BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

1 | 2019

maggio 2019

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 1 / 2019
Maggio

Le altre pubblicazioni economiche della Banca d'Italia sono le seguenti:

Relazione annuale
Un resoconto annuale dei principali sviluppi dell'economia italiana e internazionale

Bollettino economico
Un resoconto trimestrale degli andamenti congiunturali dell'economia italiana e internazionale

Economie regionali
Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)
Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)
Una miscellanea di studi su temi di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica
Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica
Collana di analisi storica dell'economia italiana

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo: www.bancaditalia.it/pubblicazioni
Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi: richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it

© Banca d'Italia, 2019
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), Piergiorgio Alessandri, Nicola Branzoli, Mario Cappabianca, Carla Desideri (Ivass), Antonio De Socio, Fabrizio Ferriani, Maddalena Galardo, Paolo Garofalo, Giovanni Guazzarotti, Gaetano Marseglia, Stefano Nobili, Stefano Pasqualini (Ivass), Tommaso Perez, Francesco Piersante, Marco Taboga

Riquadri
Mario Cappabianca, Luisa Carpinelli, Francesco Ciampi, Francesco Franceschi, Paolo Garofalo, Giovanni Guazzarotti, Valentina Michelangeli, Arianna Miglietta, Salvatore Nasti, Federica Pallante (Ivass), Paolo Palumbo, Anna Rendina

Aspetti editoriali e grafici
Giuseppe Casubolo, Roberto Marano, Daniela Falcone, Silvia Mussolin, Rosanna Visca

Indirizzo
Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono
+39 0647921

Sito internet
http://www.bancaditalia.it

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

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

Aggiornato con i dati disponibili al 26 aprile 2019, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI 5

1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI 7

1.1 I rischi macroeconomici 7

1.2 Le famiglie e le imprese 12

2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO 18

2.1 I mercati monetari e finanziari 18

2.2 Le banche 24

2.3 Le assicurazioni e l'industria del risparmio gestito 34

3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI 43

DOCUMENTAZIONE STATISTICA 49

INDICE DEI RIQUADRI

L'indicatore delle condizioni finanziarie dell'Italia 9

Gli effetti del credito al consumo e delle rinegoziazioni dei mutui sulla vulnerabilità finanziaria delle famiglie 14

La riforma dei tassi di riferimento del mercato monetario 19

I piani di riduzione dei crediti deteriorati delle banche meno significative 27

La ricomposizione della raccolta al dettaglio delle banche italiane 29

I risultati degli stress test sul settore assicurativo 36

L'impatto delle recenti modifiche normative sui fondi PIR 39

Le principali misure macroprudenziali adottate di recente nell'Unione europea 45

Le principali modifiche agli strumenti macroprudenziali previsti dalla normativa europea 47

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

– il fenomeno non esiste;

.... il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;

.. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;

:: i dati sono statisticamente non significativi;

() i dati sono provvisori.

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

Per la denominazione dei paesi europei indicati in sigla all'interno della pubblicazione, cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea (http://publications.europa.eu/code/it/it-370100.htm).

SINTESI

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dalla congiuntura economica internazionale sono in aumento. L'attività produttiva ha rallentato e le tensioni commerciali incidono negativamente sugli scambi. Le previsioni di crescita per il 2019 sono state riviste al ribasso e l'incertezza è aumentata.

L'orientamento più accomodante delle banche centrali ha favorito un miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari dall'inizio dell'anno. I prezzi delle attività finanziarie possono tuttavia subire forti oscillazioni in seguito a eventi macroeconomici inattesi.

Nell'area dell'euro migliora la qualità degli attivi delle banche, ma diversi intermediari stentano a raggiungere livelli soddisfacenti di redditività. Per alcune grandi banche è alta l'esposizione verso strumenti di difficile valutazione e potenzialmente illiquidi.

Le previsioni sulla crescita del PIL sono state riviste al ribasso anche in Italia. La volatilità dei corsi dei titoli di Stato resta elevata e il differenziale di rendimento con i titoli tedeschi è su valori superiori a quelli prevalenti nei primi mesi del 2018. I rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie, pur in calo, si mantengono mediamente più alti di quelli prevalenti negli altri paesi dell'area dell'euro a parità di classe di rischio.

La situazione finanziaria del settore delle famiglie è stabile, anche se risente dell'indebolimento della crescita del reddito disponibile e della volatilità dei prezzi delle attività finanziarie. La redditività delle imprese sta rallentando, ma la capacità di rimborsare i debiti rimane elevata in ragione dei bassi tassi di interesse e di una struttura di bilancio più equilibrata rispetto al passato. Il debito del settore privato a rischio di insolvenza aumenterebbe in misura rilevante soltanto a seguito di un forte peggioramento congiunturale associato a un notevole rialzo dei tassi sui prestiti.

Prosegue il rafforzamento del sistema bancario italiano, ma i rischi rimangono elevati per il peggioramento della congiuntura. La riduzione dello stock di crediti deteriorati continua a un ritmo sostenuto e migliorano gli indicatori di liquidità e di patrimonializzazione. Nonostante l'aumento del 2018 il rendimento del capitale resta mediamente più basso di quello degli altri intermediari europei. Il rallentamento dell'attività economica limita le possibilità di crescita dei ricavi e potrebbe far nuovamente salire il costo del rischio di credito.

Le banche italiane sono vulnerabili a evoluzioni avverse del mercato dei titoli pubblici, anche se l'impatto sul patrimonio delle variazioni dei corsi è inferiore rispetto al passato. Sono riprese le emissioni di obbligazioni sui mercati all'ingrosso, ma i premi per il rischio richiesti dagli investitori risultano più alti di quelli medi degli altri intermediari europei.

Gli indicatori di solvibilità e la redditività delle compagnie di assicurazione restano esposti alle variazioni di valore dei titoli pubblici, a causa degli ingenti investimenti volti ad allineare rendimento e durata delle attività con quelli delle passività. Alla fine del 2018 gli indici di solvibilità si sono stabilizzati su livelli ampiamente superiori ai minimi regolamentari. Le prove di stress condotte dall'EIOPA e dall'Ivass confermano che i principali gruppi assicurativi italiani sarebbero in grado di resistere all'impatto di shock particolarmente severi.

Continua la crescita dei fondi immobiliari, sostenuta dagli afflussi di risorse dall'estero nei comparti riservati a investitori professionali; i rischi per la stabilità derivanti dallo sviluppo di questo settore sono contenuti.

1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI

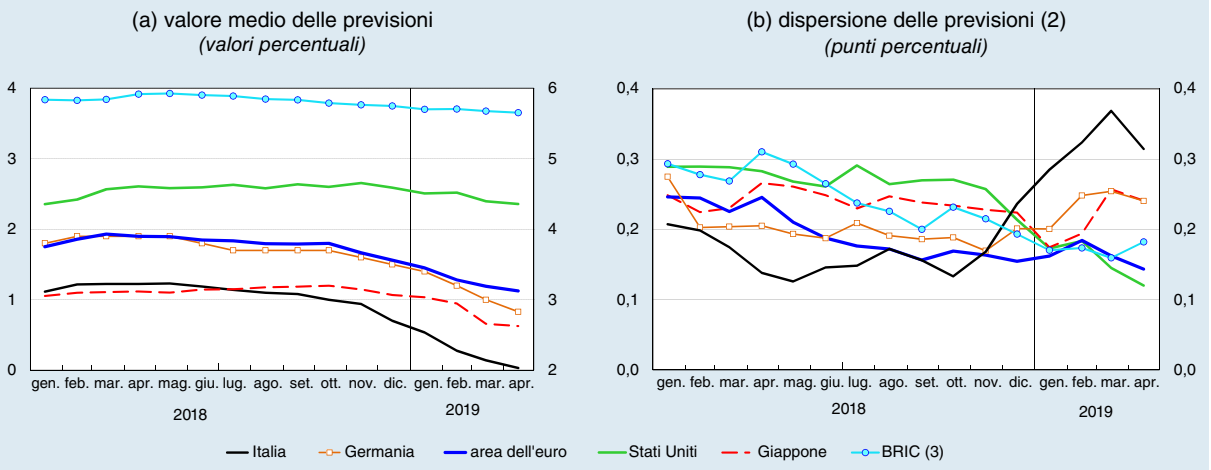
1.1 I RISCHI MACROECONOMICI

I rischi globali e dell'area dell'euro

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'evoluzione dell'economia globale sono in aumento. L'indebolimento dell'attività manifatturiera nelle principali economie avanzate e le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina incidono negativamente sugli scambi internazionali e accrescono l'incertezza sulle prospettive di crescita, soprattutto nelle economie maggiormente dipendenti dalla domanda estera, come la Germania e l'Italia (fig. 1.1).

Figura 1.1

Previsioni sulla crescita del PIL nel 2019 (1)
(dati mensili)

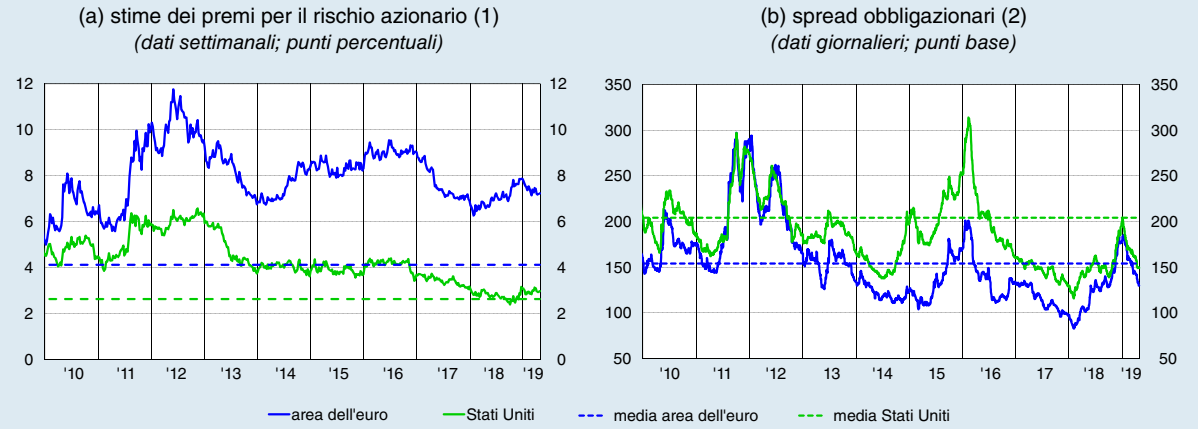


Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics.
(1) Previsioni formulate nel mese indicato sull'asse orizzontale. – (2) Deviazione standard delle previsioni. – (3) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India e Cina, ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL nel 2017, valutato alla parità dei poteri d'acquisto. Scala di destra.

I prezzi delle attività finanziarie sono esposti a repentine revisioni dei premi per il rischio, che possono essere innescate da eventi macroeconomici inattesi. I segnali di rallentamento dell'economia hanno determinato tra la fine del 2018 e l'inizio del 2019 episodi di accentuata volatilità sui mercati azionari internazionali. Le condizioni sui mercati finanziari sono migliorate in seguito agli annunci della Riserva federale e della Banca centrale europea (BCE) di voler mantenere più a lungo l'orientamento espansivo della politica monetaria. Si è ridotta la volatilità dei cambi e si sono rafforzate le valute dei paesi emergenti rispetto al dollaro. Sono inoltre tornati a scendere i premi per il rischio sulle azioni e sulle obbligazioni (fig. 1.2); negli Stati Uniti quelli sui titoli di debito si collocano ampiamente al di sotto dei valori medi di lungo periodo.

Figura 1.2

Indicatori del mercato azionario e obbligazionario



Fonte: ICE Bank of America Merrill Lynch e Thomson Reuters Datastream.
(1) Per gli indici azionari S&P 500 (Stati Uniti) e Datastream EMU Total Market (area dell'euro) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili medi per azione e il valore dell'indice (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il rendimento reale dei titoli di Stato decennali indicizzati all'inflazione, ricavando una stima del premio per il rischio azionario. Le linee tratteggiate indicano le medie dei premi per il rischio nel periodo dal 1993 al 2019. – (2) Gli spread si riferiscono alle obbligazioni con rating BBB emesse dalle società non finanziarie. Le linee tratteggiate indicano le medie degli spread nel periodo dal 2000 al 2019.

Il 10 aprile il Consiglio europeo ha concesso una proroga fino al 31 ottobre 2019 per completare il recesso del Regno Unito dall'Unione europea (UE). La proroga non elimina il rischio di un'uscita senza accordo. La UE e gli Stati membri hanno adottato provvedimenti per assicurare la continuità operativa di mercati e intermediari finanziari e per mitigare i rischi per la stabilità finanziaria in caso di mancata ratifica dell'accordo da parte del Parlamento britannico. In Italia è stato emanato un decreto legge che garantisce agli intermediari e ai gestori delle sedi di negoziazione (sia italiani operanti nel Regno Unito sia britannici con attività in Italia) di poter continuare a operare per un periodo transitorio di 18 mesi in caso di uscita senza accordo[1].

Per le banche dell'area dell'euro la qualità degli attivi continua in media a migliorare. Restano tuttavia rilevanti in alcuni paesi il livello dei crediti deteriorati, in altri l'incidenza degli strumenti finanziari complessi e l'esposizione ai rischi di mercato. Molti intermediari stentano ad accrescere i ricavi e a raggiungere livelli di redditività che garantiscano adeguati flussi di autofinanziamento e favoriscano l'apporto di capitali esterni[2].

La condizione macrofinanziaria dell'Italia

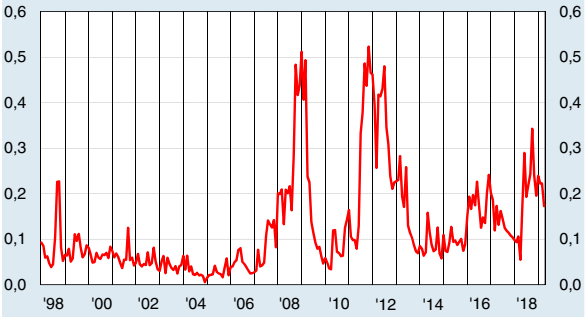
Da novembre le tensioni sul mercato delle azioni degli intermediari finanziari e su quello obbligazionario si sono attenuate, ma i corsi rimangono ben al di sotto di quelli della prima metà del 2018. L'indicatore

[1] Per maggiori dettagli, cfr. *Audizione nell'ambito dell'esame del Decreto Legge 22/2019 "Sicurezza e stabilità finanziaria in caso di recesso del Regno Unito dall'Unione europea"*, testimonianza del Vice Capo del Servizio Economia e relazioni internazionali della Banca d'Italia P.A. Catte, Senato della Repubblica, Roma, 9 aprile 2019.

[2] Il rapporto tra utile di esercizio e patrimonio netto di un campione di grandi banche europee si collocava alla fine dello scorso anno attorno al 5 per cento, sei punti percentuali in meno rispetto a quanto rilevato su un analogo campione di intermediari statunitensi e molto al di sotto dei valori registrati negli anni precedenti la crisi finanziaria del 2008.

Figura 1.3

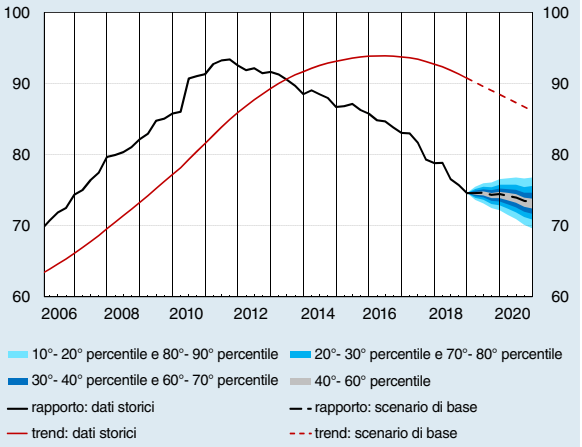
Indicatore di stress macrofinanziario per l'Italia (1)
(dati mensili; numero indice)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) L'indicatore varia tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo).

Figura 1.4

Credito bancario in rapporto al prodotto e relativo trend (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Le proiezioni non tengono conto di eventuali operazioni di cartolarizzazione. La distribuzione di probabilità delle proiezioni, rappresentata graficamente per classi di percentili, consente di valutare la dimensione dei rischi che caratterizzano la previsione ritenuta più probabile (scenario di base). Tale distribuzione tiene conto di shock asimmetrici ai principali fattori di rischio, secondo la procedura descritta in C. Miani e S. Siviero, *A non-parametric model-based approach to uncertainty and risk analysis of macroeconomic forecasts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 758, 2010. Il trend di lungo periodo è calcolato utilizzando un filtro Hodrick-Prescott unilaterale.

di stress macrofinanziario dell'Italia si mantiene su livelli elevati (fig. 1.3; cfr. il riquadro: *L'indicatore delle condizioni finanziarie dell'Italia*).

Il ciclo finanziario si sta ulteriormente indebolendo: i prestiti alle famiglie crescono a tassi contenuti (cfr. il par. 1.2) e la ripresa di quelli alle imprese si è arrestata. Lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito bancario e prodotto (*credit-to-GDP gap*) è ampiamente negativo. Nostre proiezioni, coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti, indicano che la dinamica del credito rimarrà debole, soprattutto per le imprese; nei prossimi due anni il rapporto tra credito bancario e prodotto resterebbe ben al di sotto del suo trend di lungo periodo anche qualora la crescita del credito fosse notevolmente più rapida di quella dello scenario di consenso (fig. 1.4).

L'INDICATORE DELLE CONDIZIONI FINANZIARIE DELL'ITALIA[1]

L'indicatore delle condizioni finanziarie in Italia fornisce informazioni sullo stress macrofinanziario cui è sottoposta l'economia. È costruito aggregando misure di tensione per i cinque principali mercati italiani: (a) obbligazionario, che include i titoli di Stato; (b) azionario relativo al segmento degli intermediari finanziari; (c) azionario complessivo; (d) monetario; (e) cambi[2].

L'indicatore traccia in maniera accurata sia i principali episodi di tensione originati a livello globale (iniziati con il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008; cfr. fig. 1.3), sia quelli che hanno interessato in maniera specifica i mercati finanziari italiani (la crisi del debito sovrano del biennio 2011-12). Nell'ultimo anno il valore dell'indicatore è aumentato, pur restando inferiore ai livelli raggiunti durante la crisi finanziaria globale e quella del debito sovrano; l'incremento

[1] A cura di Arianna Miglietta.

[2] Gli indicatori di tensione finanziaria utilizzati per i singoli mercati includono differenziali di rendimento, volatilità, misure di perdita massima. Per maggiori dettagli, cfr. A. Miglietta e F. Venditti, *An indicator of macro-financial stress for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 497, 2019.

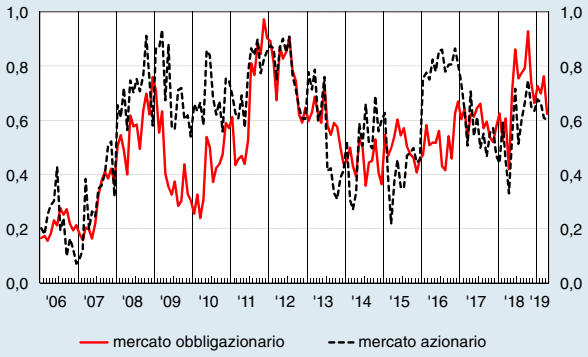
ha riflesso soprattutto gli sviluppi sul mercato obbligazionario e gli andamenti dei corsi azionari delle società finanziarie (figura).

In passato livelli elevati di stress finanziario hanno preceduto un rallentamento dell'economia: un peggioramento dell'indice pari a una deviazione standard, circa 0,1 unità, si è associato a una minore crescita nei successivi dodici mesi intorno a 0,9 punti percentuali[3].

[3] Questo valore misura una correlazione e non è interpretabile come una stima dell'impatto diretto degli shock finanziari sull'economia. Siccome la variazione del PIL potrebbe non essere interamente riconducibile al cambiamento delle condizioni finanziarie, il valore riportato rappresenta un limite superiore di tale impatto.

Figura

Indicatori di stress nel mercato obbligazionario e azionario (1)
(dati mensili; numero indice)



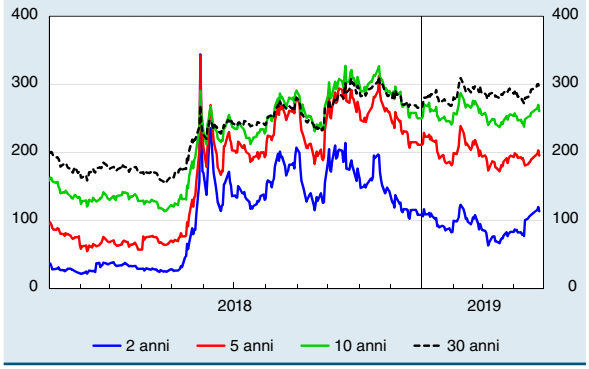
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Il mercato obbligazionario include i titoli di Stato. Il mercato azionario si riferisce alle azioni delle società finanziarie quotate. L'indicatore varia tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo).

Le previsioni sulla crescita del PIL sono state riviste al ribasso rispetto allo scorso novembre, sia per l'anno in corso sia per il 2020, ed è aumentata l'incertezza. L'alto livello del debito pubblico rende l'economia italiana esposta alle tensioni sui mercati finanziari e riduce la capacità della politica di bilancio di sostenere l'attività produttiva di fronte a fasi di rallentamento.

Da novembre i premi per il rischio sui titoli pubblici italiani sono scesi, ma rimangono più alti rispetto ad aprile del 2018 (fig. 1.5). Le tensioni sui titoli di Stato si stanno trasmettendo sul costo dei finanziamenti al settore privato, seppure gradualmente (cfr. i parr. 1.2 e 2.1). Se i rendimenti all'emissione dei titoli di Stato italiani dovessero restare coerenti con le attuali aspettative dei mercati, nel biennio 2019-2020 si avrebbe una spesa complessiva per interessi sul debito pubblico di circa 4 miliardi superiore a quella che si sarebbe avuta con i tassi attesi dai mercati ad aprile dello scorso anno.

Figura 1.5

Spread sui titoli di Stato italiani (1)
(dati giornalieri; punti base)



Fonte: Bloomberg.
(1) Differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani rispetto a quelli tedeschi.

Nel 2018 il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto è aumentato al 132,2 per cento, dal 131,4 del 2017[3]. Secondo il *Documento di economia e finanza 2019*, approvato dal Governo il 9 aprile, il debito crescerebbe ancora nell'anno in corso e si ridurrebbe dal 2020, anche in seguito all'incremento delle aliquote delle imposte indirette già incluso nella legislazione vigente.

[3] Dati aggiornati in seguito alla revisione del perimetro delle Amministrazioni pubbliche definito dall'Istat in accordo con l'Eurostat (cfr. Banca d'Italia, *Revisione delle stime del debito delle Amministrazioni pubbliche per gli anni 2015-18*, comunicato stampa del 9 aprile 2019).

I rischi macroeconomici per la stabilità finanziaria sono accentuati dall'indebolimento della crescita globale, ma riflettono anche vulnerabilità interne. A fronte di tali rischi, l'economia italiana è però caratterizzata da un'elevata resilienza, derivante da diversi fattori: il saldo corrente della bilancia dei pagamenti è in attivo dal 2013, mentre la posizione netta dell'Italia verso l'estero è lievemente negativa e dovrebbe diventare creditoria nel corso del prossimo anno; la ricchezza delle famiglie è elevata e l'indebitamento del settore privato è tra i più bassi nell'area dell'euro; la lunga vita media residua dei titoli di Stato rallenta la trasmissione del rialzo dei rendimenti all'emissione al costo medio del debito (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A1).

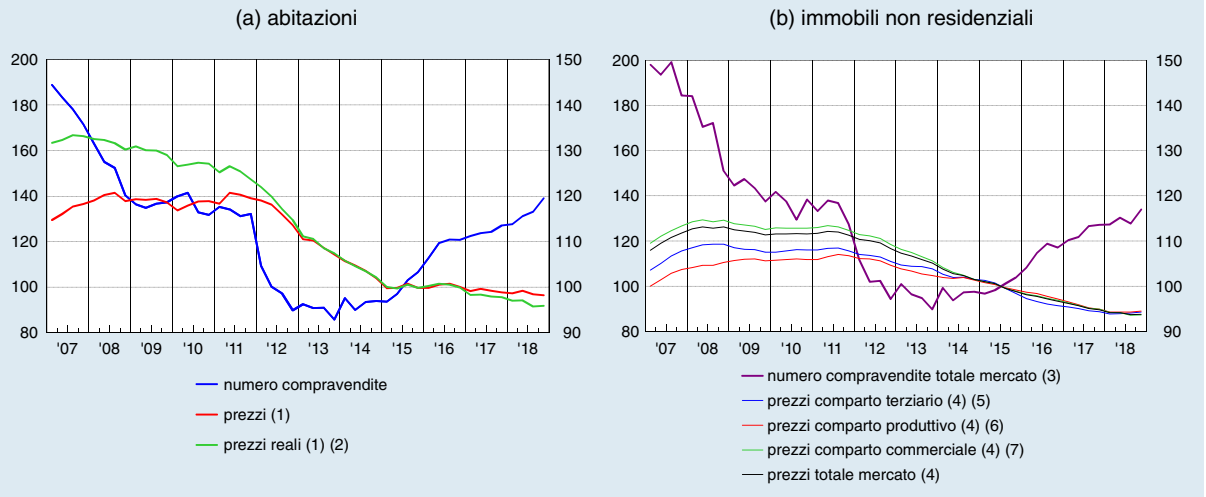
Le agenzie di rating Fitch Ratings e Standard & Poor's, riconoscendo questi fattori di forza, hanno confermato il merito di credito dei titoli di Stato italiani al livello BBB in febbraio e in aprile, rispettivamente. Entrambe le agenzie hanno tuttavia mantenuta negativa la direzione attesa di un eventuale cambiamento futuro del rating (*outlook*). Revisioni al ribasso del merito di credito da parte delle agenzie di rating potrebbero avere effetti negativi anche rilevanti per il sistema finanziario italiano (cfr. il riquadro: *Gli effetti di variazioni del rating dei titoli di Stato italiani,* in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018).

I mercati immobiliari

La fase espansiva del ciclo immobiliare prosegue in gran parte dei paesi europei, in alcuni dei quali l'aumento dei prezzi accresce i rischi per la stabilità finanziaria. In Italia invece il settore stenta a rafforzarsi: il numero delle compravendite sale, ma i prezzi continuano a ridursi sia nel comparto residenziale sia in quello non residenziale (fig. 1.6). Secondo nostre stime i prezzi delle abitazioni diminuirebbero, seppure lievemente, anche nel 2019. Le attese degli agenti immobiliari intervistati nell'ambito del *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* sono coerenti con una debolezza delle quotazioni nel breve termine, sebbene rimangano moderatamente positive sulle condizioni complessive del mercato.

Figura 1.6

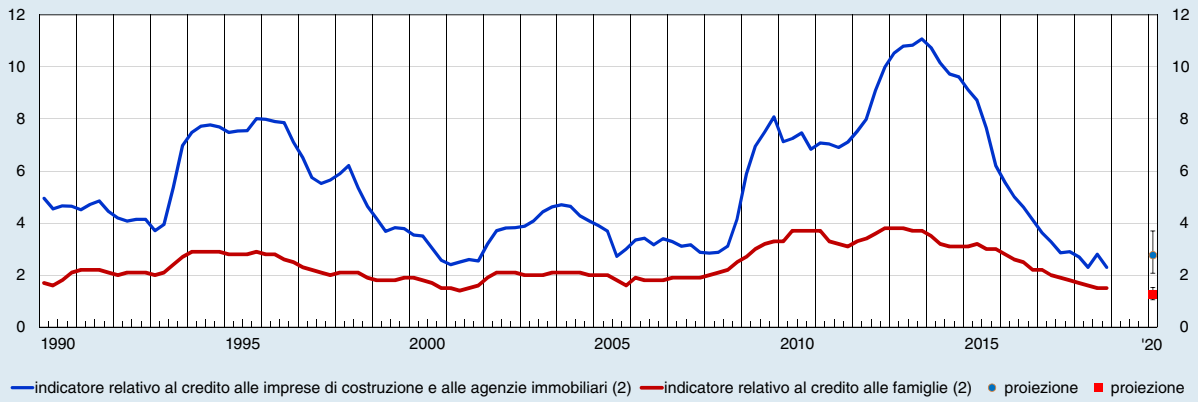
Mercato degli immobili in Italia
(dati trimestrali; indici: 2015=100)



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

Figura 1.7

Indicatori di 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 crediti deteriorati negli ultimi 4 trimestri e la media di capitale e riserve delle banche nello stesso periodo. La proiezione relativa al 1° trimestre 2020 è rappresentata graficamente dal valore mediano e dal 10° e 90° percentile. 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, e F. Ciocchetta e W. Cornacchia, *Assessing financial stability risks from the real estate market in Italy: an update*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 493, 2019. – (2) Gli indicatori di vulnerabilità per il periodo 1990-2005 sono stati ricostruiti con tecniche econometriche.

Nel quarto trimestre del 2018 gli indicatori che misurano la vulnerabilità delle banche derivante dal settore immobiliare sono rimasti su livelli contenuti (fig. 1.7). In base a nostre proiezioni, all'inizio del 2020 l'indicatore relativo alle famiglie dovrebbe registrare un ulteriore calo, mentre aumenterebbe quello per le imprese di costruzione e per le società immobiliari. La perdurante debolezza del settore rende più costoso lo smobilizzo di crediti deteriorati assistiti da garanzie reali.

1.2 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

Le famiglie

La situazione finanziaria del settore delle famiglie è stabile, ma risente negativamente dell'indebolimento della crescita del reddito disponibile e della volatilità dei prezzi delle attività finanziarie. La quota di debito a rischio di insolvenza crescerebbe in misura rilevante soltanto nel caso di una flessione molto ampia del reddito associata a un forte rialzo dei tassi di interesse.

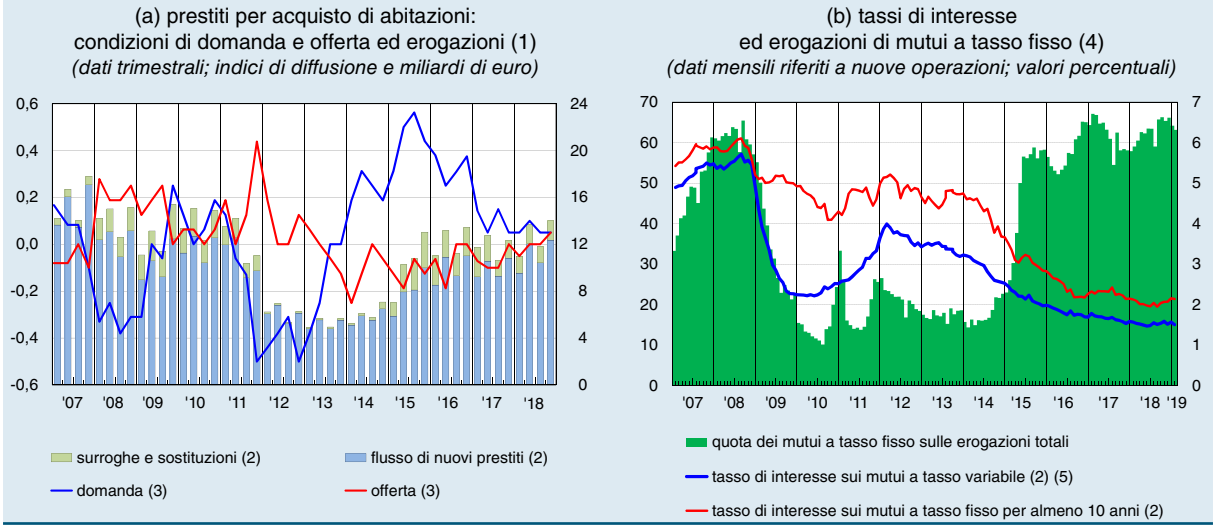
L'incremento dei prezzi sui mercati azionari e obbligazionari nei primi mesi dell'anno ha consentito di recuperare solo in parte le riduzioni di valore registrate nel 2018. Nella seconda metà dello scorso anno, con l'aumento della volatilità dei corsi, le famiglie hanno orientato gli investimenti finanziari verso strumenti a basso rischio, in particolare depositi bancari e postali.

L'indebitamento verso le banche continua a crescere (3 per cento in febbraio rispetto a un anno prima), ma resta basso nel confronto internazionale. Sono aumentati sia i mutui per l'acquisto di abitazioni (fig. 1.8.a) sia i debiti per finalità di consumo. Il tasso di crescita di questi ultimi, fortemente legato al ciclo economico, ha toccato un massimo nel secondo trimestre del 2018 e si sta riducendo.

Il rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato si sta trasmettendo gradualmente al costo dei nuovi finanziamenti (fig. 1.8.b). Rispetto allo scorso settembre i margini applicati dalle banche sui mutui a tasso fisso sono cresciuti di quasi 50 punti base, mentre quelli sui mutui a tasso variabile si sono mantenuti stabili; la

Figura 1.8

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

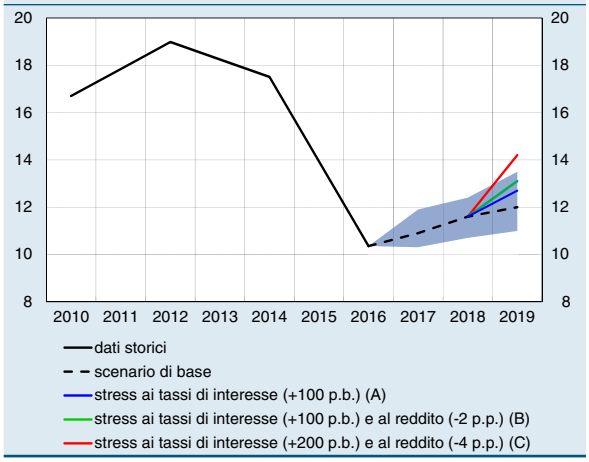
differenza riflette verosimilmente l'esigenza degli intermediari di compensare l'incremento del costo della raccolta obbligazionaria. La quota dei nuovi mutui a tasso predeterminato per almeno dieci anni si è ridotta dal 66 al 63 per cento. Qualora il divario di costo tra i finanziamenti a tasso fisso e quelli a tasso variabile continuasse ad ampliarsi, la ricomposizione verso i mutui a tasso variabile potrebbe procedere rapidamente, come accaduto nel 2009, accrescendo l'esposizione delle famiglie ai rischi di futuri rialzi dei rendimenti di mercato.

Il costo del debito è comunque ancora molto basso rispetto al passato e ciò si riflette positivamente sulla sua sostenibilità. Il tasso di deterioramento annuo dei prestiti concessi da banche e società finanziarie si è ridotto all'1,0 per cento, un valore pari alla metà di quello prevalente negli anni antecedenti la crisi finanziaria; quello relativo ai soli prestiti per finalità di consumo si è stabilizzato all'1,7 per cento[4].

Secondo le proiezioni del modello di micro-simulazione della Banca d'Italia basate su uno scenario coerente con le più recenti previsioni

Figura 1.9

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



Fonte: elaborazioni su dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF).
(1) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito equivalente inferiore al valore mediano. Ultimi dati IBF disponibili: 2016. Area ombreggiata: intervallo tra il 10° e il 90° percentile della distribuzione di probabilità delle simulazioni. Rispetto allo scenario di base, nel 2019: (A) l'Euribor a 3 mesi, l'IRS a 10 anni e il tasso di interesse sul credito al consumo sono più elevati di 100 punti base; (B) l'Euribor a 3 mesi, l'IRS a 10 anni e il tasso di interesse sul credito al consumo sono più elevati di 100 punti base e il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 2 punti percentuali; (C) l'Euribor a 3 mesi, l'IRS a 10 anni e il tasso di interesse sul credito al consumo sono più elevati di 200 punti base e il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali.

[4] Assofin, Crif e Prometeia, *Osservatorio credito al dettaglio*, 45, 2018. Il dato si riferisce al terzo trimestre del 2018.

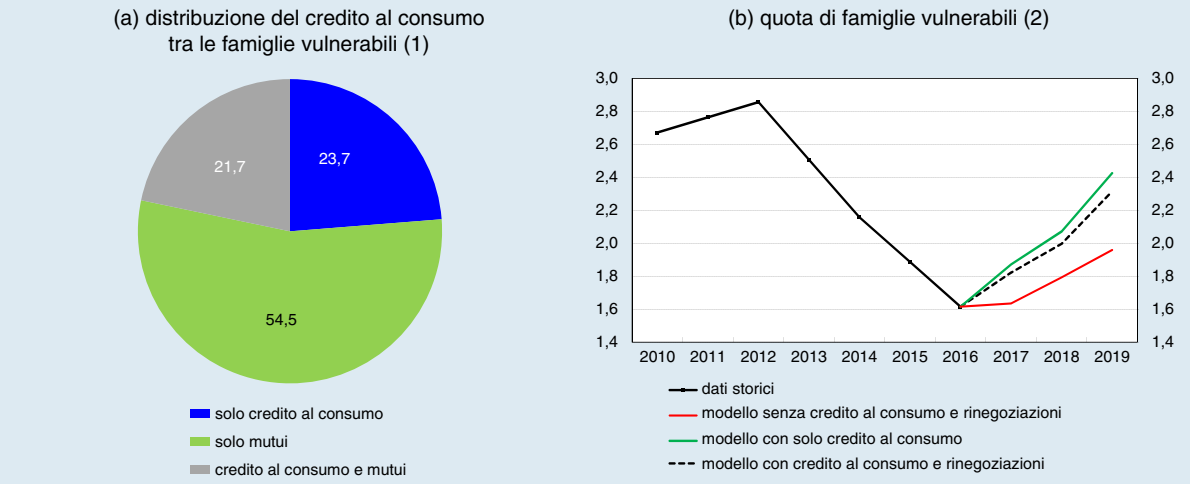
macroeconomiche[5], alla fine del 2019 la quota di famiglie vulnerabili e l'incidenza dei loro debiti sul totale salirebbero lievemente al 2,3 e al 12,0 per cento, rispettivamente (fig. 1.9). All'incremento contribuirebbero il credito al consumo e il rallentamento del reddito (cfr. il riquadro: *Gli effetti del credito al consumo e delle rinegoziazioni dei mutui sulla vulnerabilità finanziaria delle famiglie*). Nel caso di andamenti più sfavorevoli del reddito e dei tassi di interesse, il debito a rischio raggiungerebbe il 13,1 per cento del totale[6]. In uno scenario particolarmente avverso, caratterizzato da variazioni superiori a quelle registrate storicamente, le famiglie vulnerabili aumenterebbero al 2,7 per cento e il loro debito salirebbe al 14,2 per cento, un valore comunque inferiore rispetto al picco del 2012.

GLI EFFETTI DEL CREDITO AL CONSUMO E DELLE RINEGOZIAZIONI DEI MUTUI SULLA VULNERABILITÀ FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE[1]

Il modello di microsimulazione utilizzato dalla Banca d'Italia per valutare i rischi per la stabilità finanziaria connessi con l'indebitamento delle famiglie è stato rivisto per tenere conto dell'andamento del credito al consumo e della rinegoziazione dei mutui, migliorandone la capacità previsiva[2].

Figura

Vulnerabilità delle famiglie con credito al consumo e rinegoziazioni
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF).
(1) I valori si riferiscono alla media 2010-16. – (2) Ultimi dati IBF disponibili: 2016.

[1] A cura di Francesco Franceschi e Valentina Michelangeli.

[2] C.A. Attinà, F. Franceschi e V. Michelangeli, *Modeling households' financial vulnerability with consumer credit and mortgage refinancing*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione e V. Michelangeli e M. Pietrunti, *A microsimulation model to evaluate Italian households' financial vulnerability*, "International Journal of Microsimulation", 7, 3, 2014, pp. 53-79, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 225, 2014.

[5] Questo scenario è caratterizzato da un incremento moderato del reddito nominale disponibile, da un'espansione del debito lievemente inferiore a quella del 2018 e dalla stabilità dei tassi di interesse. Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. C.A. Attinà, F. Franceschi e V. Michelangeli, *Modeling households' financial vulnerability with consumer credit and mortgage refinancing*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[6] Rispetto allo scenario di base si assume un rialzo dei tassi di interesse di 100 punti base e una flessione del tasso di crescita del reddito nominale di 2 punti percentuali (circa una deviazione standard delle rispettive variazioni annuali registrate nel periodo 2003-2018).

Il credito al consumo è aumentato a ritmi molto sostenuti dal 2015. Secondo i dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF), i nuclei familiari che hanno contratto debiti per finalità di consumo sono il 45 per cento di quelli vulnerabili (figura, pannello a) e risultano in ritardo nel pagamento delle rate molto più spesso dei debitori che hanno solo un mutuo[3]. Introducendo nel modello della Banca d'Italia la crescita del credito al consumo prevista per l'anno in corso, la quota di famiglie vulnerabili alla fine del 2019 risulta più elevata di 0,5 punti percentuali rispetto a quella stimata senza tenere conto di tale crescita (figura, pannello b).

La rinegoziazione dei mutui mitiga la vulnerabilità delle famiglie attraverso la riduzione dell'onere del debito. Le famiglie vulnerabili che hanno ricontrattato le condizioni del mutuo negli anni 2013-16 sono uscite dalla situazione di fragilità finanziaria in circa un caso su tre. Tenendo conto anche della possibilità di rinegoziare i mutui nel modello di microsimulazione, la quota di famiglie vulnerabili prevista per la fine del 2019 è comunque di circa 0,4 punti percentuali più alta rispetto a quella stimata con il precedente modello.

[3] Tra le famiglie con solo un mutuo, la quota di quelle in ritardo nel pagamento delle rate è pari all'11 per cento. La frequenza dei ritardi sale al 15 per cento per i nuclei familiari che, oltre al mutuo, hanno contratto debiti per finalità di consumo e al 25 per cento per quelli che hanno soltanto quest'ultimo tipo di debiti. Le famiglie indebitate solo per finalità di consumo tuttavia presentano un ammontare del debito in media molto più contenuto delle altre (circa 5.000 e oltre 60.000 euro, rispettivamente).

Le imprese

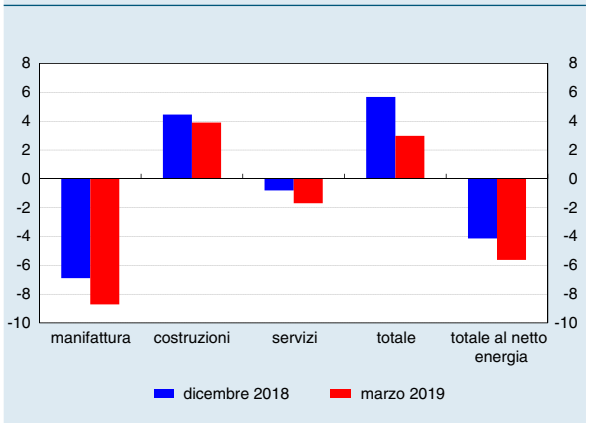
Il rallentamento congiunturale tende a indebolire le condizioni finanziarie delle imprese. Gli effetti sulla capacità di rimborsare i debiti sono mitigati dai bassi tassi di interesse e dalla struttura dei bilanci più solida rispetto al passato. La quota di debito a rischio di insolvenza aumenterebbe in misura rilevante soltanto nel caso di un ampio calo della redditività associato a un forte rialzo del costo dei finanziamenti.

Gli utili delle imprese hanno subito una decelerazione: il tasso di crescita del margine operativo lordo (MOL) è sceso allo 0,3 per cento dall'1,6 nel 2017. Le attese degli analisti sugli utili delle società quotate sono in peggioramento in tutti i settori produttivi (fig. 1.10).

Con il rallentamento dell'economia, i debiti delle imprese verso le banche sono tornati a contrarsi nei primi mesi dell'anno; secondo nostre proiezioni basate sullo scenario macroeconomico più recente, la riduzione proseguirebbe nel prossimo biennio. Le condizioni di accesso al credito stanno peggiorando, soprattutto per le aziende più piccole. Da diversi anni, in ragione dell'elevata selettività degli intermediari, la crescita del debito bancario è limitata alle imprese finanziariamente più solide e a quelle di maggiore dimensione (fig. 1.11.a).

Figura 1.10

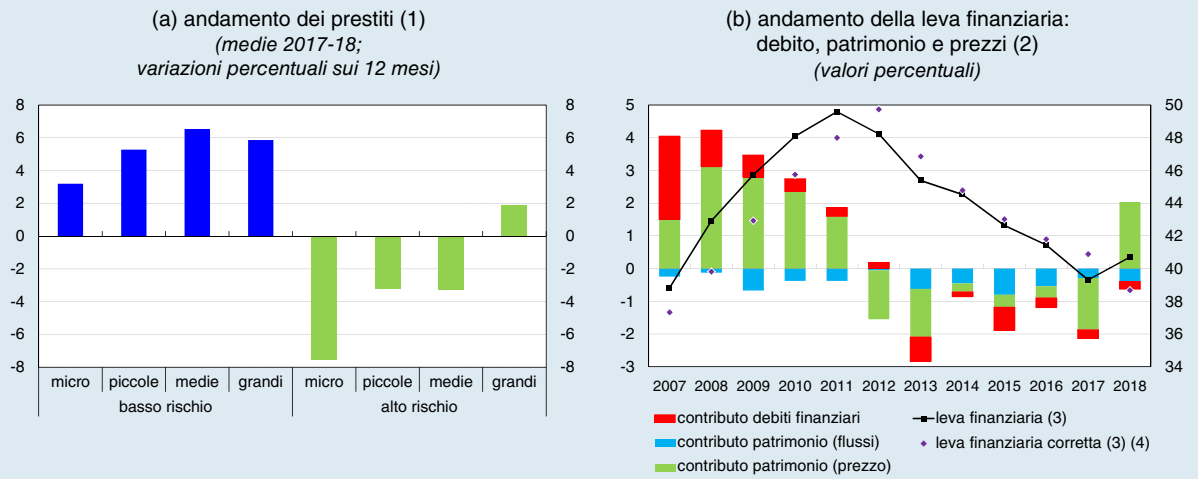
Utili attesi dagli analisti per il 2019 (1)
(variazioni percentuali)



Fonte: Bloomberg.
(1) Variazioni rispetto a marzo del 2018. Elaborazioni su un campione chiuso di 103 imprese quotate a dicembre del 2017, rappresentative del 94 per cento della capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie.

Figura 1.11

Indicatori della condizione finanziaria delle imprese



Fonte: Banca d'Italia e Cerved.
(1) Dati riferiti a un campione di circa 450.000 società di capitale. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie e tengono conto delle cartolarizzazioni. L'attribuzione della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved. Le imprese a basso (alto) rischio hanno un punteggio compreso tra 1 e 4 (5 e 10). – (2) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto al valore di mercato. Gli istogrammi scompongono la variazione annuale della leva finanziaria nel contributo di tre fattori: debiti finanziari, flussi netti di azioni e partecipazioni, andamento del valore di mercato del patrimonio. I dati del 2018 sono preliminari. – (3) Scala di destra. – (4) La leva finanziaria corretta è calcolata escludendo in ogni anno l'effetto della variazione del valore di mercato del patrimonio netto. Valori superiori (inferiori) alla linea continua indicano un aumento (una riduzione) del valore di mercato del patrimonio.

La trasmissione dell'incremento dei rendimenti dei titoli pubblici italiani al costo dei finanziamenti alle imprese è stata finora limitata, anche per la sostenuta concorrenza tra gli istituti di credito: i margini sui tassi di riferimento (Euribor a tre mesi per il tasso variabile e IRS a cinque anni per il tasso fisso), aumentati durante la scorsa estate, sono rimasti relativamente stabili negli ultimi mesi.

Dopo il rapido deterioramento della seconda parte del 2018, le condizioni di finanziamento sul mercato obbligazionario sono in graduale ripresa. Tra gennaio e marzo i collocamenti lordi sono saliti a 10 miliardi, circa 2 in più rispetto alla media trimestrale dello scorso anno, e i rendimenti all'emissione dei titoli a tasso fisso sono diminuiti rispetto allo scorcio del 2018. Volumi e costi dei collocamenti nel primo trimestre riflettono però principalmente le emissioni di grandi gruppi industriali ai quali gli investitori richiedono premi per il rischio più bassi.

Le imprese affrontano il rallentamento congiunturale con una struttura di bilancio più equilibrata rispetto al passato. Dal picco raggiunto durante la crisi del debito sovrano, la leva finanziaria si è ridotta di circa nove punti percentuali. Al calo hanno contribuito la contrazione dei debiti e gli incrementi patrimoniali, per due e tre punti percentuali rispettivamente; i restanti quattro punti sono ascrivibili all'aumento del valore di mercato del patrimonio (fig. 1.11.b). La contenuta crescita della leva registrata nel 2018 è stata determinata interamente dall'andamento negativo dei corsi azionari. La resilienza delle imprese è rafforzata dall'ampia disponibilità di attività liquide, che hanno raggiunto il 21 per cento del PIL e il 30 per cento dei debiti finanziari del settore (14 e 17 per cento nel 2011, rispettivamente).

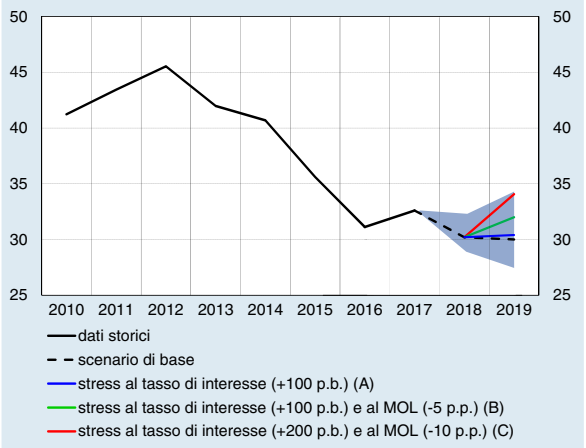
La capacità delle aziende di rimborsare i debiti resta elevata rispetto al passato. Il rapporto tra oneri finanziari e MOL è sceso di oltre 14 punti percentuali dal 2008, all'8 per cento. Il tasso di

deterioramento dei prestiti concessi dalle banche e dalle società finanziarie è diminuito al 2,2 per cento, un livello inferiore rispetto a quello precedente la crisi finanziaria. Nei rapporti commerciali tra imprese emergono tuttavia segnali di tensioni: per la prima volta dal 2012 sono aumentati, sia pur leggermente, i giorni di pagamento concordati tra le parti e i ritardi con cui i debitori liquidano le fatture[7].

Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia indicano che, in uno scenario coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili (30 per cento) non aumenterebbe nel 2019 (fig. 1.12)[8]. Nel caso di andamenti più sfavorevoli della redditività e dei tassi di interesse, il debito a rischio salirebbe al 32 per cento del totale[9]. In uno scenario particolarmente avverso, caratterizzato da variazioni del costo del debito e della redditività molto negative e più ampie di quelle registrate storicamente, la quota raggiungerebbe il 34 per cento, un valore comunque inferiore rispetto al massimo del 2012.

Figura 1.12

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. Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza. Gli ultimi bilanci disponibili per l'intero campione di imprese sono relativi al 2017. La zona ombreggiata indica un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base. Rispetto allo scenario di base, nel 2019: (A) il tasso di interesse è più elevato di 100 punti base; (B) contemporaneamente la variazione del MOL nominale è più bassa di 5 punti percentuali; (C) il tasso di interesse è più elevato di 200 punti base e la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali.

[7] Cerved, *Protesti e pagamenti delle imprese*, 33, 2019.

[8] Lo scenario di base per il 2019 è caratterizzato da una stabilità del PIL reale, in linea con le più recenti previsioni di Consensus Economics, da una crescita contenuta del MOL, da una lieve riduzione dei debiti finanziari e da un moderato aumento del costo del debito. Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, "Journal of Policy Modeling", 39, 2017, pp. 147-168, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 293, 2015.

[9] Nello scenario avverso si assumono un rialzo del tasso di interesse pari a 100 punti base (superiore a quello verificatosi nel 2007 e nel 2011) e una riduzione del tasso di crescita del MOL nominale di 5 punti percentuali, pari a circa una deviazione standard delle rispettive variazioni annuali registrate nel periodo 2003-2018.

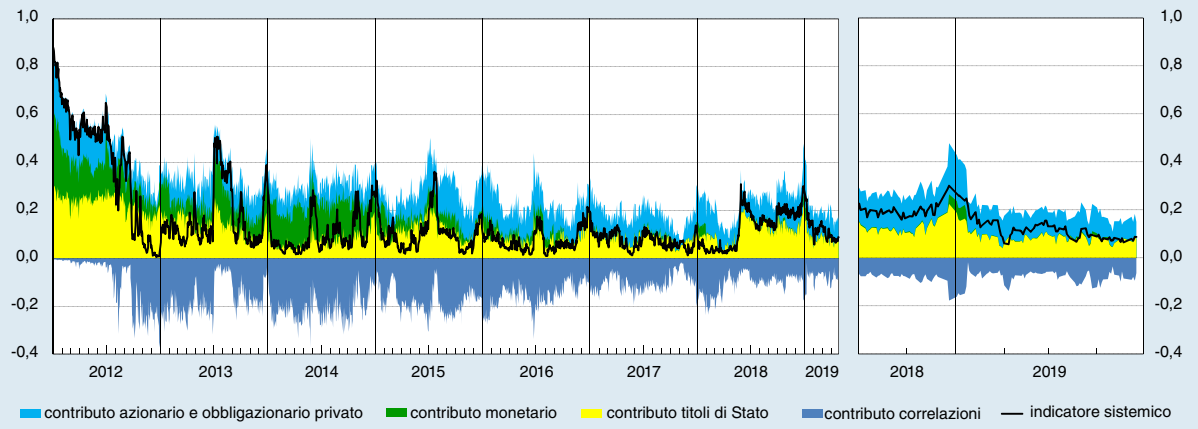
2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO

2.1 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Dall'inizio dell'anno la favorevole congiuntura finanziaria internazionale ha contribuito ad attenuare le tensioni su azioni, obbligazioni private e titoli di Stato italiani. La fine degli acquisti netti di titoli da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) non ha avuto ripercussioni negative sui mercati. Le condizioni di liquidità dei mercati finanziari italiani rimangono tuttavia fragili; l'indicatore di rischio sistemico, pur in diminuzione rispetto ai mesi precedenti, si mantiene su livelli superiori a quelli medi degli ultimi anni (fig. 2.1).

Figura 2.1

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



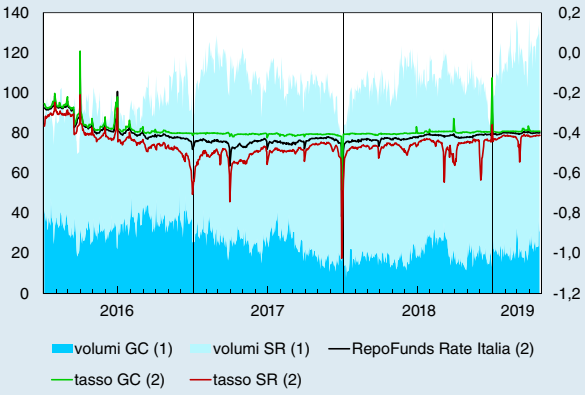
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Moody's KMV, MTS spa, e-MID SIM spa e Banca d'Italia.
(1) L'indicatore sistemico misura il rischio congiunto nei mercati monetario, secondario dei titoli di Stato, azionario e obbligazionario privato. Il campo di variazione dell'indice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

Sul mercato monetario i volumi scambiati di pronti contro termine sono fortemente cresciuti (fig. 2.2.a). Nei primi mesi dell'anno le banche italiane hanno ridotto la posizione debitoria netta nei confronti dell'estero sul mercato MTS repo (fig. 2.2.b). La flessione è dovuta principalmente all'impiego nel segmento di mercato *general collateral* della liquidità in eccesso da parte di alcuni intermediari, favorito dall'apertura di un lieve differenziale positivo tra il rendimento dei contratti pronti contro termine in titoli di Stato italiani e quello alternativo offerto dalla *deposit facility* dell'Eurosistema. Con la diminuzione delle tensioni sul mercato dei titoli di Stato si è inoltre indebolita la domanda di titoli italiani in prestito da parte degli intermediari non residenti; la flessione della domanda si è tradotta in un graduale calo del costo medio delle operazioni di prestito (*specialness*) ed è parzialmente ascrivibile alla riduzione di posizioni corte mantenute dagli investitori esteri.

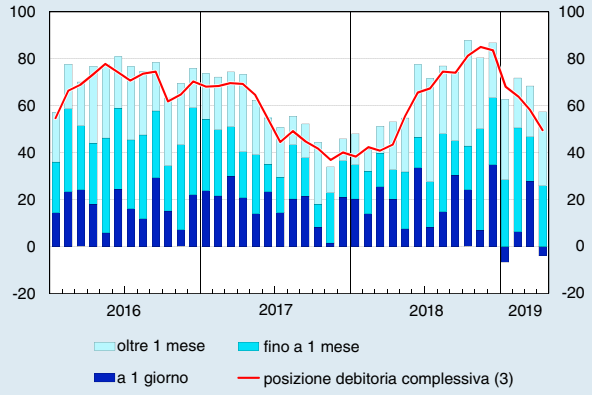
Figura 2.2

Scambi repo, tassi e posizione debitoria netta sul mercato MTS

(a) scambi su MTS e tassi repo negoziati
(dati giornalieri; miliardi di euro e valori percentuali)



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



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa e RepoFunds Rate.
(1) Scambi giornalieri *general collateral* (GC) e *special repo* (SR) sul mercato MTS per data di regolamento dei contratti. – (2) I tassi repo sono calcolati prendendo a riferimento i contratti con durata a un giorno su titoli di Stato italiani conclusi sulle piattaforme telematiche (MTS per i tassi GC e SR; MTS e BrokerTec per RepoFunds Rate). Scala di destra. – (3) La posizione debitoria netta è calcolata sul controvalore dei contratti in essere sul mercato MTS repo; media mensile di dati giornalieri per la posizione netta complessiva, dati di fine periodo per la disaggregazione per durata.

Prosegue nell'area dell'euro il processo di riforma dei tassi di riferimento del mercato monetario (cfr. il riquadro: *La riforma dei tassi di riferimento del mercato monetario*).

LA RIFORMA DEI TASSI DI RIFERIMENTO DEL MERCATO MONETARIO[1]

Il prossimo 2 ottobre la Banca centrale europea (BCE) inizierà a pubblicare il nuovo Euro short-term rate (€STR), un tasso giornaliero non collateralizzato calcolato sulla base delle transazioni effettuate sul mercato monetario europeo che sostituirà il tasso Eonia nell'indicizzazione di strumenti e contratti finanziari[2]. Nei prossimi mesi lo European Money Markets Institute (EMMI) gestirà inoltre la transizione a una nuova metodologia per il calcolo del tasso Euribor[3] che utilizzerà dati sulle transazioni di un campione di banche e, laddove questi non siano disponibili, stime del costo della raccolta effettuata dagli stessi intermediari. La riforma dei tassi di riferimento del mercato monetario mira a rafforzarne l'integrità e la rappresentatività, entrambe messe a rischio negli ultimi anni da alcuni episodi di manipolazione e dalla significativa riduzione degli scambi nel mercato interbancario.

In Italia i tassi di riferimento vengono utilizzati per un'ampia gamma di strumenti finanziari (ad es. i CCT) e per l'indicizzazione dei mutui e dei prestiti bancari alle famiglie e alle imprese. La transizione può comportare, per banche e investitori, rischi connessi con: l'assenza di clausole contrattuali relative all'eventuale indisponibilità degli indici preesistenti (*fallback provisions*); la mancata standardizzazione degli strumenti finanziari legati ai nuovi parametri; la necessità di adeguare i contratti transfrontalieri per tenere conto delle differenze tra giurisdizioni. La Banca d'Italia contribuisce ai lavori in ambito europeo sia attraverso la partecipazione al collegio di supervisione dell'Euribor e dell'Eonia, congiuntamente alla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), sia mediante il coinvolgimento diretto

[1] A cura di Salvatore Nasti.
[2] Per maggiori informazioni, cfr. sul sito internet della BCE: *Euro short-term rate (€STR)*.
[3] EMMI, *Blueprint for the hybrid methodology for the determination of Euribor*, febbraio 2019.

nelle iniziative in seno all'Eurosistema relative alla produzione dell'€STR. Per garantire un'ordinata transizione ai nuovi tassi di riferimento sono necessarie anche iniziative degli operatori per: adeguare i contratti indicizzati agli attuali parametri, prevedendo laddove necessario clausole di *fallback*; predisporre per tempo nuovi contratti per i rapporti che verranno avviati dopo l'introduzione dei nuovi indici; assicurare un'accurata comunicazione con la clientela.

Sul mercato primario dei titoli di Stato italiani la variabilità dei prezzi di acquisto presentati nelle aste – una misura dell'incertezza degli operatori – si è ridotta a partire da novembre; i rendimenti all'emissione sono scesi rispetto al picco toccato lo scorso ottobre, pur rimanendo su livelli più elevati di quelli dei primi mesi del 2018. Il costo medio dei titoli di Stato in circolazione è stabile attorno al 2,7 per cento (fig. 2.3).

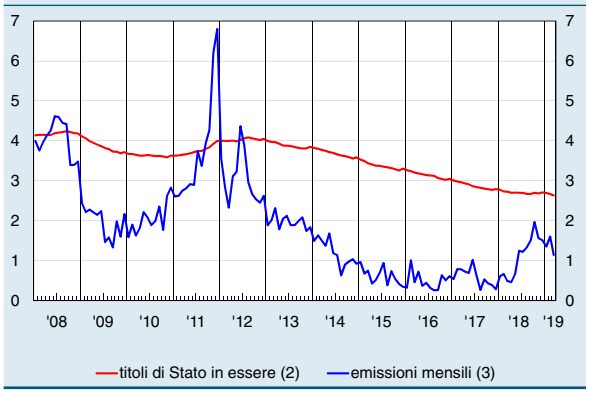
I collocamenti di nuovi BTP quindicennali e trentennali nei primi due mesi del 2019 hanno contribuito ad allungare la vita media residua dei titoli in circolazione, che è passata tra ottobre e marzo da 6,7 a 6,8 anni[1]. La lunga durata dei titoli attenua la trasmissione di variazioni dei rendimenti sul mercato primario al costo medio del debito. Un aumento permanente di un punto percentuale dei rendimenti all'emissione si traduce – a parità di composizione dello stock di titoli – in un incremento del costo medio di circa 0,1, 0,2 e 0,4 punti percentuali dopo uno, due e tre anni, rispettivamente.

I collocamenti lordi previsti per i prossimi trimestri sono di importo rilevante. I titoli a medio e a lungo termine in scadenza tra maggio e dicembre ammontano a 141 miliardi di euro, un valore superiore a quello dello stesso periodo del 2018 (129 miliardi); altri 205 miliardi scadranno nel 2020.

Nel secondo semestre del 2018 le quote di titoli pubblici italiani detenute da banche e assicurazioni si sono mantenute pressoché costanti; si è ulteriormente ridotta la quota detenuta dagli investitori esteri, al 22 per cento, mentre è aumentata quella della Banca d'Italia in seguito al completamento dell'APP (fig. 2.4). Nei primi mesi del 2019 sono emersi alcuni segnali di ripresa della domanda dall'estero (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2019).

Figura 2.3

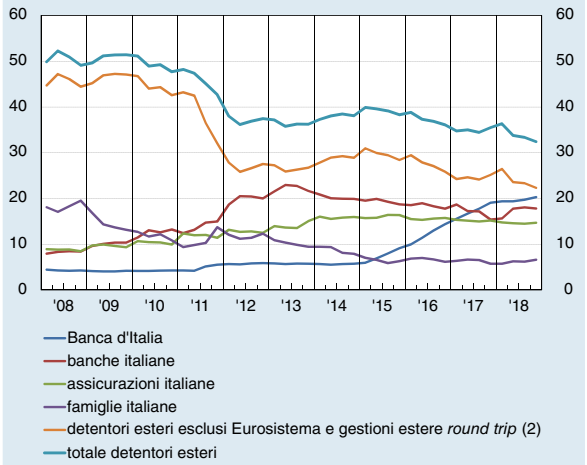
Costo medio dei titoli di Stato e rendimento medio all'emissione (1)
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia. Dati aggiornati al 31 marzo 2019.
(1) Collocamenti sul mercato interno di titoli di Stato non indicizzati. – (2) Media ponderata dei tassi dei titoli di Stato in essere a fine mese. – (3) Media ponderata dei tassi dei titoli di Stato collocati nel mese, per data di regolamento.

Figura 2.4

Titoli pubblici italiani: ripartizione per categoria di detentore (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)

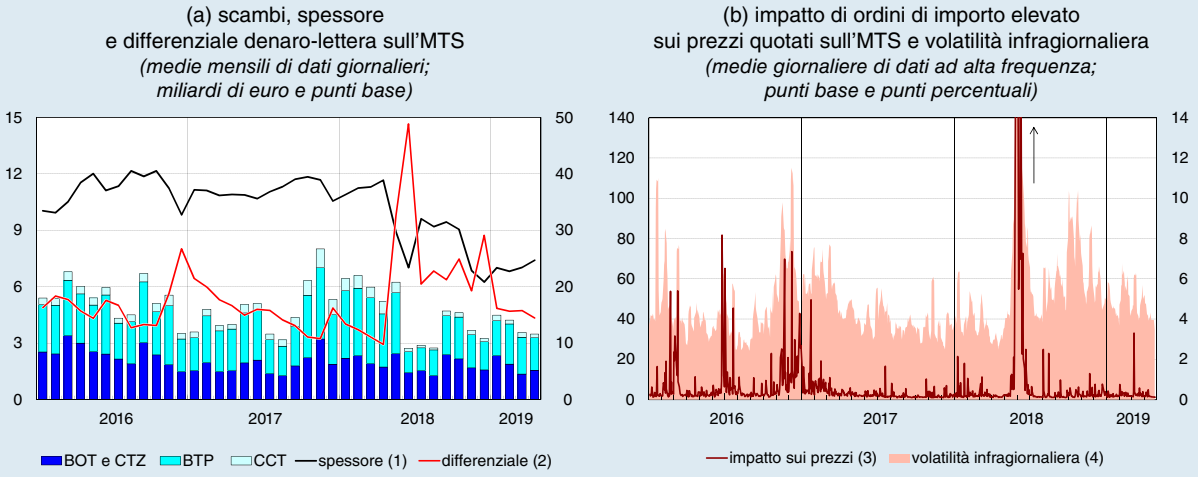


Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari e stime basate su Assogestioni e BCE.
(1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme dei detentori. – (2) Titoli detenuti da investitori esteri al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

[1] Dal calcolo sono escluse le emissioni sui mercati internazionali.

Figura 2.5

Indicatori di liquidità del mercato dei titoli di Stato italiani



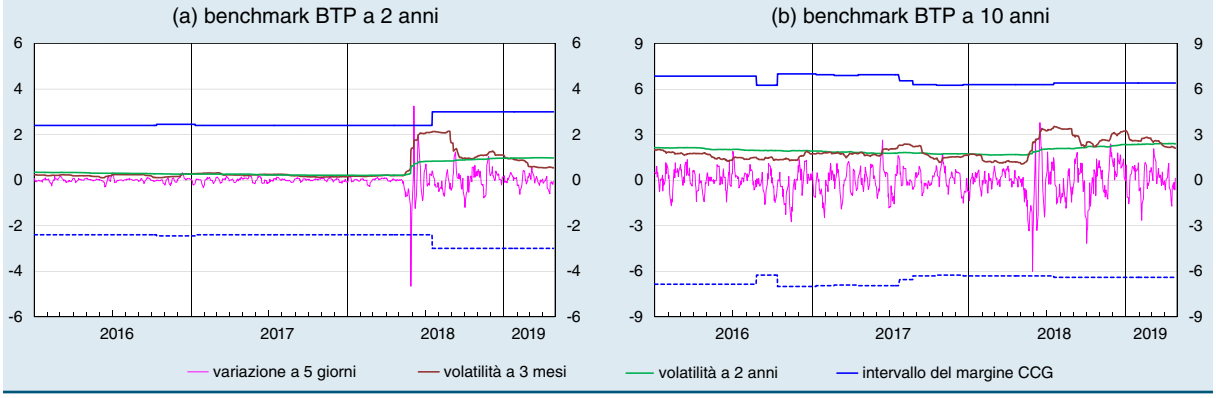
Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.
(1) Calcolato come media delle quantità quotate in denaro e lettera. – (2) Calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati sui BTP quotati sull'MTS durante l'intera giornata operativa. Scala di destra. – (3) L'analisi è riferita al BTP benchmark decennale ed è basata su rilevazioni effettuate ogni 5 minuti. Impatto medio giornaliero sui prezzi denaro e lettera quotati sull'MTS di un eventuale ordine (di vendita o di acquisto) di 50 milioni di euro. – (4) Misura di volatilità (*realized volatility*) basata sui rendimenti infragiornalieri calcolati ogni 5 minuti; media mobile a 5 giorni di valori annualizzati. Scala di destra.

Sul mercato secondario dei titoli di Stato le condizioni di liquidità sono gradualmente migliorate dall'inizio dell'anno; il volume degli scambi è lievemente aumentato sia sui mercati regolamentati (fig. 2.5.a), sia su quelli *over-the-counter* (OTC). La crescita delle quantità quotate dai *market makers* e la leggera diminuzione del differenziale denaro-lettera contribuiscono a preservare la capacità del mercato di assorbire ordini di importo elevato (*resilience*; fig. 2.5.b).

La volatilità dei corsi dei titoli di Stato italiani è scesa nei primi mesi dell'anno, ma resta superiore a quella dell'inizio del 2018. I margini richiesti dalle controparti centrali (*central counterparties*, CCP) sono rimasti sui valori fissati dopo l'incremento della scorsa estate (fig. 2.6). Gli attuali livelli dei margini e dei

Figura 2.6

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



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Cassa di compensazione e garanzia spa (CCG).
(1) Variazioni a 5 giorni del prezzo dei BTP benchmark a 2 e a 10 anni e indicatori di volatilità basati sulla metodologia di *Value at Risk* (VaR) e calcolati 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 riferiti alla relativa classe di durata finanziaria. 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.

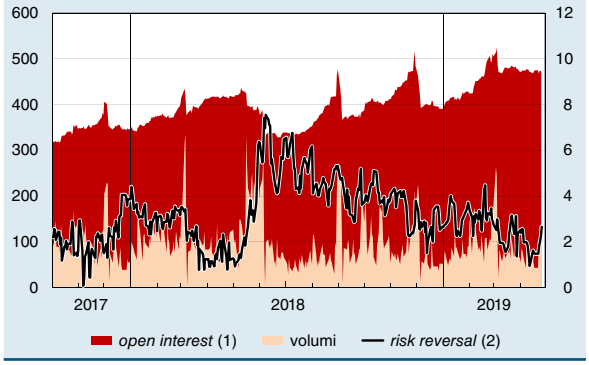
fondi di garanzia (*default funds*) hanno contribuito a preservare l'afflusso di liquidità dall'estero anche nei momenti di maggiore tensione.

Nel *Financial Sector Assessment Program* (FSAP) pubblicato a luglio del 2018 il Fondo monetario internazionale raccomanda all'Eurosistema una maggiore armonizzazione delle condizioni di accesso ai conti di banca centrale e alla liquidità per tutte le CCP, indipendentemente dal fatto che queste dispongano o meno di una licenza bancaria. Secondo tale impostazione l'armonizzazione garantirebbe parità di trattamento e avrebbe implicazioni positive per la stabilità finanziaria, riducendo la dipendenza delle CCP dalle banche commerciali e dal mercato repo nella gestione della liquidità in situazioni di tensione dei mercati.

Figura 2.7

Futures sul BTP a 10 anni: *open interest*, volumi e *risk reversal*

(dati giornalieri; numero di contratti in migliaia e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) L'*open interest* è riferito alle prime due scadenze del contratto futures. – (2) Differenza delle volatilità implicite dei prezzi delle opzioni put e call sul contratto attivo del BTP futures a 10 anni che presentano medesimo scostamento relativo del prezzo di esercizio rispetto al prezzo del sottostante (*moneyness*) e pari scadenza (un mese). Scala di destra.

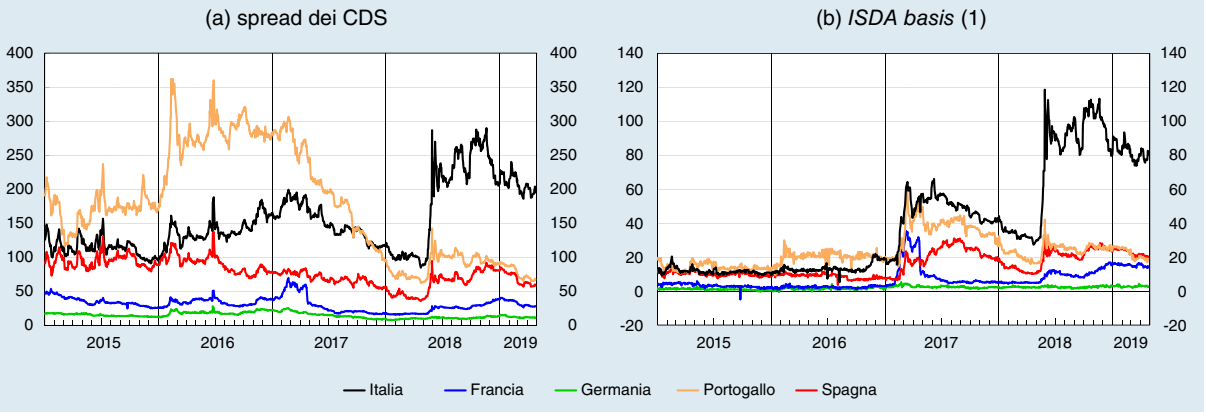
Ha continuato a crescere l'attività sul mercato dei BTP futures e sono diminuiti i premi per assicurarsi contro il rischio di flessioni dei corsi dei titoli sottostanti: il prezzo relativo delle opzioni che proteggono da una discesa delle quotazioni dei futures rispetto a quelle che traggono profitto da un suo incremento (*risk reversal*) si è significativamente ridotto, riportandosi su valori prossimi a quelli dell'aprile 2018 (fig. 2.7).

Anche il premio per il rischio di insolvenza sui titoli di Stato italiani, misurato dai credit default swap (CDS), è sceso negli ultimi mesi, pur rimanendo su livelli più elevati di quelli dell'inizio del 2018 (fig. 2.8.a). Quasi la metà del premio è legata ai rischi di una ridenominazione del debito in una nuova valuta nazionale: il divario tra il premio sui contratti CDS che offrono protezione nel caso di ridenominazione e quello sui contratti che non proteggono da tale rischio (*ISDA basis*), seppure in

Figura 2.8

Mercato dei CDS sui titoli di Stato

(dati giornalieri; punti base)



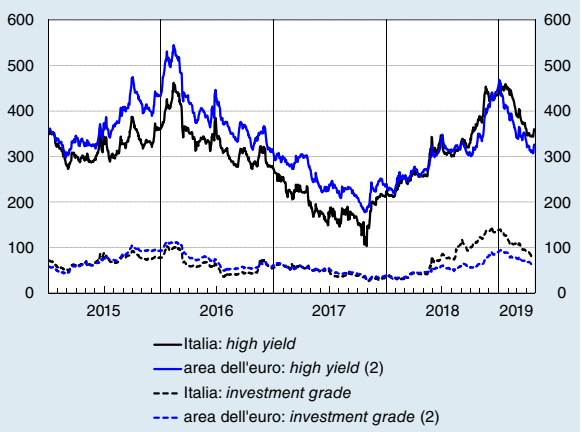
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) è un'organizzazione di partecipanti al mercato dei derivati OTC. L'*ISDA basis* misura la differenza tra il premio CDS su contratti in dollari statunitensi con scadenza a 5 anni sottoscritti con il protocollo ISDA 2014 e il premio CDS sugli stessi contratti sottoscritti con il protocollo ISDA 2003.

calo, rimane più ampio per l'Italia rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro (fig. 2.8.b).

Le condizioni di finanziamento sul mercato degli emittenti italiani stanno migliorando, ma restano meno favorevoli rispetto al primo trimestre dello scorso anno. Gli scambi di obbligazioni private quotate sul mercato obbligazionario telematico (MOT) sono in graduale ripresa; nei primi tre mesi del 2019 il loro valore è stato tuttavia inferiore di circa il 15 per cento rispetto allo stesso periodo del 2018. Da gennaio si sono ridotti i premi per il rischio sulle obbligazioni sia per le società italiane con rating più alto (*investment grade*) sia per quelle con minore merito di credito (*high yield*; fig. 2.9). I premi rimangono tuttavia superiori a quelli relativi a emittenti di altri paesi dell'area dell'euro con analogo merito di credito, con differenziali intorno ai 15 e ai 30 punti base per le due categorie di rating.

Figura 2.9

Asset swap spread (1)
(dati settimanali; punti base)

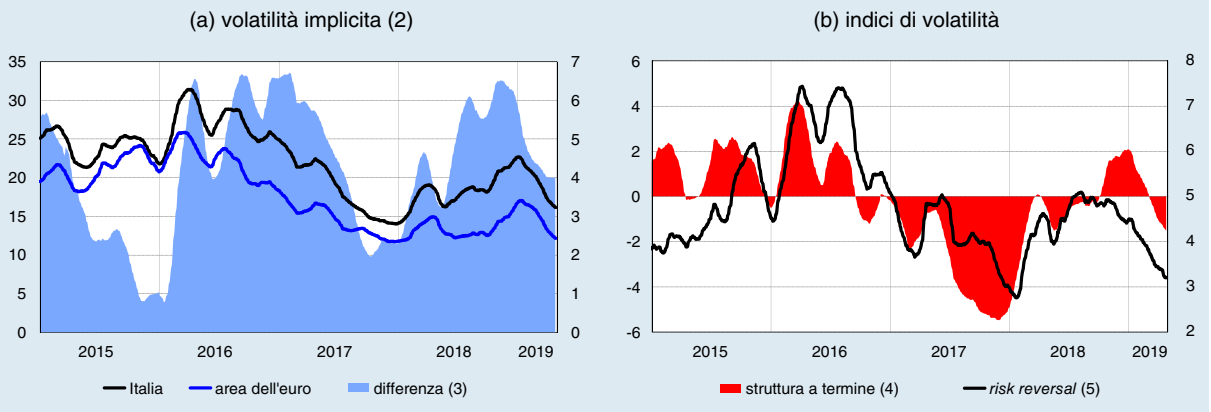


Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch.
(1) Asset swap spread ponderati per le capitalizzazioni di mercato di singoli titoli di società non finanziarie. – (2) Gli indici Bank of America Merrill Lynch per l'area dell'euro sono stati rielaborati escludendo l'Italia.

La ripresa dei corsi azionari dall'inizio dell'anno si è accompagnata a una riduzione dei premi che gli operatori sono disposti a pagare per proteggersi dai rischi di variazioni dei prezzi: il divario tra la volatilità implicita del mercato azionario italiano e quella dell'area dell'euro è diminuito (fig. 2.10.a); il costo della protezione contro forti ribassi dei corsi azionari (*risk reversal*) ha registrato una significativa contrazione e le quotazioni delle opzioni a più breve scadenza sono scese, riportandosi su livelli analoghi a quelli di aprile del 2018 (fig. 2.10.b).

Figura 2.10

Indicatori del mercato azionario (1)
(dati giornalieri; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Medie mobili a 60 giorni. – (2) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni con scadenza a 2 mesi sull'indice di borsa italiano FTSE MIB e sull'indice Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro. – (3) Differenza tra 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. – (4) Differenza delle volatilità implicite su opzioni sull'indice di borsa italiano FTSE MIB con scadenza a 2 e a 12 mesi. – (5) Differenza tra la volatilità implicita dei prezzi delle opzioni put e call aventi lo stesso rapporto incrementale rispetto al valore dell'indice del mercato azionario italiano (delta pari a 0,25) e pari scadenza (2 mesi). L'indicatore misura il prezzo relativo delle opzioni che proteggono da una discesa dell'indice azionario rispetto a quelle che traggono profitto da un suo aumento. Scala di destra.

2.2 LE BANCHE

Prosegue il rafforzamento del sistema bancario italiano. Nella seconda metà dello scorso anno il grado di patrimonializzazione è tornato a crescere. I crediti deteriorati continuano a diminuire e sono riprese le emissioni di obbligazioni sui mercati all'ingrosso, benché a costi superiori a quelli osservati nella prima metà del 2018; i costi operativi si riducono in seguito alla riorganizzazione dei processi produttivi e della rete distributiva. I principali rischi derivano dal peggioramento della congiuntura: l'indebolimento della crescita economica e l'aumento dell'incertezza si riflettono negativamente sugli utili attesi e rendono più difficile l'accesso al mercato dei capitali. Le banche rimangono inoltre vulnerabili a evoluzioni avverse del mercato dei titoli di Stato. Un limitato numero di intermediari, sui quali pesano l'eredità della crisi economica e la bassa efficienza, dovuta anche alla piccola dimensione, fatica a raggiungere una redditività adeguata.

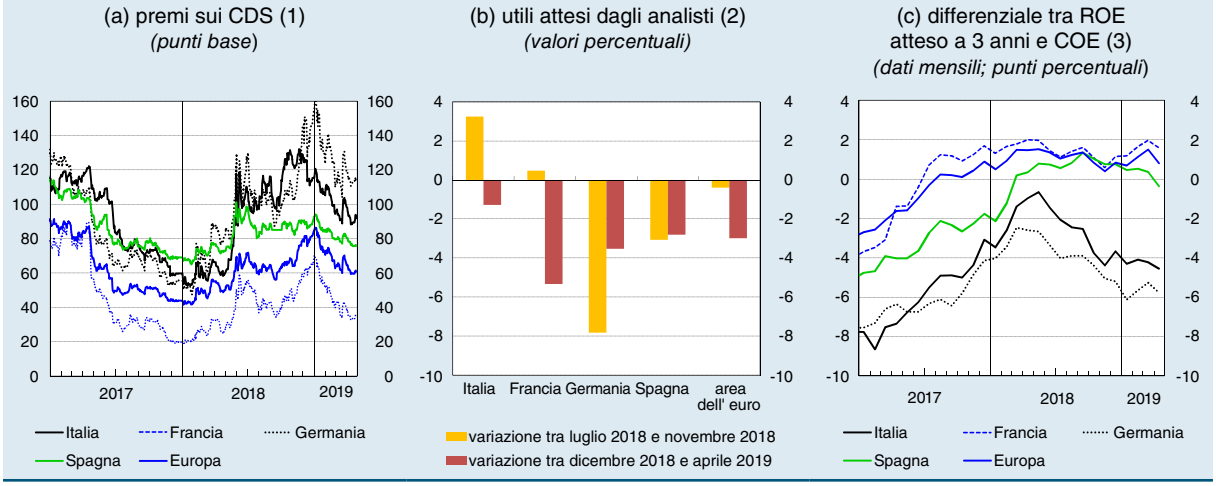
Gli indicatori di mercato

Gli indicatori di rischio delle banche italiane desunti dai prezzi delle attività finanziarie si mantengono su valori elevati, sebbene in calo rispetto alla seconda metà del 2018. I premi sui credit default swap (CDS) sono ancora superiori, in media, di 30 punti base rispetto a quelli degli altri intermediari europei (fig. 2.11.a). Il differenziale tra il rendimento medio delle obbligazioni bancarie senior non garantite a cinque anni e quello degli analoghi titoli emessi dalle altre principali banche europee è pari a 0,7 punti percentuali.

L'indebolimento della crescita economica si è riflesso in una diminuzione degli utili previsti dagli analisti, seppure più contenuta rispetto a quella delle altre banche europee (fig. 2.11.b). Il rendimento

Figura 2.11

Banche quotate italiane nel confronto internazionale



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.
(1) Media semplice dei premi sui CDS a 5 anni. I dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo; per la Francia, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole; per la Germania, Deutsche Bank, Commerzbank; per la Spagna, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria; per l'Europa, oltre alle precedenti: Barclays, The Royal Bank of Scotland Group, HSBC Holdings, Lloyds Banking Group. – (2) Stime sugli utili netti per i successivi 12 mesi espressi in euro. Dati relativi agli indici FTSE Italy Banks, FTSE France Banks, FTSE Germany Banks, FTSE Spain Banks, Euro Stoxx Banks. – (3) Rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) e costo del capitale proprio (*cost of equity*, COE). I dati si riferiscono alle 34 banche europee quotate che hanno partecipato allo stress test dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) nel 2016: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo, UBI Banca, Banco BPM; per l'Austria, Erste Group Bank, Raiffeisen Bank International; per il Belgio, KBC Group; per la Danimarca, Danske Bank, Jyske Bank; per la Finlandia, Nordea Bank; per la Francia, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole; per la Germania, Deutsche Bank, Commerzbank; per l'Irlanda, Allied Irish Banks, Bank of Ireland; per la Norvegia, DNB; per i Paesi Bassi, ABN AMRO Groep, ING Groep; per la Polonia, Bank Pekao, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski; per il Regno Unito, Lloyds Banking Group, HSBC Holdings, The Royal Bank of Scotland Group, Barclays; per la Spagna, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco de Sabadell, Caixabank; per la Svezia, Swedbank, Skandinaviska Enskilda Banken, Svenska Handelsbanken; per l'Ungheria, OTP Bank. Il livello del costo del capitale è ottenuto utilizzando il modello analitico CAPM (cfr. il riquadro: *Il costo del capitale delle banche europee*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017). I dati si riferiscono ad aprile 2019 ed a medie ponderate per la capitalizzazione di mercato.

del capitale e delle riserve atteso dai mercati resta inferiore a quello medio degli intermediari europei (7,8 e 9,6 per cento, rispettivamente). Il premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere il capitale delle banche italiane è rimasto stabile. Il differenziale tra la redditività attesa e il costo atteso del capitale è peggiorato di 80 punti base, a -4,5 punti percentuali; è mediamente positivo e pari a 0,8 punti percentuali per le principali banche europee (fig. 2.11.c).

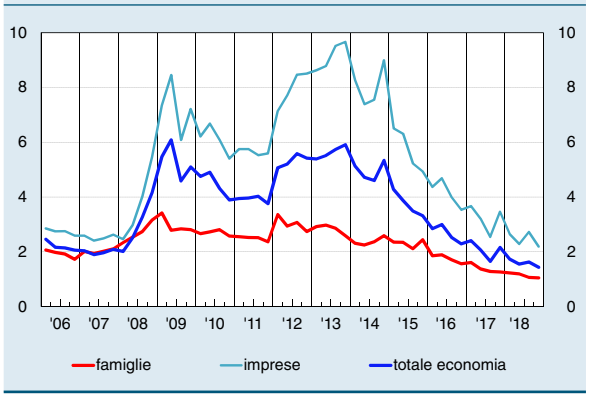
I rischi dell'attivo

I rischi delle attività delle banche italiane sono strettamente legati all'evoluzione dell'economia reale e alle condizioni del mercato dei titoli di Stato. Il rallentamento dell'attività produttiva frena l'espansione dei crediti di buona qualità e, se protratto nel tempo, la riduzione di quelli deteriorati. La volatilità dei prezzi dei titoli di Stato è ancora superiore a quella osservata nei primi mesi del 2018 ed espone le banche al rischio di perdite.

Nel quarto trimestre del 2018 il flusso di nuovi crediti deteriorati, valutato in rapporto al totale dei prestiti *in bonis*, è sceso di 0,2 punti percentuali, all'1,4 per cento (fig. 2.12). Il calo ha riguardato soprattutto i prestiti alle imprese (dal 2,7 al 2,2 per cento), mentre l'indicatore per le famiglie è rimasto stabile intorno all'1 per cento. In passato i nuovi crediti deteriorati verso le imprese hanno reagito in misura marcata alle variazioni del ciclo. Dal 2015 tuttavia la crescita del credito si è concentrata presso le aziende meno rischiose[2] (cfr. il par. 1.2). Il rallentamento congiunturale potrebbe pertanto comportare effetti sulla qualità del credito più contenuti rispetto al passato.

Figura 2.12

Indicatori di qualità del credito (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



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

Prosegue a ritmi sostenuti lo smobilizzo dei crediti deteriorati; nella seconda metà dello scorso anno ne sono stati ceduti 35 miliardi. Le vendite concluse durante tutto il 2018 (per un valore complessivo di 55 miliardi) hanno superato di 15 miliardi l'ammontare pianificato dalle banche all'inizio dell'anno e hanno riguardato anche prestiti classificati come inadempienze probabili per 5 miliardi (2 nel 2017). I prezzi di cessione delle sofferenze, misurati in rapporto all'esposizione lorda ceduta, sono risultati pari al 33 per cento per le posizioni assistite da garanzia reale, in linea con quelli del 2017; per le altre posizioni sono aumentati di due punti percentuali, all'11 per cento[3].

Alla fine del 2018 le consistenze dei crediti deteriorati al netto delle rettifiche di valore erano pari a 90 miliardi (189 al lordo delle rettifiche; tav. 2.1 e fig. 2.13.a), il 30 per cento in meno rispetto alla fine del 2017 (27 per cento al lordo delle rettifiche).

[2] E. Bonaccorsi di Patti e P. Finaldi Russo, *Fragilità finanziaria delle imprese e allocazione del credito*, Questioni di economia e finanza, 371, 2017.

[3] Per le sofferenze cedute sul mercato le banche registrano tipicamente tassi di recupero molto inferiori rispetto a quelli rilevati per le posizioni chiuse con procedure ordinarie (25 e 44 per cento rispettivamente nella media del triennio 2015-17); cfr. A.L. Fischetto, I. Guida, A. Rendina, G. Santini e M. Scotto di Carlo, *I tassi di recupero delle sofferenze nel 2017*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 13, 2018.

Tavola 2.1

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

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
						Dicembre 2018									
Finanziamenti (3)	**1.630**	**1.550**	**100,0**	**100,0**	**4,9**	**338**	**316**	**100,0**	**100,0**	**6,4**	**2.185**	**2.074**	**100,0**	**100,0**	**5,1**
In bonis	1.495	1.487	91,7	96	0,5	299	296	88,4	93,6	0,8	1.995	1.984	91,3	95,7	0,6
Deteriorati	135	63	8,3	4,1	53,4	39	20	11,6	6,4	48,7	189	90	8,7	4,3	52,7
sofferenze (4)	71	24	4,4	1,6	66,1	20	8	6,1	2,5	61,8	102	35	4,7	1,7	65,4
inadempienze probabili (4)	61	37	3,7	2,4	39,5	17	11	5,0	3,4	36,7	83	51	3,8	2,4	38,9
scaduti (4)	3	2	0,2	0,1	28,1	2	2	0,6	0,5	12,8	5	4	0,2	0,2	23,2
						Giugno 2018									
Finanziamenti (3)	**1.634**	**1.540**	**100,0**	**100,0**	**5,8**	**344**	**317**	**100,0**	**100,0**	**7,9**	**2.197**	**2.063**	**100,0**	**100,0**	**6,1**
In bonis	1.475	1.467	90,3	95,3	0,5	296	294	86,1	92,7	0,8	1.973	1.961	89,8	95,0	0,6
Deteriorati	159	72	9,7	4,7	54,4	48	23	13,9	7,3	51,7	225	103	10,2	5,0	54,4
sofferenze (4)	88	28	5,4	1,8	67,7	28	10	8,2	3,0	65,8	128	42	5,8	2,0	67,6
inadempienze probabili (4)	68	42	4,2	2,7	38,6	17	11	5,0	3,6	34,3	90	56	4,1	2,7	37,8
scaduti (4)	3	2	0,2	0,2	28,2	2	2	0,7	0,7	11,9	6	5	0,3	0,2	22,3

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. Dati provvisori e soggetti ad arrotondamenti. – (2) Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla Banca centrale europea (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 10 per cento del totale dei crediti lordi verso la clientela. Sono escluse le filiali di banche estere. – (3) Includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. L'aggregato è in linea con quello utilizzato dalla BCE e differisce da quello utilizzato fino al 2017 nel *Rapporto sulla stabilità finanziaria* ("Crediti verso la clientela"). – (4) Le sottocategorie di crediti deteriorati riflettono la definizione della Banca d'Italia, non armonizzata, che si affianca a quella europea; tale definizione consente la distinzione delle esposizioni per classi di rischiosità decrescenti: sofferenze, inadempienze probabili ed esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, in continuità storica con la definizione precedente.

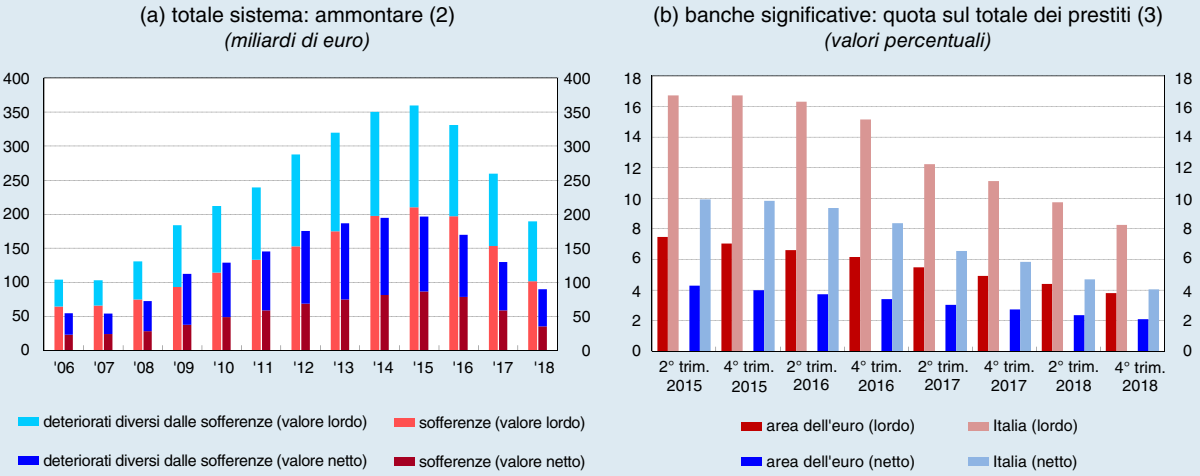
Nel secondo semestre del 2018 il tasso di copertura dei crediti deteriorati è diminuito al 52,7 per cento (tav. 2.1), riflettendo le ingenti cessioni di sofferenze con tassi di copertura molto elevati; per le banche significative rimane superiore di circa sette punti percentuali a quello medio delle principali banche dell'area dell'euro. Il tasso di copertura delle inadempienze probabili è aumentato al 38,9 per cento.

Alla fine dell'anno il rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei finanziamenti (incluse le esposizioni interbancarie e verso banche centrali) era sceso al 4,3 per cento al netto delle rettifiche di valore. Per le banche significative il divario rispetto alla media dell'area si è ridotto a due punti percentuali (fig. 2.13.b).

Nostre stime, basate sui dati inviati dalle banche nell'ambito della definizione dei piani di riduzione dei crediti deteriorati, indicano che l'incidenza di tali crediti sul totale dei finanziamenti, al netto delle rettifiche, diminuirebbe al 3,9 per cento entro la fine del 2019 e al 3,1 nel 2021; entro quest'ultimo anno la quota scenderebbe sotto il 5 per cento per le banche meno significative con un'elevata incidenza di crediti deteriorati (cfr. il riquadro: *I piani di riduzione dei crediti deteriorati delle banche meno significative*). Il raggiungimento degli obiettivi potrebbe tuttavia essere ostacolato se il peggioramento congiunturale si traducesse in flussi di nuovi prestiti deteriorati più elevati rispetto a quanto atteso dalle banche al momento della predisposizione dei piani.

Figura 2.13

Crediti deteriorati (1)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari italiani, individuali per il resto del sistema; BCE, *Supervisory Banking Statistics* per l'area dell'euro.
(1) I prestiti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. – (2) Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. – (3) Le quote sono calcolate al netto e al lordo delle relative rettifiche di valore.

I PIANI DI RIDUZIONE DEI CREDITI DETERIORATI DELLE BANCHE MENO SIGNIFICATIVE[1]

Tra la fine del 2015 e lo scorso dicembre i crediti deteriorati delle banche meno significative italiane (*Less Significant Institutions*, LSI) sono diminuiti di oltre un terzo e il tasso di copertura è aumentato di circa sei punti percentuali. Nel 2018 le LSI con un'elevata incidenza di crediti deteriorati hanno trasmesso i piani[2] per la gestione di questi crediti, come previsto dalle linee guida pubblicate dalla Banca d'Italia nel gennaio dello scorso anno[3]. La diminuzione pianificata per la seconda metà del 2018 è stata pienamente conseguita, in larga parte attraverso operazioni di cessione. Per il periodo 2019-2021 i piani prevedono un'ulteriore flessione dei crediti deteriorati lordi di 4,4 miliardi (un quarto dell'ammontare alla fine del 2018 per il campione di riferimento) e un calo della loro incidenza sul totale dei finanziamenti, al lordo delle rettifiche di valore, dal 13,9 al 9,8 per cento (figura, pannello a). Un contributo rilevante alla diminuzione deriverebbe dalle cessioni; i recuperi e i rientri *in bonis* dovrebbero sostanzialmente compensare i flussi di nuovi crediti deteriorati (figura, pannello b).

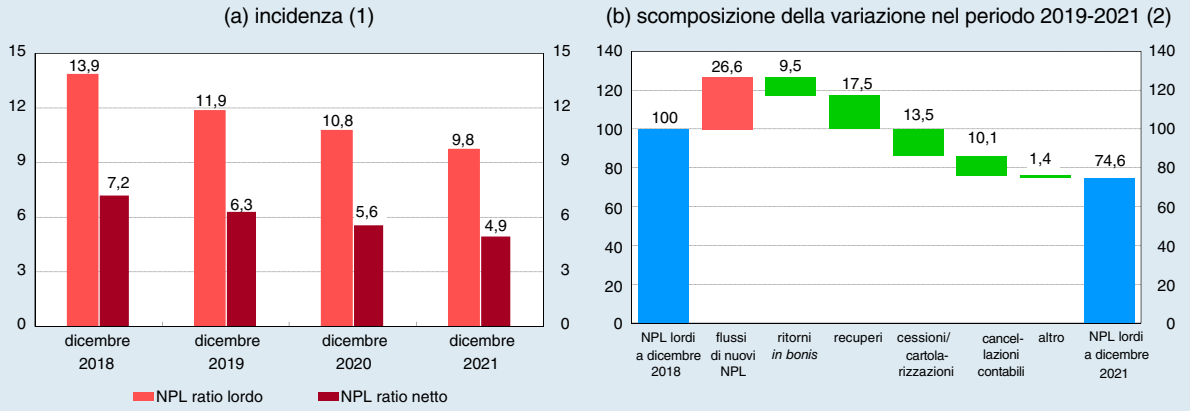
In aggregato, l'obiettivo per i prossimi anni è coerente con la necessità di una continua riduzione del peso dei crediti deteriorati. Le strategie delle banche tuttavia sono risultate piuttosto eterogenee, in relazione sia all'entità dei recuperi e delle cessioni programmate, sia al grado di prudenza delle ipotesi adottate nei piani. Non tutte le LSI con un'incidenza dei crediti deteriorati superiore alla media hanno previsto un obiettivo di riduzione in linea con l'esigenza di diminuire velocemente il divario. Alcuni intermediari non hanno tenuto adeguatamente conto del recente peggioramento delle prospettive di crescita dell'economia, che potrebbe determinare un aumento dei nuovi flussi di crediti deteriorati, un calo dei rientri *in bonis* e un rallentamento delle nuove erogazioni rispetto a quanto

[1] A cura di Paolo Palumbo e Anna Rendina.
[2] I piani trasmessi dalle LSI coprono il periodo compreso tra giugno del 2018 e dicembre del 2021. I dati riportati si riferiscono al solo periodo successivo alla fine del 2018 e non includono le informazioni relative ai piani trasmessi dalle banche di credito cooperativo (BCC) confluite nei gruppi bancari significativi ICCREA e Cassa Centrale Banca; il campione considerato copre circa 50 LSI, che rappresentano il 90 per cento dei crediti deteriorati delle banche meno significative diverse dalle BCC.
[3] Banca d'Italia, *Linee guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati*, gennaio 2018.

pianificato. La Banca d'Italia, nella sua azione di controllo dei piani, chiede la revisione delle strategie laddove non ritenute adeguate.

Figura

Evoluzione attesa dei crediti deteriorati (NPL)
(valori percentuali)

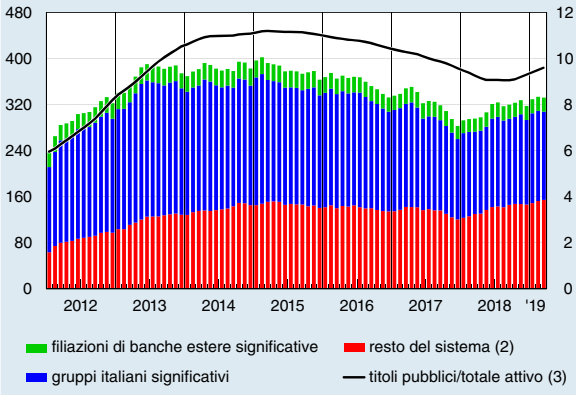


(1) Calcolata in rapporto ai finanziamenti, incluse le esposizioni interbancarie e verso banche centrali. – (2) In percentuale rispetto allo stock di crediti deteriorati iniziale (dicembre 2018).

Con la ripresa dei corsi dei titoli di Stato, le banche hanno ridotto i titoli pubblici italiani in portafoglio: dall'inizio di dicembre del 2018 alla fine di marzo del 2019 sono state effettuate vendite nette per circa 3 miliardi, a fronte di acquisti netti per 14 miliardi nei quattro mesi precedenti, al netto di fattori stagionali. È notevolmente aumentata la quota di titoli classificata nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato. Tali investimenti costituiscono immobilizzazioni di medio e lungo termine e le loro variazioni di valore non hanno effetti sul patrimonio di vigilanza; essi tuttavia vincolano una parte delle attività degli intermediari per la durata residua dei titoli acquistati.

Figura 2.14

Investimenti delle banche in titoli pubblici italiani (1)
(dati mensili; miliardi di euro e valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.
(1) Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. È esclusa la Cassa depositi e prestiti spa. – (2) Comprende le banche di credito cooperativo confluite nei gruppi bancari cooperativi. – (3) Media mobile dei 12 mesi terminanti in quello indicato. La serie del "totale attivo" non include le obbligazioni di propria emissione riacquistate. Scala di destra.

Alla fine di marzo i titoli pubblici italiani detenuti dalle banche italiane erano pari a 332 miliardi (il 9,9 per cento dell'attivo; fig. 2.14); gli investimenti classificati al costo ammortizzato, pari al 54 per cento del totale, avevano una vita media residua di circa sei anni.

A dicembre del 2018 l'esposizione delle banche italiane verso le economie emergenti era pari a 155 miliardi (circa il 5 per cento dell'attivo), in diminuzione del 6 per cento rispetto alla fine di giugno (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A3). Oltre la metà del calo è attribuibile alle esposizioni verso la Turchia e la Russia. Le esposizioni delle banche italiane verso questi due paesi, che rimangono le più rilevanti tra quelle verso le economie emergenti, fanno capo a un numero ristretto di intermediari.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

La provvista delle banche italiane si è mantenuta stabile anche durante le fasi di maggiore tensione sui mercati finanziari nella seconda metà del 2018; ha ripreso a crescere nei mesi più recenti. Prosegue la riduzione delle obbligazioni al dettaglio, compensata dall'aumento dei depositi (cfr. il riquadro: *La ricomposizione della raccolta al dettaglio delle banche italiane*).

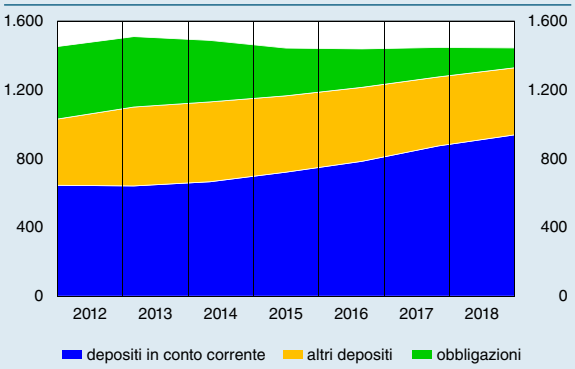
LA RICOMPOSIZIONE DELLA RACCOLTA AL DETTAGLIO DELLE BANCHE ITALIANE[1]

Tra il 2011 e il 2018 l'incidenza della raccolta al dettaglio su quella complessiva è rimasta attorno al 60 per cento, ma la sua composizione è notevolmente variata (figura). Il calo delle obbligazioni, scese da 422 a 87 miliardi, è stato di entità analoga all'aumento dei depositi in conto corrente, che alla fine del 2018 rappresentavano il 73 per cento dei depositi di famiglie e imprese (contro il 43 e il 66 in Francia e in Germania, rispettivamente).

Figura

Raccolta al dettaglio della banche italiane

(dati annuali; miliardi di euro)



Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

La sostituzione delle obbligazioni con depositi ha ampliato la quota assicurata della raccolta al dettaglio, dal 44 al 61 per cento, rendendo la provvista più stabile. Tale sostituzione ha inoltre contribuito a ridurre il costo delle passività: circa il 40 per cento della diminuzione del costo medio della raccolta bancaria avvenuta tra il 2011 e il 2018 è riconducibile alla sostituzione delle obbligazioni al dettaglio con i depositi. Infine il maggior peso di questi ultimi attenua la trasmissione delle tensioni sui mercati finanziari al costo del credito (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2019).

I depositi in conto corrente rappresentano una delle componenti più stabili della raccolta per il sistema bancario nel suo complesso. A livello di singolo intermediario possono però essere soggetti a fluttuazioni di breve periodo anche ampie. Per le banche italiane vi è pertanto l'esigenza di favorire la crescita di altre forme di depositi caratterizzate da una durata maggiore.

[1] A cura di Luisa Carpinelli.

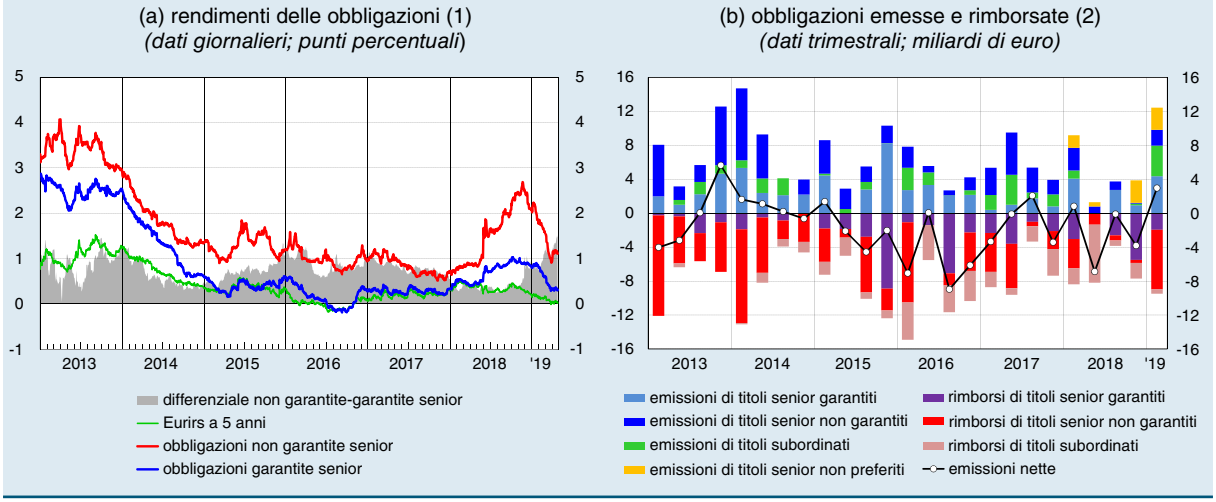
Con l'allentamento delle tensioni sul mercato dei titoli pubblici le banche italiane hanno ripreso le emissioni di obbligazioni sui mercati internazionali, benché a costi superiori rispetto a quelli della prima metà del 2018 (fig. 2.15.a). Da novembre dello scorso anno quasi tutte le banche significative e tre banche meno significative hanno emesso titoli senior *preferred* per un controvalore complessivo pari a 6,8 miliardi (fig. 2.15.b). Nello stesso periodo due banche significative hanno emesso titoli senior *non preferred*[4] e altri titoli subordinati per un controvalore totale di 9 miliardi. Il rendimento medio delle obbligazioni subordinate a cinque anni è diminuito dalla fine di ottobre di 1,5 punti percentuali, al 3,2 per cento; resta tuttavia superiore di 0,7 punti percentuali al valore registrato all'inizio del 2018.

Entro il 2020 giungeranno a scadenza obbligazioni bancarie per importi ingenti: circa 27 miliardi detenuti da famiglie e 49 da investitori istituzionali. Come accaduto negli anni passati, è verosimile che

[4] Le obbligazioni senior *non preferred* sono titoli subordinati computabili ai fini delle regole sul requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL).

Figura 2.15

Obbligazioni bancarie collocate sui mercati internazionali



Fonte: Dealogic e Bloomberg.
(1) I dati si riferiscono ai rendimenti a scadenza di titoli di banche italiane con vita residua pari a 5 anni. – (2) I dati si riferiscono all'emissione di titoli di banche italiane sui mercati internazionali. Non sono incluse le emissioni trattenute a bilancio, quelle destinate al mercato al dettaglio. Sono incluse le obbligazioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione.

le famiglie continuino a sostituire gran parte delle obbligazioni in scadenza con depositi. I collocamenti sul mercato all'ingrosso dovranno essere di entità tale da rinnovare i titoli in scadenza e far fronte alle necessità, particolarmente elevate per alcuni intermediari, di alimentare la provvista computabile ai fini delle regole sul requisito MREL. Ciò potrebbe determinare un forte incremento del costo della raccolta.

Le condizioni di liquidità a breve termine delle banche italiane stanno migliorando. Nel periodo compreso tra la fine di giugno del 2018 e la fine di gennaio del 2019 l'indice medio di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*, LCR) riferito al complesso del sistema è aumentato di 14 punti percentuali, al 173 per cento (tav. 2.2). Nostre simulazioni basate sui dati di gennaio mostrano che un incremento di 100 punti base dell'intera curva dei tassi sui titoli di Stato ridurrebbe l'LCR medio del sistema di 29 punti percentuali; il calo sarebbe di entità analoga sia per le banche significative sia per quelle meno significative.

Tavola 2.2

Indicatore di copertura della liquidità delle banche italiane
(valori percentuali)

VOCI	Indicatore (31 gennaio 2019)	Indicatore (30 giugno 2018)
Banche significative (1)	163	145
Banche meno significative (2)	256	232
Totale sistema	**173**	**159**

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni individuali per il resto del sistema.
(1) Banche vigilate direttamente dalla BCE. Il dato include solo gli intermediari in essere a entrambe le date. – (2) Banche vigilate dalla Banca d'Italia in collaborazione con la BCE.

Le attività liquide sono superiori ai requisiti regolamentari anche su un orizzonte temporale di medio termine. A dicembre del 2018 il coefficiente di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR), che diventerà un requisito vincolante per le banche europee nel 2021[5], era pari in media al 114 per

[5] L'NSFR, previsto dall'aggiornamento al regolamento UE/2016/575 in corso di approvazione (Capital Requirements Regulation2, CRR2), ha la finalità di promuovere una struttura di finanziamento stabile in relazione alla composizione delle attività: è definito come rapporto tra la provvista stabile disponibile (*available stable funding*, ASF) e la provvista stabile richiesta (*required stable funding*, RSF) nell'orizzonte temporale di un anno; tale rapporto deve essere pari ad almeno il 100 per cento.

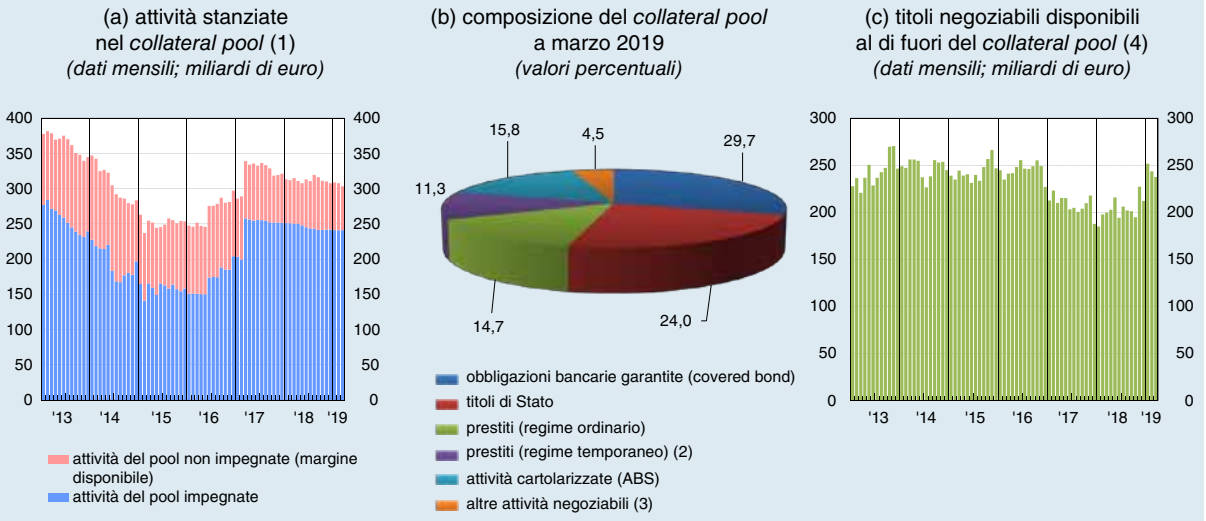
cento per le banche italiane significative[6]. Nessuna di queste ultime presentava valori inferiori al minimo regolamentare previsto (100 per cento), anche grazie al ricorso alle operazioni di rifinanziamento a più lunga scadenza presso l'Eurosistema.

In marzo l'ammontare del rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia era di circa 240 miliardi. Nello stesso mese la BCE ha annunciato l'introduzione di una nuova serie di operazioni mirate a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3)[7]. Tali operazioni contribuiranno a mantenere condizioni di finanziamento favorevoli per le banche e l'ordinata trasmissione della politica monetaria; inoltre faciliteranno la gestione graduale da parte degli intermediari delle scadenze delle TLTRO2 in essere (a partire da giugno del 2020).

Il valore delle attività stanziate dalle banche come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema depositate presso la Banca d'Italia (*collateral pool*) è pari a circa 305 miliardi (fig. 2.16.a), un valore in linea con i livelli medi osservati negli ultimi cinque anni. Dal mese di novembre l'incidenza delle garanzie presentate sotto forma di prestiti – sia con conferimenti diretti sia attraverso strumenti di cartolarizzazione (covered bond e *asset-backed securities,* ABS) – è cresciuta di 4 punti percentuali, al 72 per cento (fig. 2.16.b). Il maggior ricorso a questa forma di collaterale, il cui peso è salito di oltre 20 punti percentuali negli ultimi 5 anni, favorisce la stabilità del valore del *collateral pool* a fronte di tensioni di mercato.

Figura 2.16

Attività stanziabili del sistema bancario italiano



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

[6] In base ai dati del *Quantitative Impact Study* (QIS) coordinato dal Comitato di Basilea.

[7] BCE, *Decisioni di politica monetaria*, comunicato stampa del 7 marzo 2019.

È limitato l'utilizzo nel *collateral pool* di titoli di emittenti britannici, che non sarebbero più stanziabili nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema qualora non vi fosse un accordo sulla definizione dei termini dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea[8].

La riduzione della posizione debitoria netta sul mercato repo nei primi mesi dell'anno (cfr. il par. 2.1) ha determinato un forte aumento della disponibilità di titoli stanziabili presso l'Eurosistema al di fuori del *collateral pool* (saliti del 12 per cento, a 240 miliardi; fig. 2.16.c) e un calo dell'incidenza delle attività utilizzate come garanzia sul totale delle attività (*asset encumbrance*). A dicembre del 2018 tale quota era pari al 28,2 per cento per il complesso delle banche italiane e al 30,2 per cento per le banche significative; nostre stime indicano che a febbraio del 2019 tali valori sarebbero scesi al 27,3 e al 29,0 per cento, rispettivamente.

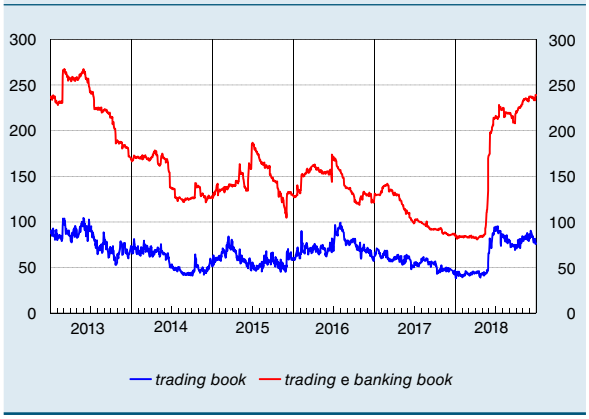
I rischi di mercato e di tasso di interesse

L'alta volatilità delle quotazioni dei titoli pubblici italiani mantiene elevato il rischio di mercato. Alla fine dello scorso anno il *Value at Risk* (VaR) relativo al portafoglio di *trading* dei cinque intermediari che utilizzano modelli interni per la quantificazione dei rischi di mercato è rimasto sui valori di giugno (fig. 2.17). Il VaR relativo a tutte le posizioni iscritte in bilancio è lievemente aumentato per effetto dell'incremento dell'esposizione in titoli di Stato.

L'esposizione delle banche italiane al rischio di tasso di interesse – misurata dalla variazione di valore del portafoglio bancario a seguito di spostamenti della curva dei tassi – alla fine del 2018 era nel complesso contenuta, ma differenziata tra i principali gruppi. Uno spostamento parallelo verso l'alto della curva di 200 punti base[9] comporterebbe una variazione di valore negativa per sei gruppi bancari significativi, pari in media al 5 per cento dei fondi propri (con valori compresi tra -1,7 e -5,7 per cento). I restanti cinque gruppi invece beneficerebbero di un eventuale rialzo dei tassi di interesse.

Figura 2.17

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



Fonte: dati relativi ai 5 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) iscritti in bilancio (linea rossa) e alla sola componente iscritta nel portafoglio di *trading* (linea blu). Una diminuzione segnala una riduzione del rischio.

[8] Tali titoli sarebbero assimilabili a quelli dei soggetti di paesi G-10 non appartenenti allo Spazio economico europeo. Sulla base delle regole di riferimento sull'utilizzo del collaterale, perderebbero la stanziabilità: (a) gli ABS con emittente e/o *originator* britannico; (b) i titoli denominati in una valuta idonea diversa dall'euro (dollaro statunitense, yen, sterlina e franco svizzero) emessi da soggetti britannici; (c) le obbligazioni non garantite emesse da istituti di credito (*unsecured bank bonds*, UBB) britannici. Inoltre i titoli (esclusi ABS e UBB) con emittente britannico sarebbero stanziabili subordinatamente alla presentazione di un parere legale che accerti, in caso di conferimento a garanzia, l'adeguata tutela dei diritti dell'Eurosistema da parte della normativa del Regno Unito.

[9] L'esposizione al rischio di tasso di interesse a fini prudenziali è calcolata dalle banche secondo le linee guida dell'EBA (*Guidelines on the management of the interest rate risk arising from non-trading activities*, maggio 2015); i risultati sono trasmessi alle autorità di vigilanza, che li valutano nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP). L'esposizione viene calcolata stimando l'effetto di una variazione della struttura dei rendimenti sulla parte di bilancio classificata come *banking book*, tenendo conto della scadenza o di ipotesi sulla durata finanziaria di tutte le poste di bilancio (cfr. il riquadro: *Le metodologie per la misurazione del rischio di tasso*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2010); gli scenari di variazione dei rendimenti sono definiti dall'EBA e includono una variazione della curva dei rendimenti privi di rischio di 200 punti base. Il valore soglia della variazione del valore economico netto di bilancio stabilito dalla regolamentazione, al superamento del quale è prevista una valutazione più approfondita da parte delle autorità di vigilanza, è pari al 20 per cento dei fondi propri.

Il patrimonio e la redditività

Alla fine del 2018 il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*common equity tier 1 ratio*, *CET1 ratio*) delle banche italiane era pari al 13,3 per cento, in aumento di 10 punti base rispetto al mese di giugno. Il miglioramento ha riguardato principalmente le banche meno significative, il cui *CET1 ratio* – pari al 16,5 per cento – è salito di circa 30 punti base; vi ha contribuito la riduzione delle attività ponderate per il rischio a seguito del calo dei crediti deteriorati. Il livello di patrimonializzazione dei gruppi significativi si è mantenuto stabile, al 12,7 per cento.

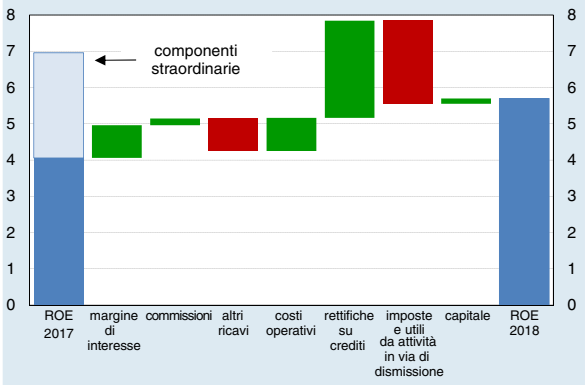
Rispetto a giugno del 2018 il divario tra il grado di patrimonializzazione medio delle principali banche europee e quello delle banche significative italiane si è ampliato di 20 punti base, portandosi a 200 punti. Il rapporto di leva finanziaria dei gruppi italiani (*leverage ratio*), che misura l'adeguatezza patrimoniale rispetto al totale dell'attivo non ponderato per il rischio, è invece lievemente superiore a quello medio delle principali banche europee (5,6 per cento contro il 5,5). I risultati degli stress test dell'EBA pubblicati lo scorso novembre indicano che la posizione patrimoniale delle principali banche italiane sarebbe sufficiente ad affrontare scenari macroeconomici più severi di quelli attualmente incorporati nelle previsioni delle principali istituzioni internazionali (cfr. il riquadro: *I risultati degli stress test europei*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018)[10].

L'esposizione del patrimonio delle banche italiane alle variazioni dei corsi dei titoli di Stato si è ridotta, principalmente per effetto della riallocazione dei titoli nei portafogli al costo ammortizzato. Nostre simulazioni, basate sulle caratteristiche dei singoli titoli detenuti alla fine del 2018, mostrano che un aumento parallelo di 100 punti base della curva dei rendimenti dei titoli di Stato determinerebbe una diminuzione del *CET1 ratio* di circa 40 punti base[11], 10 in meno rispetto alla fine di giugno del 2018 (cfr. il riquadro: *Le implicazioni per l'economia italiana dell'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018). Le banche meno significative sono più esposte al rialzo dei rendimenti a causa della maggiore incidenza dei titoli pubblici sull'attivo: per tali banche l'effetto negativo sul *CET1 ratio* sarebbe mediamente pari a circa 65 punti base, contro 30 per quelle significative.

Nel 2018 la redditività degli intermediari italiani è migliorata. Il ROE, al netto dei proventi di natura straordinaria, è salito al 5,7 per cento, dal 4,1 dell'anno precedente. L'indicatore è passato dal 4,7 al 6,2 per cento per le banche significative e dall'1,6 al 4,0 per cento per quelle meno significative; oltre il 10 per cento di queste ultime ha tuttavia registrato perdite. Il miglioramento complessivo è dovuto soprattutto alle minori rettifiche di valore su crediti,

Figura 2.18

Scomposizione della variazione del ROE tra il 2017 e il 2018 (1)
(punti percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Le variazioni sono riportate in rapporto al capitale proprio e alle riserve e contribuiscono positivamente (barra in verde) o negativamente (barra in rosso) al ROE di partenza del 2017, determinando il valore finale del ROE nel 2018. I dati del 2018 sono provvisori.

[10] Gli stress test dell'EBA ipotizzano, nello scenario avverso, un calo del PIL dello 0,6, 1,5 e 0,6 per cento rispettivamente nel 2018, 2019 e 2020. In tale scenario il *CET1 ratio* a regime (*fully loaded*) delle banche italiane si ridurrebbe in media di 3,9 punti percentuali al termine dei tre anni considerati (2018-2020). Gli impatti per i singoli intermediari sarebbero compresi tra i 3,2 e i 5,3 punti percentuali.

[11] Le stime non tengono conto della presenza di eventuali strumenti di copertura e degli effetti di natura fiscale; inoltre non considerano i titoli di Stato detenuti dalle controllate estere e dalla componente assicurativa dei gruppi bancari italiani, il cui ammontare in alcuni casi è rilevante.

scese di un terzo, e alla riduzione dei costi operativi, in calo del 3,9 per cento (fig. 2.18). L'incidenza di questi ultimi sul margine di intermediazione (*cost-income ratio*) è diminuita di 3 punti percentuali, al 66 per cento. La flessione delle rettifiche su crediti ha portato il costo medio del rischio – misurato dal rapporto tra il flusso di rettifiche e l'ammontare medio dei crediti – al livello più basso dell'ultimo decennio (0,7 per cento).

Il rallentamento dell'attività economica limita le possibilità di crescita dei ricavi da interesse e, se protratto nel tempo, potrebbe far tornare a salire il costo del rischio di credito. Nuovi aumenti della volatilità dei mercati potrebbero inoltre ridurre le sottoscrizioni di prodotti del risparmio gestito e determinare un calo delle commissioni. Il perseguimento di una maggiore efficienza operativa è essenziale per sostenere la redditività.

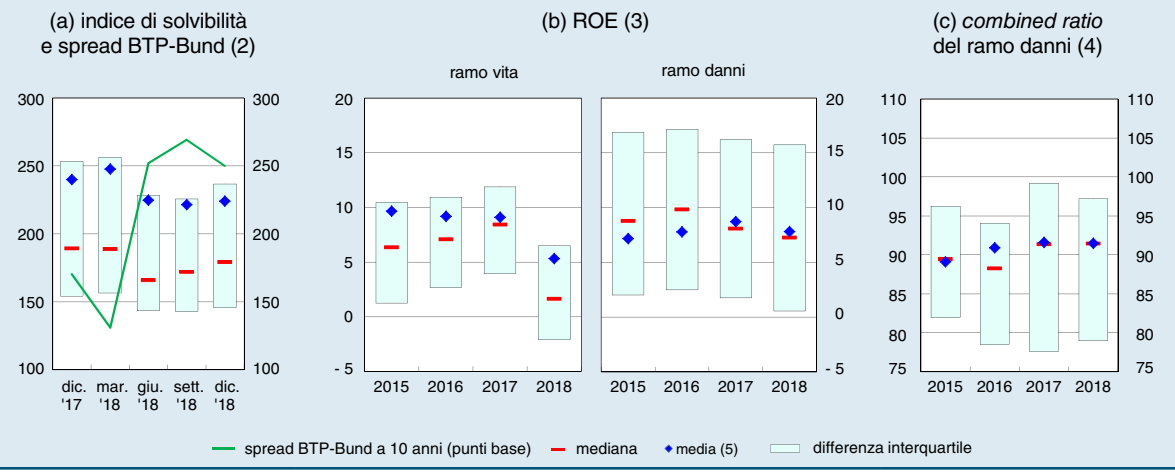
2.3 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Le assicurazioni

La volatilità dei prezzi dei titoli di Stato continua a rappresentare una fonte rilevante di rischio per le compagnie assicurative italiane, che investono una quota elevata del proprio attivo in questi titoli. L'indice di solvibilità medio, dopo il forte calo registrato alla metà del 2018 (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018), si è stabilizzato; era pari al 224 per cento alla fine dell'anno, ben al di sopra del minimo regolamentare del 100 per cento (fig. 2.19.a), ma inferiore di 16 punti percentuali rispetto alla fine del 2017.

Figura 2.19

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

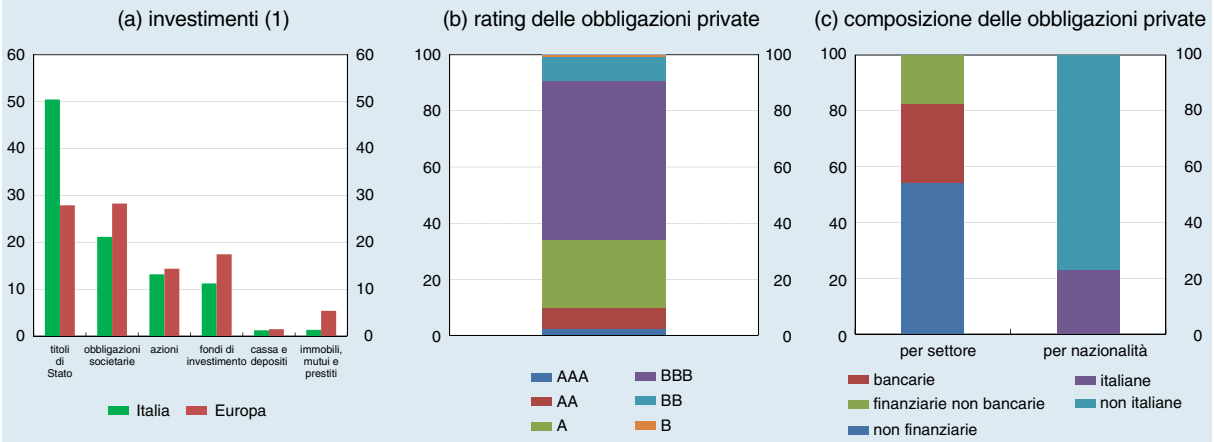


Fonte: Ivass e Thomson Reuters Datastream.
(1) I dati relativi al 2018 sono preliminari. – (2) L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale Solvency II. I dati provengono dalle segnalazioni trimestrali di vigilanza Solvency II (*Quantitative reporting template*). – (3) Rapporto tra utile e patrimonio netto. – (4) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (5) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

L'ampia esposizione al rischio sovrano delle compagnie italiane è connessa con la necessità di investire una rilevante quota del loro portafoglio in titoli a reddito fisso per allineare rendimenti e durata delle attività a quelli delle passività, in prevalenza costituite da polizze a medio e a lungo termine, molte delle quali offrono rendimenti minimi garantiti. Anche a causa del limitato sviluppo del mercato obbligazionario privato in Italia, i titoli pubblici in portafoglio rappresentano il 50 per cento degli investimenti complessivi il cui rischio è a carico delle compagnie, un livello ampiamente superiore alla media europea (fig. 2.20.a). La quota di obbligazioni private è invece inferiore a quella degli altri paesi ed è costituita prevalentemente da titoli emessi da società estere e con un merito di credito elevato (figg. 2.20.b e 2.20.c).

Figura 2.20

Investimenti delle società assicurative
(dati al 31 dicembre 2018; valori percentuali)



Fonte: Ivass e EIOPA.
(1) Dati al 30 settembre 2018; per l'Europa i dati sono riferiti allo Spazio economico europeo.

Nostre simulazioni basate sui bilanci del 2018 indicano che un incremento parallelo di 100 punti base della curva dei rendimenti relativa al complesso dei titoli obbligazionari, determinato da un aumento dei premi per il rischio, riduce mediamente il valore delle attività patrimoniali al netto delle passività di circa il 20 per cento[12].

Un rapporto pubblicato dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) documenta che nel 2017 l'utilizzo e l'effetto delle misure previste da Solvency II per i prodotti con garanzie a lungo termine (*long-term guarantees*, LTG), volte a mitigare gli effetti prociclici derivanti dall'eccessiva volatilità dei prezzi di mercato, sono stati eterogenei tra i paesi europei[13]: l'applicazione dell'aggiustamento per la volatilità (*volatility adjustment*) – che resta la misura più utilizzata dalle compagnie[14] e l'unica a essere applicata in Italia – ha migliorato l'indice di solvibilità medio delle assicurazioni del nostro paese di 6 punti percentuali, contro 17 punti in media per le compagnie europee. Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno recentemente raggiunto un accordo su una modifica dell'aggiustamento per la volatilità che può esercitare effetti positivi anche per la posizione di solvibilità delle compagnie italiane, attenuando l'impatto sui bilanci di variazioni particolarmente significative dei premi per il rischio sui titoli di Stato, come quelle che si sono verificate nel corso del 2018.

I risultati delle prove di stress condotte lo scorso anno dall'EIOPA e dall'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) indicano che i principali gruppi assicurativi italiani sono in grado di resistere all'impatto di shock particolarmente severi su variabili finanziarie, demografiche e assicurative (cfr. il riquadro: *I risultati degli stress test sul settore assicurativo*).

[12] L'impatto della crescita dei rendimenti obbligazionari è mitigato dalle misure previste da Solvency II per i prodotti con garanzie a lungo termine. Per la metodologia delle simulazioni, cfr. il riquadro: *Le implicazioni per l'economia italiana dell'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018.

[13] L'indagine è stata condotta su 2.912 compagnie dello Spazio economico europeo, di cui 98 italiane; cfr. EIOPA, *Report on long-term guarantees measures and measures on equity risk 2018*, 18 dicembre 2018.

[14] Le compagnie europee che hanno dichiarato di utilizzare l'aggiustamento per la volatilità sono 696, con una quota di mercato del 66 per cento in termini di riserve tecniche.

I RISULTATI DEGLI STRESS TEST SUL SETTORE ASSICURATIVO[1]

Lo scorso dicembre l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) ha pubblicato i risultati dello stress test sui 42 maggiori gruppi assicurativi europei, tra i quali rientrano Assicurazioni Generali, Unipol Gruppo, Intesa Sanpaolo Vita e Poste Vita[2]. L'esercizio, svolto in collaborazione con le autorità di vigilanza nazionali, ha valutato la vulnerabilità del mercato assicurativo europeo sulla base dei dati di bilancio rilevati alla fine del 2017. L'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) ha esteso lo stress test ad altri otto gruppi assicurativi italiani[3].

L'esercizio ha valutato l'impatto sugli indici di solvibilità di tre scenari avversi, che combinano shock su variabili finanziarie, demografiche e assicurative[4]. Il primo scenario (*yield curve up*, YCU) è caratterizzato da un forte calo dei prezzi delle attività finanziarie, con un contestuale aumento dei riscatti nei rami vita e degli oneri per i sinistri nei rami danni[5].

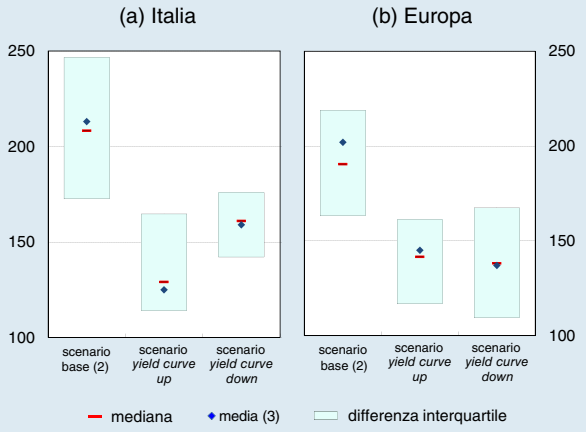
Il secondo scenario (*yield curve down,* YCD) è connotato da una flessione dei rendimenti, con un simultaneo incremento del tasso di longevità della popolazione assicurata[6]. Il terzo scenario (*natural catastrophe*) è contraddistinto dal verificarsi di eventi naturali catastrofici contemporaneamente in diverse zone dell'Europa.

I risultati mostrano che per i 12 gruppi assicurativi italiani la riduzione dell'indice di solvibilità è mediamente più ampia di quella degli altri gruppi europei nello scenario YCU, più contenuta nello scenario YCD (figura), di entità analoga nel caso di disastri naturali. In tutti gli scenari l'indice rimane in media al di sopra del minimo regolamentare.

La vulnerabilità dei gruppi italiani emersa dallo scenario YCU è riconducibile all'attività nel ramo vita, che è più esposta di quella dei rami danni alle variazioni di valore degli attivi e ai riscatti dei sottoscrittori. Il ramo vita in

Figura

Indice di solvibilità sotto diversi scenari (1)
(valori percentuali)



Fonte: Ivass e EIOPA.
(1) Il campione europeo comprende i gruppi rilevanti ai fini di stabilità finanziaria (con attivi superiori ai 12 miliardi di euro). Il campione italiano, oltre ai 4 gruppi appartenenti al campione europeo, comprende altri 8 gruppi con attivi superiori ai 2 miliardi di euro. – (2) Indice di solvibilità alla data di riferimento dell'esercizio (31 dicembre 2017). – (3) Media ponderata con pesi pari al requisito patrimoniale di solvibilità.

[1] A cura di Federica Pallante (Ivass).

[2] Per una sintesi dei risultati e una descrizione degli scenari dello stress test, cfr. sul sito dell'EIOPA: *Stress Test 2018*.

[3] Si tratta dei gruppi assicurativi con attivi superiori a 2 miliardi di euro.

[4] Lo stress test assicurativo non è un esercizio *pass or fail* e non ha la finalità di individuare misure di rafforzamento patrimoniale: l'indice di solvibilità post-stress è utilizzato come mero indicatore di resilienza al pari di altri indicatori (come l'eccesso di attività sulle passività patrimoniali).

[5] Con riferimento alle variabili finanziarie, lo scenario YCU prevede, tra l'altro: (a) un rialzo della curva dei tassi swap su tutte le scadenze; (b) un incremento dei rendimenti dei titoli di Stato (ad es. un rialzo di 205 punti base per i titoli di Stato italiani a 10 anni e di 119 per i corrispondenti titoli tedeschi); (c) un aumento dei rendimenti delle obbligazioni private differenziate per rating, settore e area geografica; (d) una diminuzione del valore delle azioni (ad es. un calo del 40 per cento per le azioni italiane).

[6] Per quanto riguarda le variabili finanziarie, lo scenario YCD prevede, tra l'altro: (a) un calo della curva dei tassi swap su tutte le scadenze; (b) una diminuzione dei rendimenti dei titoli di Stato (ad es. una riduzione di 20 punti base per i titoli di Stato italiani a dieci anni e di 44 punti base per i corrispondenti titoli tedeschi); (c) un calo dei rendimenti delle obbligazioni private differenziate per rating, settore e area geografica; (d) una diminuzione del valore delle azioni (ad es. una flessione del 19 per cento delle azioni italiane).

Italia rappresenta il 76 per cento della raccolta premi complessiva, una quota molto più elevata rispetto a quelle degli altri principali paesi dell'area dell'euro (59 per cento in Francia, 50 in Germania e 44 in Spagna).

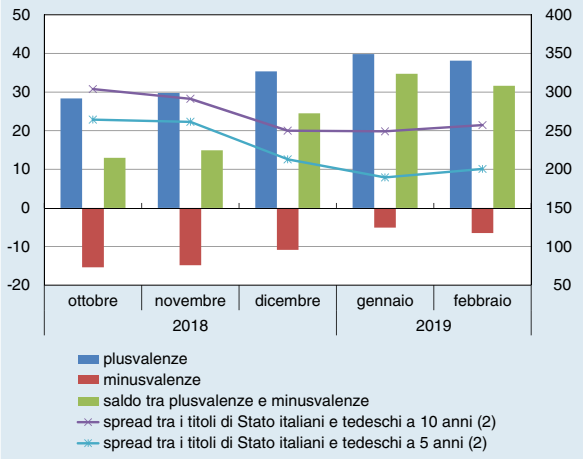
La diminuzione dell'indice di solvibilità medio negli esercizi di stress è attenuata dall'utilizzo delle misure per i prodotti con garanzie a lungo termine (*long-term guarantees,* LTG).

Nel 2018 il rendimento medio del capitale e delle riserve delle compagnie italiane si è ridotto in misura rilevante, al 6,4 per cento (2,6 punti percentuali in meno rispetto al 2017; cfr. figg. 2.19.b e 2.19.c). Il calo è stato più marcato nel ramo vita (3,8 punti percentuali), in seguito alle rettifiche di valore sui titoli operate dalle compagnie. Da novembre del 2018 l'aumento dei corsi dei titoli di Stato italiani ha determinato un incremento del saldo tra le plusvalenze e le minusvalenze latenti (fig. 2.21), incidendo positivamente sulla redditività. Le attese di una crescita degli utili si sono riflesse sui corsi azionari delle principali compagnie (fig. 2.22).

La posizione di liquidità delle compagnie non ha registrato variazioni significative. Il rapporto tra riscatti e premi si è mantenuto su valori storicamente contenuti, anche in concomitanza con le tensioni dei mercati del maggio 2018.

Figura 2.21

Plusvalenze e minusvalenze latenti (1)
(dati mensili; miliardi di euro e punti base)



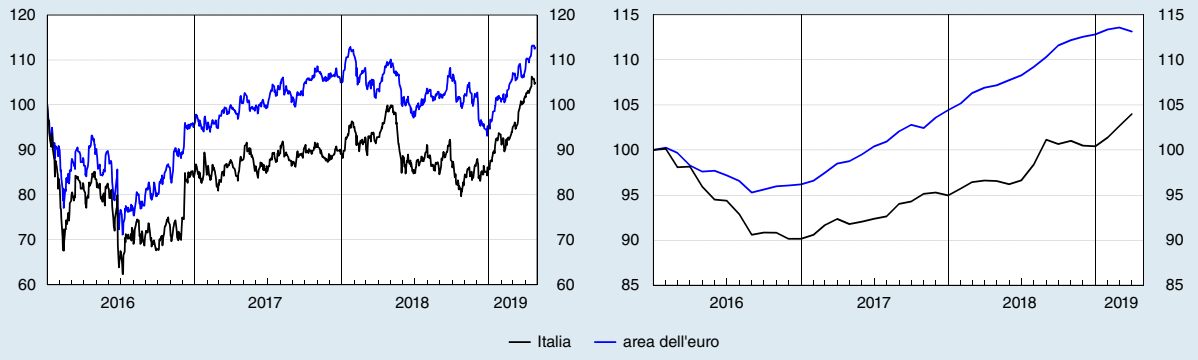
Fonte: Ivass e Thomson Reuters Datastream.
(1) Le plusvalenze e le minusvalenze latenti rappresentano la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio, basato sul principio del costo, dei titoli in portafoglio. – (2) Scala di destra.

Figura 2.22

Società assicurative in Italia e nell'area dell'euro

(a) corsi azionari
(dati giornalieri; indici: 1 gennaio 2016=100)

(b) utili attesi (1)
(dati mensili; indici: gennaio 2016=100)

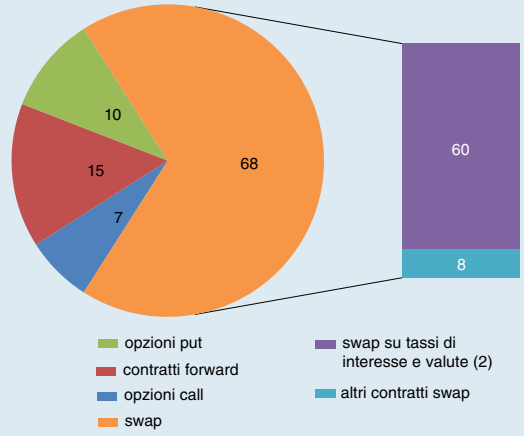


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Media ponderata per il numero di azioni in circolazione degli utili attesi per azione nei 12 mesi successivi alla data di riferimento di un campione delle principali società assicurative italiane e dell'area dell'euro. L'Italia comprende Assicurazioni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

L'esposizione delle compagnie italiane verso strumenti finanziari derivati è molto contenuta. Alla fine dello scorso anno il valore di mercato di tali contratti ammontava a 1,5 miliardi, lo 0,2 per cento degli investimenti complessivi, una quota notevolmente inferiore alla media europea (1,8 per cento a settembre del 2018). Gran parte dei contratti (80 per cento) è rappresentata da strumenti di copertura, soprattutto swap su tassi di interesse (fig. 2.23). Le posizioni sono negoziate per la quasi totalità *over-the-counter*, in prevalenza con controparti britanniche. Data l'esiguità delle posizioni complessive, i rischi connessi con l'esecuzione dei contratti derivanti dall'uscita del Regno Unito dall'Unione europea sono contenuti.

Figura 2.23

Composizione dell'esposizione delle compagnie italiane verso strumenti finanziari derivati (1)
(per tipologia di contratto; valori percentuali)



Fonte: Ivass.
(1) Dati al 31 dicembre 2018. – (2) La categoria degli swap su tassi di interesse e valute è quasi totalmente costituita da swap su tassi di interesse.

L'industria del risparmio gestito

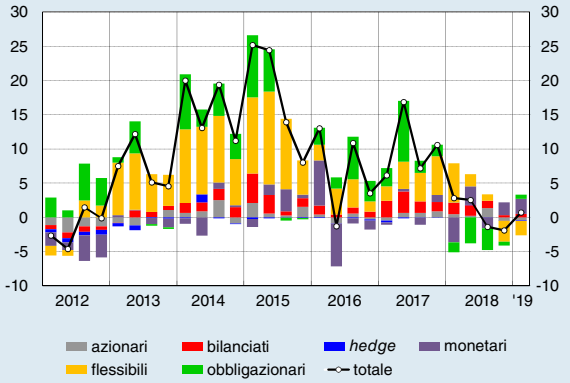
Da ottobre del 2018, dopo il rallentamento registrato nella prima parte dello scorso anno, la raccolta dei fondi comuni aperti italiani è rimasta su livelli contenuti (fig. 2.24.a). Le scelte degli investitori si sono orientate verso i comparti meno rischiosi. I fondi hanno venduto attività estere e, con il rialzo dei corsi in novembre e in dicembre, hanno acquistato titoli di Stato italiani (fig. 2.24.b).

Tra gennaio del 2017 e giugno del 2018 la raccolta netta dei fondi che rispettano la normativa sui piani individuali di risparmio (PIR) a lungo termine (pari a circa 13 miliardi) ha rappresentato quasi il 70

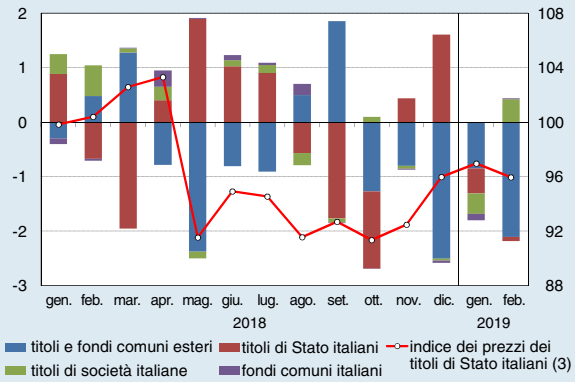
Figura 2.24

Fondi comuni aperti italiani

(a) raccolta netta (1)
(dati trimestrali; miliardi di euro)



(b) acquisti netti di titoli (2)
(dati mensili; miliardi di euro e indice)



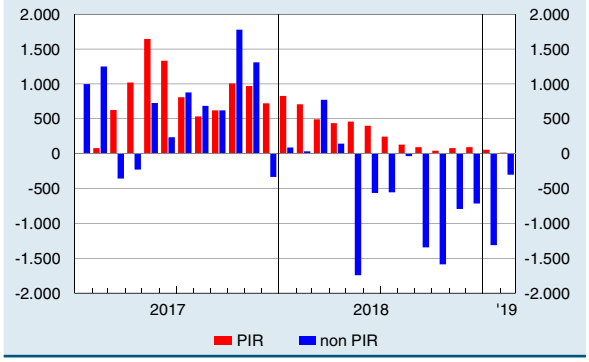
Fonte: Assogestioni, segnalazioni di vigilanza e Thomson Reuters Datastream.
(1) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi italiani. I dati relativi al comparto monetario per i primi 2 trimestri del 2016 e per il 1° trimestre del 2018 riflettono alcune operazioni di ammontare elevato effettuate da investitori istituzionali. I dati relativi al 1° trimestre del 2019 sono provvisori. – (2) I dati si riferiscono ai soli fondi di diritto italiano. – (3) Indice Datastream dei titoli di Stato italiani a 10 anni (dicembre 2017=100). Scala di destra.

per cento di quella complessiva dei fondi aperti di diritto italiano. Nella seconda metà dello scorso anno gli afflussi di risorse verso i fondi PIR hanno registrato un forte calo (fig. 2.25); i riscatti delle quote sono stati invece contenuti, per effetto della normativa fiscale che incentiva i risparmiatori a detenere tali quote per un periodo minimo di cinque anni. Da gennaio le sottoscrizioni si sono pressoché arrestate a seguito delle modifiche alla normativa introdotte con l'ultima legge di bilancio. Le società di gestione, in attesa dell'emanazione dei decreti attuativi, non hanno istituito nuovi fondi e la raccolta è limitata ai soli PIR costituiti prima dell'introduzione delle nuove regole (cfr. il riquadro: *L'impatto delle recenti modifiche normative sui fondi PIR*).

Figura 2.25

Raccolta netta dei fondi comuni di diritto italiano

(dati mensili; milioni di euro)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

L'IMPATTO DELLE RECENTI MODIFICHE NORMATIVE SUI FONDI PIR[1]

L'introduzione all'inizio del 2017 dei piani individuali di risparmio (PIR)[2] ha favorito l'avvio di fondi di investimento specializzati nei mercati azionari e obbligazionari italiani. In virtù dei vincoli imposti dalla normativa, oltre il 50 per cento delle risorse gestite dai fondi PIR di diritto italiano sono investite in titoli di imprese non finanziarie residenti (a fronte di una media di circa il 2 per cento per gli altri fondi; tavola); ciò ha aumentato la liquidità del mercato mobiliare italiano, favorendo la quotazione di nuove imprese (cfr. il riquadro: *Gli investimenti dei fondi comuni italiani conformi alla normativa sui PIR*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018).

La legge di bilancio per il 2019 (L. 145/2018), nell'ambito di un programma di iniziative per lo sviluppo delle piccole e medie imprese (PMI), ha modificato la normativa sui PIR vincolando tali fondi a investire una quota del portafoglio in strumenti finanziari emessi da PMI italiane e in fondi di venture capital[3].

Questi investimenti risultano relativamente rischiosi e caratterizzati da un basso grado di liquidità, anche in ragione delle dimensioni contenute dei mercati dei titoli emessi dalle imprese di minore dimensione. Alla fine del 2018 all'Alternative Investment Market (AIM) di Borsa italiana erano quotati poco più di 60 titoli emessi da PMI italiane non finanziarie, con una capitalizzazione complessiva di circa

[1] A cura di Mario Cappabianca e Giovanni Guazzarotti.

[2] Legge di bilancio per il 2017 (L. 232/2016).

[3] A fronte dei benefici fiscali la normativa preesistente prevedeva un obbligo di investimento minimo del 70 per cento del valore complessivo degli attivi in strumenti finanziari, anche non quotati, emessi da imprese residenti in Italia oppure in Stati membri dell'Unione europea (UE) o dello Spazio economico europeo (SEE) con una stabile organizzazione nel nostro paese, di cui almeno il 30 per cento in strumenti finanziari emessi da imprese diverse da quelle facenti parte dell'indice FTSE MIB di Borsa italiana o di equivalenti indici di mercati regolamentati esteri (cfr. il riquadro: *I piani individuali di risparmio*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017). La nuova normativa richiede che il 70 per cento indicato dalla legge originaria debba essere costituito, oltre che dalla quota del 30 per cento sopra indicata: (a) per almeno il 5 per cento da strumenti finanziari ammessi alla negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione emessi da PMI; (b) per un ulteriore 5 per cento da fondi di venture capital domiciliati in Italia o nella UE e nell'SEE. A loro volta, questi fondi devono investire almeno il 70 per cento dei capitali raccolti a favore di PMI non quotate italiane o estere con stabile organizzazione nel nostro paese. L'avvio dei nuovi PIR richiede l'emanazione di un decreto ministeriale che ne definisca le modalità e i criteri attuativi, secondo i limiti e le condizioni di compatibilità con le norme comunitarie in tema di aiuti alle PMI.

3 miliardi e un flottante[4] medio del 30 per cento. Lo scorso anno quasi la metà di questi titoli non ha registrato scambi per almeno un quarto dei giorni di contrattazione. In Italia operano inoltre poco più di 30 fondi di venture capital di diritto italiano con un patrimonio complessivo di circa 500 milioni e solo alcuni di questi hanno caratteristiche in linea con i requisiti della nuova normativa sui PIR[5].

Tavola

Investimenti dei fondi comuni di diritto italiano
(dicembre 2018; quote percentuali)

	Fondi PIR	Fondi non PIR
Titoli di non residenti	14,4	63,0
Titoli di residenti	85,6	37,0
Titoli di Stato	3,2	26,6
Fondi comuni	0,0	4,7
di cui: fondi chiusi	0,0	0,0
Titoli di società non finanziarie	51,8	2,1
Azioni	31,8	0,9
di cui: PMI	1,5	0,0
PMI quotate all'AIM	0,5	0,0
Obbligazioni	20,0	1,2
di cui: PMI	0,1	0,0
Titoli di società finanziarie	30,6	3,6
Azioni	12,6	0,4
Obbligazioni	18,0	3,2
Totale	**100,0**	**100,0**
miliardi di euro	14,4	206,4

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

Le norme recentemente introdotte possono favorire l'emissione di titoli da parte delle imprese di minore dimensione e la diversificazione delle loro fonti di finanziamento. Per contro va considerato che tali norme aumentano il profilo di rischio dei PIR, strumenti di risparmio rivolti alle famiglie. Le nuove regole inoltre possono rendere più difficile il rispetto dei requisiti prudenziali di diversificazione e di liquidità previsti per i fondi PIR esistenti, tutti costituiti nella forma di fondi aperti[6]. Aumenta il rischio che i fondi registrino perdite derivanti da vendite di attività in mercati poco liquidi a fronte di episodi di forte volatilità dei corsi che inducano i sottoscrittori a liquidare l'investimento prima di conseguire il beneficio fiscale. Tali perdite potrebbero riflettersi negativamente sui risultati dei PIR e sulla reputazione degli intermediari che li promuovono. Proprio al fine di limitare questi rischi gli investimenti dei fondi aperti italiani in titoli di PMI italiane e in fondi di venture capital sono attualmente pressoché nulli.

[4] Quantità delle azioni disponibili per la negoziazione in borsa.

[5] Anche i fondi di venture capital sono strumenti sostanzialmente illiquidi. Di norma riservati a clientela professionale, sono istituiti obbligatoriamente in forma chiusa e non ammettono pertanto la possibilità di rimborsi anticipati; la valutazione del loro portafoglio avviene di norma solo semestralmente. Per i fondi aperti armonizzati, che investono in attività più liquide e possono essere commercializzati anche alla clientela al dettaglio, è prescritta invece una periodicità almeno quindicinale sia del calcolo del patrimonio netto, sia del rimborso delle quote ai sottoscrittori.

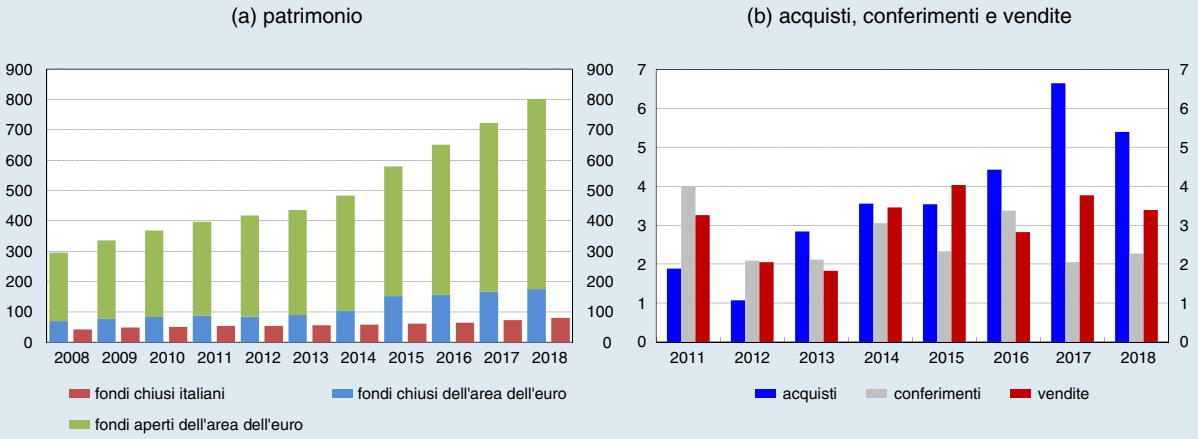
[6] La normativa impone ai fondi aperti che rientrano nell'ambito della direttiva UCITS (fondi aperti armonizzati, ossia organismi di investimento collettivo in valori mobiliari) un limite del 10 per cento alla quota di portafoglio che è possibile investire in titoli non negoziati in un mercato regolamentato. Ulteriori limiti prudenziali, differenti a seconda della tipologia di investimento, assicurano un'opportuna diversificazione del portafoglio.

Prosegue la crescita dei fondi immobiliari (fig. 2.26.a): nel 2018 il patrimonio è aumentato del 10 per cento, superando gli 80 miliardi; il valore delle compravendite di immobili resta elevato, sebbene lievemente al di sotto del 2017 (fig. 2.26.b). L'espansione, che interessa il solo segmento dei fondi riservati a investitori professionali, è principalmente sostenuta dagli investimenti dall'estero; le nuove iniziative hanno riguardato soprattutto immobili adibiti a uso commerciale e a uffici nelle regioni del Nord del Paese, in particolare nella provincia di Milano. Nel comparto dei fondi destinati alla clientela al dettaglio non si sono registrate invece nuove iniziative e il patrimonio del settore, pari a 2 miliardi, ha continuato a ridursi con il giungere a scadenza dei fondi esistenti.

La redditività dei fondi immobiliari riservati si è mantenuta in media appena positiva, mentre quella dei fondi al dettaglio è rimasta negativa ed è ulteriormente peggiorata (fig. 2.27.b), soprattutto a causa delle minusvalenze per il realizzo e la svalutazione dei beni (fig. 2.27.a). In quest'ultimo comparto, dove i fondi

Figura 2.26

Fondi comuni immobiliari italiani
(miliardi di euro)

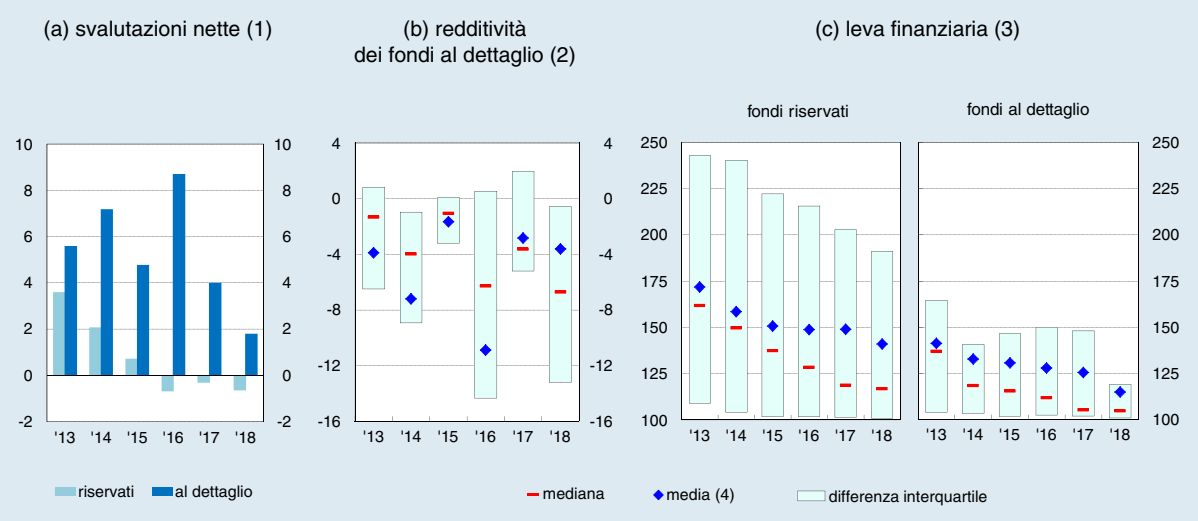


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

sono ormai tutti prossimi alla scadenza, si riduce la possibilità per i gestori di smobilizzare il portafoglio residuo in modo profittevole e le vendite dei beni sono spesso realizzate a prezzi sensibilmente inferiori ai valori stimati dagli esperti indipendenti e contabilizzati nei rendiconti (cfr. il riquadro: *L'impatto del ciclo immobiliare sul settore dei fondi immobiliari in Italia*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017). Le perdite registrate dall'avvio dell'operatività da taluni fondi al dettaglio giunti a scadenza negli ultimi mesi espongono a rischi di natura reputazionale gli intermediari incaricati del collocamento, oltre che gli stessi gestori.

Figura 2.27

Principali indicatori dei fondi immobiliari
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Svalutazioni di bilancio al netto delle rivalutazioni in rapporto alla media del totale dell'attivo alla fine dell'anno di riferimento e dell'anno precedente. – (2) Utile in rapporto alla media del patrimonio netto alla fine dell'anno di riferimento e dell'anno precedente. – (3) Totale attivo in rapporto al patrimonio netto. – (4) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dai fondi immobiliari restano contenuti. I fondi avviati più di recente mostrano un ridotto grado di indebitamento e la leva finanziaria media del comparto continua a diminuire, sia per i fondi al dettaglio sia per quelli riservati (fig. 2.27.c). I fondi riservati che alla fine del 2018 avevano un patrimonio netto negativo rappresentano poco più del 2 per cento dell'attivo del comparto. L'esposizione complessiva delle banche e degli altri intermediari finanziari nei confronti del settore rimane moderata (meno dell'1 per cento dei prestiti totali).

3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI

Le decisioni di politica macroprudenziale prese della Banca d'Italia dallo scorso novembre hanno riguardato la determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB), l'individuazione delle istituzioni a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institutions*, G-SII) e nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) e la fissazione dei livelli delle rispettive riserve (tav. 3.1). Sono state anche valutate le richieste di reciprocità di misure macroprudenziali adottate in alcuni paesi (Belgio, Francia e Svezia).

Il coefficiente della riserva di capitale anticiclica è stato mantenuto pari a zero nei primi due trimestri del 2019, tenuto conto della perdurante debolezza del ciclo macrofinanziario dell'Italia: lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito bancario e prodotto (*credit-to-GDP gap*) è ampiamente negativo (cfr. il par. 1.1); i prezzi degli immobili sono stabili in termini reali, ma restano significativamente inferiori al loro livello di lungo periodo; il credito alle imprese è tornato a contrarsi.

Tavola 3.1

Recenti decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia (1)

Data	Decisione	Coefficiente della riserva di capitale per l'anno in corso *(valori percentuali)*	Coefficiente della riserva di capitale a regime *(valori percentuali)* (2)
30.11.2018	Identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia per il 2019 e determinazione dei relativi coefficienti della riserva di capitale:		
	UniCredit (3)	0,50	1,00 (2021)
	Intesa Sanpaolo	0,38	0,75 (2021)
	Banco BPM	0,06	0,25 (2022)
14.12.2018	Identificazione del gruppo bancario UniCredit come istituzione a rilevanza sistemica globale e determinazione del relativo coefficiente della riserva di capitale (3)	1,00	1,00
20.12.2018	Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale adottata dal Belgio sulle esposizioni delle banche al proprio mercato immobiliare	–	–
21.12.2018	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il primo trimestre del 2019	0,00	–
22.03.2019	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il secondo trimestre del 2019	0,00	–
26.04.2019	Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale adottata dalla Francia e una misura macroprudenziale adottata dalla Svezia	–	–

(1) La data riportata si riferisce a quella di pubblicazione della decisione. Per l'elenco completo, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia*. – (2) Tra parentesi, l'anno di entrata a regime. – (3) Al gruppo bancario UniCredit si applicherà, secondo quanto stabilito dalla normativa europea, soltanto il maggiore tra il requisito per le G-SII e quello per le O-SII.

Anche nel 2018 la Banca d'Italia ha identificato il gruppo bancario UniCredit come G-SII. La metodologia utilizzata, stabilita dalla normativa europea[1], si basa su una pluralità di indicatori, tra cui la dimensione, la complessità delle banche e il loro grado di interconnessione e internazionalizzazione. Dal 1° gennaio 2019 il gruppo UniCredit deve detenere una riserva di capitale aggiuntiva pari all'1 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio.

Per il 2019 la Banca d'Italia ha identificato come O-SII i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo e Banco BPM, utilizzando gli indicatori obbligatori previsti dalle linee guida dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA). Gli indicatori tengono conto di quattro caratteristiche: dimensione, rilevanza per l'economia nazionale, complessità e interconnessione con il sistema finanziario[2]. A differenza del 2018 non è stato identificato come O-SII il gruppo Monte dei Paschi di Siena poiché, in seguito al processo di ristrutturazione in corso, l'indicatore che misura la rilevanza sistemica nazionale del gruppo è sceso sotto la soglia minima di identificazione. La riserva di capitale aggiuntiva che UniCredit, Intesa Sanpaolo e Banco BPM dovranno rispettare a regime sarà pari, rispettivamente, a 1,00, 0,75 e 0,25 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio, da raggiungere secondo un regime transitorio (tav. 3.2). In base a quanto stabilito dalla normativa europea, al gruppo bancario UniCredit si applicherà il maggiore tra il requisito per le G-SII e quello per le O-SII. Dal 1° gennaio 2019 il gruppo Monte dei Paschi di Siena non deve più mantenere alcuna riserva di capitale aggiuntiva.

Tavola 3.2

Regime transitorio applicabile alla riserva di capitale per le O-SII
(valori percentuali)

GRUPPO BANCARIO	dall'1.1.2019	dall'1.1.2020	dall'1.1.2021	dall'1.1.2022
UniCredit	0,50	0,75	1,00	1,00
Intesa Sanpaolo	0,38	0,56	0,75	0,75
Banco BPM	0,06	0,13	0,19	0,25

La Banca d'Italia ha valutato le richieste di reciprocità relative a tre misure macroprudenziali[3] adottate dalle autorità di altri paesi dell'Unione europea (UE). La Banca centrale del Belgio e l'autorità di vigilanza svedese hanno adottato misure per ridurre i rischi connessi con le esposizioni al dettaglio delle banche garantite da immobili residenziali situati nei due paesi[4]. In Francia l'autorità macroprudenziale ha adottato una misura per far fronte ai rischi derivanti dalle esposizioni delle banche sistemiche (G-SII e O-SII) verso le grandi società non finanziarie francesi con livelli elevati di debito[5]. Le esposizioni delle banche italiane ai

[1] Per la metodologia di identificazione e classificazione delle G-SII, cfr. il regolamento delegato UE/2014/1222 della Commissione europea, che contiene previsioni coerenti con quanto stabilito dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e dal Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB). Il gruppo UniCredit rientra nella prima sottocategoria di rilevanza sistemica globale.

[2] EBA, *Guidelines on the criteria to determine the conditions of application of Article 131(3) of Directive 2013/36/EU (CRD) in relation to the assessment of other systemically important institutions (O-SIIs)*, 16 dicembre 2014. La Banca d'Italia ha deciso di non fare uso di indicatori opzionali né di modificare la soglia prevista dall'EBA per l'identificazione delle O-SII (pari a 350 punti).

[3] Le tre misure sono state adottate in conformità con l'art. 458 del regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR).

[4] La misura belga prevede un innalzamento delle ponderazioni per il rischio su tali esposizioni per le banche che utilizzano i modelli interni. In particolare la misura si compone di due parti: (a) una maggiorazione fissa di cinque punti percentuali; (b) un ulteriore innalzamento proporzionale del 33 per cento. La misura svedese prevede, per le banche che utilizzano modelli interni ai fini del calcolo dei requisiti prudenziali per il rischio di credito, l'applicazione al portafoglio delle esposizioni al dettaglio garantite da immobili verso debitori residenti in Svezia di una ponderazione media per il rischio pari almeno al 25 per cento.

[5] La misura francese prevede un limite – pari al 5 per cento dei fondi propri – alle esposizioni delle banche individuate come sistemiche verso grandi società non finanziarie fortemente indebitate con sede in Francia.

rischi indicati dalle tre autorità sono molto inferiori ai valori minimi previsti per l'attuazione delle misure da parte di altri paesi[6]. La Banca d'Italia ha deciso pertanto di non applicare nessuno dei provvedimenti alle esposizioni delle banche italiane verso i tre paesi; modificherà le decisioni se le circostanze lo richiederanno.

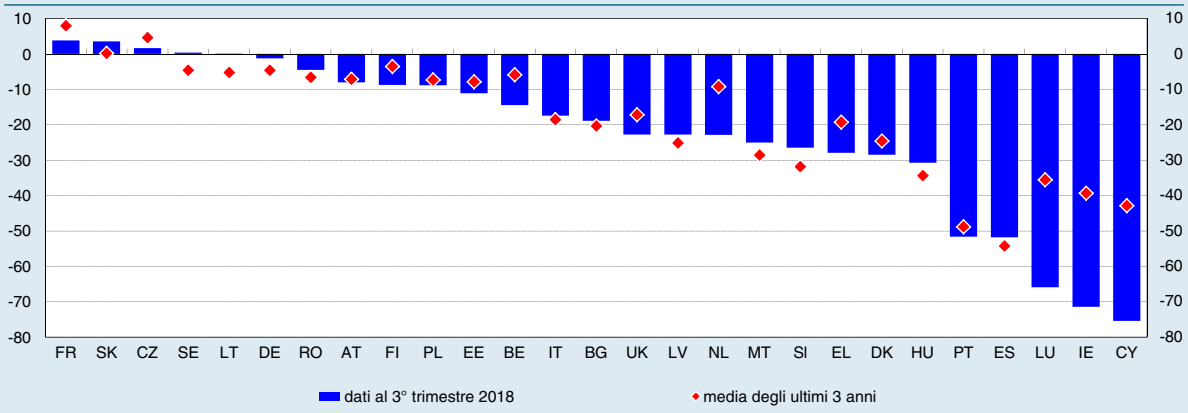
Altre misure adottate nella UE hanno riguardato la riserva di capitale anticiclica e le riserve di capitale per le istituzioni a rilevanza sistemica (cfr. il riquadro: *Le principali misure macroprudenziali adottate di recente nell'Unione europea*).

LE PRINCIPALI MISURE MACROPRUDENZIALI ADOTTATE DI RECENTE NELL'UNIONE EUROPEA[1]

La riserva di capitale anticiclica (countercyclical capital buffer, *CCyB*). – In gran parte degli Stati dell'Unione europea (UE) lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito e PIL (*credit-to-GDP gap*) continua a essere negativo (figura A). Tuttavia in vari paesi altri indicatori di riferimento (dinamica del credito e crescita dei prezzi degli immobili) sono coerenti con un rafforzamento del ciclo finanziario. È pertanto aumentato il numero di Stati in cui le autorità competenti hanno fissato una riserva di capitale anticiclica positiva o prevedono di elevarla nell'anno in corso o nel 2020 (tavola).

Figura A

***Credit-to-GDP gap* nei paesi della UE** (1)
(punti percentuali)



Fonte: ESRB e BCE, Statistical Data Warehouse.
(1) Calcolato con riferimento al credito totale interno. Il dato della Croazia non è disponibile. Sigle internazionali dei paesi: FR=Francia; SK=Slovacchia; CZ=Repubblica Ceca; SE=Svezia; LT=Lituania; DE=Germania; RO=Romania; AT=Austria; FI=Finlandia; PL=Polonia; EE=Estonia; BE=Belgio; IT=Italia; BG=Bulgaria; UK=Regno Unito; LV=Lettonia; NL=Paesi Bassi; MT=Malta; SI=Slovenia; EL=Grecia; DK=Danimarca; HU=Ungheria; PT=Portogallo; ES=Spagna; LU=Lussemburgo; IE=Irlanda; CY=Cipro; HR=Croazia.

Le riserve di capitale per le istituzioni a rilevanza sistemica globale (Global Systemically Important Institutions, *G-SII*) *o nazionale* (Other Systemically Important Institutions, *O-SII*). – Nel 2018 nella UE sono state individuate 11 istituzioni a rilevanza sistemica globale, una in meno rispetto al 2017[2], presenti in Francia,

[1] A cura di Paolo Garofalo. Per dettagli sulle singole misure, cfr. sul sito dell'ESRB la tavola: *National measures of macroprudential interest in the EU/EEA*; cfr. inoltre ESRB, *A review of macroprudential policy in the EU in 2018*, aprile 2019.

[2] La riduzione è il risultato della rimozione dalla lista delle G-SII di Nordea e di Royal Bank of Scotland e del reinserimento nella lista del Groupe BPCE (escluso nel 2017).

[6] Le raccomandazioni del Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) consentono alle autorità nazionali di esentare le banche le cui esposizioni siano inferiori a una soglia minima e di non dare seguito alla richiesta di reciprocità qualora le esposizioni di tutte le banche risultino al di sotto della soglia.

Tavola

Riserva di capitale anticiclica nei paesi della UE

PAESE	Coefficiente della riserva applicabile *(valori percentuali)*	Decorrenza	Coefficiente della riserva annunciato *(valori percentuali)*	Decorrenza
Austria, Belgio, Cipro, Croazia, Estonia, Finlandia, Germania, Grecia, **Italia**, Lettonia, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Romania, Slovenia, Spagna, Ungheria	0,00	1.1.2016	–	–
Bulgaria	0,00	1.1.2016	0,50	1.10.2019
Danimarca	0,50	31.3.2019	1,00	30.9.2019
Francia	0,00	1.1.2016	0,25	1.7.2019
Irlanda	0,00	1.1.2016	1,00	5.7.2019
Lituania	0,50	31.12.2018	1,00	30.6.2019
Lussemburgo	0,00	1.1.2016	0,25	1.1.2020
Regno Unito	1,00	28.11.2018	–	–
Repubblica Ceca	1,25	1.1.2019	1,50 1,75	1.7.2019 1.1.2020
Slovacchia	1,25	1.8.2018	1,50	1.8.2019
Svezia	2,00	19.3.2017	2,50	19.9.2019

Fonte: ESRB.

Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito e Spagna. Oltre alle G-SII, altri 179 intermediari sono stati indentificati come O-SII (figura B, pannello a), 5 in meno rispetto al 2017. La riduzione è dovuta in larga parte a fusioni e a trasformazioni di filiazioni in filiali. Alcuni paesi hanno identificato come O-SII istituzioni con un valore dell'indicatore di rilevanza sistemica inferiore alla soglia prevista dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA; figura B, pannello b)[3].

L'introduzione di riserve di capitale per le istituzioni a rilevanza sistemica nazionale nella maggior parte dei paesi sta avvenendo in modo graduale. In alcuni casi è stata applicata una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB)[4] in alternativa[5] o in aggiunta[6] al requisito per le O-SII: tale misura, il cui recepimento nelle normative nazionali è discrezionale, può essere imposta sull'intero sistema o su specifiche categorie di banche ed è finalizzata a prevenire e a mitigare i rischi sistemici connessi con le caratteristiche strutturali del sistema finanziario nazionale (ad es. una dimensione sproporzionata rispetto a quella dell'economia o una concentrazione elevata).

[3] La soglia per identificare le O-SII è pari a un valore dell'indicatore di rilevanza sistemica di 350 punti base; le linee guida prevedono tuttavia la possibilità di utilizzare, entro determinati limiti, soglie diverse per tenere conto delle specificità dei sistemi bancari nazionali.

[4] Il valore massimo previsto dalla direttiva UE/2013/36 (Capital Requirements Directive, CRD4) per la riserva di capitale per le O-SII è pari al 2 per cento delle esposizioni complessive al rischio. Per l'SyRB è previsto un valore minimo (1 per cento), ma non un valore massimo. Italia e Irlanda non hanno recepito il *systemic risk buffer*.

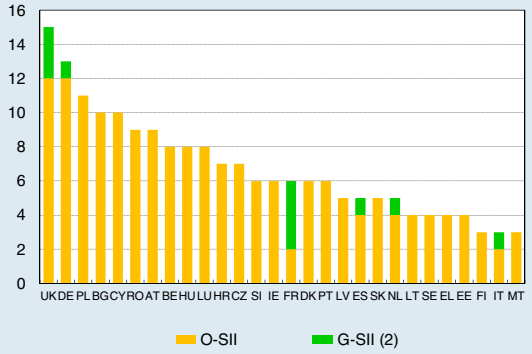
[5] Danimarca e Repubblica Ceca hanno applicato soltanto l'SyRB alle istituzioni che sono state identificate come sistemiche a livello nazionale, ritenendo che il limite del 2 per cento per la riserva di capitale per le O-SII fosse insufficiente a fronteggiare i rischi per tali intermediari nel proprio paese; il Regno Unito, che ha identificato le O-SII ma non ha attivato la relativa riserva di capitale, introdurrà l'SyRB nel corso del 2019.

[6] Austria, Bulgaria, Croazia, Estonia, Finlandia, Paesi Bassi, Polonia, Romania, Slovacchia, Svezia e Ungheria.

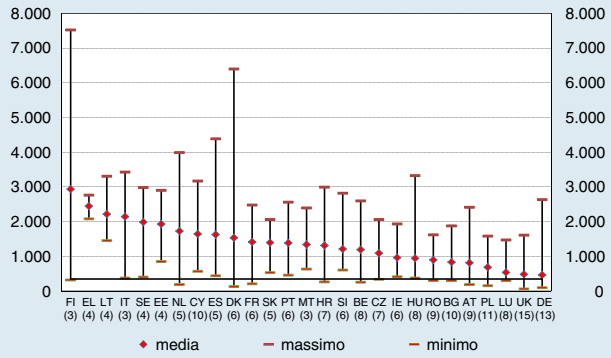
Figura B

Istituzioni a rilevanza sistemica nei paesi della UE (1)

(a) numero



(b) valore dell'indicatore di rilevanza sistemica delle istituzioni identificate come O-SII (3)
(punti base)



Fonte: elaborazioni su dati ESRB e su fonti nazionali.
(1) I dati fanno riferimento alle informazioni più recenti disponibili sul sito internet dell'ESRB e su quello delle autorità nazionali. Nel caso di Cipro le O-SII includono 5 imprese di investimento. Per le sigle internazionali dei paesi, cfr. la nota (1) della figura A. – (2) Tutte le G-SII della UE sono state identificate anche come O-SII. – (3) Tra parentesi in corrispondenza del nome dei paesi sull'asse orizzontale è riportato il numero di O-SII per ciascun paese. Nel grafico sono rappresentati i paesi per i quali l'ESRB o le autorità nazionali hanno reso pubblico il valore dell'indicatore di rilevanza sistemica attribuito alle singole istituzioni sulla base della metodologia prevista dalle linee guida dell'EBA. La linea orizzontale mostra la soglia di 350 punti base indicata dall'EBA per l'identificazione delle O-SII.

Nell'ambito di una più ampia revisione della legislazione bancaria della UE sono state introdotte modifiche agli strumenti macroprudenziali (cfr. il riquadro: *Le principali modifiche agli strumenti macroprudenziali previsti dalla normativa europea*).

LE PRINCIPALI MODIFICHE AGLI STRUMENTI MACROPRUDENZIALI PREVISTI DALLA NORMATIVA EUROPEA[1]

Lo scorso 16 aprile il Parlamento europeo ha approvato l'accordo provvisorio raggiunto nel dicembre 2018 con il Consiglio per la revisione sia della direttiva UE/2013/36 (Capital Requirements Directive, CRD4) sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, sia del regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR) sui requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento. Alcune modifiche perseguono l'obiettivo di razionalizzare l'insieme degli strumenti macroprudenziali a disposizione delle autorità, indicando più precisamente per quali rischi deve essere usato ogni strumento, riducendo le sovrapposizioni tra le diverse misure e aumentando la flessibilità consentita alle autorità nella loro applicazione.

È stata anzitutto esclusa la possibilità di utilizzare a fini macroprudenziali, per fronteggiare rischi sistemici, il requisito di capitale di secondo pilastro previsto dagli accordi di Basilea, uno strumento di natura microprudenziale. Al contempo è stata aumentata la flessibilità per le autorità nell'utilizzo di alcuni strumenti macroprudenziali, quali la riserva di capitale per le istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) e quella a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB).

[1] A cura di Francesco Ciampi e Paolo Garofalo.

In particolare sono stati innalzati sia il coefficiente massimo della riserva di capitale applicabile alle O-SII, dal 2 al 3 per cento delle esposizioni complessive al rischio[2], sia il tetto massimo al coefficiente previsto per le filiazioni delle O-SII[3]. È stato inoltre ampliato l'ambito di applicazione dell'SyRB, prevedendo che possa essere utilizzato per fronteggiare qualunque rischio di natura macroprudenziale che non sia già coperto dalla riserva di capitale anticiclica *(countercyclical capital buffer*, CCyB*)* o dalle riserve di capitale sulle istituzioni a rilevanza sistemica; potrà inoltre essere applicato con riferimento sia alle esposizioni complessive sia ad alcune specifiche categorie di debitori. Il requisito sull'SyRB si potrà sommare alle riserve di capitale per le O-SII o le G-SII, con un tetto massimo complessivo del 5 per cento che potrà essere superato dalle autorità nazionali solo attraverso un processo autorizzativo che coinvolge la Commissione europea, l'ESRB e l'EBA.

Per le istituzioni a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institutions*, G-SII) viene introdotta una maggiorazione del coefficiente di leva finanziaria (*leverage ratio*)[4]. La maggiorazione (*leverage ratio buffer*), pari al 50 per cento del coefficiente di riserva di capitale per le G-SII[5], ha lo scopo di assicurare che anche per queste banche il *leverage ratio* continui a essere vincolante in modo comparabile con quello degli altri intermediari. È stata poi rivista la metodologia di calcolo dell'indicatore di rilevanza sistemica di tali istituzioni, escludendo dal computo del grado di internazionalizzazione[6] le attività che i gruppi bancari detengono negli Stati membri dell'Unione bancaria. In base a tale nuova metodologia una G-SII europea potrebbe essere classificata in una sottocategoria di rilevanza sistemica globale inferiore a quella individuata con la metodologia precedente che faceva riferimento ai confini nazionali, ma non potrà comunque essere esclusa dalla lista delle istituzioni a rilevanza sistemica globale.

Sono state inoltre riviste le previsioni degli artt. 124 e 164 del regolamento CRR relativi al capitale richiesto a fronte di esposizioni garantite da immobili[7]; ne è stato reso più flessibile l'ambito di applicazione, che potrà ora riguardare anche solo un particolare segmento del mercato immobiliare o una specifica area geografica all'interno del territorio nazionale.

È stata infine ampliata la flessibilità di utilizzo delle misure adottate sulla base dell'art. 458 del regolamento CRR[8], per le quali potrà essere prevista una proroga fino a due anni (attualmente è solo di un anno).

[2] Il limite può essere superato mediante un processo autorizzativo che coinvolge la Commissione europea, il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) e l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA).

[3] Al valore più elevato tra l'1 per cento e il valore del coefficiente applicato alla capogruppo, si sostituisce il valore minore tra il coefficiente applicato alla capogruppo aumentato dell'1 per cento e il 3 per cento (o il valore del coefficiente applicato alla capogruppo, se superiore al 3 per cento).

[4] Le norme europee, coerentemente con le previsioni del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, stabiliscono per tutte le banche un livello minimo del 3 per cento per il rapporto tra capitale ed esposizione complessiva.

[5] Ad esempio, a una banca che deve detenere una riserva di capitale per le G-SII pari al 2 per cento delle attività ponderate per il rischio, si applicherà un *leverage ratio buffer* dell'1 per cento e un *leverage ratio* minimo complessivo del 4 per cento.

[6] La metodologia utilizzata per misurare la rilevanza sistemica degli intermediari si basa su una pluralità di indicatori, tra i quali – oltre al grado di internazionalizzazione – la dimensione, la complessità della banca e il grado di interconnessione (cfr. nota 1 di questo capitolo).

[7] Tali articoli prevedono la possibilità per le autorità nazionali di fissare, sulla base di considerazioni di stabilità finanziaria, per le esposizioni garantite da immobili, fattori di ponderazione del rischio o valori minimi della perdita in caso di default (*loss given default*) più elevati rispetto a quanto previsto in via ordinaria.

[8] Si tratta di misure nazionali volte a contrastare un rischio macroprudenziale o sistemico che possa avere conseguenze per il sistema finanziario e per l'economia reale. Attraverso tali misure le autorità di ciascun paese possono fissare requisiti prudenziali più rigorosi rispetto a quelli armonizzati in materia di fondi propri, grandi fidi, informativa al pubblico, riserva di conservazione del capitale, liquidità, settore immobiliare, esposizioni tra istituzioni finanziarie.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

INDICE

A1	Indicatori di sostenibilità finanziaria	53
A2	Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte	54
A3	Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte	55
A4	Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza	56
A5	Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza	57
A6	Composizione delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (*collateral pool*)	58
A7	Posizione netta di liquidità delle banche italiane	59

Tavola A1

Indicatori di sostenibilità finanziaria

(in percentuale del PIL, se non altrimenti specificato)

PAESI	PIL (1) *(tasso di crescita annuo)*		Caratteristiche del debito pubblico (2)				Avanzo primario (2)	Indicatore di sostenibilità S2 (3)	Debiti finanziari del settore privato (4)		Statistiche verso l'estero (5)	
			livello		vita media residua dei titoli di Stato *(anni)*	quota detenuta da non residenti *(in percentuale del debito)*			famiglie	imprese non finanziarie	saldo di conto corrente	posizione netta sull'estero
	2019	2020	2019	2020	2019	2018	2019	2017	2018	2018	2018	2018
Italia	0,1	0,9	133,4	134,1	6,7	30,5	0,9	2,9	41,1	69,6	2,5	-3,9
Germania	0,8	1,4	56,9	53,8	5,9	52,2	1,8	1,7	52,9	56,8	7,3	60,6
Francia	1,3	1,4	99,2	98,7	7,5	53,8	-1,7	-0,1	60,1	141,1	-0,3	-11,4
Spagna	1,8	1,7	96,0	94,9	7,4	49,7	-0,2	2,3	58,9	93,2	0,9	-77,1
Paesi Bassi	2,5	2,3	52,0	49,9	7,2	42,1	1,6	3,0	102,0	171,9	10,8	68,9
Belgio	1,3	1,4	99,6	98,1	9,7	60,7	0,6	4,3	60,8	155,9	-1,3	43,9
Austria	2,0	1,7	71,2	68,4	9,9	74,2	1,0	2,6	49,7	89,0	2,3	3,8
Finlandia	1,9	1,7	59,9	59,0	6,5	65,5	-0,3	2,7	66,4	111,3	-1,9	-6,4
Grecia	2,4	2,2	174,2	167,3	....	....	3,5	....	52,4	58,0	-2,9	-137,9
Portogallo	1,7	1,5	119,5	117,3	6,2	56,1	2,5	0,7	66,9	100,6	-0,6	-100,8
Irlanda	4,1	3,4	62,4	58,9	10,0	65,8	1,5	3,3	43,2	194,5	9,1	-142,5
Area dell'euro	1,3	1,5	83,6	81,8	....	....	0,6	1,8	57,6	105,9	2,9	-3,8
Regno Unito	1,2	1,4	85,7	84,4	15,0	32,5	0,1	3,0	89,0	82,2	-3,9	-6,7
Stati Uniti	2,3	1,9	106,7	107,5	5,7	30,3	-2,9	....	76,3	74,4	-2,4	-47,4
Giappone	1,0	0,5	237,5	237,0	8,0	10,6	-2,7	....	55,3	102,6	3,5	62,6
Canada	1,5	1,9	88,0	84,7	5,5	22,5	-0,2	....	100,7	108,9	-2,6	23,8

Fonte: FMI, Eurostat, BCE, Commissione europea, conti finanziari e bilance dei pagamenti nazionali.
(1) FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2019. – (2) FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2019. – (3) Commissione europea, *Fiscal Sustainability Report 2018*, gennaio 2019. 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. – (4) Prestiti e titoli. Dati riferiti alla fine del 4° trimestre 2018. 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. – (5) Dati riferiti al 4° trimestre 2018. I dati per i paesi europei 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 sono tratti da fonti nazionali.

Tavola A2

Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte (1)

(miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2018)

VOCI	Esposizioni lorde	Quota sul totale dei crediti lordi (2)	Esposizioni nette	Quota sul totale dei crediti netti (2)	Garanzie reali (3)	Garanzie personali (3)	Tasso di copertura crediti non assistiti da garanzia
				imprese (4)			
Crediti deteriorati verso clientela	130	18,2	59	9,3	63	25	62,5
di cui: manifattura	24	13,1	10	5,7	7	6	64,0
costruzioni (5)	59	35,4	28	21,2	36	8	60,8
servizi	39	13,2	17	6,3	15	10	63,9
di cui: sofferenze	69	9,6	22	3,4	30	17	77,6
di cui: manifattura	14	7,4	4	2,2	4	4	81,1
costruzioni (5)	29	17,4	10	7,3	17	5	76,6
servizi	22	7,4	7	2,4	7	7	76,2
				famiglie consumatrici			
Crediti deteriorati verso clientela	32	6,2	16	3,3	22	1	69,9
di cui: sofferenze	19	3,8	7	1,5	13	1	79,7
				totale settori (6)			
Crediti deteriorati verso clientela	171	10,9	79	5,4	88	27	63,1
di cui: sofferenze	91	5,8	30	2,0	44	18	77,7

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. Sono incluse "le attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione" che a fine dicembre 2018 ammontavano, per il totale dei crediti deteriorati al lordo delle rettifiche, a circa 9 miliardi. Dati provvisori. – (2) Le quote sono calcolate, al lordo e al netto delle relative rettifiche di valore, in rapporto alla corrispondente esposizione lorda e netta verso il singolo settore e sottosettore di riferimento. – (3) L'importo corrisponde all'ammontare dell'esposizione lorda coperto da una garanzia (reale o personale). – (4) Il settore imprese, oltre alla manifattura, costruzioni e servizi, comprende anche agricoltura, silvicoltura, pesca e altre attività industriali diverse dalla manifattura. – (5) Comprende anche le attività immobiliari. – (6) 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".

Tavola A3

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

(miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2018)

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 (3)
Area euro (esclusa Italia)	118,4	72,6	33,1	198,8	422,9	-3,9	2,4	16,7
Altri paesi industriali	36,2	22,2	27,7	31,8	117,9	3,1	0,3	4,6
di cui: Regno Unito	1,1	12,9	14,9	7,1	36,1	-5,8	0,8	1,4
Paesi emergenti e in via di sviluppo	42,5	18,1	7,8	87,0	155,4	-5,8	1,8	6,1
Europa	36,5	11,0	6,5	75,2	129,3	-7,1	10,3	5,1
di cui: Russia	1,3	2,8	0,7	14,7	19,5	-12,7	21,6	0,8
Turchia	0,6	5,2	3,3	3,0	12,1	-21,3	2,4	0,5
Africa e Medio Oriente	4,4	2,5	0,6	6,1	13,6	7,9	2,7	0,5
Asia e Pacifico	1,0	2,9	0,6	3,5	8,0	14,8	0,1	0,3
Centro e Sud America	0,5	1,7	0,0	2,2	4,5	-27,5	0,6	0,2
di cui: Argentina	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	43,0	0,2	0,0
Brasile	0,1	1,5	0,0	0,2	1,8	-47,9	1,2	0,1
Messico	0,1	0,0	0,0	1,1	1,2	-7,5	0,4	0,0
Centri offshore	0,3	0,5	2,6	4,5	7,8	-11,2	0,3	0,3
Totale	**197,3**	**113,4**	**71,2**	**322,1**	**704,1**	**-3,4**	**1,0**	**27,7**
per memoria:								
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia (4)	2,7	4,9	1,3	18,7	27,7	-8,6	5,6	1,1

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; individuali per il resto del sistema.
(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle sofferenze e al netto delle svalutazioni. Sono esclusi BancoPosta e Cassa depositi e prestiti spa. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere segnalate alla BRI da un ampio gruppo di intermediari internazionali; numeratore e denominatore si riferiscono al 30 settembre 2018. – (3) Gli impieghi sono dati dal totale delle esposizioni verso residenti e non residenti. Il numeratore e il denominatore sono riferiti al 31 dicembre 2018. – (4) Include: Algeria, Angola, Azerbaigian, Bahrein, Bolivia, Brunei, Ciad, Colombia, Repubblica democratica del Congo, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Guinea Equatoriale, Gabon, Iran, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Russia, Arabia Saudita, Sudan, Timor Orientale, Trinidad e Tobago, Turkmenistan, Venezuela, Yemen.

Tavola A4

Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

PERIODO	Italia (2)			Area dell'euro		
	consistenze	acquisti netti	quota sul totale attivo (3)	consistenze	acquisti netti	quota sul totale attivo
2011	211.680	18.457	5,8	1.009.414	72.377	3,0
2012	322.686	90.128	8,9	1.251.226	213.410	3,8
2013	374.529	45.312	10,9	1.313.179	46.354	4,3
2014 – 1° trim.	381.775	785	10,9	1.355.157	23.132	4,4
2° trim.	382.673	-3.298	11,1	1.370.453	3.514	4,5
3° trim.	378.433	-6.142	11,0	1.378.601	-978	4,4
4° trim.	382.915	4.124	11,0	1.370.727	-18.877	4,4
2015 – 1° trim.	392.323	2.604	11,1	1.380.572	2.842	4,3
2° trim.	377.980	-2.877	10,9	1.343.751	-11.320	4,3
3° trim.	373.776	-8.803	10,9	1.337.991	-13.332	4,3
4° trim.	363.520	-11.930	10,6	1.295.539	-44.386	4,2
2016 – gen.	367.862	3.713	10,7	1.326.277	29.829	4,2
feb.	375.224	8.029	10,8	1.341.614	15.603	4,2
mar.	365.502	-11.184	10,6	1.328.565	-15.163	4,3
apr.	370.536	7.070	10,8	1.325.852	268	4,2
mag.	366.582	-4.808	10,7	1.321.028	-8.061	4,2
giu.	368.616	1.642	10,6	1.325.190	2.101	4,2
lug.	367.533	-1.525	10,7	1.309.177	-16.994	4,1
ago.	359.864	-7.930	10,5	1.284.102	-24.869	4,1
set.	352.326	-6.892	10,3	1.257.295	-27.856	4,0
ott.	346.789	-1.311	10,2	1.245.558	-6.792	4,0
nov.	338.644	-4.105	9,9	1.232.099	-6.871	3,9
dic.	332.611	-9.216	9,8	1.205.130	-30.429	3,9
2017 – gen.	335.587	6.594	10,0	1.198.581	1.445	3,8
feb.	338.783	2.998	10,0	1.201.697	1.926	3,8
mar.	348.416	10.295	10,1	1.205.394	4.765	3,8
apr.	350.997	2.508	10,2	1.201.813	-3.963	3,8
mag.	341.984	-9.756	10,1	1.194.047	-8.988	3,8
giu.	322.502	-19.648	9,5	1.160.057	-34.171	3,7
lug.	326.408	3.643	9,6	1.150.184	-10.194	3,7
ago.	325.142	-1.360	9,7	1.155.051	3.695	3,7
set.	318.919	-5.638	9,5	1.144.788	-7.448	3,7
ott.	309.029	-11.979	9,2	1.120.278	-21.475	3,6
nov.	295.217	-14.552	8,7	1.108.598	-14.017	3,6
dic.	283.229	-9.647	8,5	1.074.168	-31.511	3,5
2018 – gen.	292.772	9.491	8,7	1.094.903	20.484	3,6
feb.	295.199	2.592	8,9	1.092.267	-1.593	3,6
mar.	295.874	-1.309	8,8	1.083.121	-13.474	3,5
apr.	298.106	2.077	8,8	1.073.877	-9.593	3,5
mag.	306.652	22.569	9,0	1.085.980	30.607	3,5
giu.	321.228	12.695	9,5	1.093.860	4.493	3,5
lug.	324.093	3.735	9,7	1.089.110	-3.206	3,5
ago.	317.237	561	9,5	1.078.913	381	3,5
set.	320.240	-326	9,5	1.073.859	-8.894	3,5
ott.	323.467	5.533	9,7	1.068.229	-3.104	3,4
nov.	328.023	1.880	9,9	1.073.889	2.552	3,4
dic.	318.011	-15.479	9,7	1.054.161	-26.644	3,4
2019 – gen.	329.622	9.386	10,0	1.086.428	29.156	3,4
feb.	333.754	6.344	10,1	1.104.178	20.925	3,5
mar.	332.457	-3.486	9,9	1.094.415	-13.169	3,4

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali e BCE.
(1) I dati sugli acquisti netti si riferiscono all'intero periodo; le consistenze e la quota sul totale attivo alla fine del periodo. I valori degli acquisti sono al netto delle fluttuazioni dei corsi di mercato; le quantità in portafoglio sono espresse ai valori di mercato. Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. – (2) È esclusa la Cassa depositi e prestiti spa. – (3) La serie del "totale attivo" non include le obbligazioni di propria emissione riacquistate.

Tavola A5

Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza (1)
(milioni di euro; marzo 2019)

DETENTORE	Scadenza					Totale
	entro il 2019	tra 2020 e 2021	tra 2022 e 2023	tra 2024 e 2028	oltre il 2028	
Famiglie (2)	14.015	24.454	18.698	18.955	392	76.515
di cui: subordinate	1.249	3.289	2.278	4.843	252	11.911
Banche del gruppo (3)	4.009	10.109	10.286	12.142	3.332	39.877
di cui: subordinate	5	389	93	728	10	1.225
Altre banche residenti	1.338	5.951	5.256	5.260	387	18.191
di cui: subordinate	40	136	140	607	98	1.021
Altri investitori	16.798	42.001	50.175	48.024	10.985	167.984
di cui: subordinate	1.249	2.785	3.375	10.659	3.235	21.303
Totale	**36.160**	**82.515**	**84.415**	**84.381**	**15.096**	**302.567**
***di cui*: subordinate**	**2.542**	**6.599**	**5.886**	**16.838**	**3.595**	**35.460**

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.
(1) I dati sono riportati al valore nominale e si riferiscono alle obbligazioni segnalate al passivo, al netto dei riacquisti da parte dell'emittente. L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta agli arrotondamenti. – (2) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici, produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Includono solo la clientela residente. – (3) La voce si riferisce alle banche residenti appartenenti al gruppo bancario dell'emittente.

Tavola A6

Composizione delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (*collateral pool*) (1)

(miliardi di euro; valori di fine periodo)

VOCI	2014	2015	2016	2017	2018		2019
					giugno	dicembre	marzo
Totale	**283,5**	**253,7**	**297,3**	**321,2**	**313,4**	**310,5**	**303,0**
Titoli di Stato	119,8	97,6	88,8	105,8	104,5	78,0	72,8
Titoli di Amministrazioni locali e regionali	2,9	2,6	1,7	1,9	1,1	1,3	1,3
Obbligazioni bancarie non garantite	10,4	5,8	5,3	5,4	5,5	5,0	4,1
Obbligazioni bancarie garantite dallo Stato	15,0	0,4	0,3	1,3	0,9	2,5	3,3
Obbligazioni bancarie garantite (covered bond)	49,8	46,4	76,3	76,8	71,4	91,3	90,1
Obbligazioni di emittenti non bancari	1,0	2,5	3,0	3,0	3,4	4,3	3,7
Attività cartolarizzate (*asset-backed securities*)	40,0	35,5	44,0	49,9	48,6	49,7	47,8
Altre attività negoziabili	0,4	0,6	0,8	2,8	1,8	1,3	1,1
Attività non negoziabili (prestiti bancari)	44,3	62,4	77,1	74,3	76,2	77,1	78,8

Fonte: elaborazioni su dati Eurosistema.
(1) Il *collateral pool* è valutato ai prezzi rilevati dal Common Eurosystem Pricing Hub, al netto degli *haircuts*.

Posizione netta di liquidità delle banche italiane (1)
(valore medio mensile in percentuale del totale attivo)

PERIODO	Gruppi significativi			Gruppi non significativi		
	flussi di cassa cumulati (2)	*counterbalancing capacity*	indicatore di liquidità (3)	flussi di cassa cumulati (2)	*counterbalancing capacity*	indicatore di liquidità (3)
2016 – gen.	-4,0	15,3	11,2	-12,4	26,0	13,5
feb.	-4,1	15,0	10,9	-11,0	25,0	14,1
mar.	-3,8	15,2	11,4	-10,0	24,6	14,6
apr.	-3,6	15,7	12,1	-8,9	23,5	14,6
mag.	-3,7	15,8	12,1	-8,1	23,0	14,9
giu.	-2,9	15,1	12,2	-7,7	22,5	14,8
lug.	-2,4	15,3	12,9	-7,1	22,2	15,1
ago.	-2,0	15,4	13,4	-7,1	22,5	15,3
set.	-2,1	15,3	13,2	-6,3	21,9	15,6
ott.	-1,9	15,2	13,3	-4,1	21,1	17,0
nov.	-2,2	15,3	13,1	-4,3	23,4	19,1
dic.	-2,6	14,9	12,3	-4,2	20,3	16,1
2017 – gen.	-2,1	14,2	12,1	-5,1	20,1	15,0
feb.	-2,4	14,8	12,4	-5,1	20,0	14,9
mar.	-1,5	13,6	12,1	-2,7	18,3	15,5
apr.	-0,3	13,0	12,7	-4,7	20,9	16,2
mag.	-0,4	13,7	13,3	-3,9	19,8	15,8
giu.	-0,4	14,0	13,6	-3,3	19,1	15,8
lug.	0,0	13,5	13,5	-3,6	19,1	15,5
ago.	0,0	13,9	13,9	-3,3	19,2	15,9
set.	0,6	13,5	14,1	-2,6	19,1	16,6
ott.	0,5	13,2	13,7	-1,1	18,4	17,3
nov.	1,0	13,4	14,4	-0,7	17,7	17,0
dic.	0,2	13,5	13,7	-0,9	17,2	16,3
2018 – gen.	0,8	12,1	12,9	-0,5	16,4	15,9
feb.	0,3	13,2	13,5	-1,0	17,1	16,0
mar.	0,6	13,5	14,1	-1,8	18,9	17,1
apr.	0,7	13,5	14,2	-2,9	20,0	17,1
mag.	-0,2	14,1	13,9	-5,0	21,2	16,2
giu.	-1,2	14,1	12,9	-5,2	20,6	15,4
lug.	-1,3	13,9	12,5	-4,1	19,8	15,8
ago.	-0,9	13,9	13,0	-5,0	20,5	15,5
set.	-0,2	13,7	13,5	-5,5	21,4	15,9
ott.	-0,1	13,4	13,3	-4,7	20,2	15,5
nov.	0,1	13,5	13,6	-4,5	19,6	15,2
dic.	0,1	13,6	13,7	-5,5	19,8	14,3
2019 – gen.	-0,5	13,8	13,3	-6,2	19,9	13,8
feb.	-0,5	14,6	14,1	-5,5	18,9	13,4
mar.	-0,6	14,7	14,1	-5,4	19,3	14,0

Fonte: dati trasmessi alla Banca d'Italia da un campione di 24 gruppi bancari nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.
(1) Medie mensili delle rilevazioni settimanali per 11 banche significative (vigilate direttamente dalla BCE) e 13 banche meno significative (vigilate dalla Banca d'Italia in collaborazione con la BCE). In via precauzionale tutte le scadenze con controparti istituzionali si assumono come non rinnovate. – (2) Calcolato 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. – (3) Calcolato 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.