE MACROFINANZIARIA DELL'ITALIA

La ripresa economica attenua i rischi per la stabilità finanziaria

In Italia la ripresa economica si riflette positivamente sulla stabilità finanziaria: l'aumento dell'occupazione sostiene il reddito disponibile delle famiglie, la vulnerabilità finanziaria delle imprese è in diminuzione, la qualità del credito è in miglioramento. Si prevede tuttavia che nel 2017 la crescita rimarrà debole, frenata dall'incertezza sugli sviluppi economici e politici, anche internazionali, che continua a rallentare gli investimenti.

Il Governo prevede che il rapporto tra debito e PIL inizi a scendere nel 2017

Secondo le stime del Governo, nell'anno in corso il rapporto tra debito pubblico e PIL dovrebbe aumentare di circa 0,5 punti percentuali; inizierebbe a ridursi, per quanto marginalmente, a partire dal 2017 (*Documento programmatico di bilancio 2017*). L'elevato ammontare del debito pubblico può rappresentare un elemento di fragilità finanziaria. Alla solidità delle finanze pubbliche italiane contribuisce tuttavia la dinamica estremamente contenuta della spesa sociale prevista per i prossimi decenni, come evidenziato dall'indicatore di sostenibilità S2 calcolato dalla Commissione europea (tav. 1.1).

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 percentuale del debito) (3)			famiglie	imprese non finanziarie	saldo di conto corrente	posizione netta sull'estero
	2016	2017	2016	2017	2016	2015	2016	2015	2016	2016	2016	2016
Italia	0,7	0,9	133,0	133,1	6,5	37,6	1,6	-0,9	41,8	76,8	2,3	-19,4
Germania	1,9	1,5	68,1	65,7	6,1	58,7	2,0	1,7	53,2	53,1	9,0	50,1
Francia	1,3	1,4	96,4	96,8	7,1	61,9	-1,5	0,6	56,6	127,6	-0,9	-19,7
Spagna	3,2	2,3	99,5	99,9	6,5	50,4	-1,8	0,1	66,7	102,3	1,8	-88,5
Paesi Bassi	1,7	1,7	63,0	61,3	6,5	54,3	0,3	4,5	111,3	123,5	7,8	76,6
Belgio	1,2	1,3	107,0	107,1	8,5	60,5	-0,5	2,5	59,7	171,6	1,0	56,3
Austria	1,5	1,6	83,5	81,1	7,7	80,4	0,7	2,7	51,6	92,1	2,1	1,7
Finlandia	0,8	0,8	65,4	67,1	6,1	81,7	-1,2	3,9	66,9	112,5	-0,4	1,9
Grecia	-0,3	2,7	181,6	179,1	....	....	0,8	....	61,2	63,3	0,7	-133,3
Portogallo	0,9	1,2	130,3	129,5	6,7	70,0	1,7	0,7	75,7	116,4	0,2	-105,6
Irlanda	4,1	3,6	75,4	73,6	11,7	69,5	1,5	1,0	57,8	263,9	10,8	-190,3
Area dell'euro	1,7	1,5	91,6	90,6	....	....	0,4	1,7	58,8	105,1	3,0	-8,3
Regno Unito	1,9	1,0	89,2	88,9	14,4	30,9	-1,0	3,2	87,5	73,5	-5,7	-3,0
Stati Uniti	1,6	2,2	108,2	108,4	5,8	33,2	-2,1	....	78,8	72,4	-2,7	-44,0
Giappone	0,5	0,6	250,4	253,0	7,4	9,8	-5,2	....	63,2	98,7	3,8	65,9
Canada	1,2	1,9	92,1	90,5	5,5	22,0	-2,0	....	100,1	115,7	-3,4	7,5

Fonte: FMI, Eurostat, BCE, Commissione europea, conti finanziari e bilance dei pagamenti nazionali.
(1) Per i paesi europei, Commissione europea, *European Economic Forecast. Autumn 2016*, novembre 2016; per i paesi extraeuropei, FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2016. – (2) Per i paesi europei, Commissione europea, *European Economic Forecast. Autumn 2016*, novembre 2016; per i paesi extraeuropei, FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2016. – (3) FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2016. – (4) Commissione europea, *Fiscal Sustainability Report 2015*, gennaio 2016. S2 è un indicatore di sostenibilità definito come l'aumento immediato e permanente dell'avanzo primario strutturale necessario perché sia soddisfatto il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche. – (5) Prestiti e titoli. Fine 2° trimestre 2016; i dati per i paesi dell'area dell'euro sono tratti da BCE, *Statistical Data Warehouse*; i dati per i paesi extraeuropei e per il Regno Unito sono tratti da fonti nazionali; i dati utilizzati sono redatti secondo il nuovo sistema europeo dei conti (SEC 2010). – (6) Fine 2° trimestre 2016. I dati per i paesi europei dell'area euro e per il totale dell'area dell'euro sono tratti da Eurostat, *Statistics Database* e da BCE, *Statistical Data Warehouse*; i dati per i paesi extraeuropei e per il Regno Unito 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).

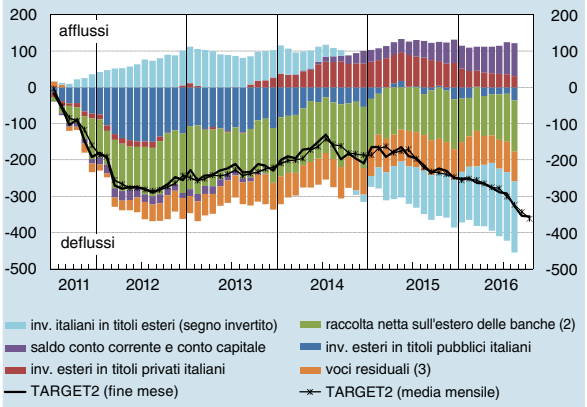
I flussi di capitale riflettono il ribilanciamento di portafoglio delle famiglie

Il surplus delle partite correnti rimane elevato, a 42 miliardi nei dodici mesi terminanti ad agosto 2016 (2,5 per cento del PIL). Dall'inizio dell'anno tuttavia la posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 è aumentata di circa 100 miliardi, raggiungendo alla fine di ottobre 355 miliardi. L'ampliamento del saldo ha riflesso soprattutto il ribilanciamento di portafoglio delle famiglie italiane verso fondi comuni e titoli esteri – sia direttamente sia indirettamente attraverso prodotti di risparmio gestito – nonché la diminuzione della raccolta sull'estero delle banche italiane. Non si sono avuti significativi disinvestimenti da titoli pubblici italiani da parte dei non residenti (fig. 1.4; cfr. il capitolo 3).

Figura 1.4

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. I flussi di capitali dei non residenti sono cumulati a partire dal luglio 2011. – (2) Inclusa la raccolta intermediata da controparti centrali residenti. – (3) Investimenti diretti esteri, derivati, altri investimenti, errori e omissioni.

La dinamica del credito permane debole…

Il credito al settore privato sta seguendo molto gradualmente la ripresa economica. Lo scostamento del rapporto tra credito bancario e PIL dal suo trend di lungo periodo (credit-to-GDP gap) è negativo di circa nove punti percentuali se calcolato sulla base dei criteri armonizzati a livello internazionale proposti dal Comitato di Basilea, di sette punti secondo il modello sviluppato dalla Banca d'Italia[1]. Il coefficiente della riserva di capitale anticiclica è stato confermato allo zero per cento (cfr. il riquadro: *Le misure macroprudenziali adottate di recente in Italia*).

LE MISURE MACROPRUDENZIALI ADOTTATE DI RECENTE IN ITALIA

Sulla base delle norme europee[1] dal 1° gennaio 2016 le autorità nazionali sono tenute a fissare trimestralmente la misura della riserva di capitale anticiclica che si applica alle esposizioni domestiche (countercyclical capital buffer, CCyB; cfr. il riquadro: *La politica macroprudenziale in Italia e nell'Unione europea*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016). La Banca d'Italia ha mantenuto allo zero per cento il coefficiente del CCyB anche per il terzo e il quarto trimestre del 2016[2].

Al fine di assicurare la piena efficacia delle proprie decisioni, le autorità dei paesi della UE che intervengono con misure macroprudenziali possono chiedere al Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) di raccomandare alle altre autorità nazionali, sulla base del principio di reciprocità, l'adozione di misure analoghe con riferimento alle esposizioni delle rispettive banche verso il paese che ha preso l'iniziativa. Di recente la Banca d'Italia ha valutato la richiesta di reciprocità in relazione a una misura adottata dalla Banca

[1] Direttiva EU/2013/36 (Capital Requirements Directive, CRD4).
[2] Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia*.

[1] Per indicazioni sulla metodologia utilizzata per la stima del credit-to-GDP gap, cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2015.

centrale del Belgio per ridurre i rischi connessi con le esposizioni bancarie garantite da immobili residenziali situati nel paese e a una decisione della Banca centrale estone volta a imporre ai propri enti creditizi una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (systemic risk buffer, SRB). Le banche italiane non hanno filiali in Belgio e in Estonia e le esposizioni transfrontaliere sono di importo limitato; la Banca d'Italia non ha pertanto adottato misure. La decisione potrebbe essere rivista in futuro in caso di un aumento significativo delle esposizioni degli intermediari italiani verso quei paesi.

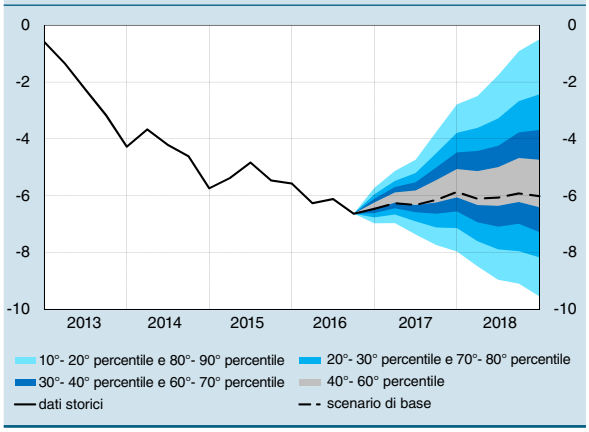
Dal 1° gennaio 2016 le autorità nazionali sono anche tenute a identificare le banche a rilevanza sistemica nazionale (other systemically important institutions, O-SII), cui possono essere applicate riserve di capitale aggiuntive. Lo scorso gennaio la Banca d'Italia ha identificato come O-SII i tre principali gruppi bancari italiani (UniCredit, Intesa Sanpaolo e Banca Monte dei Paschi di Siena), fissando allo zero per cento il coefficiente della relativa riserva di capitale per il 2016 (cfr. il riquadro: *La politica macroprudenziale in Italia e nell'Unione europea*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016). Alla fine di novembre verranno comunicati i gruppi bancari identificati come O-SII e il livello della relativa riserva di capitale per il 2017.

…anche in prospettiva

Nostre proiezioni, coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti e con le previsioni di Consensus Economics, indicano che nel prossimo biennio il credito bancario al settore privato non finanziario crescerà moderatamente; l'aumento determinerebbe un lieve miglioramento del credit-to-GDP gap nel 2017 e una sostanziale stabilità nel 2018 (fig. 1.5). L'indicatore resterebbe su valori negativi anche qualora la crescita del credito fosse notevolmente più rapida di quella dello scenario di base.

Figura 1.5

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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Il credit-to-GDP gap è lo scostamento del rapporto tra credito bancario al settore privato non finanziario e PIL dal suo trend di lungo periodo. 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.

Sono in corso riforme delle politiche macroprudenziali

Nel nostro paese e nell'Unione europea sono state avviate riforme del quadro normativo per la politica macroprudenziale. In Italia sarà costituito un comitato con compiti di coordinamento delle autorità di vigilanza in materia di politiche macroprudenziali, in ottemperanza alle raccomandazioni del Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB). In ambito UE è in corso la revisione dell'attuale quadro normativo sulla politica macroprudenziale, con l'obiettivo di aumentarne l'efficacia e semplificarne le procedure (cfr. il riquadro: *Innovazioni nell'assetto istituzionale per le politiche macroprudenziali in Italia e in Europa*).

INNOVAZIONI NELL'ASSETTO ISTITUZIONALE PER LE POLITICHE MACROPRUDENZIALI IN ITALIA E IN EUROPA

La Banca d'Italia, quale autorità designata ad attivare nel nostro paese gli strumenti macroprudenziali previsti dalle norme europee sulla vigilanza prudenziale delle istituzioni creditizie e delle imprese di investimento, persegue gli obiettivi intermedi della politica macroprudenziale così

come definiti dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB)[1], valutandone periodicamente l'adeguatezza rispetto agli sviluppi strutturali del sistema finanziario italiano e all'insorgenza di nuovi tipi di rischi sistemici. La capacità degli strumenti macroprudenziali a disposizione della Banca d'Italia di perseguire in modo efficace tali obiettivi viene rivista regolarmente.

Nel sistema italiano diverse autorità, oltre alla Banca d'Italia, hanno compiti in materia di stabilità finanziaria, ma nessuna svolge un ruolo di coordinamento generale. Al fine di allineare il nostro sistema alle previsioni dell'ESRB[2] sarà costituito un Comitato per le politiche macroprudenziali, composto dalla Banca d'Italia, dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), dall'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) e dalla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip); parteciperanno inoltre in qualità di osservatori il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM)[3].

È previsto che il Comitato sia un'autorità indipendente con il compito di identificare, valutare e controllare i rischi per la stabilità finanziaria e raccomandare politiche macroprudenziali idonee a prevenirli e ridurli; in linea con quanto indicato dall'ESRB, un ruolo guida verrà svolto dalla Banca d'Italia, che presiederà il Comitato e ne gestirà la segreteria. Il Comitato potrà inviare comunicazioni al Parlamento e al Governo e indirizzare raccomandazioni alle autorità di vigilanza partecipanti; queste ultime dovranno motivare l'eventuale mancata attuazione delle raccomandazioni. Il Comitato potrà inoltre acquisire dati e informazioni dalle diverse autorità partecipanti e da soggetti privati e pubblici attraverso le stesse autorità o, nel caso di soggetti non vigilati, per il tramite della Banca d'Italia. Il Comitato dovrà presentare annualmente al Parlamento e al Governo una relazione sull'attività svolta.

Lo scorso ottobre si è conclusa la consultazione pubblica della Commissione europea sulla revisione del quadro normativo macroprudenziale dell'Unione[4]. La Commissione dovrebbe presentare una prima proposta legislativa nella primavera del 2017.

La Banca d'Italia auspica che la revisione possa consentire una più netta separazione tra strumenti micro e macroprudenziali e prevedere meccanismi di maggiore coordinamento tra le autorità[5]. È inoltre opportuno ridurre la complessità dell'attuale quadro regolamentare, eliminando sovrapposizioni e duplicazioni tra gli strumenti macroprudenziali utilizzabili dalle diverse autorità. In particolare si considera necessario precisare l'ambito di applicazione della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (systemic risk buffer, SRB), per la quale non è fissato un limite

[1] Coerentemente con le previsioni della raccomandazione ESRB/2013/1 su strumenti e obiettivi intermedi della politica macroprudenziale, gli obiettivi intermedi perseguiti dalla Banca d'Italia sono: (a) attenuare ed evitare livelli eccessivi di espansione del credito e di leva finanziaria; (b) attenuare ed evitare un eccessivo disallineamento delle scadenze e una carenza di liquidità del mercato; (c) limitare la concentrazione delle esposizioni dirette e indirette; (d) limitare l'impatto sistemico degli incentivi disallineati al fine di ridurre l'azzardo morale; (e) rafforzare la capacità di tenuta delle infrastrutture finanziarie. In base alle valutazioni effettuate non si ritiene al momento necessario perseguire ulteriori obiettivi intermedi.

[2] Raccomandazione ESRB/2011/3 relativa al mandato macroprudenziale delle autorità nazionali.

[3] L. 170/2016, art. 10, che delega al Governo il recepimento della raccomandazione ESRB/2011/3.

[4] Direttiva UE/2013/36 (Capital Requirements Directive, CRD4) e regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR); regolamento UE/2010/1092 (ESRB Regulation); regolamento UE/2013/1024 (SSM Regulation).

[5] In particolare andrebbe prevista l'esclusione della possibilità di utilizzare a fini macroprudenziali i requisiti di secondo pilastro e le variazioni dei parametri per le ponderazioni per il rischio e per il tasso di perdita in caso di default (loss given default), a fronte dei rischi del settore immobiliare (artt. 124 e 164 del regolamento CRR). Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Risposta della Banca d'Italia alla consultazione della Commissione europea sulla revisione del quadro normativo a supporto della politica macroprudenziale nell'Unione europea*.

massimo, al fine di evitare che questa riserva sia utilizzata, come talvolta è avvenuto, in sostituzione del requisito di capitale aggiuntivo imposto sulle banche a rilevanza sistemica nazionale (other systemically important institutions, O-SII); per tale requisito è invece previsto un limite massimo pari al 2 per cento delle attività ponderate per il rischio. Allo scopo di disincentivare misure protezionistiche, si reputa utile mantenere anche in futuro un tetto per il requisito O-SII, anche se su livelli più elevati rispetto al limite attuale.

L'imposizione di limiti all'ammontare di credito concedibile dagli intermediari in rapporto al valore della garanzia prestata o al reddito del debitore (rapporti loan-to-value, loan-to-income, debt-service-to-income) dovrebbe rimanere di esclusiva competenza nazionale, considerata l'ampia eterogeneità nelle normative e nelle prassi dei diversi paesi.

Infine, in un contesto di espansione della finanza di mercato e dei connessi potenziali rischi sistemici, la Banca d'Italia supporta lo svolgimento di ulteriori analisi a livello nazionale e internazionale sui rischi del settore finanziario non bancario e sull'identificazione degli strumenti macroprudenziali più idonei a evitarli o contenerli. Al momento appare tuttavia prematuro introdurre nella normativa comunitaria strumenti macroprudenziali rivolti al settore finanziario non bancario.

1.3 I MERCATI IMMOBILIARI

In Europa i rischi sono circoscritti

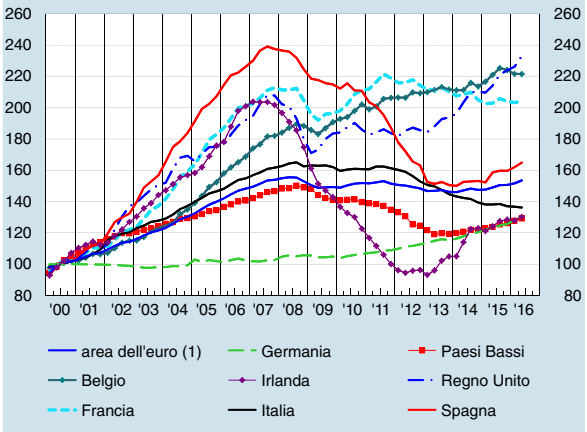
L'aumento dei prezzi delle abitazioni in Europa (fig. 1.6) non si associa a tensioni generalizzate dal lato della stabilità finanziaria. In alcuni paesi, caratterizzati da elevati e crescenti livelli di indebitamento delle famiglie o da un forte rialzo delle quotazioni, sono state adottate misure macroprudenziali per fare fronte alle situazioni di vulnerabilità[2].

In Italia prosegue il miglioramento del settore…

Nel nostro paese il numero di compravendite continua ad aumentare, sia per le abitazioni sia nel comparto non residenziale (fig. 1.7.a), ma resta ben al di sotto dei livelli degli anni precedenti la crisi finanziaria globale. Nel primo semestre i prezzi hanno registrato una flessione contenuta per le abitazioni (fig. 1.7.b), mentre il calo si è pressoché arrestato nel comparto non residenziale (fig. 1.7.c).

Figura 1.6

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.

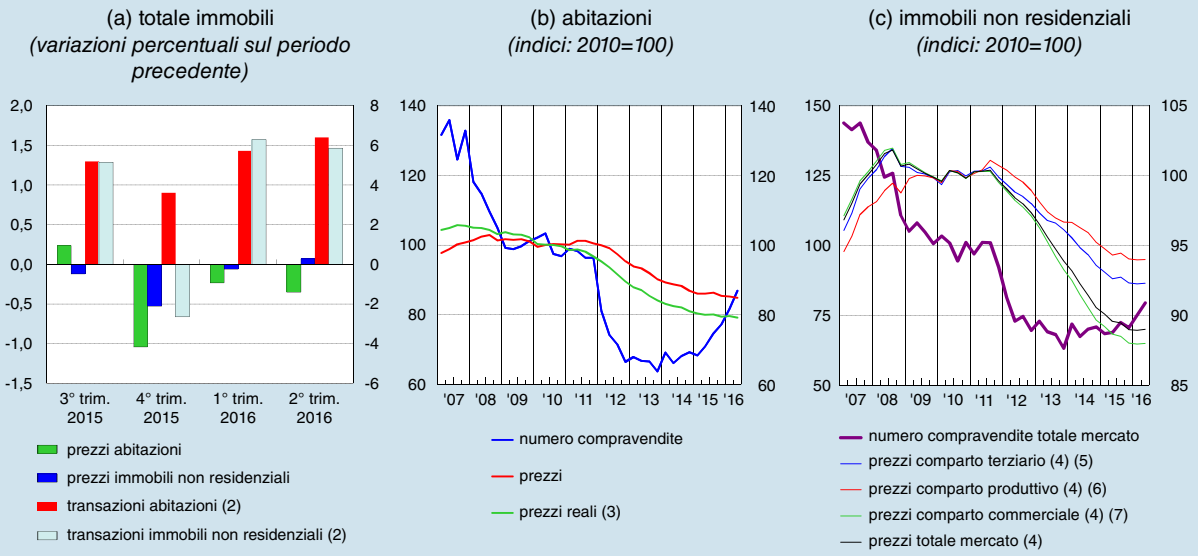
…e si riducono i rischi per le banche

Il miglioramento delle condizioni del mercato immobiliare riduce la vulnerabilità delle banche. Nel primo semestre dell'anno il flusso di nuovi prestiti entrati in sofferenza ha continuato a contrarsi per le imprese attive nel settore (imprese

[2] Nell'anno in corso la Finlandia ha stabilito un livello minimo della ponderazione dei rischi (pari al 10 per cento) sui mutui immobiliari per le banche che adottano il metodo dei rating interni per il calcolo del rischio di credito. La Svezia ha adottato un requisito di ammortamento per i nuovi mutui che superano il 50 per cento del valore della proprietà immobiliare.

Figura 1.7

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

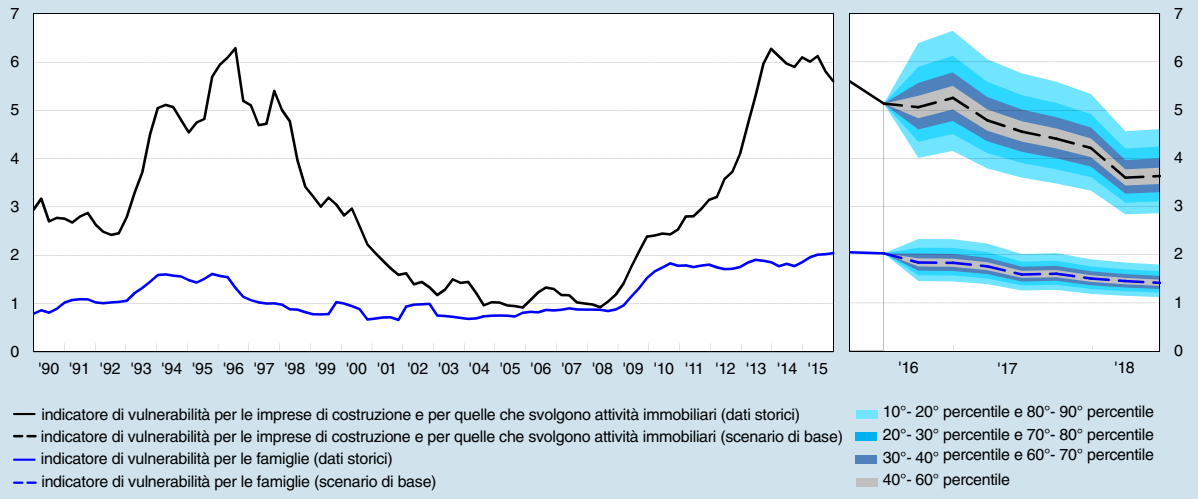


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI, Nomisma e Scenari Immobiliari.
(1) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. – (2) Scala di destra. – (3) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (4) Scala di destra. L'indicatore, a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

delle costruzioni e delle attività immobiliari) ed è rimasto su bassi livelli per i mutui alle famiglie, anche in rapporto al capitale delle banche (fig. 1.8, linee continue). Gli indicatori anticipatori

Figura 1.8

Vulnerabilità delle banche derivante dal mercato immobiliare (1)
(*dati trimestrali; valori percentuali*)



(1) La vulnerabilità delle banche è misurata dal rapporto tra il flusso di nuovi prestiti in sofferenza negli ultimi 4 trimestri e la media di capitale e riserve delle banche nello stesso periodo. 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. Per la metodologia, cfr. F. Ciocchetta, W. Cornacchia, R. Felici e M. Loberto, *Assessing financial stability risks arising from the real estate market in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 323, 2016.

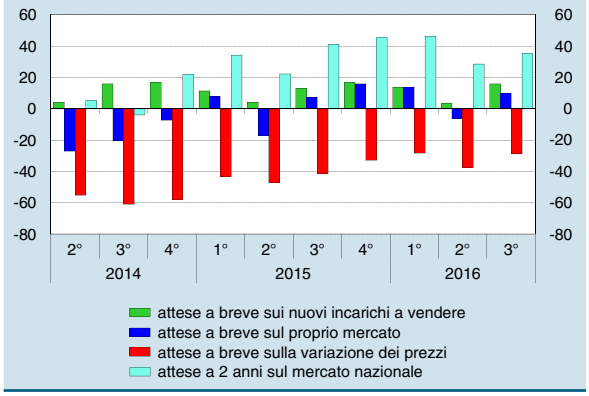
prefigurano per i prossimi trimestri una significativa diminuzione dei rischi per gli istituti di credito riconducibili al settore immobiliare, sia dal lato dei prestiti alle famiglie sia da quello dei prestiti alle imprese (fig. 1.8, linee tratteggiate).

Le prospettive sono favorevoli

Il recupero nel mercato immobiliare dovrebbe proseguire nei prossimi mesi. Secondo nostre stime i prezzi delle case si stabilizzerebbero alla fine dell'anno in corso, portando la flessione nella media del 2016 a poco più dell'1 per cento (da -2,6 nel 2015). Le più recenti attese degli agenti immobiliari sono più favorevoli rispetto allo stesso periodo dello scorso anno (fig. 1.9) e migliora il clima di fiducia delle imprese di costruzione.

Figura 1.9

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.

2 I RISCHI SETTORIALI

2.1 LE FAMIGLIE

Rimane solida la situazione patrimoniale delle famiglie

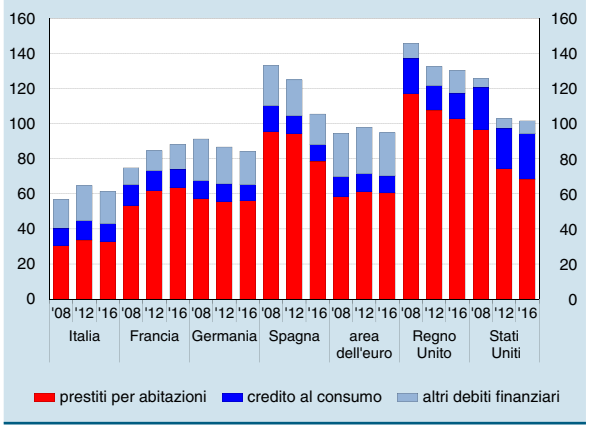
La situazione patrimoniale delle famiglie si mantiene solida in ragione del basso indebitamento, nonostante le tensioni sui mercati finanziari nel primo semestre del 2016 si siano riflesse in un calo del valore nominale della ricchezza finanziaria (-2,8 per cento). La crescita del reddito disponibile (2,6 per cento su base annua nel primo semestre) e i bassi tassi di interesse contribuiscono alla sostenibilità del debito. La maggiore incertezza sull'evoluzione del quadro congiunturale si è tradotta in un aumento della propensione al risparmio e in un maggiore investimento in attività liquide. È proseguita la sostituzione di titoli di Stato e obbligazioni bancarie con quote di fondi comuni e polizze assicurative che offrono garanzie sui rendimenti minimi.

Aumenta il debito ma resta contenuto

I debiti, in lieve aumento nel primo semestre, rimangono su livelli molto bassi nel confronto internazionale (fig. 2.1). I nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni, pari a 29 miliardi nei primi nove mesi dell'anno, hanno toccato il valore più alto dal 2011 (fig. 2.2.a). Alla crescita della domanda corrispondono condizioni di offerta favorevoli da parte delle banche, con un aumento dei finanziamenti in rapporto al valore dell'immobile (loan-to-value). È cresciuto in misura marcata anche il credito al consumo.

Figura 2.1

Debito delle famiglie (1)
(in percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia; BCE e Banca d'Inghilterra per i paesi europei; Federal Reserve System - Board of Governors per gli Stati Uniti.
(1) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici e produttrici e includono le sofferenze; per gli Stati Uniti il dato si riferisce alle sole famiglie consumatrici. Dati di fine anno; quelli del 2016 si riferiscono al 2° trimestre e sono provvisori.

Le famiglie si tutelano dal rischio di aumenti dei tassi

Circa il 60 per cento dei nuovi mutui è costituito da finanziamenti a tasso fisso per almeno dieci anni (fig. 2.2.b). La riduzione dei tassi di interesse favorisce forme di ricontrattazione delle condizioni ottenute in passato: nel 2016 le rinegoziazioni, le surroghe e le sostituzioni hanno riguardato il 6 per cento dei mutui in essere alla fine dello scorso anno.

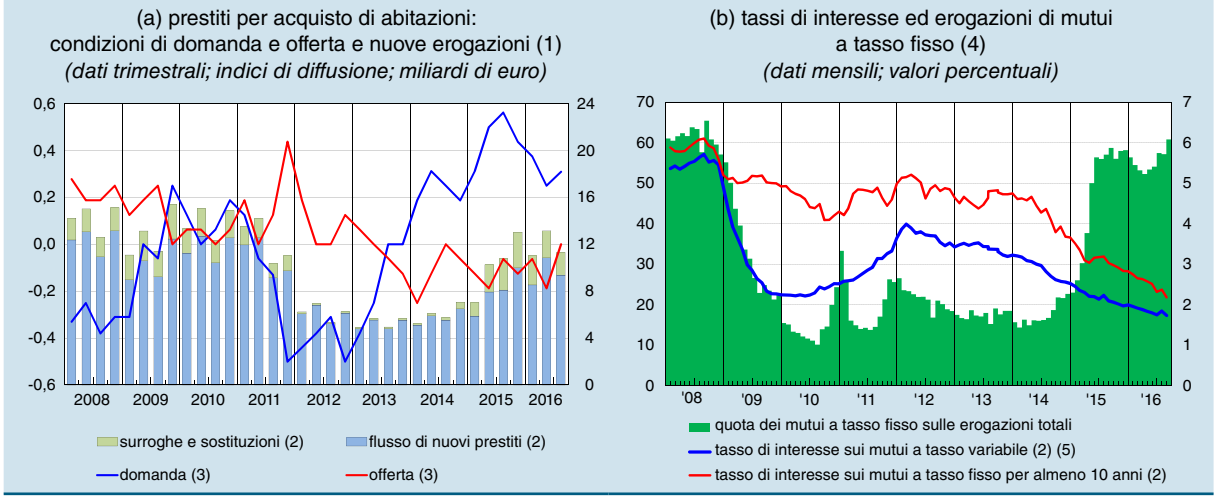
Si rafforza la capacità di ripagare i debiti

Il tasso di deterioramento dei prestiti alle famiglie è tornato per la prima volta sui livelli precedenti la crisi finanziaria (1,7 per cento); in rapporto ai finanziamenti in essere le consistenze di crediti deteriorati sono scese al 10,7 per cento (cfr. tav. 2.1) e prosegue il calo degli indicatori prospettici di vulnerabilità (cfr. il riquadro: *Gli indicatori di vulnerabilità finanziaria delle famiglie*). Le proiezioni del modello di microsimulazione

della Banca d'Italia, coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti, indicano che nel 2017 la quota di famiglie vulnerabili e l'incidenza dei loro debiti sul totale rimarrebbero sostanzialmente stabili nel confronto con i valori stimati per il 2016, intorno al 2 e al 14 per cento rispettivamente[1]. In uno scenario controfattuale avverso, caratterizzato nel 2017 da un calo del reddito nominale del 3,0 per cento e da un aumento dell'Euribor di un punto percentuale, la quota di famiglie vulnerabili crescerebbe al 2,2 per cento e quella dei loro debiti al 15 per cento.

Figura 2.2

Indicatori delle condizioni di indebitamento delle famiglie



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) Dati riferiti alle nuove operazioni. Famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (5) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno.

GLI INDICATORI DI VULNERABILITÀ FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

I rischi per la stabilità finanziaria generati dalle famiglie indebitate possono essere analizzati con diversi modelli. Secondo l'indicatore basato sul servizio del debito (debt service, DS) utilizzato dal modello di microsimulazione della Banca d'Italia, sono considerate vulnerabili le famiglie che hanno un rapporto fra le rate da pagare (capitale e interessi) e il reddito disponibile superiore al 30 per cento e un reddito disponibile inferiore al valore mediano della distribuzione (cfr. il riquadro: *Gli effetti della stagnazione del reddito sulla vulnerabilità delle famiglie indebitate*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2014). Un indicatore alternativo, che tiene conto anche dei consumi essenziali di una famiglia e della liquidità utilizzabile per rimborsare il debito, si basa sul cosiddetto margine finanziario (financial margin, FM)[1] che classifica come vulnerabili le famiglie con reddito disponibile e attività finanziarie insufficienti a coprire le rate e le spese minime di consumo per almeno quattro mesi.

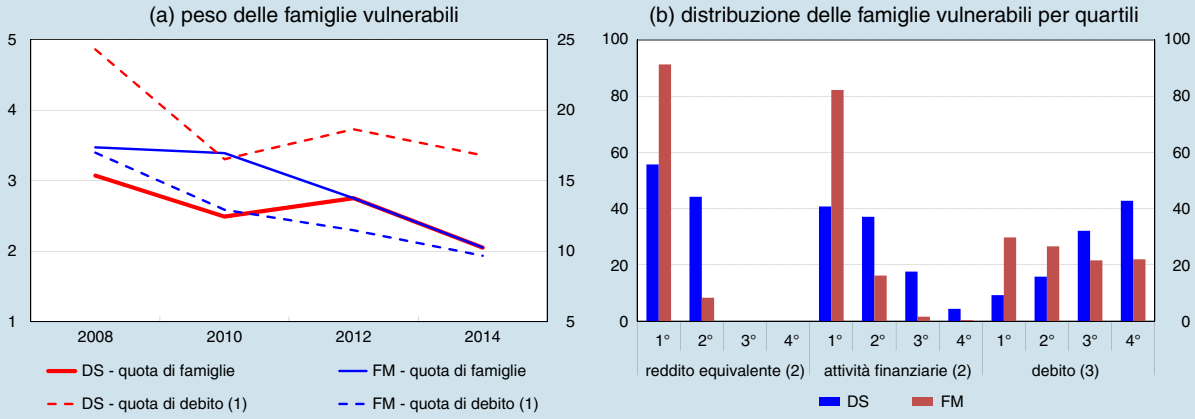
[1] M. Ampudia, H. van Vlokhoven e D. Żochowski, *Financial fragility of euro area households*, European Central Bank, Working Paper Series, 1737, 2014.

[1] Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito disponibile inferiore al valore mediano della distribuzione. Cfr. V. Michelangeli e M. Pietrunti, *A microsimulation model to evaluate Italian households' financial vulnerability*, "International Journal of Microsimulation", 7, 3, 2014, pp. 53-79.

I due indicatori, pur fornendo informazioni simili sulla percentuale di famiglie considerate vulnerabili (figura, pannello a), colgono aspetti diversi della condizione finanziaria del settore[2]. In particolare le famiglie classificate come vulnerabili secondo l'FM hanno in media un reddito più basso, possiedono meno attività liquide e hanno un debito medio di circa tre volte inferiore (figura, pannello b). Ciò si riflette in un'incidenza del debito di tali famiglie sul totale più bassa di circa sei punti percentuali rispetto all'incidenza calcolata utilizzando il DS.

Figura

Indicatori di vulnerabilità finanziaria
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni sui dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane.
(1) Scala di destra. – (2) I quartili si riferiscono a tutte le famiglie del campione. – (3) I quartili si riferiscono solo alle famiglie indebitate.

Confrontato con il DS, l'FM mostra una correlazione più elevata con il deterioramento della qualità del credito: le famiglie vulnerabili secondo l'FM hanno una probabilità di risultare in ritardo nel pagamento dei debiti superiore a quelle individuate dal DS di sei punti percentuali (19 e 13 per cento, rispettivamente).

D'altra parte l'utilizzo del DS presenta diversi vantaggi. In primo luogo è necessaria minore discrezionalità nella quantificazione dei parametri che ne sottendono il calcolo: nel caso dell'FM infatti occorre specificare il valore delle spese essenziali e il numero dei mesi in cui le attività liquide sono sufficienti a compensare carenze nel reddito, elementi che rendono l'indicatore difficilmente utilizzabile nei confronti internazionali[3]. Il DS inoltre ha una maggiore capacità di cogliere la vulnerabilità delle famiglie con un ammontare di debito elevato, un aspetto cruciale nelle analisi dei rischi per la stabilità finanziaria generati dal settore.

[2] V. Michelangeli e C. Rampazzi, *Indicators of financial vulnerability: a household level study*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.
[3] Gli autori Ampudia, van Vlokhoven e Żochowski (cfr. nota 1), ad esempio, individuano un intervallo di mesi che varia fra un minimo di zero per la Spagna e Cipro e un massimo di 25,9 per l'Austria.

2.2 LE IMPRESE

La situazione finanziaria delle imprese è in miglioramento

La redditività delle imprese è in aumento. Il margine operativo lordo (MOL) è cresciuto del 5 per cento nei dodici mesi terminanti a giugno del 2016. Anche per effetto del calo dei tassi di interesse l'incidenza degli oneri finanziari è diminuita al 15,5 per cento del MOL, il livello più basso dal 2006. I risultati del

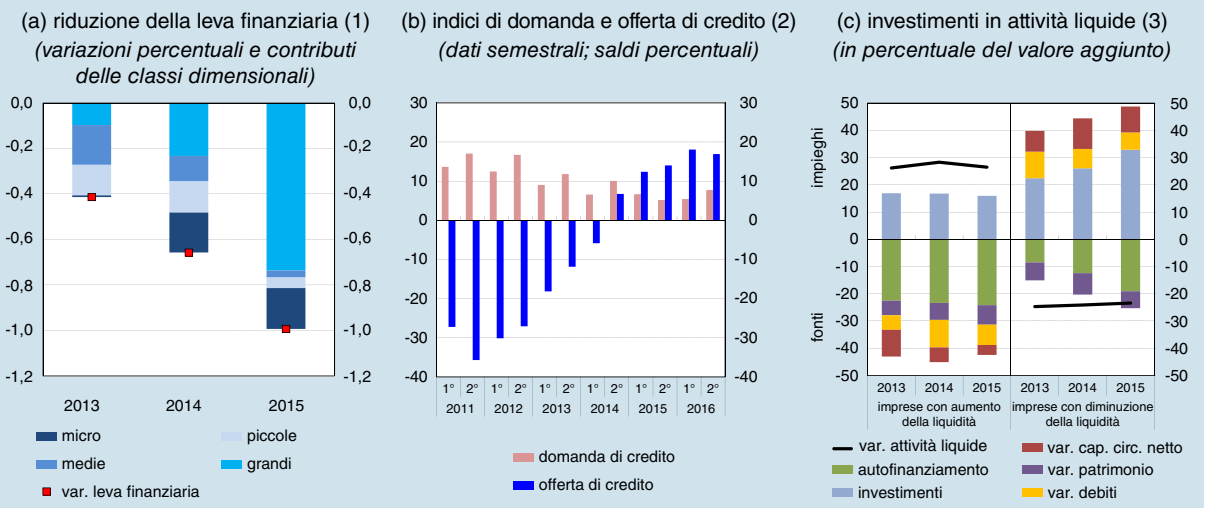
sondaggio congiunturale condotto in autunno dalla Banca d'Italia indicano che la quota di aziende che prevede di chiudere il bilancio di quest'anno in utile è salita di oltre cinque punti percentuali rispetto al 2015.

Prosegue il processo di riequilibrio della struttura finanziaria

I debiti finanziari continuano a ridursi: in giugno hanno raggiunto il 77 per cento del PIL, oltre sei punti percentuali in meno rispetto al 2012. Analisi basate sui dati di bilancio di un ampio campione di imprese mostrano un calo della leva finanziaria[2] tra il 2012 e il 2015 di oltre cinque punti percentuali; la riduzione è ascrivibile per circa la metà alla dinamica demografica delle imprese, in particolare all'uscita dal mercato di aziende con un indebitamento elevato. Tra le società attive la leva è diminuita soprattutto per le imprese grandi (fig. 2.3.a), a causa della più elevata redditività che ha agevolato sia il rimborso del debito sia il rafforzamento del capitale. Un'ampia fascia di imprese ha aumentato il patrimonio avvalendosi degli incentivi fiscali introdotti nel 2011 (cfr. il riquadro: *Gli effetti dell'Aiuto alla crescita economica sull'indebitamento delle imprese*).

Figura 2.3

Indicatori della condizione finanziaria delle imprese



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Cerved.
(1) Le elaborazioni sono basate su campioni chiusi annuali che includono in media circa 400.000 società di capitale. I dati del 2015 sono provvisori. – (2) Dati riferiti al campione di imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti contattate nel sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia. Saldi percentuali tra imprese che indicano un aumento (miglioramento) e quelle che indicano una riduzione (peggioramento) della domanda (offerta) di credito. I dati relativi al 2° semestre 2016 consistono in previsioni fornite dalle imprese. – (3) Dati tratti dai rendiconti finanziari di un campione di circa 400.000 società di capitale. I dati del 2015 sono provvisori. Per convenzione le fonti sono riportate con il segno negativo.

GLI EFFETTI DELL'AIUTO ALLA CRESCITA ECONOMICA SULL'INDEBITAMENTO DELLE IMPRESE

L'Aiuto alla crescita economica (ACE) introdotto nel 2011 prevede la deducibilità dal reddito imponibile del rendimento figurativo degli apporti di nuovo capitale proprio e degli utili reinvestiti all'interno dell'impresa. Il progressivo aumento del rendimento figurativo fissato dal Ministero dell'Economia e delle finanze, dal 3 per cento del 2011 al 4,75 del 2016, ha fortemente ridotto la distorsione fiscale tra il costo del capitale proprio e quello del debito, storicamente più basso grazie alla deducibilità degli interessi passivi.

[2] La leva finanziaria è misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio netto al valore di bilancio.

Secondo stime dell'Istat nel 2016 circa il 36 per cento delle società di capitali beneficerebbe della deduzione ACE; la relativa imposta Ires effettiva scenderebbe, a legislazione vigente, al 22,2 per cento dal 28,5 del 2011[1]. La quota di beneficiari sarebbe maggiore tra le piccole e medie imprese, nel settore manifatturiero e in quello dei servizi, tra le imprese esportatrici e quelle localizzate nel Nord Est.

I risultati di un'analisi statistica su un ampio campione di imprese manifatturiere indicano che tra il 2011 e il 2013 l'utilizzo dell'ACE ha consentito di ridurre la leva finanziaria di 7 punti percentuali (rispetto a una media del campione nel periodo di analisi del 50 per cento)[2]. Il rafforzamento patrimoniale delle aziende ha effetti positivi sulla stabilità finanziaria poiché migliora la capacità delle imprese di ripagare i debiti[3]: si stima che l'adozione del provvedimento abbia ridotto di 0,5 punti percentuali il tasso di ingresso in sofferenza delle imprese che lo hanno utilizzato nel periodo 2011-13. Queste stime degli effetti dell'ACE scontano una conoscenza limitata degli sgravi da parte degli imprenditori: sulla base delle indagini condotte dalla Banca d'Italia, circa il 30 per cento delle aziende con almeno 20 addetti dichiara infatti di non conoscere ancora il provvedimento.

In prospettiva l'efficacia dell'ACE dipenderà anche dall'ampiezza del differenziale tra il rendimento figurativo fissato per il capitale proprio e i tassi di interesse sul debito. Un rendimento figurativo troppo basso penalizzerebbe in particolare le piccole e medie imprese, per le quali il costo del debito è più elevato rispetto alla media del sistema produttivo.

[1] Istat, *Gli effetti dei provvedimenti fiscali sulle imprese*, "Microsimulazioni imprese", 6 marzo 2014 e 27 aprile 2016.
[2] N. Branzoli e A. Caiumi, *Tax incentives and financial stability*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.
[3] E. Bonaccorsi di Patti, A. D'Ignazio, M. Gallo e G. Micucci, *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, "Italian Economic Journal", 1, 2, 2015, 253-286.

L'andamento del credito rimane molto eterogeneo

I debiti verso le banche sono pressoché stabili (-0,3 per cento in settembre su base annua) anche a causa della debolezza della domanda di credito (fig. 2.3.b). La capacità di accedere a nuovi finanziamenti, l'entità dei flussi di credito concessi e i tassi di interesse applicati dalle banche variano notevolmente in ragione delle caratteristiche delle imprese (cfr. il riquadro: *Fragilità finanziaria delle imprese e allocazione del credito*). Dai bilanci delle aziende che hanno aumentato nel 2015 il debito bancario risulta che la crescita si è associata, più che nei precedenti tre anni, all'acquisto di immobilizzazioni tecniche e di attività finanziarie; sono divenute invece meno rilevanti le esigenze di finanziamento del capitale circolante. I risultati del sondaggio congiunturale confermano che anche nel primo semestre del 2016 gli investimenti hanno rappresentato la principale motivazione del ricorso al credito.

FRAGILITÀ FINANZIARIA DELLE IMPRESE E ALLOCAZIONE DEL CREDITO

La forte contrazione del credito alle imprese seguita alla crisi del debito sovrano si è progressivamente attenuata, fin quasi ad annullarsi dalla fine del 2015. Già dal 2014 tuttavia sono emersi segnali di ripresa dell'erogazione del credito, circoscritti a specifiche tipologie di imprese.

La quota di aziende che hanno aumentato l'indebitamento verso le banche è salita al 40 per cento nei dodici mesi terminanti a giugno del 2016 dal 36 per cento nel 2013. Il flusso di nuovi prestiti a queste società ha raggiunto i 62 miliardi (52 nel 2013). La ripresa ha interessato soprattutto le imprese di media e grande dimensione e quelle della manifattura e dei servizi, che hanno tratto vantaggio da una congiuntura più favorevole. Anche le condizioni alle quali il credito è stato

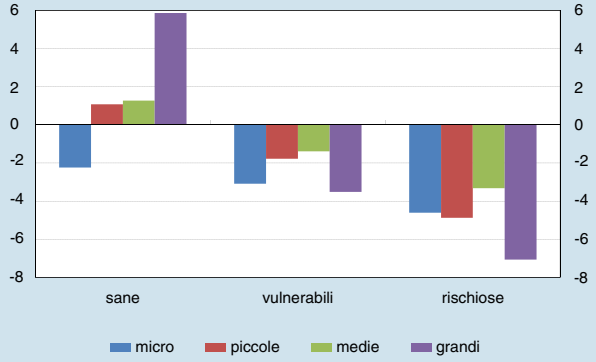
concesso sono risultate molto differenziate: il calo dei tassi di interesse è stato più ampio per le società di maggiore dimensione.

La ricomposizione dei flussi di credito ha rispecchiato in maniera rilevante la valutazione del grado di fragilità finanziaria delle imprese da parte degli intermediari. Per le società con bilanci più solidi la contrazione dei prestiti si è arrestata già nel 2014[1], con la sola eccezione delle microimprese (figura, pannello a). A conferma della maggiore selettività degli intermediari, è diminuito il credito indirizzato a imprese di nuova costituzione o che hanno ricevuto credito per la prima volta, per le quali le banche dispongono di minori informazioni sulla capacità di rimborso (dal 12 per cento del flusso di nuovi prestiti nel 2013, al 9 per cento nei dodici mesi terminanti lo scorso giugno)[2]. Nel complesso il flusso annuale di nuovi finanziamenti destinati alle aziende rischiose si è ridotto a 12 miliardi nel giugno 2016, pari al 20 per cento del totale (rispettivamente 15 miliardi e 29 per cento nel 2013); in termini di consistenze la quota di credito concesso a queste imprese è scesa dal 34 al 28 per cento.

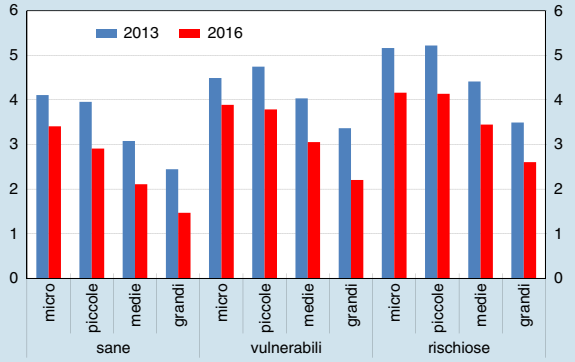
Figura

Il credito alle imprese: quantità e tassi

(a) prestiti per classi di dimensione e rischio (1)
(medie 2014-16; variazioni percentuali sui 12 mesi)



(b) tassi di interesse per classi di dimensione e rischio (2)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Cerved.
(1) I dati si riferiscono a un campione di circa 400.000 società di capitali in ciascun anno. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie e sono corretti per tenere conto delle cartolarizzazioni. – (2) I tassi di interesse sono calcolati sul totale dei debiti bancari e includono le commissioni.

Le condizioni di bilancio hanno influenzato anche il costo del credito: il differenziale dei tassi medi praticati alle aziende fragili rispetto a quelli applicati alle imprese solide è rimasto ampio. Tra le aziende meno rischiose, quelle di grande dimensione hanno beneficiato di una riduzione dei tassi maggiore rispetto alle microimprese (figura, pannello b).

Stime econometriche confermano che, anche a parità di caratteristiche di impresa tipicamente correlate con la domanda dei prestiti (redditività, liquidità, dinamica del fatturato, spesa per investimenti, settore di attività economica e area geografica), nel 2015 il credito è affluito soprattutto ad aziende

[1] Le classi di rischio sono individuate sulla base di un punteggio calcolato da Cerved (z-score) con un modello logistico che stima la probabilità di default a un anno di un'impresa in funzione di numerosi indicatori di bilancio; lo z-score assume valori discreti, da 1 a 9: sono considerate "sane" le imprese con punteggio compreso tra 1 e 4, "vulnerabili" quelle con punteggio pari a 5 o a 6 e "rischiose" quelle con punteggi più elevati.

[2] Sono incluse in questo gruppo anche imprese il cui credito ha superato nell'arco dell'anno la soglia minima per la segnalazione nella Centrale dei rischi (30.000 euro).

meno rischiose[3]. La maggiore fragilità finanziaria delle microimprese, in particolare il più elevato indebitamento, spiega gran parte delle differenze con le altre classi dimensionali nei tassi di variazione del credito: oltre il 70 per cento del divario con le grandi aziende e circa il 40 di quello con le imprese di piccola e media dimensione. Una parte del divario tra classi dimensionali non è tuttavia spiegata dalle caratteristiche aziendali considerate nell'analisi; ciò potrebbe riflettere una minore propensione delle banche a finanziare piccole imprese dovuta all'incidenza dei costi fissi di gestione dei crediti di importo contenuto.

[3] E. Bonaccorsi di Patti e P. Finaldi Russo, *Fragilità finanziaria delle imprese e allocazione del credito*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Il ricorso alle obbligazioni aumenta tra le piccole e medie imprese

Il ricorso al mercato obbligazionario, debole all'inizio dell'anno, si è progressivamente rafforzato anche in connessione con l'avvio del programma di acquisto dei titoli del settore privato da parte dell'Eurosistema (cfr. il capitolo 3). Nel complesso dei primi nove mesi le emissioni lorde sono state pari a 22 miliardi (3 in meno rispetto allo stesso periodo del 2015); tra le imprese di piccola e media dimensione sono tuttavia aumentati sia il numero di emittenti sia l'importo dei collocamenti.

L'elevata liquidità riflette incertezza e bassi tassi di interesse

La liquidità delle imprese, misurata dalla somma di cassa e depositi, ha raggiunto livelli storicamente elevati: nel giugno 2016 era pari al 18,4 per cento del PIL, circa cinque punti in più rispetto al periodo precedente la crisi. Sulla base dei bilanci di un ampio campione di società di capitale, tra il 2012 e il 2015 circa due terzi della crescita della liquidità è riconducibile alle imprese di grande dimensione. Le aziende che accrescono le riserve liquide sono caratterizzate da livelli elevati di autofinanziamento e da minori spese per investimenti e capitale circolante (fig. 2.3.c). I dati del sondaggio congiunturale indicano che nell'ultimo anno l'aumento della liquidità è dovuto principalmente all'incertezza sui flussi di cassa futuri e ai bassi tassi di interesse.

Migliora la capacità di ripagare i debiti

Il calo dei debiti finanziari e del loro costo migliora la capacità di rimborso delle imprese. Sulla base di dati Cerved relativi alle società di capitale, il numero di fallimenti e altre procedure concorsuali avviati nel primo semestre del 2016 si è ridotto di oltre il 10 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; è inoltre in miglioramento la puntualità dei pagamenti commerciali: i tempi di attesa per la liquidazione delle fatture si sono ulteriormente ridotti ed è proseguito a ritmi elevati il calo delle società protestate. Il tasso di deterioramento dei prestiti bancari è sceso dal 4,9 per cento nell'ultimo trimestre del 2015 al 4,1 nel terzo trimestre del 2016; l'incidenza di tali prestiti sul totale dei

Tavola 2.1

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

VOCI	Marzo 2016		Settembre 2016	
	Famiglie consumatrici			
Totale	**551.000**	**100,0**	**554.486**	**100,0**
In bonis	490.385	89,0	494.884	89,3
Deteriorati (2)	60.615	11,0	59.603	10,7
sofferenze	39.449	7,2	39.116	7,1
scaduti	4.752	0,9	3.944	0,7
altri	16.414	3,0	16.542	3,0
	Imprese			
Totale	**953.804**	**100,0**	**947.607**	**100,0**
In bonis	671.953	70,4	669.209	70,6
Deteriorati (2)	281.851	29,6	278.398	29,4
sofferenze	167.453	17,6	170.902	18,0
scaduti	7.719	0,8	6.820	0,7
altri	106.679	11,2	100.676	10,6

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 1° trimestre 2015 le segnalazioni delle partite deteriorate si basano sulla nuova definizione introdotta dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA), che suddivide questi prestiti in sofferenze, esposizioni scadute o sconfinanti e altri prestiti deteriorati.

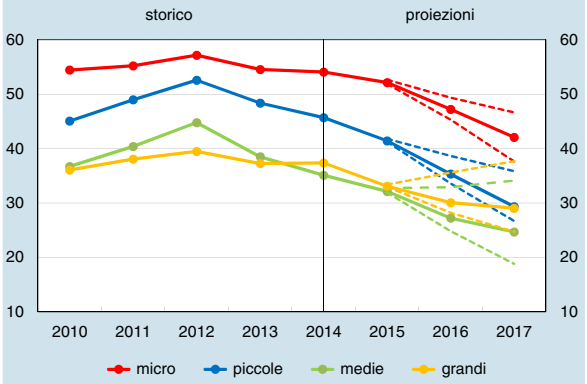
finanziamenti alle imprese resta elevata, ma ha iniziato a ridursi per la prima volta dall'inizio della crisi nel 2007 (tav. 2.1).

La vulnerabilità delle imprese continua a ridursi

Secondo le proiezioni tratte dal modello di microsimulazione della Banca d'Italia[3], coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti, nel 2017 la quota di debito detenuta dalle imprese vulnerabili si ridurrebbe al 31 per cento (dal 34 stimato per il 2016). Il calo, che riflette principalmente l'ulteriore aumento dei flussi di reddito, è più rilevante per le società di minore dimensione (fig. 2.4). La quota di debito delle imprese vulnerabili aumenterebbe invece al 35 per cento nel 2017 in uno scenario controfattuale particolarmente avverso, in cui si ipotizza una riduzione del MOL del 5 per cento e un aumento del costo del debito di un punto percentuale rispetto al 2016. Le imprese grandi mostrano maggiore capacità di fronteggiare un simile peggioramento del quadro macroeconomico.

Figura 2.4

Quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili (1)
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.
(1) Sono definite vulnerabili le imprese con MOL negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Gli ultimi bilanci disponibili per l'intero campione di imprese sono relativi al 2014. Le linee tratteggiate delimitano un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base.

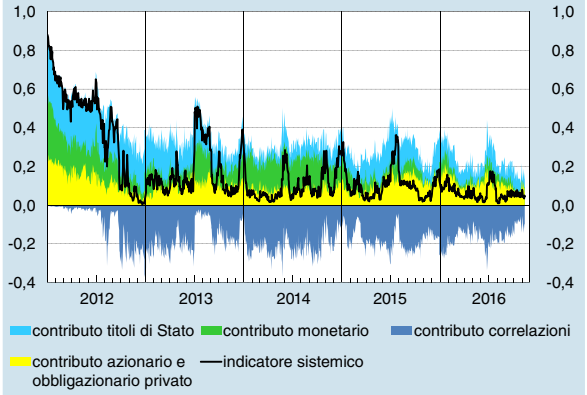
[3] A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, "Journal of Policy Modeling", di prossima pubblicazione.

3 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

La politica monetaria fortemente espansiva sostiene la liquidità dei mercati finanziari e attenua il rischio che le tensioni si propaghino tra i diversi comparti (fig. 3.1). Le prospettive di una crescita ancora debole dell'economia e l'aumento dell'incertezza – dovuta anche alle scadenze politiche che interesseranno i principali paesi europei – potrebbero tuttavia alimentare nei prossimi mesi episodi di elevata volatilità, come accaduto in occasione del referendum dello scorso giugno nel Regno Unito.

Figura 3.1

Indicatore del rischio sistemico di liquidità dei mercati finanziari italiani (1)
(dati giornalieri; 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

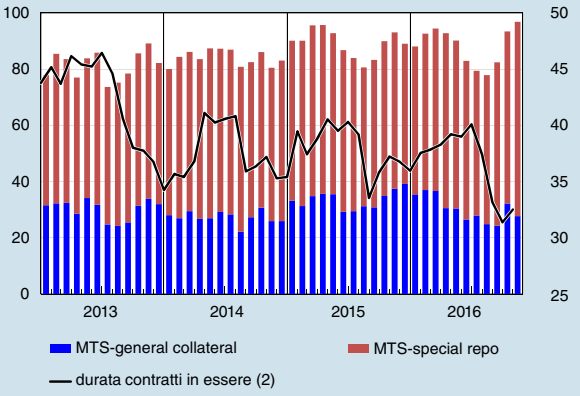
Gli scambi sul mercato repo restano elevati, ma si riduce la durata dei contratti

Le transazioni sul mercato pronti contro termine (repo) gestito da MTS si mantengono su livelli elevati (fig. 3.2.a); negli ultimi mesi sono diminuiti gli scambi sulle scadenze più

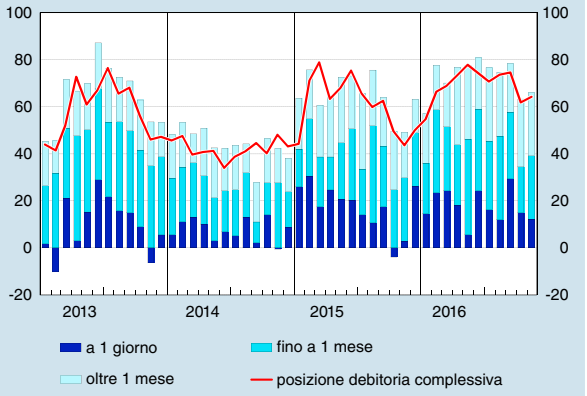
Figura 3.2

Volumi scambiati, durata dei contratti e posizione debitoria netta su MTS repo

(a) scambi e durata dei contratti in essere su MTS repo
(medie mensili di dati giornalieri; miliardi di euro e giorni)



(b) posizione debitoria netta verso l'estero del sistema bancario italiano (1)
(dati mensili; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.
(1) La posizione debitoria netta è calcolata sul controvalore dei contratti in essere; media mensile di dati giornalieri per la posizione netta complessiva; dati di fine periodo per la disaggregazione per durata. – (2) Scala di destra.

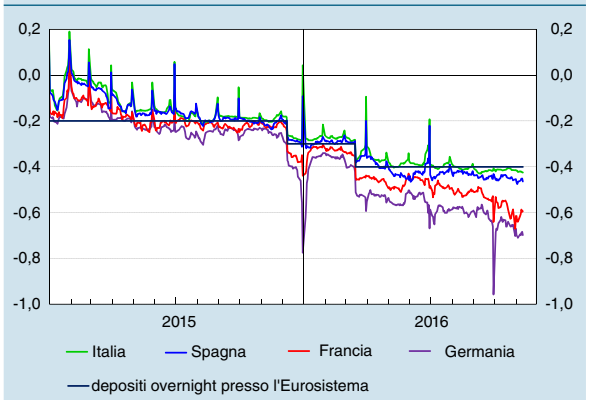
lunghe, accrescendo i rischi di rifinanziamento dei contratti in essere. Resta su livelli elevati l'indebitamento netto delle banche italiane verso l'estero su questo mercato (fig. 3.2.b), anche in relazione alle condizioni di costo particolarmente favorevoli rispetto alle altre forme di raccolta.

Scendono i tassi repo sui titoli di Stato italiani

L'abbondante liquidità ha contribuito a ridurre i tassi repo sui titoli di Stato italiani, che si sono portati sotto il livello negativo della deposit facility (fig. 3.3). I tassi repo sui titoli di Stato tedeschi e francesi sono scesi in misura maggiore, anche riflettendo la relativa scarsità di questi titoli che, con l'avanzamento del programma di acquisti dell'Eurosistema, sono divenuti progressivamente più costosi come collaterale sul mercato monetario garantito. In Italia i tassi sulle transazioni non collateralizzate restano allineati a quelli prevalenti nell'area dell'euro, sia sul mercato e-MID sia su quello over-the-counter (OTC).

Figura 3.3

Tassi repo area euro e deposit facility (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e RepoFundsRate.
(1) I tassi repo per singolo paese sono calcolati prendendo a riferimento i contratti con durata a un giorno su titoli di Stato conclusi sulle piattaforme telematiche gestite dalle società MTS spa e ICAP e garantiti da controparte centrale.

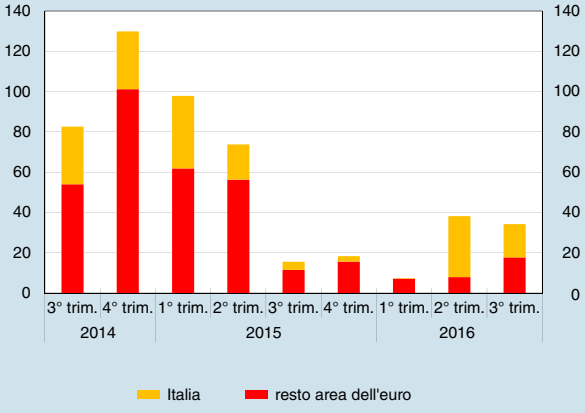
Le banche italiane aumentano il ricorso al rifinanziamento dell'Eurosistema

Le condizioni molto favorevoli delle nuove operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine dell'Eurosistema (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO2) hanno spinto le banche italiane, per le quali l'accesso ai mercati obbligazionari è diventato relativamente più costoso (cfr. il capitolo 4), a farvi ampio ricorso (fig. 3.4.a). La loro quota sul totale delle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema è cresciuta, raggiungendo il 34 per cento (fig. 3.4.b).

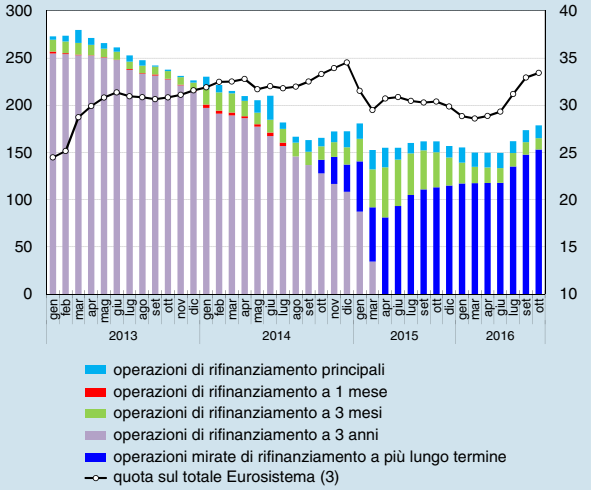
Figura 3.4

Ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti italiane operanti in Italia

(a) operazioni mirate di rifinanziamento (1)
(miliardi di euro)



(b) operazioni di mercato aperto (2)
(miliardi di euro; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Banca d'Italia.
(1) Per il 2° e 3° trimestre del 2016 i valori riportati indicano la raccolta netta, pari alla differenza tra i fondi ottenuti dalle controparti nei programmi TLTRO1 e TLTRO2 e quelli rimborsati del programma TLTRO1 alle stesse date. – (2) 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. – (3) Scala di destra.

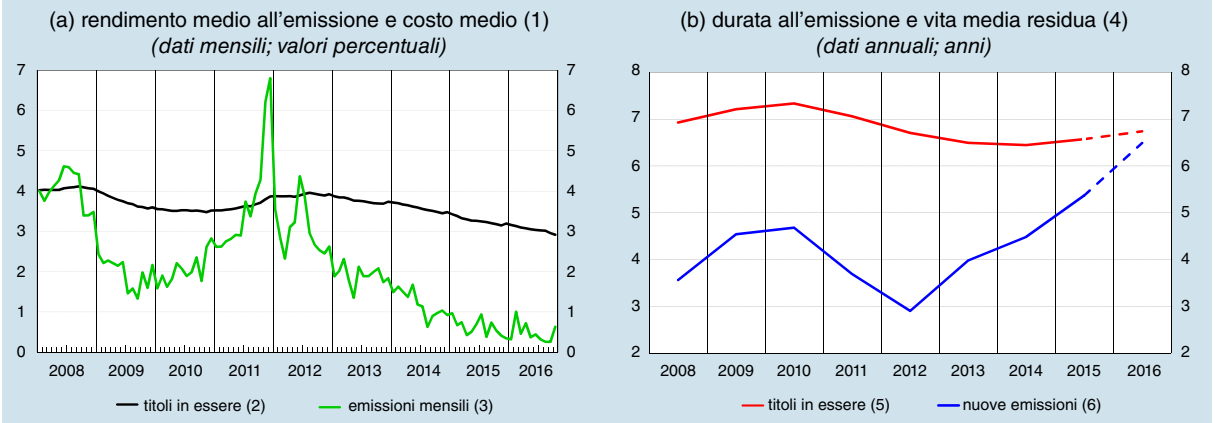
3.2 IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO

Il costo medio del debito continua a diminuire

Le condizioni di finanziamento per il Tesoro italiano rimangono favorevoli. Il rendimento medio all'emissione dei titoli collocati ha raggiunto in settembre il minimo storico dello 0,3 per cento; il costo medio ponderato dello stock dei titoli in circolazione è sceso sotto il 3 per cento (fig. 3.5.a). In prospettiva il costo delle nuove emissioni potrebbe risentire del rialzo generalizzato dei rendimenti sul mercato secondario dopo le elezioni negli Stati Uniti. Continua l'aumento della vita media all'emissione (fig. 3.5.b); in ottobre il Tesoro ha collocato per la prima volta un BTP a 50 anni, con un rendimento del 2,85 per cento. È proseguito anche l'allungamento della vita media dello stock dei titoli in circolazione, che resta tuttavia ancora al di sotto del livello massimo raggiunto nel 2010. Rimangono rilevanti gli impegni in termini di rimborsi che si dovranno affrontare nel medio periodo (fig. 3.6).

Figura 3.5

Rendimenti e durata media dei titoli di Stato



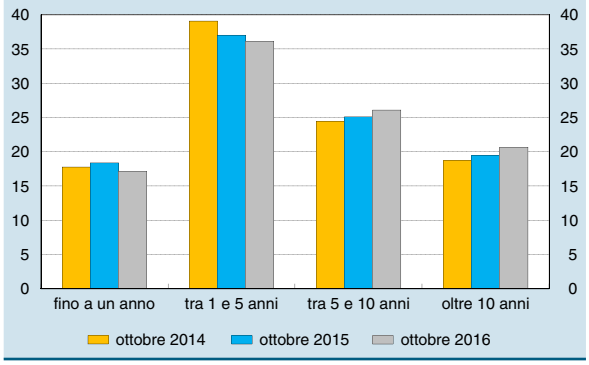
Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia.
(1) Collocamenti sul mercato interno di titoli di Stato non indicizzati. – (2) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese; per il calcolo non si considerano le operazioni di concambio e di riacquisto. – (3) Media ponderata dei tassi dei titoli di Stato collocati nel mese, per data di regolamento. – (4) Titoli di Stato collocati sul mercato interno. Dati di fine anno. Il dato del 2016 è rilevato alla fine di ottobre. – (5) Valori di fine periodo ponderati per le consistenze in essere; per il calcolo non si considerano le operazioni di concambio e di riacquisto. – (6) Durata media delle emissioni nel periodo per data di regolamento, ponderata per le quantità emesse.

Le condizioni di liquidità del mercato secondario restano buone

Dopo il calo registrato nei mesi estivi, gli scambi di titoli di Stato italiani sono tornati a crescere, sia sul mercato secondario (fig. 3.7.a) sia su quello del prestito titoli, dove le condizioni di costo restano allineate a quelle del segmento general collateral. La capacità del mercato di assorbire ordini di importo elevato senza effetti significativi sui prezzi è solo temporaneamente diminuita nei giorni successivi al referendum nel Regno Unito (fig. 3.7.b). Gli acquisti di titoli pubblici italiani nell'ambito del Public Sector Purchase Programme (PSPP) hanno riguardato l'intero arco delle scadenze consentite dal programma al fine di evitare effetti distorsivi tra i singoli titoli. L'attività di prestito

Figura 3.6

Distribuzione dei titoli di Stato per fasce di vita residua (1)
(percentuali sul totale dei titoli di Stato in circolazione)

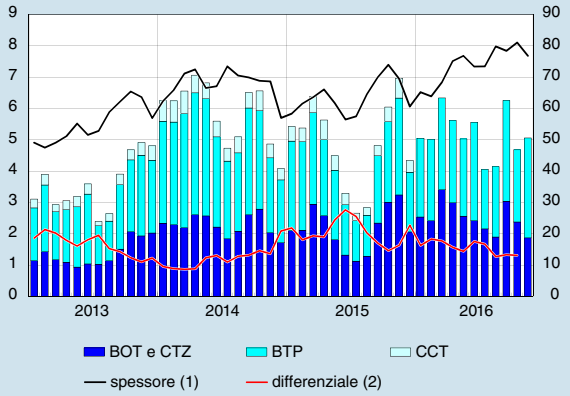


Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia.
(1) Sono inclusi i titoli collocati sui mercati internazionali. I rimborsi dei BTP indicizzati non sono rivalutati per l'inflazione.

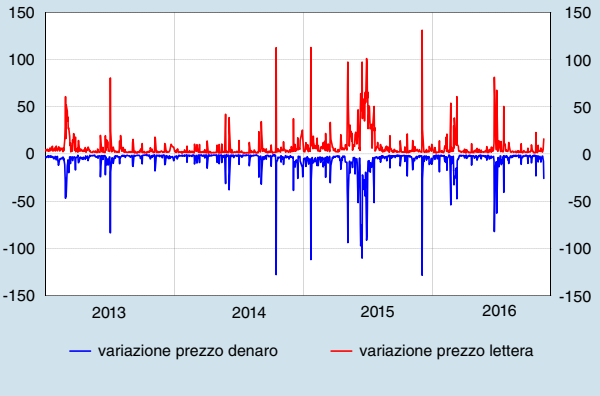
Figura 3.7

Indicatori di liquidità sui titoli di Stato italiani

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



(b) impatto di ordini di importo elevato sui prezzi quotati sull'MTS (3)
(medie giornaliere di dati ad alta frequenza; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.
(1) Lo spessore è calcolato come la media delle quantità quotate in denaro e in lettera per il comparto BTP. – (2) Il differenziale è calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati sui BTP quotati sull'MTS durante l'intera giornata operativa. Scala di destra. – (3) L'analisi è riferita al BTP benchmark decennale ed è basata su rilevazioni effettuate ogni 5 minuti. La linea blu e quella rossa rappresentano la stima dell'impatto sui prezzi denaro e lettera dell'immissione nel book di negoziazione dell'MTS di un eventuale ordine (di vendita o di acquisto) di 50 milioni di euro.

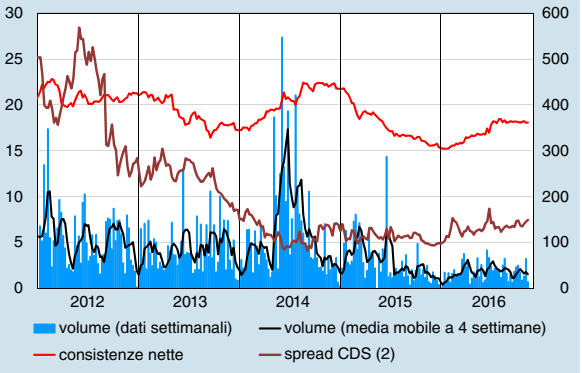
titoli acquistati dalla Banca d'Italia è cresciuta in termini sia di numero delle banche richiedenti sia di titoli utilizzati.

Cresce l'attività sui derivati sul debito sovrano italiano

I premi sui credit default swap (CDS) sui titoli di Stato italiani sono aumentati in corrispondenza dei momenti di più elevata tensione dei mercati finanziari dell'area dell'euro, in particolare nei mesi di gennaio e di giugno (fig. 3.8). L'importo delle posizioni aperte (consistenze nette), pur cresciuto dall'inizio del 2016, resta su livelli inferiori ai massimi degli scorsi anni; gli scambi giornalieri sono contenuti. Dal mese di giugno si sono ridotte le consistenze nette dei CDS su titoli di emittenti privati italiani, finanziari e non, mantenendo nel complesso invariata la domanda di protezione verso gli emittenti italiani. Sul mercato dei CDS sui titoli di Stato italiani transita gran parte della domanda di protezione nei confronti del rischio paese, a differenza di quanto avviene per le altre maggiori economie dell'area dell'euro, dove la copertura si distribuisce in maniera più bilanciata fra CDS sovrani e CDS su titoli bancari.

Figura 3.8

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



Fonte: elaborazioni su dati Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) e Bloomberg.
(1) Il dato sui volumi si riferisce alla market risk transaction activity, quello sulle consistenze nette ai net notional values, entrambi misurati secondo la terminologia DTCC (cfr. http://www.dtcc.com/repository-otc-data). – (2) Scala di destra.

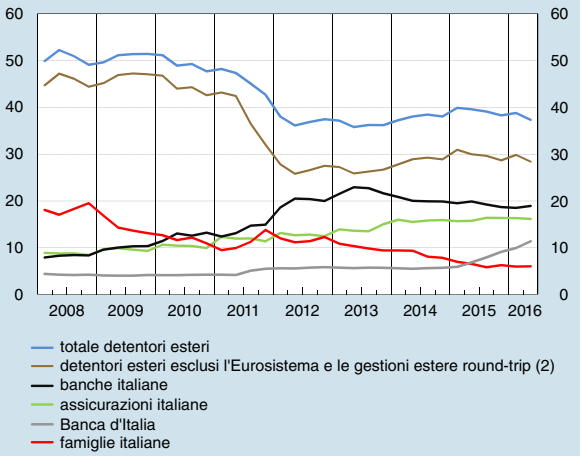
La quota di titoli pubblici italiani detenuta da investitori esteri, banche e famiglie si riduce

Nei dodici mesi terminanti in giugno, la quota di titoli pubblici italiani detenuta da investitori esteri si è ridotta (dal 30,0 al 28,4 per cento), così come quella delle banche e delle famiglie; nel contempo è cresciuta la quota della Banca d'Italia per effetto degli acquisti per conto dell'Eurosistema (fig. 3.9). Tra luglio e settembre si sono avuti rimborsi netti di titoli italiani detenuti sia dai non residenti sia dalle banche, parzialmente riconducibili alla stagionale riduzione delle emissioni nette da parte del Tesoro.

Figura 3.9

Titoli pubblici italiani: ripartizione per categoria di detentore (1)

(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: conti finanziari.
(1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme dei detentori. – (2) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani.

3.3 I MERCATI DELLE AZIONI E DELLE OBBLIGAZIONI PRIVATE

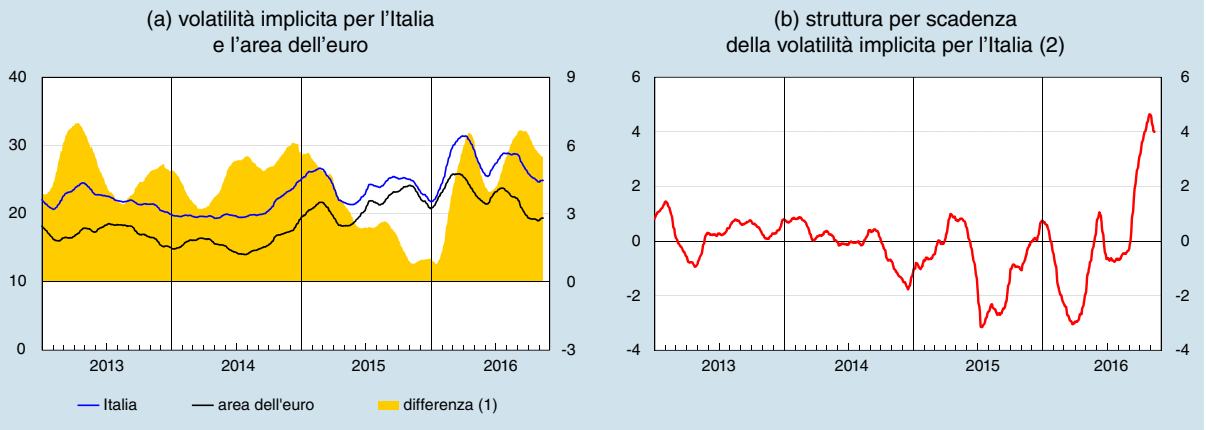
I mercati italiani sono esposti alle incertezze di natura finanziaria e politica

L'indice generale della borsa italiana continua a risentire della debolezza del settore bancario, per il quale le valutazioni degli investitori sulla redditività si mantengono sfavorevoli (cfr. il capitolo 4). Il differenziale fra la volatilità implicita del mercato italiano e quella dell'area dell'euro è elevato (fig. 3.10.a); gli indicatori segnalano un forte aumento della volatilità attesa per il mercato italiano a ridosso della prima settimana di dicembre, in corrispondenza con il referendum sulla riforma costituzionale (fig. 3.10.b).

Figura 3.10

Indicatori del mercato azionario

(dati giornalieri di medie mobili a 60 giorni; punti percentuali)



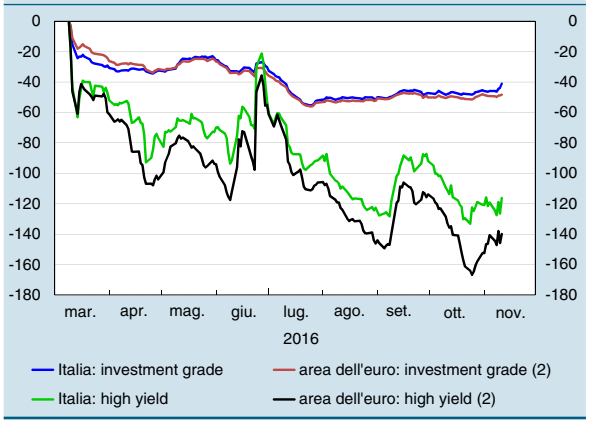
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Differenza fra le volatilità implicite nei prezzi delle opzioni sull'indice azionario italiano e su quello dell'area dell'euro per opzioni con scadenza a 2 mesi. Scala di destra. – (2) Differenza delle volatilità implicite su opzioni sull'indice azionario italiano aventi scadenza a 3 mesi e a 10 giorni; i dati più recenti incorporano il differenziale di volatilità quotata per le date successive e antecedenti il referendum sulla riforma costituzionale in Italia.

Gli acquisti dell'Eurosistema hanno avuto un impatto positivo sul mercato obbligazionario

Il ricorso delle imprese non finanziarie al mercato obbligazionario è progressivamente aumentato durante il 2016, sia in Italia sia nell'area dell'euro (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2016). Dopo un avvio d'anno debole, tra marzo e ottobre il programma di acquisto dell'Eurosistema di titoli del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) ha favorito l'incremento delle emissioni di obbligazioni private non finanziarie italiane e un allungamento della scadenza media delle nuove emissioni da 5,2 a 6,7 anni nel confronto con lo stesso periodo del 2015. I differenziali di rendimento rispetto ai tassi swap si sono progressivamente ridotti (fig. 3.11). Il programma ha favorito un ribilanciamento dei portafogli verso attività relativamente più rischiose, determinando un calo degli spread anche per i titoli obbligazionari italiani non oggetto di acquisti nell'ambito del programma.

Figura 3.11

Variazione dell'asset swap spread (1)
(dati giornalieri dal 9 marzo 2016; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Bank of America Merrill Lynch.
(1) Asset swap spread ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli. Non esiste una perfetta corrispondenza fra i titoli inclusi negli indici Bank of America Merrill Lynch, utilizzati nel grafico, e la loro eleggibilità per il CSPP. – (2) Gli indici Bank of America Merrill Lynch per l'area dell'euro sono stati rielaborati escludendo l'Italia.

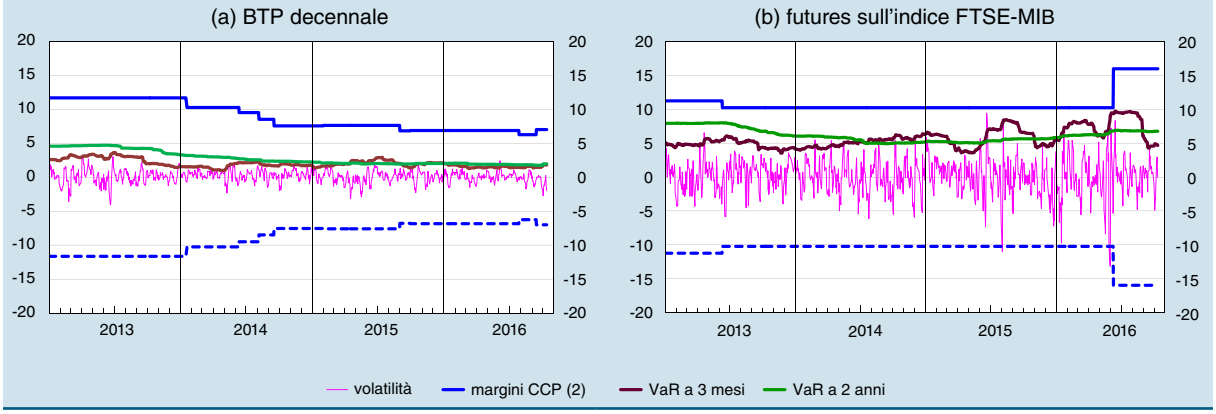
3.4 LE INFRASTRUTTURE DI MERCATO

Restano stabili i margini richiesti dalla CCG per i titoli di Stato italiani

La Cassa compensazione e garanzia (CCG) ha mantenuto invariati i margini di garanzia richiesti sulle posizioni in titoli di Stato italiani durante i momenti di tensione dei mercati finanziari nei giorni successivi all'esito del referendum nel Regno Unito (fig. 3.12.a). Ciò ha evitato, in linea con quanto previsto dalla European

Figura 3.12

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



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e CCG 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 del 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. – (2) Sul mercato dei titoli di Stato il servizio di controparte centrale è svolto, attraverso un accordo di interoperabilità, dalla CCG e da LCH SA. Sul mercato dei futures sull'indice FTSE-MIB, il servizio di controparte centrale invece è svolto solo dalla CCG.

Market Infrastructure Regulation (EMIR), effetti prociclici sul mercato dei titoli di Stato italiani. I margini applicati ai principali titoli azionari italiani sono invece stati rivisti al rialzo in luglio, per fare fronte al forte aumento della volatilità (fig. 3.12.b).

Resta contenuto il rischio di liquidità nei sistemi di regolamento titoli e contante

Prosegue il piano di migrazione dei depositari centrali di titoli alla piattaforma TARGET2-Securities (T2S), che permette il regolamento accentrato delle transazioni in titoli in moneta di banca centrale (cfr. il riquadro: *TARGET2-Securities e stabilità finanziaria*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2015). Il rischio di liquidità infragiornaliero delle banche italiane derivante dalla partecipazione al sistema di pagamento TARGET2 si mantiene estremamente basso.

Cresce anche in Italia l'importanza della sicurezza informatica

Alcune recenti innovazioni tecnologiche potrebbero in prospettiva modificare le modalità con cui i partecipanti ai mercati finanziari scambiano, regolano e registrano le attività finanziarie (cfr. il riquadro: *Opportunità e rischi della tecnologia blockchain*). Con il crescente utilizzo della tecnologia digitale negli scambi aumentano le iniziative volte alla prevenzione del rischio derivante da attacchi informatici (cyber risk). La Banca d'Italia ha promosso, in collaborazione con l'Associazione bancaria italiana, la costituzione di un Computer Emergency Response Team per il settore finanziario (CERTFin) per rafforzare la sicurezza informatica del sistema finanziario nazionale. L'iniziativa è in linea con la strategia dei paesi del G7 per il sistema finanziario globale[1].

OPPORTUNITÀ E RISCHI DELLA TECNOLOGIA BLOCKCHAIN

La tecnologia blockchain, il meccanismo alla base del trasferimento delle più note valute virtuali (cfr. il riquadro: *La diffusione e i rischi delle monete virtuali: il caso Bitcoin*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2014), può rappresentare un elemento di discontinuità nelle tradizionali modalità di funzionamento dei mercati finanziari, generalmente basati su un modello in cui le informazioni sono centralizzate presso un unico soggetto autorizzato (trusted). Questa tecnologia si avvale infatti di uno schema decentrato che prevede lo scambio diretto di messaggi tra gli operatori e la registrazione della catena delle transazioni in un univoco registro informatico (distributed ledger) condiviso fra gli utenti[1].

La tecnologia blockchain può essere impiegata in tutti gli ambiti in cui è richiesta l'interazione tra un numero elevato di utenti e dove l'utilizzo di un singolo registro condiviso favorisce un più efficiente allineamento delle informazioni tra i soggetti coinvolti, come nel caso dei pagamenti transfrontalieri e di quelli in tempo reale oppure della gestione di strumenti finanziari che prevedono complesse attività di post-trading. La condivisione delle informazioni può migliorare tracciabilità, trasparenza e affidabilità delle transazioni; il rapido regolamento delle operazioni, che avviene mediante l'apposizione di scritture presso il registro condiviso, e la loro immediata riconciliazione consentono di aumentare l'efficienza degli scambi e di contenere il rischio di controparte. Un modello decentrato risulta inoltre maggiormente resistente ad attacchi informatici o a incidenti operativi, poiché può continuare a operare anche qualora uno o più nodi smetta di funzionare.

[1] Nella concezione più aperta chiunque può partecipare e operare nella blockchain senza preventive autorizzazioni (unpermissioned ledger); esistono poi modelli ad accesso chiuso, sottoposto alla verifica del possesso di determinati requisiti (permissioned ledger), che meglio sembrano adattarsi alla realtà fortemente regolamentata dell'attuale sistema dei pagamenti e dei mercati finanziari.

[1] Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Cybersecurity: una strategia per il sistema finanziario tra i paesi G7*.

La diffusione di questa tecnologia può tuttavia aumentare l'esposizione a nuovi rischi. La disintermediazione delle attuali infrastrutture di mercato – sottoposte a specifici requisiti di vigilanza – unitamente all'aumento della velocità delle transazioni, accresce la complessità delle interconnessioni nel sistema finanziario e la velocità di propagazione di eventuali episodi di contagio. La possibilità che gli operatori tradizionali svolgano nuove funzioni e che nuovi soggetti esclusi dall'ambito di regolamentazione operino sul mercato richiede di riconsiderare l'adeguatezza sia degli attuali modelli di presidio dei rischi all'interno degli intermediari, sia dello stesso quadro di riferimento della supervisione finanziaria. La Banca d'Italia partecipa attivamente alle iniziative promosse in ambito internazionale per valutare e mitigare i rischi che la diffusione di questa nuova tecnologia può comportare per il funzionamento dei mercati e del sistema dei pagamenti[2].

[2] Cfr. sul sito della Banca d'Italia gli atti del convegno: *La tecnologia* blockchain*: nuove prospettive per i mercati finanziari*, Banca d'Italia, Roma, 21 giugno 2016; BCE, *Distributed ledger technology*, "In Focus", 1, 2016; ESMA, *The distributed ledger technology applied to securities markets*, Discussion Paper, 773, 2016.

4 LE BANCHE

Prosegue il riequilibrio dei bilanci delle banche italiane. Diminuiscono sia il flusso di crediti deteriorati sia il peso della loro consistenza sul totale dei prestiti. La posizione patrimoniale migliora, seppure con gradualità, e le condizioni di liquidità si mantengono nel complesso favorevoli. Al pari delle altre banche europee la redditività rimane bassa, per effetto di fattori strutturali e congiunturali. Questi ultimi sono più rilevanti in Italia, dove la crescita economica è più debole.

I risultati dello stress test sulle banche europee pubblicati lo scorso 29 luglio hanno mostrato come quattro tra i cinque maggiori gruppi italiani siano in grado di sostenere le perdite derivanti da un notevole peggioramento del quadro macroeconomico[1]. Banca Monte dei Paschi di Siena manterrebbe un livello di capitalizzazione ampiamente adeguato nello scenario di base, ma vedrebbe un calo della dotazione di capitale al di sotto dei minimi regolamentari in quello avverso. La banca ha pertanto presentato, contestualmente alla pubblicazione dei risultati, un piano che prevede la cessione dei prestiti in sofferenza, l'incremento delle rettifiche a fronte degli altri crediti deteriorati e un consistente aumento di capitale. Proseguono gli interventi delle autorità per superare le difficoltà di un numero limitato di altri intermediari e per portare a termine il processo di vendita delle banche ponte costituite all'atto della risoluzione di quattro intermediari alla fine dello scorso anno. Il completamento della prima operazione di fusione tra due ex banche popolari, dalla quale nascerà il terzo gruppo bancario italiano, potrà costituire un riferimento per ulteriori aggregazioni, in grado di accrescere efficienza e redditività.

Le banche rimangono tuttavia esposte a shock, di origine interna o internazionale, con effetti sui mercati dei capitali e sulla crescita economica (cfr. il capitolo 1). Sono fonte di incertezza importanti iniziative regolamentari internazionali in corso di completamento, come la riforma sui requisiti prudenziali (Basilea 3), l'introduzione di quelli necessari per assorbire le perdite in caso di risoluzione (minimum requirement for own funds and eligible liabilities, MREL) e l'entrata in vigore nel 2018 del nuovo standard contabile sulla valutazione degli strumenti finanziari (IFRS 9). Nell'attuazione di queste misure – così come negli interventi di vigilanza mirati a ridurre l'incidenza degli attivi deteriorati – si dovrà tenere conto, oltre che dei benefici attesi di lungo termine, dei loro costi di breve periodo.

4.1 GLI INDICATORI DI MERCATO

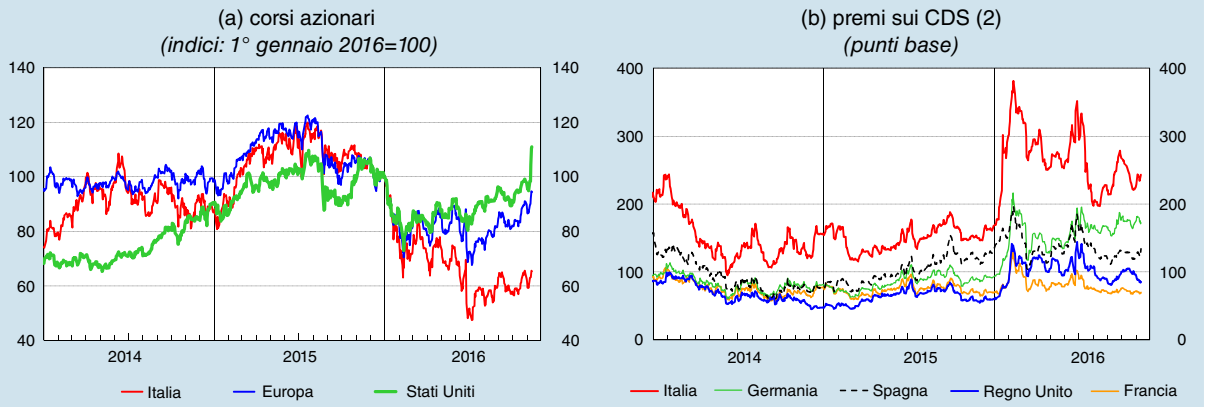
La volatilità dei corsi azionari delle banche è stata elevata

La volatilità dei mercati azionari europei, in particolare per il comparto bancario, è fortemente aumentata nei giorni successivi al referendum nel Regno Unito, influenzando anche l'andamento dei premi sui credit default swaps (CDS; fig. 4.1). Gli indicatori di mercato delle principali banche italiane sono peggiorati più di quelli dei maggiori intermediari europei, come in occasione delle tensioni di inizio anno (cfr. il riquadro: *Il recente andamento*

[1] Una sintesi dei risultati dello stress test è pubblicata in EBA, *2016 EU-Wide Stress Test. Results*, 29 luglio 2016.

Figura 4.1

Corsi azionari e premi sui CDS delle banche quotate (1)
(dati giornalieri)

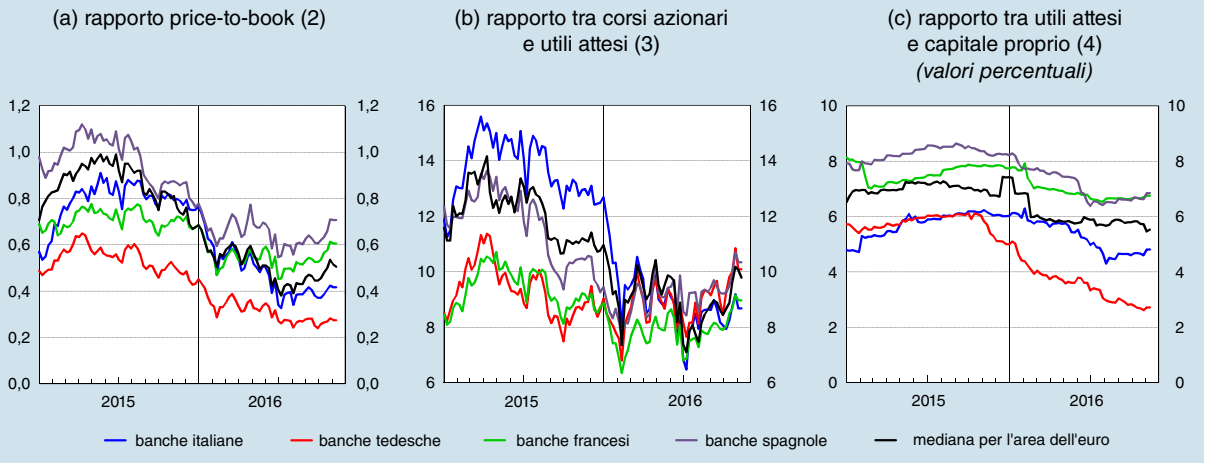


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Nel pannello (a) i dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena; per l'Europa, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, Deutsche Bank, Commerzbank, ING, 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. Nel pannello (b) 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, Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. – (2) Premi sui CDS a 5 anni.

delle quotazioni di borsa dell'area dell'euro, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016). Nonostante il miglioramento osservato negli ultimi mesi, i corsi azionari e i premi sui CDS delle principali banche italiane non sono tornati sui livelli registrati all'inizio del 2016.

Figura 4.2

Maggiori banche quotate dell'area dell'euro: rapporti price-to-book e loro determinanti (1)
(dati settimanali)



Fonte: elaborazioni su dati I/B/E/S e Thomson Reuters Datastream.
(1) Il campione comprende tutte le banche quotate dell'area dell'euro incluse negli indici FTSE Italia All-Share Banks, FTSE Germany Banks, FTSE France Banks, FTSE Spain Banks, FTSE Netherlands Banks, FTSE Greece Banks, FTSE Austria Banks, FTSE Portugal Banks, FTSE Ireland Banks e FTSE Belgium Banks a settembre 2016. Le mediane sono calcolate a partire dai dati delle banche appartenenti al campione. – (2) Rapporto tra il corso azionario e il valore contabile del capitale proprio per azione. – (3) Rapporto tra il corso azionario e gli utili attesi a un anno per azione. – (4) Rapporto percentuale tra gli utili attesi a un anno e il valore contabile del capitale proprio per azione. L'indicatore è ottenuto come rapporto tra il PTB, nel pannello (a), e il forward price-to-earnings ratio, FPE, nel pannello (b).

Il rapporto price-to-book ha raggiunto livelli storicamente bassi

Il rapporto tra la capitalizzazione di borsa e il valore contabile del patrimonio delle banche europee (price-to-book ratio, PTB) è sceso ai livelli più bassi dal 2008 (fig. 4.2.a). All'inizio di novembre i rapporti PTB, mediamente inferiori allo 0,7 a fronte dell'1,9 per le società non finanziarie, hanno risentito, in particolare per le banche tedesche e italiane (figg. 4.2.b e 4.2.c), sia di un incremento dei premi per il rischio sia della netta flessione delle aspettative sugli utili (cfr. il riquadro: *Il basso livello delle quotazioni di borsa delle banche dell'area dell'euro*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2015). I premi per il rischio si collocano attualmente su valori paragonabili a quelli prevalenti nelle fasi più acute della crisi finanziaria e di quella del debito sovrano e sono maggiormente omogenei fra le principali banche dell'area dell'euro. Il permanere di utili attesi inferiori al costo del capitale bancario rende più difficile per gli intermediari effettuare gli aumenti di capitale programmati e quelli eventualmente necessari, anche per porre in essere operazioni di aggregazione.

4.2 I RISCHI DELL'ATTIVO

Il credito

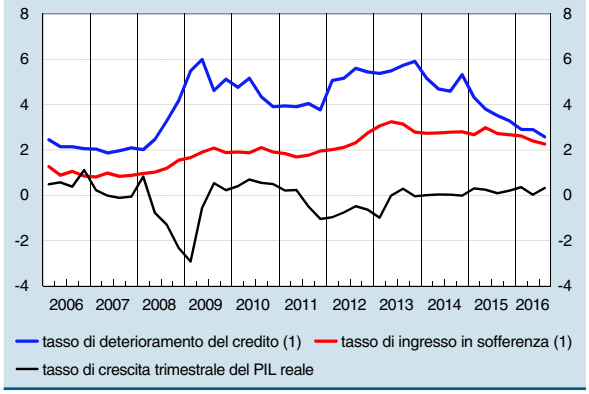
Prosegue il miglioramento della qualità del credito

Le politiche di offerta di credito delle banche italiane rimangono prudenti: l'erogazione di nuovi prestiti è limitata alle famiglie e alle imprese con gli indicatori di rischiosità migliori (cfr. il capitolo 2). Ciò, congiuntamente alla ripresa dell'economia, si riflette sugli indicatori della qualità del credito. Nel terzo trimestre del 2016 il flusso di nuovi prestiti deteriorati è sceso al 2,6 per cento del totale dei crediti (fig. 4.3). Secondo nostre proiezioni, coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti, il tasso di ingresso in sofferenza si ridurrebbe gradualmente nel corso dei prossimi mesi (fig. 4.4). Alla fine del 2017 l'indicatore scenderebbe all'1,2 per cento per i prestiti alle famiglie, un valore solo lievemente superiore a quello registrato prima dell'inizio della crisi finanziaria, e al 3,1 per cento per i prestiti alle imprese.

Figura 4.3

Indicatori di rischiosità del credito e crescita del PIL

(dati trimestrali; valori percentuali; tassi di crescita)



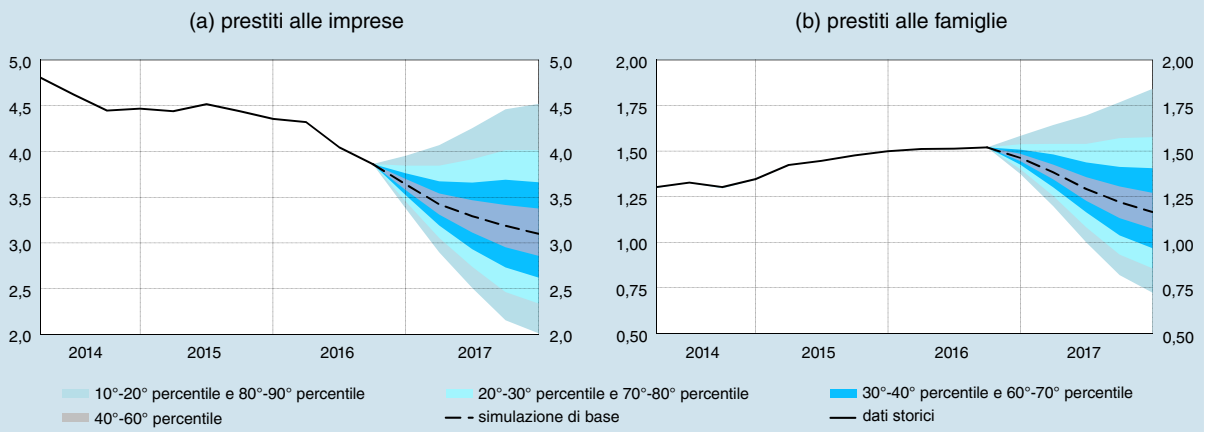
Fonte: Centrale dei rischi e Istat.
(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati e di sofferenze rettificate in rapporto alle consistenze dei prestiti al netto dei crediti deteriorati rettificati e delle sofferenze rettificate alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati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

Nei primi sei mesi del 2016 la consistenza dei crediti deteriorati lordi è diminuita di 4 miliardi, a 356 miliardi (tav. 4.1); al netto delle rettifiche di valore, la riduzione è stata più marcata (di 6 miliardi, a 191 miliardi). Il calo è interamente ascrivibile ai gruppi significativi (vigilati direttamente dalla BCE). Dalla fine del 2015 il tasso di copertura (misurato dal rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare dei crediti deteriorati lordi) è aumentato di un punto percentuale, al 46,4 per cento, valore leggermente superiore a quello medio delle principali banche della UE. Nel giugno 2016 il rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei crediti verso la clientela, misurato al netto delle rettifiche di valore, era pari al 10,4 per cento (17,7 al lordo delle rettifiche), circa quattro decimi di punto inferiore a quello del dicembre 2015 (fig. 4.5). Il Texas ratio[2] delle banche

[2] Rapporto tra i crediti deteriorati lordi e la somma del capitale di migliore qualità e delle rettifiche di valore sui crediti deteriorati.

Figura 4.4

Tasso di ingresso in sofferenza: proiezioni (1)
(dati trimestrali; 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.

Tavola 4.1

Qualità del credito: importi, composizione dei crediti deteriorati e tassi di copertura (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2016)

VOCI	Banche significative (2)					Banche meno significative (2)					Totale (2)				
	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura
Crediti verso clientela:	**1.517**	**1.383**	**100,0**	**100,0**	**8,8**	**314**	**285**	**100,0**	**100,0**	**9,3**	**2.016**	**1.840**	**100,0**	**100,0**	**8,7**
in bonis	1.246	1.239	82,1	89,5	0,6	251	249	79,8	87,5	0,7	1.659	1.649	82,3	89,6	0,6
deteriorati	271	145	17,9	10,5	46,6	63	36	20,2	12,5	43,6	356	191	17,7	10,4	46,4
sofferenze (3)	163	67	10,8	4,9	58,8	37	16	11,8	5,5	57,6	214	88	10,6	4,8	59,0
inadempienze probabili	101	72	6,6	5,2	28,5	23	17	7,3	5,9	26,3	131	94	6,5	5,1	28,3
scaduti	7	6	0,5	0,4	21,6	4	3	1,1	1,1	9,1	11	9	0,6	0,5	17,7

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari, individuali per il resto del sistema.
(1) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. Nel caso dei crediti in bonis è calcolato come rapporto tra gli accantonamenti generici e i crediti in bonis. 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) Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE, le banche meno significative sono quelle vigilate dalla Banca d'Italia in stretta collaborazione con la BCE. Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative italiane né come meno significative italiane e rappresentano circa il 9 per cento del totale dei crediti lordi verso la clientela. Sono escluse le filiali di banche estere. – (3) La sottocategoria rappresenta un concetto italiano, non armonizzato, che distingue le esposizioni con la qualità del credito peggiore dalle altre esposizioni deteriorate.

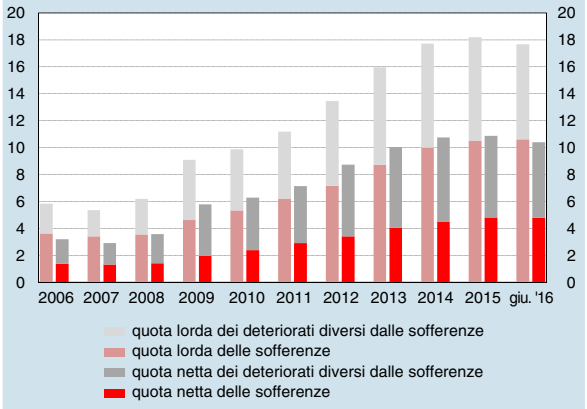
italiane si è ridotto di tre punti percentuali nell'ultimo semestre, al 101 per cento, ma resta alto nel confronto internazionale. L'ammontare di garanzie reali a fronte dei crediti deteriorati è elevato (tav. 4.2).

Sono aumentate le cessioni di sofferenze

Nei primi nove mesi dell'anno le banche hanno ceduto e cancellato dai bilanci circa 6 miliardi di crediti lordi in sofferenza[3], a fronte di poco più di 1,7 miliardi nello stesso periodo del 2015. Alcuni grandi intermediari hanno successivamente completato o stanno concludendo operazioni di cessione per importi rilevanti; con queste operazioni, la cui conclusione è prevista per l'anno in corso, il valore delle sofferenze cedute nell'arco dell'intero 2016 supererebbe quello del 2015 (circa 8 miliardi). Tra le cessioni in corso di completamento vi è la prima operazione di cartolarizzazione assistita dalla garanzia dello Stato (garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, Gacs).

Figura 4.5

Quota dei crediti deteriorati sul totale dei prestiti (1)
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari, individuali per il resto del sistema.
(1) Crediti verso clientela. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Le quote sono calcolate al lordo e al netto delle relative rettifiche di valore. I dati di giugno 2016 sono provvisori.

Tavola 4.2

Crediti deteriorati e garanzie per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2016)

VOCI	Esposizioni lorde	Esposizioni nette	Garanzie reali	Garanzie personali	Tasso di copertura crediti non assistiti da garanzia
			imprese		
Crediti deteriorati verso clientela	247	131	120	48	59,8
di cui: sofferenze	148	59	64	36	75,2
			famiglie consumatrici		
Crediti deteriorati verso clientela	54	32	36	2	65,4
di cui: sofferenze	35	17	23	1	75,4
			totale settori (2)		
Crediti deteriorati verso clientela	315	171	161	51	59,8
di cui: sofferenze	188	78	89	37	75,2

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.
(1) I dati sono tratti dai bilanci non consolidati, che non includono i prestiti erogati dalle società finanziarie appartenenti a gruppi bancari e dalle controllate estere. L'importo delle garanzie, inoltre, non corrisponde necessariamente al fair value della garanzia stessa, bensì all'ammontare del credito coperto da una garanzia reale: ad esempio, nel caso di un credito assistito da una garanzia il cui fair value è superiore al credito, l'importo segnalato è pari a quello del credito stesso. Dati provvisori. – (2) Comprende anche i settori "Amministrazioni pubbliche", "Società finanziarie e assicurative", "Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie" e "Unità non classificabili e non classificate".

[3] Se si considera anche la cessione delle sofferenze delle banche poste in risoluzione a novembre del 2015, perfezionata nei primi mesi del 2016, il totale delle cessioni sarebbe di circa 14 miliardi.

Le esposizioni al rischio sovrano e delle attività sull'estero

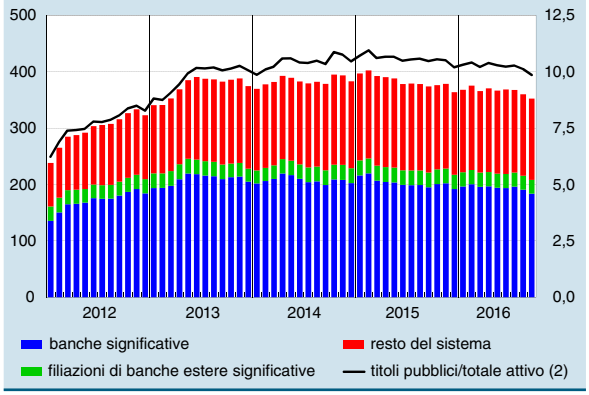
L'esposizione verso i titoli pubblici italiani è scesa

Nei dodici mesi terminanti in settembre i titoli pubblici italiani nel portafoglio delle banche residenti sono diminuiti di 21 miliardi, dal 10,5 al 9,9 per cento del totale dell'attivo (fig. 4.6). Il calo ha riflesso la riduzione del differenziale di rendimento corretto per il rischio tra i titoli e i prestiti. Sono rimasti stabili gli investimenti in titoli di Stato emessi in altri paesi dell'area dell'euro (37 miliardi). Nello stesso periodo le altre banche dell'area hanno ridotto l'esposizione in titoli pubblici emessi nei rispettivi paesi di insediamento (71 miliardi nel complesso).

Figura 4.6

Investimenti delle banche in titoli pubblici italiani (1)

(dati mensili; miliardi di euro; valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Sono inclusi tutti i titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. È esclusa la CDP spa. – (2) Scala di destra.

A seguito dell'attenuarsi delle incertezze sulla crescita delle economie emergenti, l'esposizione delle banche italiane verso questi paesi è tornata a crescere, in particolare nei confronti di quelli esportatori di fonti di energia (tav. 4.3).

Tavola 4.3

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

(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2016)

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)	In percentuale del totale degli impieghi verso residenti e non (3)
Area euro	111,8	62,1	49,9	185,3	409,1	0,5	1,9	14,8
Altri paesi industriali	20,6	20,1	28,6	26,9	96,2	-0,1	0,7	3,5
Paesi emergenti e in via di sviluppo	46,6	16,8	4,3	108,4	176,1	4,7	4,4	6,2
Europa	42,5	9,3	3,5	97,2	152,5	1,8	15,9	5,4
di cui: ex URSS	1,9	1,8	0,3	12,7	16,6	7,1	17,5	0,6
Africa e Medio Oriente	3,0	1,4	0,4	6,1	10,9	22,4	2,3	0,3
Asia e Pacifico	0,6	2,4	0,4	3,0	6,4	-3,5	0,4	0,2
Centro e Sud America	0,6	3,7	0,0	2,1	6,4	22,6	0,7	0,2
Centri offshore	0,3	0,4	1,4	5,0	7,1	-0,4	0,3	0,3
Totale	**179,3**	**99,4**	**84,3**	**325,6**	**688,6**	**1,1**	**3,2**	**24,8**
Per memoria:								
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia	2,1	2,9	0,6	16,2	21,9	17,9	5,0	0,7

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a un gruppo e BRI.
(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle sofferenze e al netto delle svalutazioni. Sono esclusi BancoPosta e CDP spa. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere verso ciascun paese a marzo 2016, segnalate alla BRI da un ampio gruppo di intermediari internazionali. – (3) Gli impieghi sono dati dal totale delle esposizioni verso residenti e non residenti. Numeratore e denominatore si riferiscono al 31 dicembre 2015 per omogeneità con la pubblicazione dei dati da parte della BRI.

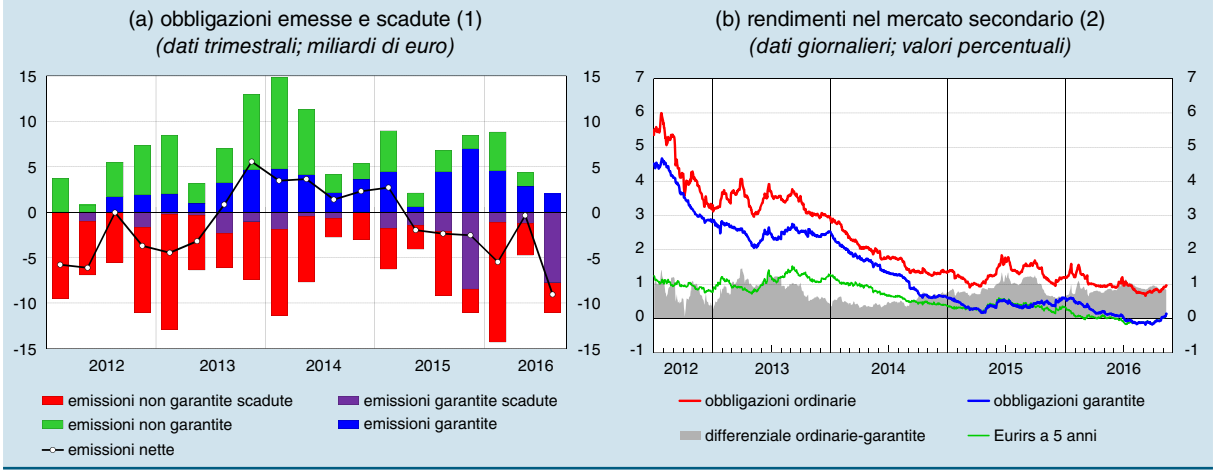
4.3 I RISCHI DI RIFINANZIAMENTO E DI LIQUIDITÀ

Le TLTRO2 riducono il rischio di rifinanziamento

L'avvio del nuovo programma di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO2; cfr. il capitolo 3) ha ridotto i rischi di rifinanziamento e il costo della raccolta. Il ricorso a queste operazioni ha consentito alle banche italiane di non rinnovare larga parte delle obbligazioni collocate sui mercati all'ingrosso e giunte a scadenza. Oltre tre quarti delle nuove emissioni di obbligazioni effettuate nel semestre terminante in settembre ha riguardato titoli garantiti (fig. 4.7.a), i cui rendimenti sono divenuti negativi anche a seguito del programma di acquisto da parte dell'Eurosistema (fig. 4.7.b). Sulla raccolta all'ingrosso ha inciso nondimeno il calo dei depositi dall'estero, attribuibile per oltre la metà alla riduzione dei fondi trasferiti dalle case madri ad alcune filiali e filiazioni di banche estere, a seguito sia di riorganizzazioni nella gestione della liquidità interna ai gruppi sia di cessioni di rami di azienda (tav. 4.4). Prosegue il calo delle consistenze delle obbligazioni collocate presso la clientela, mentre i depositi di famiglie e imprese continuano a crescere.

Figura 4.7

Obbligazioni bancarie



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic e Bloomberg.
(1) I dati si riferiscono alle emissioni di titoli di banche italiane sui mercati internazionali con taglio superiore a 200 milioni di euro. Non sono incluse le emissioni trattenute a bilancio, quelle destinate al mercato al dettaglio e quelle di controllate estere di banche italiane. Sono incluse le obbligazioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione. – (2) I dati si riferiscono ai rendimenti a scadenza di titoli di banche italiane con vita residua pari a 5 anni.

L'asset encumbrance delle banche italiane è superiore alla media europea

Lo scorso giugno la quota delle attività utilizzate dalle banche italiane come garanzia per ottenere finanziamenti (asset encumbrance) era pari al 27,3 per cento. Per le banche significative questa quota è più elevata rispetto alle principali banche europee (29,2 per cento contro 25,5)[4]. Il maggior ricorso alla provvista garantita permette di trarre vantaggio dalle favorevoli condizioni di prezzo che caratterizzano tale segmento del mercato; vi è il rischio tuttavia che un elevato livello di asset encumbrance si traduca in tassi di interesse più alti sul debito non garantito, rendendo più oneroso il rispetto del requisito di fondi propri e altre passività soggette a bail-in fissato dall'autorità di risoluzione (cfr. il riquadro: *Il requisito MREL (minimum requirement for own funds and eligible liabilities)*).

[4] I dati relativi all'asset encumbrance sono raccolti utilizzando criteri armonizzati a livello europeo. Il campione di banche europee è stabilito dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) ed è composto, a dicembre del 2015, da 195 istituzioni europee che rispettano almeno una delle seguenti caratteristiche: (a) l'istituzione è una tra le tre banche maggiori dello Stato membro; (b) il totale delle attività supera i 30 miliardi di euro; (c) la media del totale delle attività dell'istituto negli ultimi quattro anni è superiore al 20 per cento della media del PIL dello Stato membro nello stesso arco temporale.

Tavola 4.4

Raccolta delle banche italiane (1)
(miliardi di euro)

VOCI	Consistenze di fine mese			Variazioni marzo 2016 settembre 2016 (2)
	Settembre 2015	Marzo 2016	Settembre 2016	
Raccolta al dettaglio (a)	1.590	1.592	1.567	-25,8
Depositi da residenti (3)	1.371	1.399	1.398	-3,0
di cui: da famiglie e imprese	1.182	1.215	1.234	18,7
da Amministrazioni pubbliche centrali	70	70	50	-19,8
Obbligazioni (4)	219	192	170	-22,8
Raccolta all'ingrosso (b)	562	575	544	-35,0
Depositi da non residenti	310	320	296	-26,9
Passività nette verso controparti centrali (5)	57	69	71	2,7
Obbligazioni	195	186	176	-10,8
Rifinanziamento presso l'Eurosistema (c) (6)	164	151	186	35,6
Raccolta complessiva (a+b+c)	**2.315**	**2.318**	**2.297**	**-25,2**

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali; è inclusa la CDP spa.
(1) Esclude tutte le passività verso altre banche residenti in Italia. I dati di settembre 2016 sono provvisori. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Obbligazioni detenute da famiglie. – (5) Include le sole operazioni di pronti contro termine; rappresenta la raccolta estera effettuata attraverso controparti centrali. – (6) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. *Indicatori monetari e finanziari. Moneta e banche*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, tavv. 1.4a e 1.4b.

IL REQUISITO MREL (MINIMUM REQUIREMENT FOR OWN FUNDS AND ELIGIBLE LIABILITIES)

Il requisito minimo di fondi propri e altre passività soggette a bail-in (minimum requirement for own funds and eligible liabilities, MREL) previsto dalla direttiva europea sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) mira ad assicurare che, in caso di risoluzione, una banca disponga di risorse patrimoniali e di passività in grado di assorbire le perdite e di ricostituire il capitale; rappresenta quindi una componente essenziale del quadro normativo europeo per la gestione delle crisi bancarie. Il MREL persegue le stesse finalità dello standard total loss absorbing capacity (TLAC)[1] – definito a livello internazionale per garantire che le banche di rilevanza sistemica a livello globale (global systemically important banks, G-SIB) abbiano una capacità di assorbimento delle perdite sufficiente a consentirne un'ordinata risoluzione – ma rispetto al TLAC presenta alcune differenze rilevanti. Il MREL infatti si applica a tutte le banche ed è stabilito caso per caso dalle autorità di risoluzione sulla base delle caratteristiche specifiche di ciascun intermediario; per il suo rispetto possono essere utilizzate anche passività non subordinate; è espresso in proporzione alle passività totali.

La metodologia di determinazione del MREL prevede tre componenti[2]: la prima, destinata ad assorbire le perdite, corrisponde sostanzialmente ai requisiti minimi di capitale e alle riserve

[1] FSB, *Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution. Total Loss-absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet*, 9 novembre 2015. Per le differenze tra MREL e TLAC, cfr. anche la *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sul 2014.

[2] I criteri per determinare il requisito MREL sono definiti in modo generale nella direttiva UE/2014/59 (BRRD), mentre gli aspetti metodologici di dettaglio sono stati sviluppati dall'EBA e dalla Commissione europea nell'ambito del regolamento delegato UE/2016/1450 della Commissione del 23 maggio 2016. Il regolamento integra la direttiva UE/2014/59 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione, che precisano i criteri applicabili alla metodologia con cui è determinato il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili.

(buffer)[3]; la seconda, diretta a ricapitalizzare la banca post-risoluzione, è pari ai requisiti di capitale necessari per l'esercizio dell'attività; la terza, volta a ristabilire condizioni di fiducia fra gli investitori, è pari al buffer[4]. L'ipotesi sottostante alla metodologia è che al momento della risoluzione la banca abbia perso integralmente il capitale e che sia necessario ricapitalizzarla adeguatamente, anche oltre il minimo regolamentare, per riconquistare la fiducia del mercato. L'autorità di risoluzione, nell'applicare la metodologia, può aumentare o ridurre la componente diretta ad assorbire le perdite, nonché calibrare la componente finalizzata a ricostituire il capitale, tenendo conto ad esempio della possibile riduzione della dimensione della banca dopo la risoluzione. L'autorità può inoltre fissare un periodo transitorio per il raggiungimento del requisito.

Partendo dall'attuale composizione del passivo di 114 intermediari, l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) ha fornito prime stime di impatto per il sistema bancario europeo nell'ambito dell'*Interim Report on MREL*[5] dello scorso luglio, sulla base di diverse ipotesi per la calibrazione del requisito[6] coerenti con la metodologia attualmente in vigore. Il potenziale fabbisogno delle banche dipende sia dalle ipotesi adottate per la calibrazione del rispettivo requisito, sia dalla decisione di richiedere che esso debba essere (o meno) rispettato con passività subordinate. Nello scenario più severo[7] il fabbisogno aggiuntivo sarebbe ingente: 290 miliardi se nel requisito fossero incluse tutte le passività che la BRRD considera ammissibili; 470 miliardi se alcune passività venissero invece escluse (in particolare i depositi con vita residua superiore a un anno detenuti da soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle piccole e medie imprese); aumenterebbe a 1.260 miliardi se fosse richiesta la subordinazione delle passività ammissibili. L'entità del fabbisogno complessivo può essere valutata attraverso un confronto con le emissioni di titoli di debito registrate negli ultimi anni. Nel periodo 2011-15 le emissioni annue nette delle banche europee sono state mediamente negative per i titoli senior (circa 30 miliardi all'anno) e pari a circa 15 miliardi per quelli subordinati.

Un'appropriata calibrazione del MREL dovrebbe contemperare l'esigenza di garantire un'efficace risoluzione delle banche con quella di fare in modo che i costi connessi con l'introduzione del requisito possano essere sopportati dal sistema bancario senza effetti indesiderati a livello macroeconomico. Con riferimento al primo profilo, è fondamentale assicurare che le banche dispongano di un ammontare sufficiente e immediatamente disponibile di passività per assorbire le perdite e per ricapitalizzarsi in caso di risoluzione. Il soddisfacimento almeno parziale del requisito con passività subordinate renderebbe inoltre chiara e trasparente l'allocazione delle perdite, contribuendo a minimizzare i rischi legali.

Relativamente ai costi, una calibrazione troppo severa avrebbe riflessi anche molto rilevanti sull'onere della raccolta, soprattutto qualora venisse richiesta la subordinazione. Inoltre è necessario valutare la capacità del mercato di assorbire in un orizzonte temporale breve l'ammontare, potenzialmente ingente, dei nuovi strumenti che le banche dovrebbero emettere per rispettare il requisito, escludendo che tali strumenti siano collocati alla clientela al dettaglio. La possibilità

[3] Si tratta della riserva per la conservazione del capitale, dell'eventuale riserva di capitale anticiclica specifica dell'ente, della riserva per la rilevanza sistemica (globale o domestica) dell'ente stesso e della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico.

[4] Le ultime due componenti sono nulle nel caso di banche assoggettabili a liquidazione.

[5] EBA, *Interim Report on MREL. Report on Implementation and Design of the MREL Framework*, 19 luglio 2016.

[6] L'EBA prende in esame tre ipotesi di calibrazione. La prima, valutata come altamente improbabile, assume che le autorità di risoluzione considerino solo i requisiti di capitale di primo pilastro (armonizzati per tutti gli intermediari) sia per l'assorbimento delle perdite sia per la ricapitalizzazione. La seconda include anche i requisiti di capitale di secondo pilastro (specifici per ogni intermediario) sia nell'ammontare necessario per l'assorbimento delle perdite sia in quello relativo alla ricapitalizzazione, mentre le riserve di capitale sono considerate solo ai fini dell'assorbimento delle perdite. La terza e più severa ipotesi prevede che il MREL sia pari al più alto tra il doppio dei requisiti minimi di capitale (di primo e di secondo pilastro) e delle riserve di capitale e l'8 per cento del passivo della banca.

[7] Si tratta dell'ultimo scenario descritto nella nota 6.

di investire in passività MREL da parte delle banche, seppure non esclusa, è disincentivata dalle autorità di vigilanza in quanto accrescerebbe l'interconnessione e i rischi di contagio[8]. L'EBA sta svolgendo analisi sui possibili impatti del MREL sul costo della raccolta e sulla propensione delle banche a offrire credito; tali analisi confluiranno nel rapporto che sarà trasmesso alla Commissione europea ai fini della revisione della BRRD.

Quest'ultima direttiva contiene una clausola di revisione che consente alla Commissione di presentare entro la fine del 2016 una proposta di modifica delle previsioni relative al MREL, con l'obiettivo, tra gli altri, di recepire nella normativa europea gli standard internazionali in tema di TLAC. In occasione della revisione normativa sarà inoltre necessario valutare: (a) se estendere l'approccio previsto dallo standard TLAC – basato sull'introduzione di un requisito minimo uniforme – a un insieme di banche più ampio delle G-SIB europee; (b) come rivedere la disciplina del MREL per tutte le altre banche; (c) se e in che misura introdurre in via obbligatoria la subordinazione degli strumenti computabili nel MREL anche per gli intermediari diversi da quelli cui si applicherà lo standard TLAC.

La Banca d'Italia ritiene opportuno che su questi temi venga adottato un approccio equilibrato in termini di calibrazione del requisito e di richiesta di subordinazione e che le decisioni siano accompagnate da robuste analisi di impatto, tali da riflettere anche le differenze tra banche sotto il profilo della capacità di accesso al mercato. Le analisi dovrebbero fornire indicazioni sul periodo transitorio più idoneo a consentire agli intermediari di programmare il raggiungimento del requisito e al mercato di assorbire le nuove emissioni. Per favorire condizioni di effettiva parità concorrenziale fra banche e tra paesi della UE, occorre considerare la possibilità di prevedere che per le banche più grandi, diverse dalle G-SIB alle quali si applica lo standard TLAC, il requisito sia fissato – come per quest'ultimo – in misura predefinita e uniforme: il requisito MREL dovrebbe essere non più alto dello standard TLAC e rispondere a criteri di proporzionalità. Tutte le altre banche potrebbero rimanere soggette a un requisito stabilito caso per caso dalle autorità di risoluzione in base alle caratteristiche e alla strategia di risoluzione propria di ciascun intermediario. Sarà comunque indispensabile evitare che sia richiesto un ammontare del MREL non necessario e non proporzionato alle effettive esigenze dovute alla risoluzione.

[8] Il Comitato di Basilea ha di recente definito il trattamento prudenziale da riservare a investimenti delle banche in strumenti computabili ai fini dello standard TLAC, prevedendone la deduzione dal patrimonio di vigilanza (cfr. Comitato di Basilea, *Standard TLAC Holdings. Amendments to the Basel III Standard on the Definition of Capital*, ottobre 2016).

Aumenta il rifinanziamento presso l'Eurosistema

Tra marzo e settembre il rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti italiane è cresciuto di 35 miliardi (portandosi a 186; cfr. il capitolo 3). Le banche hanno mantenuto pressoché invariato il valore degli strumenti prontamente disponibili per ulteriori prestiti, depositando presso la Banca d'Italia nuove attività – per la quasi totalità obbligazioni bancarie garantite emesse dalle stesse banche e prestiti (fig. 4.8.a) – a garanzia delle operazioni di credito (collateral pool). L'ammontare dei titoli negoziabili disponibili al di fuori del collateral pool, in gran parte titoli di Stato, è aumentato a 249 miliardi (241 in marzo, fig. 4.8.b). Un eventuale esito negativo della revisione del rating assegnato alla Repubblica italiana dall'agenzia DBRS, annunciata lo scorso agosto, avrebbe un effetto limitato sulla capacità delle banche italiane di accedere al rifinanziamento presso l'Eurosistema.

Si mantengono ampie le riserve di liquidità

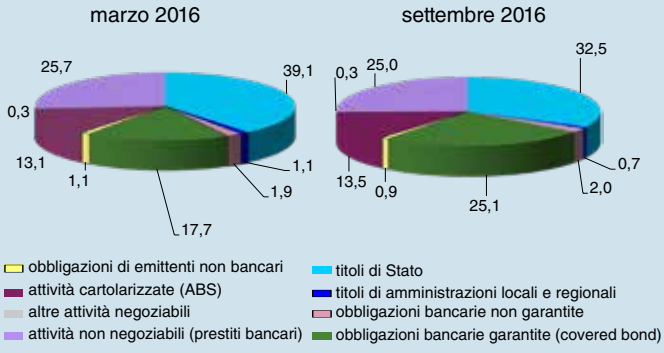
Lo scorso ottobre la posizione netta di liquidità[5] delle banche significative era pari in media all'11,9 per cento dell'attivo (17,2 per cento per gli intermediari meno significativi; fig. 4.9). Un numero limitato di banche ha registrato una

[5] Per la definizione della posizione netta di liquidità, cfr. la nota alla fig. 4.9.

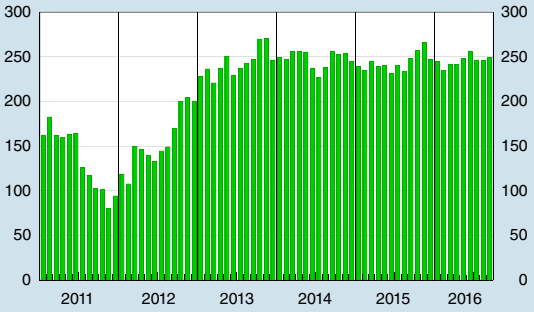
Figura 4.8

Attività stanziabili del sistema bancario italiano

(a) composizione delle attività stanziate nel collateral pool di politica monetaria (1)
(valori percentuali)



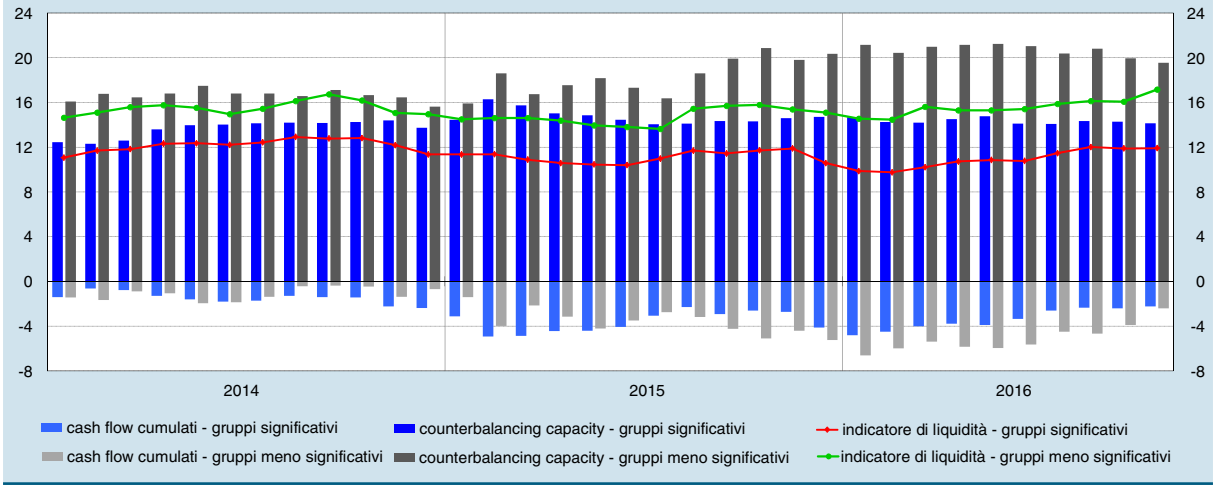
(b) titoli negoziabili non impegnati (2)
(dati mensili; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Eurosistema e su segnalazioni di vigilanza.
(1) Dati di fine periodo riferiti alle controparti di politica monetaria della Banca d'Italia. Il collateral pool è valutato ai prezzi rilevati dal Common Eurosystem Pricing Hub (CEPH), al netto degli haircut. – (2) Dati di fine periodo riferiti all'intero sistema bancario, esclusa la CDP spa. Sono considerati negoziabili i titoli stanziabili presso l'Eurosistema. Gli importi sono espressi al valore di mercato segnalato dalle banche, al netto degli haircut applicati dall'Eurosistema.

Figura 4.9

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



Fonte: dati trasmessi alla Banca d'Italia da un campione di 28 gruppi bancari nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.
(1) La figura riporta medie semplici per 14 banche significative (vigilate direttamente dalla BCE) e 14 banche meno significative (vigilate dalla Banca d'Italia in stretta collaborazione con la BCE). Rispetto al *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016, il campione relativo alle banche meno significative è stato modificato al fine di garantire maggiore omogeneità in termini di dimensioni e operatività. Dati medi mensili di rilevazioni settimanali. La posizione netta di liquidità è calcolata come somma algebrica tra le riserve di attività non impegnate e stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema (counterbalancing capacity) e i flussi di cassa netti cumulati attesi sull'orizzonte temporale di 30 giorni. Tale ultima grandezza è calcolata come somma algebrica tra i deflussi (con segno negativo) e gli afflussi (con segno positivo). Il calcolo dei deflussi include le scadenze contrattuali con clientela istituzionale e le stime delle banche sulle uscite attese da clientela al dettaglio. In via precauzionale tutte le scadenze con controparti istituzionali si assumono come non rinnovate.

riduzione dei flussi di cassa attesi che è stata controbilanciata quasi interamente dall'aumento delle attività stanziabili. Il requisito di copertura della liquidità (liquidity coverage ratio, LCR), già superiore al minimo regolamentare nel dicembre 2015, è salito per le banche significative. Per gli altri intermediari l'LCR si è ridotto, ma rimane comunque ampiamente superiore alla media (tav. 4.5).

Tavola 4.5

Liquidity coverage ratio (LCR) delle banche italiane
(valori percentuali)

	LCR *(31 dicembre 2015)*	LCR *(30 giugno 2016)*	Attività di 1° livello in rapporto al totale buffer (1) *(30 giugno 2016)*
Primi 5 gruppi (2)	147	158	97
Altre banche significative (2)	113	129	97
Banche meno significative (3)	217	194	99
Totale sistema	**155**	**162**	**97**

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a un gruppo.
(1) Regolamento delegato UE/2015/61, art.10. – (2) Banche vigilate direttamente dalla BCE. – (3) Banche vigilate dalla Banca d'Italia in stretta collaborazione con la BCE.

4.4 I RISCHI DI TASSO DI INTERESSE, DI MERCATO E OPERATIVI

L'esposizione al rischio di tasso di interesse continua a ridursi

L'ampia partecipazione alle TLTRO2 ha permesso alle banche italiane di diminuire il divario tra la durata finanziaria media delle attività e quella delle passività, riducendo l'esposizione a movimenti della curva dei tassi. Per i 13 principali gruppi bancari italiani un rialzo di 200 punti base dell'intera curva dei rendimenti privi di rischio determinerebbe, sulla base dei dati del giugno 2016, una contrazione del valore economico netto (attività meno passività) pari in media al 2,4 per cento dei fondi propri (4,1 nel dicembre 2015). Considerando uno scenario opposto di riduzione dei tassi, tale da portare la curva dei rendimenti a zero sulle scadenze per le quali si registravano tassi positivi nel giugno 2016[6], il valore economico netto dei maggiori gruppi bancari italiani aumenterebbe in media dello 0,8 per cento dei fondi propri, a fronte del 2,9 del dicembre 2015.

I rischi di mercato restano su livelli contenuti…

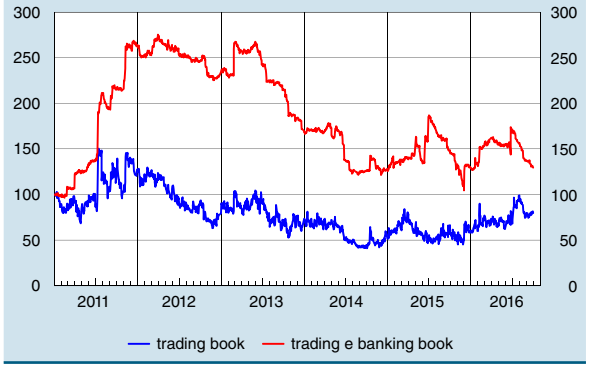
Alla fine del secondo trimestre del 2016, sia il Value at Risk (VaR) relativo al complesso dei portafogli valutati al fair value (trading e banking book) sia il VaR riferito al solo portafoglio di trading sono aumentati per effetto della maggiore volatilità dello spread sovrano in occasione del referendum sulla permanenza del Regno Unito nell'Unione europea (fig. 4.10). Nel terzo trimestre questo indicatore di esposizione al rischio è nuovamente diminuito, portandosi su valori in linea con la media degli ultimi due anni.

…mentre quelli operativi sono inferiori rispetto alla media europea

L'esercizio di stress test pubblicato dall'EBA nel 2016 ha per la prima volta valutato i rischi operativi.

Figura 4.10

Andamento del VaR per un campione di banche (1)
(dati giornalieri; numeri 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 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.

[6] La normativa prudenziale, armonizzata a livello europeo, nello scenario di riduzione dei tassi prevede un limite inferiore pari a zero per i tassi che sono attualmente positivi.

È stato chiesto alle banche di stimare per il triennio 2016-18 gli impatti – in termini di riduzione del capitale di migliore qualità in rapporto alle attività ponderate per il rischio (common equity tier 1 ratio, CET1 ratio) – derivanti in particolare dal rischio di condotta e dagli altri rischi operativi[7]. Per le banche italiane partecipanti all'esercizio il contributo dei rischi operativi nello scenario avverso è basso e pari a meno di un quinto della riduzione complessiva del CET1 ratio. Per la media delle banche europee i rischi operativi hanno contribuito per quasi un terzo alla riduzione del CET1 ratio. Il migliore risultato conseguito dalle banche italiane è riconducibile non solo a modelli di attività poco esposti a questa categoria di rischio, ma anche alla predisposizione di adeguati presidi.

4.5 IL PATRIMONIO E LA REDDITIVITÀ

Lo stress test ha confermato la solidità delle principali banche italiane…

I risultati dello stress test europeo, resi pubblici dall'EBA alla fine di luglio, hanno confermato la solidità delle principali banche italiane, nonostante la severità dell'esercizio e le ripetute tensioni cui gli intermediari sono stati sottoposti negli ultimi anni. Per l'insieme delle cinque banche italiane incluse nel campione (UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e UBI Banca) la riduzione media del CET1 ratio nello scenario avverso sarebbe di circa 4 punti percentuali. La flessione è in linea con quella osservata sia per il complesso delle banche europee (3,8 punti percentuali) sia per il sottoinsieme di banche dei paesi che aderiscono al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM; 3,9 punti percentuali).

…e l'unico istituto con un risultato negativo ha avviato un piano di risanamento

Banca Monte dei Paschi di Siena registrerebbe nello scenario avverso una riduzione del CET1 ratio al di sotto dei minimi regolamentari. Il risultato negativo dipende in larga misura da alcune assunzioni metodologiche adottate nell'esercizio, in particolare quella di invarianza della composizione e della dimensione del bilancio (static balance sheet assumption), che mal si adatta a un intermediario per il quale è in corso una profonda ristrutturazione[8]. Contestualmente alla pubblicazione dei risultati dello stress test, la banca ha annunciato un piano che prevede la cessione dell'intero portafoglio di crediti in sofferenza, un significativo incremento delle rettifiche di valore sui restanti crediti deteriorati e un aumento di capitale fino a 5 miliardi. Recentemente è stato reso noto che l'operazione di aumento di capitale prevede anche una conversione volontaria in azioni di strumenti subordinati di capitale. Per effetto di tali operazioni l'incidenza dei prestiti deteriorati sul totale dei prestiti risulterebbe in linea con quella media del sistema bancario italiano. Il piano è complesso e coinvolge diversi attori; i rischi di attuazione derivano principalmente dall'elevata volatilità che ha di recente caratterizzato i mercati azionari.

Sono in atto interventi di vigilanza su alcuni intermediari in difficoltà

Sono in corso interventi delle autorità di vigilanza volti a superare le situazioni di crisi di un numero contenuto di altri intermediari. Questi ultimi stanno attuando operazioni di ristrutturazione, iniziative per rendere più efficiente la gestione degli attivi deteriorati e interventi di ricapitalizzazione. La vendita delle banche ponte costituite in occasione della risoluzione di quattro intermediari alla fine del 2015 sta proseguendo; nelle scorse settimane, in accordo con la Commissione europea, è stato posposto il termine entro cui il processo dovrà giungere a conclusione.

Il rafforzamento patrimoniale continua…

Nel primo semestre dell'anno il grado di patrimonializzazione del sistema bancario italiano è lievemente migliorato. A fronte di attività ponderate per il rischio sostanzialmente invariate, alla crescita dei coefficienti patrimoniali hanno

[7] L'esercizio ha richiesto alle banche di stimare le perdite che si verificherebbero nello scenario di base e nello scenario avverso.
[8] Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Nota di approfondimento sui risultati dello stress test europeo del 2016*, 29 luglio 2016.

contribuito sia il completamento di alcune operazioni di aumento di capitale sia la quota di utile trattenuta e accantonata a patrimonio. Questi incrementi hanno più che compensato gli effetti del progressivo venire meno del regime transitorio delle regole sul capitale. Alla fine di giugno il CET1 era pari, in media, al 12,4 per cento delle attività ponderate per il rischio, dieci punti base in più rispetto al valore osservato alla fine del 2015. Per i gruppi significativi il CET1 ratio corrispondeva all'11,7 per cento, un valore inferiore di circa due punti percentuali alla media rilevata dall'EBA per un campione di grandi banche europee[9]. Il coefficiente era del 15,5 per cento per le altre banche vigilate direttamente dalla Banca d'Italia nell'ambito dell'SSM, che presentano redditività e qualità degli attivi in linea con quelli dei gruppi significativi[10].

…e il rapporto prudenziale di leva finanziaria resta elevato nel confronto internazionale

Il rapporto prudenziale di leva finanziaria (leverage ratio) – che indica l'adeguatezza del capitale rispetto a una misura delle attività non ponderate per il rischio[11] – è superiore alla media europea. Alla fine dello scorso anno era mediamente pari al 5,1 per cento per i primi cinque gruppi bancari, al di sopra sia del valore minimo indicato nella regolamentazione (3 per cento)[12] sia di quello medio rilevato alla stessa data per un campione di 39 grandi banche europee attive a livello internazionale (4,7 per cento).

La riforma introdotta da Basilea 3 sta per concludersi

Sono in via di completamento presso il Comitato di Basilea modifiche alle regole prudenziali per ridurre la variabilità delle attività ponderate per il rischio calcolate dalle banche (il denominatore dei coefficienti patrimoniali). Le revisioni riguardano, in particolare, le metodologie di calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito – riferite sia al metodo standard sia a quello basato sui modelli interni (internal rating based, IRB) – e il rischio operativo; una volta ultimate, si affiancheranno alla nuova disciplina sul rischio di mercato. In linea con quanto stabilito lo scorso gennaio e ribadito in settembre dal Gruppo dei Governatori e dei Capi della vigilanza (Group of Governors and Heads of Supervision, GHOS), tali modifiche non dovranno comportare un aumento significativo dei requisiti patrimoniali complessivi. Vi è comunque la possibilità che per alcune banche l'adeguamento alle nuove metodologie di calcolo dei requisiti, che entreranno in vigore nei prossimi anni, determini impatti non trascurabili.

Il ROE diminuisce nel primo semestre del 2016

Nella prima metà del 2016 il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (ROE) delle banche e dei gruppi bancari italiani si è dimezzato (al 2,5 per cento) rispetto allo stesso periodo del 2015; il risultato di gestione si è ridotto di circa un quarto. Il basso livello dei tassi di interesse, in presenza di volumi sostanzialmente stabili, ha comportato un calo del margine di interesse (-4,6 per cento); l'andamento negativo dei mercati ha inoltre contribuito alla diminuzione degli altri ricavi (-11,5 per cento). Alcuni oneri di natura straordinaria – tra cui quelli connessi con i piani di incentivazione all'esodo di parte del personale e i versamenti al fondo unico di risoluzione – hanno determinato l'incremento dei costi operativi (4,4 per cento); in assenza di tali componenti i costi sarebbero rimasti sostanzialmente invariati e il risultato di gestione si sarebbe ridotto di circa un quinto. Il calo del flusso dei prestiti deteriorati ha consentito alle banche di mantenere pressoché stabili le rettifiche di valore su crediti, pur aumentando i tassi di copertura.

[9] EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q2 2016*.

[10] Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Le banche italiane* less significant*: situazione e vigilanza*, documento pubblicato il 27 ottobre 2016 in occasione dell'intervento del Governatore alla Giornata mondiale del risparmio.

[11] Il leverage ratio è calcolato come rapporto tra il capitale tier 1 e una misura dell'attivo non ponderata per il rischio. Nel confronto internazionale riportato di seguito è stata utilizzata la definizione di capitale tier 1 che sarà in vigore alla fine del periodo transitorio previsto dal regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR).

[12] Il minimo del 3 per cento è un requisito indicativo fissato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nel 2010 a soli fini di monitoraggio, con l'obiettivo di introdurre una misura obbligatoria a partire dal 2018, dopo aver valutato la congruità del valore minimo.

Le prospettive della redditività rimangono deboli

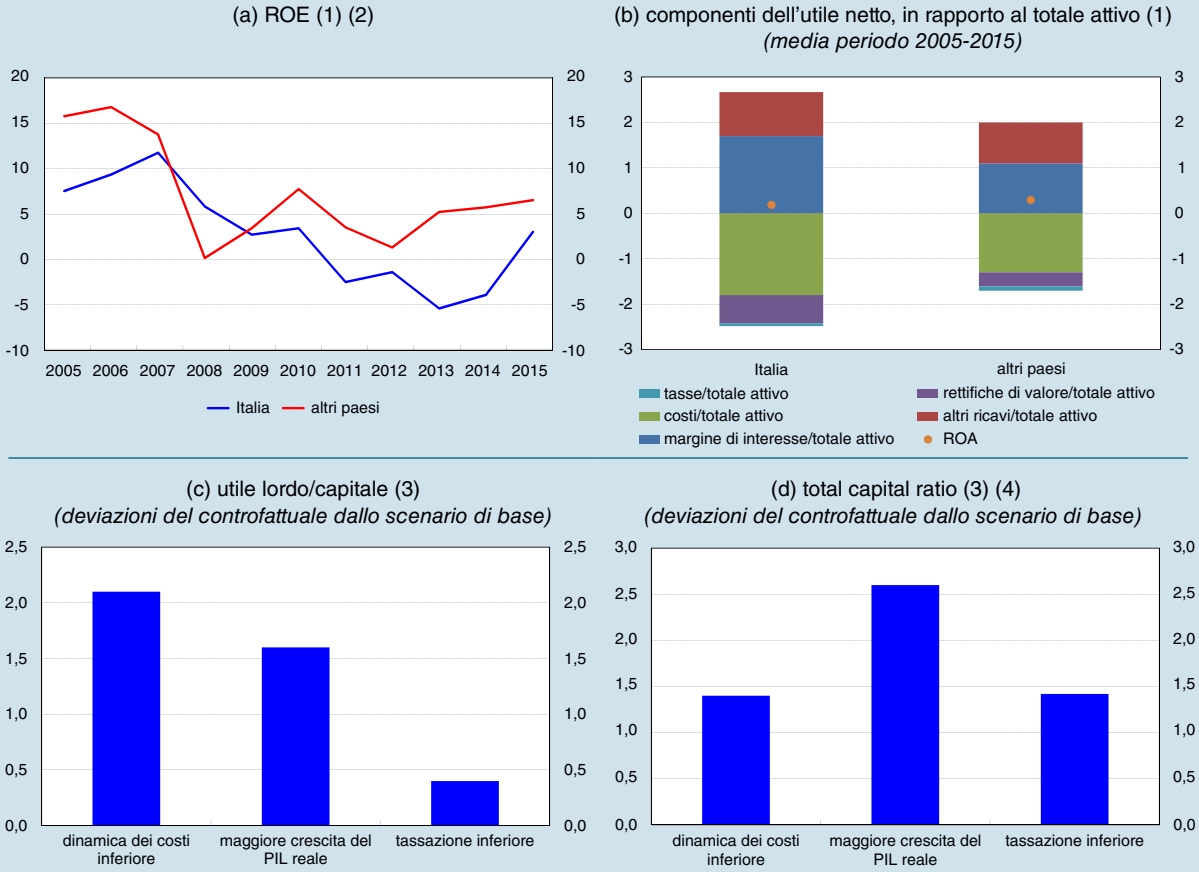
In prospettiva la debolezza del ciclo economico e un'efficienza operativa inferiore a quella media degli intermediari europei continueranno a esercitare pressioni sulla redditività delle banche, come avvenuto nell'ultimo decennio (cfr. il riquadro: *La redditività delle banche italiane nell'ultimo decennio*). Il ritorno a livelli di redditività paragonabili a quelli antecedenti la crisi finanziaria è ostacolato dai bassi tassi di interesse che comprimono i margini unitari. Ulteriori pressioni sulla redditività potrebbero verificarsi nel 2018 in seguito all'entrata in vigore del nuovo standard contabile sulla valutazione degli strumenti finanziari (IFRS 9), che introduce un approccio di determinazione delle rettifiche di valore basato sulle perdite attese, anziché su quelle effettivamente realizzate.

LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE ITALIANE NELL'ULTIMO DECENNIO

Nell'ultimo decennio le banche italiane hanno conseguito un rendimento del capitale e delle riserve (ROE) al netto delle componenti di reddito straordinarie pari in media al 3,0 per cento, contro il 7,5 degli altri intermediari europei (figura, pannello a). Il divario di redditività è spiegato sia dal peggiore andamento del ciclo economico sia da un modello di attività fortemente orientato

Figura

La redditività delle principali banche europee
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bankscope Bureau van Dijk.
(1) Basato sui bilanci consolidati dei principali 50 gruppi bancari di UE e Svizzera. – (2) Utile netto (escluse le partite non ricorrenti) rapportato al capitale (common equity e riserve). – (3) Su ciascun asse viene riportato l'effetto del corrispondente shock dopo 10 anni. Valori espressi in termini annui. – (4) Capitale regolamentare totale, in rapporto alle attività ponderate per il rischio.

all'intermediazione tradizionale; quest'ultimo si è tradotto in un contributo limitato dei proventi che derivano da altre attività tipicamente più remunerative ma più rischiose, come la negoziazione di titoli (figura, pannello b). Nel periodo 2005-2015 i ricavi diversi da quelli da interessi hanno rappresentato in media il 36 per cento dei ricavi totali per le banche italiane, contro il 45 per gli altri intermediari europei. I costi operativi sono stati mediamente pari all'1,8 per cento del totale dell'attivo in Italia, contro l'1,3 negli altri paesi, anche a causa del modello di attività tradizionale, che richiede un utilizzo più intenso del fattore lavoro. La leva finanziaria, misurata dal rapporto tra il totale delle attività non ponderate per il rischio e il patrimonio, è invece significativamente inferiore a quella degli altri intermediari europei (14,4 e 24,6, rispettivamente, nella media del periodo). Il differenziale di redditività tuttavia persiste anche se misurato con un indicatore non direttamente influenzato dal grado di leva finanziaria, quale il rendimento delle attività (ROA), pari allo 0,21 e allo 0,35 per cento, nella media del campione, rispettivamente in Italia e negli altri paesi.

Utilizzando il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia, è stato simulato l'andamento delle principali voci del bilancio degli intermediari italiani in alcuni scenari controfattuali su un orizzonte decennale[1]. Sono stati considerati: (a) un'espansione del PIL reale in Italia superiore, in ciascun anno, di un punto percentuale a quella osservata, corrispondente al differenziale di crescita con l'area dell'euro nel suo complesso nei primi tre anni del periodo preso in esame (e dunque escludendo gli andamenti particolarmente sfavorevoli riscontrati nel nostro paese durante la crisi finanziaria); (b) una tassazione degli utili inferiore di sei punti percentuali a quella storicamente registrata (in linea con la tassazione sulle controparti europee); (c) una crescita dei costi operativi inferiore, in ciascun anno, di un punto percentuale rispetto a quella effettiva e quindi tale da ridurre di oltre un terzo, alla fine dell'orizzonte di simulazione, il differenziale in termini di costi con le altre banche europee.

Gli utili lordi in rapporto al capitale sarebbero stati più elevati di oltre 2 punti percentuali grazie alla riduzione dei costi operativi e di 1,6 punti per effetto della maggiore crescita economica (figura, pannello c). Quest'ultima avrebbe influito positivamente sui volumi intermediati e, soprattutto, avrebbe comportato un ammontare inferiore di perdite su crediti. La minore tassazione, favorendo l'accumulazione di capitale e consentendo pertanto un'espansione dell'offerta di credito, avrebbe contribuito indirettamente a incrementare i profitti lordi per il tramite di una più vivace dinamica dei prestiti.

Nei tre scenari si sarebbero generati complessivamente utili netti in eccesso rispetto allo scenario di base tali da determinare un aumento del capitale regolamentare totale in rapporto alle attività ponderate per il rischio di oltre 5 punti percentuali (figura, pannello d). Il contributo della maggiore crescita economica sarebbe stato pari a 2,6 punti percentuali, mentre la riduzione dei costi e la minore tassazione avrebbero contribuito entrambe per circa 1,4 punti.

[1] Per maggiori dettagli su metodologia e risultati, cfr. U. Albertazzi, A. Notarpietro e S. Siviero, *An inquiry into the determinants of the profitability of Italian banks*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 364, 2016.

5 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

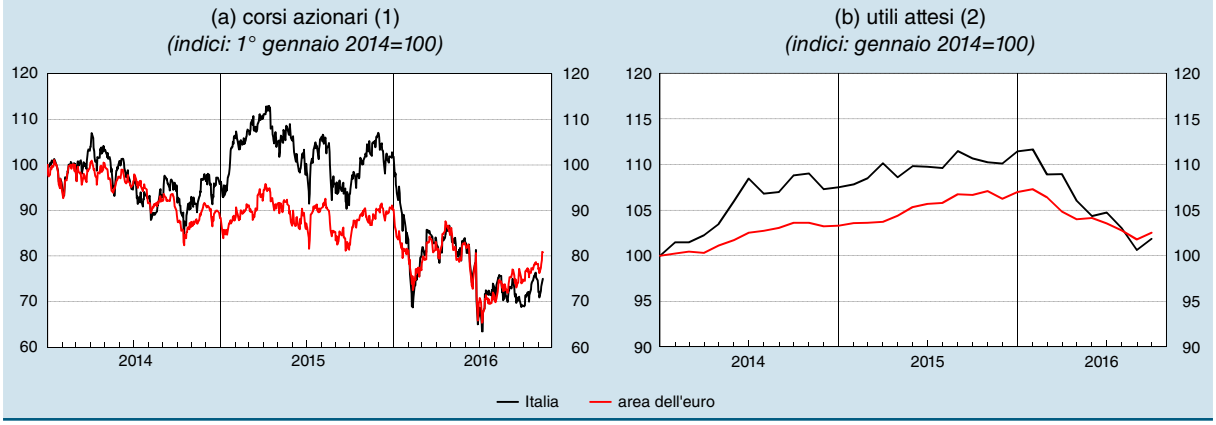
5.1 LE ASSICURAZIONI[1]

Le valutazioni del mercato peggiorano…

L'incertezza sui mercati finanziari e il rallentamento della crescita economica si sono riflessi negativamente sui corsi azionari e sugli utili attesi delle compagnie di assicurazione italiane (fig. 5.1). Nelle valutazioni degli investitori i rischi macroeconomici, reali e finanziari, hanno assunto un peso più rilevante rispetto ai punti di forza specifici dell'industria assicurativa italiana: buona redditività corrente, solidità patrimoniale, contenuta vulnerabilità ai bassi tassi di interesse.

Figura 5.1

Società assicurative in Italia e nell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Dati giornalieri. – (2) Media ponderata per il numero di azioni in circolazione degli utili attesi per azione nei 12 mesi successivi alla data di riferimento di un campione delle principali società assicurative italiane e dell'area dell'euro. L'Italia comprende Assicurazioni Generali, Mediolanum Assicurazioni, Società Cattolica Assicurazioni, UGF Assicurazioni, Vittoria Assicurazioni. L'area dell'euro comprende le principali società incluse nell'indice Datastream del settore assicurativo europeo.

…ma la redditività è buona…

I dati di bilancio relativi al primo semestre del 2016 mostrano che la redditività delle compagnie italiane si è mantenuta sui livelli dello scorso anno: il rendimento medio del capitale e delle riserve (ROE) del ramo vita (fig. 5.2.a) è stato pari al 5,9 per cento e risulta più elevato per le imprese di maggiore dimensione; nel ramo danni le spese di gestione sono rimaste contenute in rapporto ai premi (combined ratio; fig. 5.2.b).

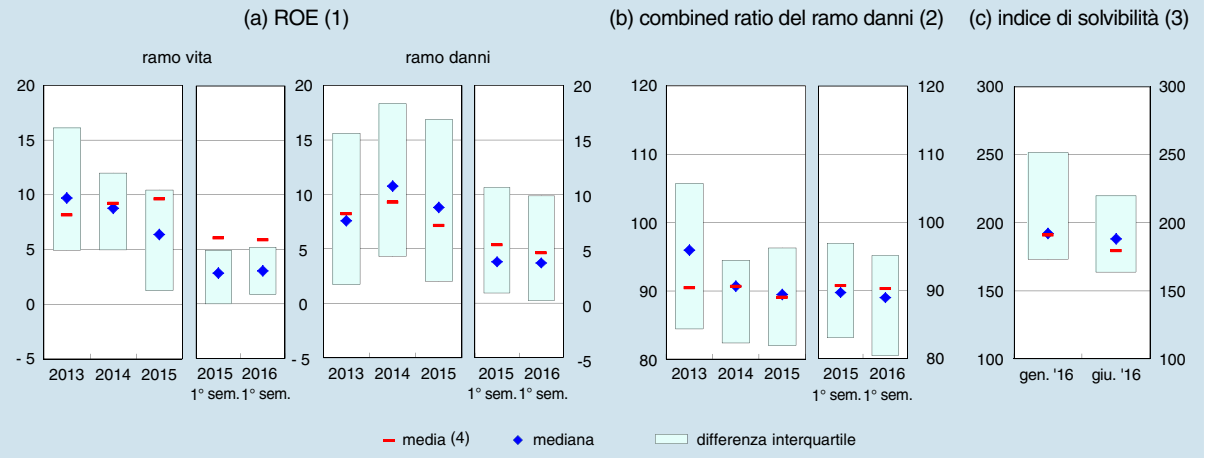
…e la situazione patrimoniale resta solida

Nel giugno 2016 l'indice di solvibilità, disponibile solo per i maggiori gruppi, era ampiamente superiore al requisito prudenziale minimo (fig. 5.2.c). Il leggero peggioramento del valore medio rispetto al semestre precedente è dovuto al

[1] In questo capitolo sono utilizzate per la prima volta le nuove misure di valutazione dei requisiti di solvibilità delle imprese di assicurazione previste dalla direttiva CE/2009/138 (Solvibilità II).

Figura 5.2

Principali indicatori delle società assicurative italiane
(valori percentuali)

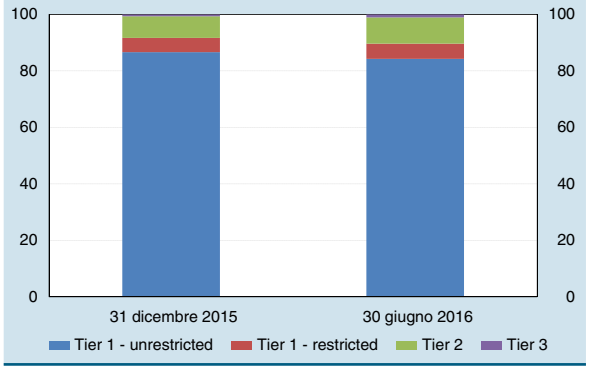


Fonte: Ivass.
(1) Rapporto tra utile e patrimonio netto. I dati dei semestri non sono annualizzati. – (2) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e i premi di competenza. – (3) Rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale. I dati si riferiscono alle sole entità soggette agli obblighi informativi di stabilità finanziaria, ossia i gruppi e le compagnie non appartenenti a gruppi con un attivo superiore a 12 miliardi di euro. – (4) Valore calcolato sull'intero sistema. Per l'indice di solvibilità cfr. nota (3).

lieve calo del valore di mercato dei titoli di Stato italiani, che sono la componente principale dell'attivo delle compagnie. La qualità del patrimonio è nel complesso elevata: lo scorso giugno il capitale di migliore qualità (tier 1) era pari all'84 per cento del totale dei fondi propri ammissibili per la copertura del requisito patrimoniale regolamentare (fig. 5.3), un livello significativamente superiore al minimo del 50 per cento previsto da Solvibilità II.

Figura 5.3

Composizione dei fondi propri per la copertura del requisito patrimoniale (1)
(valori percentuali)



Fonte: Ivass.
(1) I fondi propri sono classificati in tre livelli (tier 1, tier 2 e tier 3) sulla base del loro grado di subordinazione, ossia della misura in cui possono essere utilizzati per assorbire le perdite dell'impresa tenuto conto delle obbligazioni nei confronti dei contraenti e dei beneficiari dei contratti di assicurazione e di riassicurazione, nonché della loro durata in relazione a quella delle passività.

I rischi derivanti dai bassi tassi di interesse rimangono contenuti

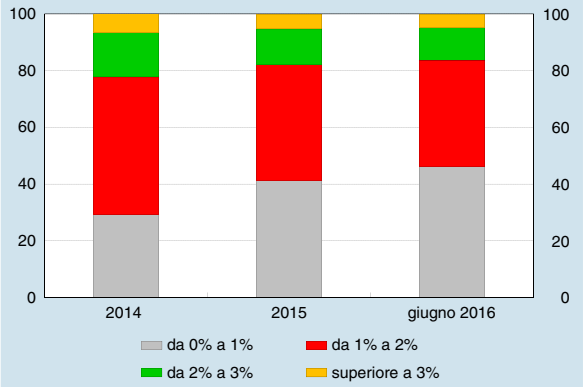
Il permanere dei tassi di interesse su bassi livelli per un periodo protratto rappresenta un rischio rilevante per il settore assicurativo europeo[2]. L'impatto sui bilanci delle imprese italiane è più limitato, grazie al buon allineamento dei rendimenti e della durata finanziaria delle attività e delle passività di bilancio (cfr. il riquadro: *L'indagine sull'esposizione al rischio di tasso di interesse delle imprese vita*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 6, 2013). L'aumento della quota di raccolta relativa a prodotti che garantiscono i rendimenti è compensato dalla riduzione delle garanzie offerte sui nuovi contratti e non ha effetti significativi sul rischio di tasso delle compagnie. L'indagine condotta periodicamente dall'Ivass sui

[2] FMI, *Global Financial Stability Report*, ottobre 2016.

contratti vita con garanzia di rendimento indica che la riserva aggiuntiva necessaria a fronteggiare il rischio di inadempimento degli impegni assunti nei confronti degli assicurati – una misura del rischio derivante dai bassi tassi di interesse – è contenuta (circa lo 0,4 per cento delle riserve matematiche); dal 2013 tale valore è aumentato di appena 0,1 punti percentuali a fronte di una riduzione significativa della curva dei tassi di interesse privi di rischio. La percentuale delle riserve matematiche relative a polizze con tasso garantito pari o inferiore all'1 per cento ha continuato a crescere, raggiungendo il 45 per cento (fig. 5.4); quella riferita a polizze con tassi garantiti superiori al 2 per cento è inferiore a un quinto e tende a ridursi.

Figura 5.4

Composizione della riserva matematica per tasso garantito
(valori percentuali)



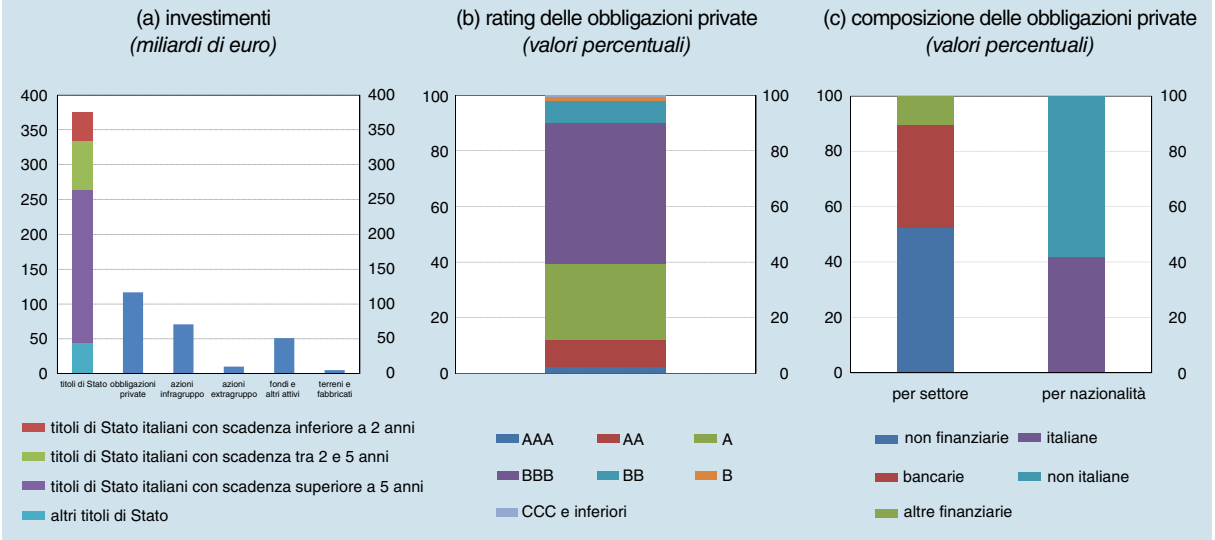
Fonte: Ivass.

Il rischio di credito degli investimenti è limitato

Gli attivi delle assicurazioni italiane sono concentrati in attività liquide e con basso rischio di credito (fig. 5.5.a). La quota dei titoli di Stato è di circa il 60 per cento, quella delle obbligazioni del settore privato, per la quasi totalità con rating investment grade, è pari al 19 per cento, di cui oltre la metà di imprese non finanziarie (figg. 5.5.b e 5.5.c). L'investimento in obbligazioni di imprese non quotate (minibond), effettuato sia mediante l'acquisto diretto dei titoli sia attraverso veicoli di cartolarizzazione o fondi comuni, è inferiore a 300 milioni. Nessuna compagnia ha finora erogato direttamente prestiti alle imprese (cfr. il riquadro: *Le nuove norme sull'erogazione di credito alle imprese da parte degli intermediari non bancari*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2014). La direttiva Solvibilità II stabilisce che le assicurazioni conducano valutazioni interne dei rischi e della solvibilità (cfr. il riquadro: *Le valutazioni interne del rischio e della solvibilità delle imprese di assicurazione*).

Figura 5.5

Investimenti delle società assicurative italiane
(dati al 30 giugno 2016)



Fonte: Ivass.

LE VALUTAZIONI INTERNE DEL RISCHIO E DELLA SOLVIBILITÀ DELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE

Il nuovo regime regolamentare Solvibilità II prevede che le imprese di assicurazione si dotino di un sistema di gestione dei rischi che include una procedura di valutazione interna del rischio e della solvibilità (Own Risk and Solvency Assessment, ORSA). Tale procedura consente di stimare in chiave prospettica il fabbisogno di solvibilità globale[1], tenendo conto del profilo di rischio specifico della singola impresa, dei limiti di tolleranza al rischio approvati dal consiglio di amministrazione e della strategia di mitigazione dei rischi adottata. L'ORSA è anche uno strumento di vigilanza a disposizione dei supervisori per determinare la capacità dell'impresa di identificare e gestire i fattori di rischio; in particolare consente di conoscere le valutazioni delle compagnie sui rischi più rilevanti, sugli scenari di stress più probabili e sulle strategie.

Le fonti di rischio di natura assicurativa che secondo le compagnie possono avere un maggiore impatto sulla redditività aziendale e sui requisiti di capitale sono: la possibile insufficienza dei premi pagati rispetto agli impegni assunti dalla società (rischio di tariffazione) per il ramo danni; il rischio connesso con il riscatto dei contratti per il ramo vita. I principali rischi di mercato considerati dalle compagnie sono invece quelli relativi a un aumento degli spread sui titoli di Stato e sulle obbligazioni e a un rialzo della curva dei tassi privi di rischio (tavola).

Tavola

Rischi di mercato indicati dalle assicurazioni nell'esercizio di valutazione

FATTORE DI RISCHIO	Scenari ipotizzati (1)	Valori più frequenti
Spread dei titoli di Stato	-25/+200 punti base	+100 punti base
Curva dei tassi di interesse privi di rischio (2)	-100/+200 punti base	-50/100 punti base
Valore dei titoli azionari	-40/+20 per cento	-20/+20 per cento
Spread delle obbligazioni private	+50/+200 punti base	+100 punti base

(1) La colonna indica per ciascun fattore di rischio gli estremi della distribuzione dei valori indicati dalle compagnie nell'esercizio di valutazione. – (2) La curva dei tassi di interesse privi di rischio è utilizzata dalle assicurazioni per il calcolo delle obbligazioni verso gli assicurati (riserve tecniche).

Tra le misure di mitigazione dei rischi che le compagnie intendono adottare figurano l'orientamento verso prodotti che offrono minori garanzie, la diversificazione degli investimenti e il ricorso a contratti di riassicurazione. La digitalizzazione della rete delle agenzie è considerato uno degli interventi prioritari al fine di fronteggiare il rischio strategico connesso con la diffusione delle nuove tecnologie. L'attenzione verso il rischio operativo, gestito attraverso i cosiddetti contingency plans e i piani di continuità operativa, è cresciuta rispetto alle valutazioni precedenti[2]. Tutte le compagnie indicano come obiettivo un valore dell'indice di solvibilità molto al di sopra del requisito regolamentare minimo.

[1] Il fabbisogno di solvibilità globale, un concetto introdotto da Solvibilità II, indica il complesso delle misure di gestione dei rischi (inclusi i presidi patrimoniali) che la compagnia ritiene necessarie.

[2] Nel 2014 e nel 2015 le compagnie hanno condotto esercizi di analisi dei rischi prospettici simili all'ORSA, come la valutazione prospettica dei rischi (Forward Looking Assessment Own Risks, FLAOR).

5.2 L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

La raccolta dei fondi comuni si mantiene positiva

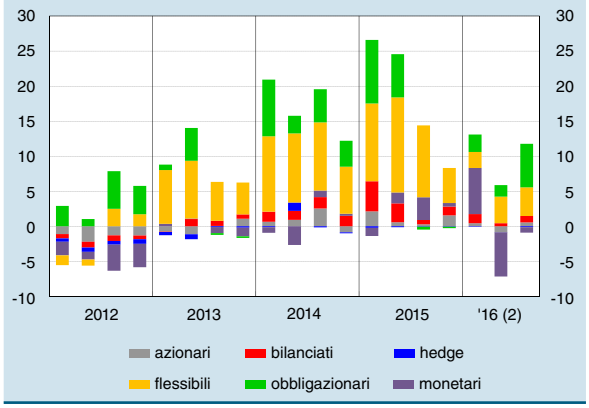
In un periodo caratterizzato da ampie fluttuazioni nel valore delle attività finanziarie, la raccolta netta dei fondi comuni istituiti da gruppi italiani è rimasta positiva, seppure in lieve diminuzione (fig. 5.6).

I rischi degli investimenti in attività illiquide sono contenuti

I rischi che elevate richieste di rimborso possano generare rapidi disinvestimenti dei portafogli sono ridotti. La normativa italiana, infatti, impone ai fondi che investono una quota rilevante del proprio patrimonio in attività illiquide di costituirsi in forma chiusa, che non consente il riscatto delle quote prima della scadenza. I fondi chiusi, pari al 6 per cento del totale del patrimonio gestito, sono in prevalenza immobiliari e, in misura minore, di private equity; quelli che investono in minibond o che sono specializzati nell'erogazione diretta del credito hanno un patrimonio ancora molto contenuto.

Figura 5.6

Raccolta netta dei fondi comuni di gruppi italiani (1)
(dati trimestrali; miliardi di euro)

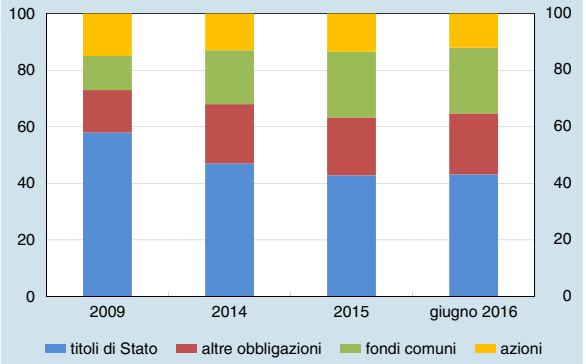


Fonte: Assogestioni.
(1) Dati relativi ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio (SGR) appartenenti a gruppi italiani. – (2) I dati relativi al comparto monetario per i primi 2 trimestri del 2016 riflettono alcune operazioni di ammontare elevato effettuate da investitori istituzionali. Non tenendo conto di tali operazioni la raccolta netta complessiva nei due trimestri è stata rispettivamente di 6,3 e 5,4 miliardi.

Il portafoglio dei fondi aperti e delle gestioni su base individuale, che non prevedono vincoli al riscatto delle quote, è investito in prevalenza in titoli negoziati su mercati regolamentati, quali i titoli di Stato e le azioni quotate (fig. 5.7). La quota di obbligazioni di emittenti privati, che generalmente hanno una liquidità ridotta, si è stabilizzata a circa il 20 per cento. Il grado di concentrazione delle singole esposizioni è nel complesso contenuto.

Figura 5.7

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



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Dati relativi ai soli fondi di diritto italiano.

La redditività dei fondi immobiliari rimane bassa…

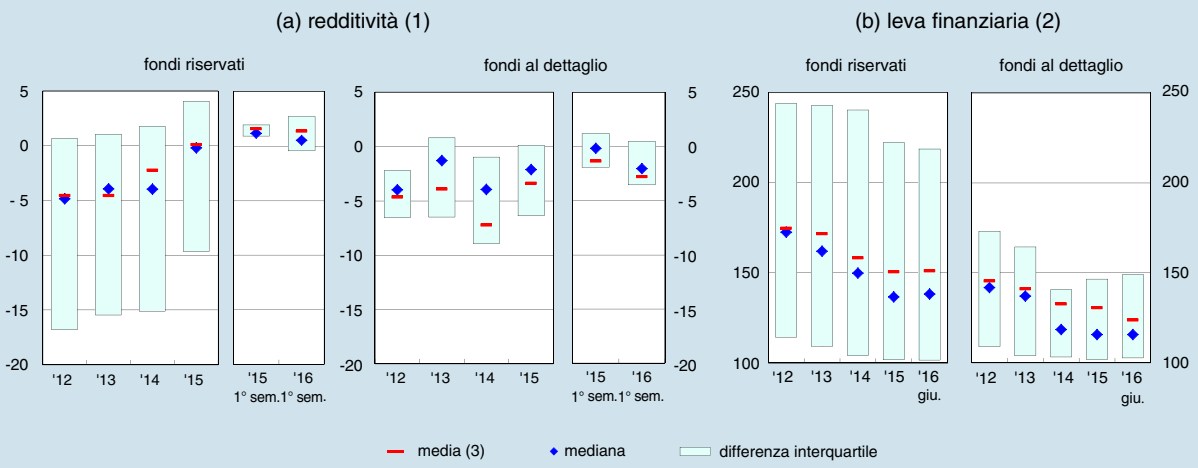
Nel comparto dei fondi immobiliari, le svalutazioni degli attivi di alcuni fondi al dettaglio, a seguito di valori di realizzo inferiori alle attese, continuano a gravare sulla redditività del settore (fig. 5.8.a). In prospettiva i risultati di gestione deludenti potrebbero riflettersi negativamente sulla reputazione dei gestori. Il miglioramento delle previsioni per il comparto immobiliare (cfr. il par. 1.3) ha tuttavia favorito un maggiore interesse da parte degli investitori internazionali, che negli ultimi mesi hanno avanzato offerte pubbliche di acquisto su alcuni fondi quotati.

…ma si attenuano le tensioni finanziarie del sistema

L'indebitamento medio ha continuato a scendere tra i fondi immobiliari destinati agli investitori al dettaglio, mentre è rimasto pressoché invariato nel comparto dei fondi riservati, dove si concentrano le iniziative più rischiose sotto il profilo

Figura 5.8

Principali indicatori dei fondi immobiliari
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Utile in rapporto alla media del patrimonio netto alla fine dell'anno di riferimento e dell'anno precedente. I dati semestrali relativi ai fondi riservati si riferiscono a un campione dei principali fondi. – (2) Totale attivo in rapporto al patrimonio netto. – (3) Valore calcolato sull'intero sistema. Per i dati semestrali cfr. nota (1).

industriale (fig. 5.8.b). Sebbene le condizioni di solvibilità rimangano difficili per alcuni fondi, i dati relativi ai flussi finanziari in entrata e in uscita mostrano una graduale attenuazione delle tensioni finanziarie a livello di sistema, dovuta soprattutto alla bassa leva dei fondi di nuova costituzione.