



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

novembre 2019

2 | 2019



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 2 / 2019
Novembre

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

Relazione annuale

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

Bollettino economico

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temî 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), Mario Cappabianca, Luisa Carpinelli, Carla Desideri (Ivass), Antonio De Socio, Fabrizio Ferriani, Francesco Franceschi, Paolo Garofalo, Giovanni Guazzarotti, Gaetano Marseggia, Arianna Miglietta, Stefano Nobili, Stefano Pasqualini (Ivass), Tommaso Perez, Francesco Piersante, Marco Taboga

Riquadri

Maria Alessia Aiello, Francesca Blasi, Nicola Branzoli, Federica Ciocchetta, Wanda Cornacchia, Leonardo Del Vecchio, Raffaele Gallo, Arianna Miglietta, Francesco Palazzo, Federica Pallante (Ivass), Dario Portioli, Raffaele Santoni

Aspetti editoriali e grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano, Fabrizio Martello, Valentina Memoli, Silvia Mussolin

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 15 novembre 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 | 7 |
| 1.1 I rischi macroeconomici | 7 |
| 1.2 Le famiglie e le imprese | 18 |
| 2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO | 24 |
| 2.1 I mercati monetari e finanziari | 24 |
| 2.2 Le banche | 28 |
| 2.3 Le assicurazioni e l'industria del risparmio gestito | 41 |
| 3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI | 50 |
| DOCUMENTAZIONE STATISTICA | 55 |

INDICE DEI RIQUADRI

| | |
|---|-----------|
| Ciclo immobiliare e redditività bancaria | 10 |
| Diversificazione degli attivi e valutazioni di mercato delle banche | 11 |
| Gli <i>stablecoins</i> e la stabilità finanziaria | 12 |
| Le condizioni finanziarie e la crescita economica in Italia | 15 |
| Gli stress test sulle banche italiane meno significative | 38 |
| Gli effetti dei bassi tassi di interesse sulle compagnie italiane | 44 |
| Il rischio di liquidità dei fondi comuni aperti italiani | 46 |
| Le misure macroprudenziali rivolte ai debitori adottate nell'Unione europea | 52 |

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

Il peggioramento del quadro congiunturale internazionale e le tensioni geopolitiche accrescono l'incertezza e i rischi per la stabilità finanziaria.

La forte riduzione dei tassi di interesse a livello globale aumenta la sostenibilità dei debiti e contribuisce a contenere la crescita dei rischi macroeconomici; può tuttavia indurre gli investitori a ricercare maggiori rendimenti in attività rischiose e incentivare l'accumulazione di livelli eccessivi di debito. Una fase prolungata di bassi tassi può comprimere la redditività delle banche e delle compagnie di assicurazione.

Nell'area dell'euro la crescita si è indebolita e si sono accentuati i rischi di un calo dell'inflazione; conseguentemente il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un ampio pacchetto di misure espansive. Tra queste vi sono provvedimenti per attenuare l'impatto sulla redditività degli intermediari derivante dalla nuova riduzione del tasso di interesse, già negativo, applicato ai depositi presso la banca centrale.

Le banche europee stanno proseguendo il graduale rafforzamento dei bilanci e il settore è nel complesso solido, anche se permangono casi di vulnerabilità. La redditività rimane bassa e le quotazioni azionarie sono molto contenute rispetto ai valori di bilancio, in particolare per gli intermediari di maggiore dimensione e complessità. In diversi paesi sono aumentati i rischi che derivano da una possibile sopravvalutazione delle quotazioni immobiliari e dall'indebitamento delle famiglie.

In Italia i rischi per la stabilità finanziaria si sono leggermente attenuati negli ultimi mesi, in seguito al calo dei premi per il rischio sovrano. Il deterioramento del quadro macroeconomico e l'elevato debito pubblico continuano a rappresentare elementi di forte vulnerabilità ed

espongono l'intera economia ai rischi connessi con un riacutizzarsi delle tensioni sui mercati.

La debolezza del ciclo economico incide negativamente sulla redditività delle imprese, ma gli effetti sfavorevoli sulla capacità di rimborso dei debiti sono mitigati dal basso livello dei tassi di interesse. Il settore delle famiglie resta solido. La flessione dei tassi di interesse incrementa il valore delle attività nel portafoglio e riduce gli oneri per il servizio del debito. Secondo i nostri modelli la quota di debito riconducibile alle imprese e alle famiglie finanziariamente vulnerabili aumenterebbe solo in caso di eventi macroeconomici particolarmente avversi.

Continua la riduzione della rischiosità degli attivi delle banche italiane, attraverso la cessione dei crediti deteriorati e politiche di erogazione dei prestiti molto selettive. Con l'attenuarsi delle tensioni sul debito sovrano gli intermediari hanno ripreso a vendere titoli pubblici. Il calo dei premi per il rischio ha favorito il collocamento di obbligazioni sui mercati internazionali a costi contenuti, benché ancora superiori a quelli sostenuti dalle banche degli altri principali paesi dell'area dell'euro. Prosegue, seppure gradualmente, il rafforzamento patrimoniale; va intensificato per alcuni intermediari di minore dimensione. Il costo medio della raccolta è prossimo allo zero e ulteriori cali dei tassi potrebbero avere effetti sulla redditività più marcati rispetto al passato.

Gli indicatori di solvibilità e la redditività delle compagnie di assicurazione italiane sono migliorati, in seguito alla riduzione del rischio sovrano. L'allineamento tra la durata finanziaria delle attività e quella delle passività rende i bilanci delle assicurazioni italiane meno esposti, rispetto a quelli delle compagnie di altri paesi europei, ai rischi derivanti da un periodo prolungato di tassi di interesse molto bassi. Un acutizzarsi di questo scenario potrebbe però rendere più onerosa

l'offerta di polizze vita rivalutabili, con conseguenze negative sulla redditività delle assicurazioni.

In Italia il settore dei fondi comuni ha raggiunto dimensioni rilevanti, anche se la forte crescita

degli anni passati sembra essersi arrestata. I rischi che derivano dagli investimenti dei fondi aperti in attività poco liquide sono limitati a comparti che rappresentano una quota molto contenuta dell'industria.

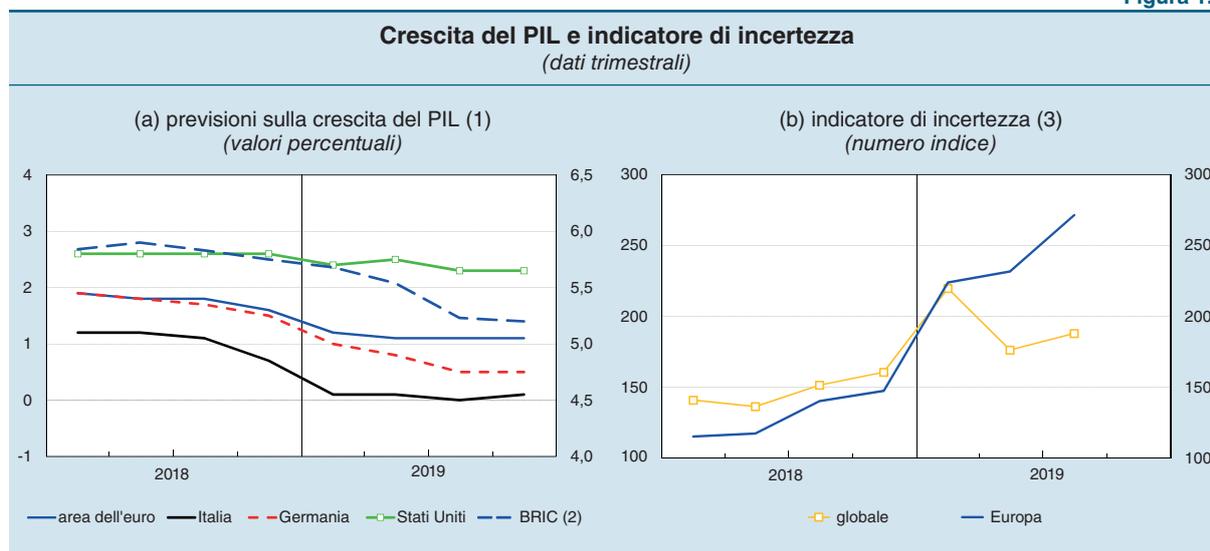
1 I RISCHI MACROECONOMICI

1.1 I RISCHI MACROECONOMICI

I rischi globali e dell'area dell'euro

Il peggioramento del quadro congiunturale a livello globale e le tensioni geopolitiche accrescono i rischi per la stabilità finanziaria (fig. 1.1).

Figura 1.1

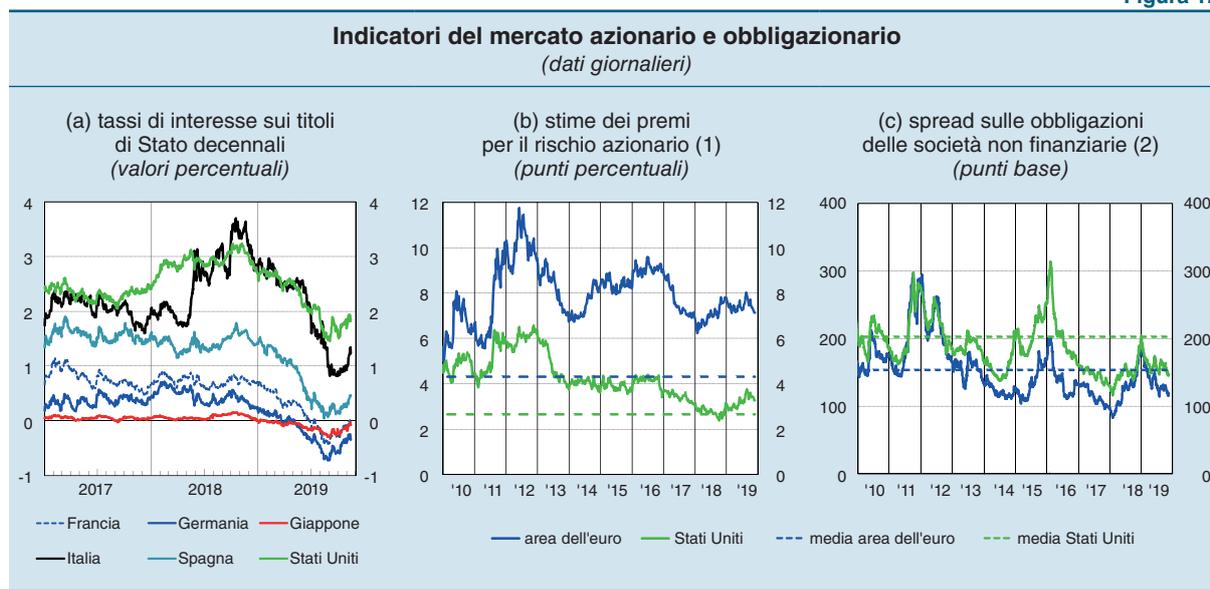


Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics e *world uncertainty index*.

(1) Previsioni per il 2019 formulate nel mese finale del trimestre. I dati relativi al 4° trimestre del 2019 si riferiscono al mese di ottobre. – (2) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India e Cina (BRIC), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL nel 2018. Scala di destra. – (3) *World uncertainty index* globale ed europeo costruito in funzione del numero di volte in cui il termine “incertezza” appare all’interno dei report trimestrali della Economist Intelligence Unit. Valori più elevati dell’indice sono associati a condizioni di incertezza crescente. I dettagli metodologici e l’esatta definizione delle aree geografiche sono disponibili in H. Ahir, N. Bloom e D. Furceri, *The world uncertainty index*, ottobre 2018.

Le controversie commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina e i rischi che le posizioni protezionistiche si inaspriscano anche in altre aree geografiche hanno ripercussioni negative sui flussi commerciali, sulle prospettive di crescita e sul clima di fiducia degli investitori. Un aumento della probabilità di un esito negativo dei negoziati tra i due paesi potrebbe avere impatti avversi sui mercati finanziari e valutari globali e innescare deflussi di capitale dalle economie emergenti, soprattutto da quelle con elevati debiti in valuta estera, come è successo lo scorso agosto.

L’orientamento più espansivo delle principali banche centrali, indotto dal peggioramento del quadro macroeconomico e dalla bassa inflazione, ha favorito una forte discesa dei tassi di interesse a lungo termine sui titoli di Stato (fig. 1.2.a) e ha sostenuto i corsi delle azioni e delle obbligazioni private. Il basso livello raggiunto dai tassi di interesse a livello globale aumenta la sostenibilità dei debiti e contribuisce a contenere



Fonte: Bloomberg, ICE Bank of America Merrill Lynch e Refinitiv.

(1) Per gli indici azionari Datastream EMU Total Market (area dell'euro) e S&P 500 (Stati Uniti) 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 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 dal 2000 al 2019.

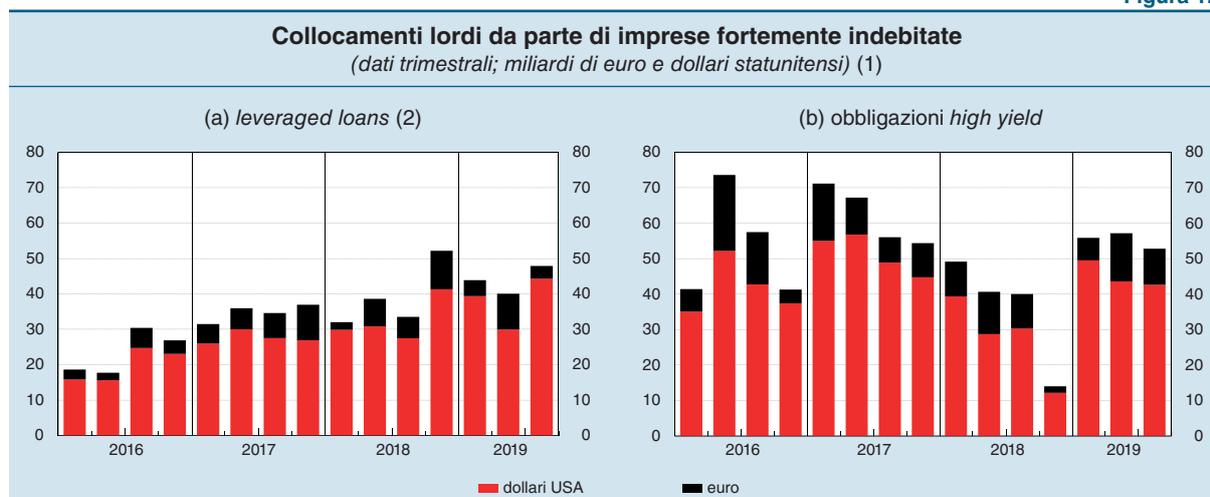
la crescita dei rischi macroeconomici e la volatilità dei mercati. Può tuttavia indurre gli investitori a ricercare maggiori rendimenti in attività rischiose e incentivare l'accumulazione di livelli eccessivi di debito. Una fase prolungata di bassi tassi di interesse tende a comprimere la redditività di banche e assicurazioni.

Nei mercati azionari dei principali paesi avanzati non emergono segnali evidenti di sopravvalutazione: i premi per il rischio sono superiori alla loro media di lungo periodo, soprattutto nell'area dell'euro (fig. 1.2.b). Nel comparto delle obbligazioni private gli spread rispetto ai titoli di Stato sono invece scesi a livelli molto bassi (fig. 1.2.c) e potrebbero essere soggetti a repentini rialzi a fronte di eventi inattesi. Nelle maggiori economie, l'ampio divario fra il costo del capitale di rischio e quello del debito continua a favorire i riacquisti di azioni proprie finanziati con l'emissione di obbligazioni da parte delle società quotate; per alcune di queste ultime ciò potrebbe determinare una composizione delle passività eccessivamente sbilanciata verso il debito.

Il collocamento di obbligazioni *high yield* e di *leveraged loans* (strumenti di debito emessi da imprese fortemente indebitate, diffusi in particolare negli Stati Uniti) prosegue a ritmi elevati (fig. 1.3). Le operazioni sono caratterizzate da clausole di protezione dei creditori più deboli rispetto al passato¹. Una porzione significativa delle emissioni viene acquistata da fondi comuni ed *exchange-traded funds* (ETF), che offrono ai propri sottoscrittori la possibilità di riscattare le quote di partecipazione in tempi brevi, nonostante la liquidità delle attività detenute in portafoglio sia bassa e soggetta a repentini deterioramenti. Ciò li espone al rischio di non poter soddisfare tempestivamente flussi consistenti di riscatti, come è avvenuto in giugno per due fondi europei specializzati nell'acquisto di obbligazioni ad alto rendimento e altre attività illiquide, con effetti potenzialmente destabilizzanti in periodi di stress sui mercati.

Attorno alla metà di settembre si sono verificate tensioni nel mercato monetario statunitense, con ampi aumenti dei tassi overnight sui prestiti collateralizzati. Vi avrebbero contribuito sia fattori temporanei, tra cui alcune scadenze fiscali, sia strutturali, come la domanda elevata e poco elastica di riserve da parte del settore bancario

¹ Per maggiori dettagli, cfr. FMI, *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*, ottobre 2019.



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Valori nominali dei leveraged loans e delle obbligazioni high yield emessi nel trimestre e denominati in dollari statunitensi o in euro. Gli strumenti denominati in dollari statunitensi sono emessi prevalentemente da imprese domiciliate negli Stati Uniti, quelli in euro da imprese dell'area dell'euro. – (2) I dati si riferiscono ai leveraged loans censiti da Refinitiv come prestiti istituzionali a termine.

e la riduzione della dimensione del bilancio della Riserva federale. Quest'ultima è intervenuta espandendo la liquidità sino a riportare i tassi di mercato monetario su livelli compatibili con i tassi di riferimento della politica monetaria. Le tensioni hanno messo in luce i rischi legati al ridimensionamento dei bilanci delle banche centrali in un contesto di elevata incertezza sulla domanda di riserve da parte del settore bancario.

Il rallentamento globale e la contrazione del commercio internazionale pesano sull'attività economica dell'area dell'euro, dove la crescita si è indebolita e i rischi di un calo dell'inflazione si sono acuiti. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha adottato in settembre un ampio pacchetto di misure espansive (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel settembre 2019*, in *Bollettino economico*, 4, 2019): il tasso sui depositi presso l'Eurosistema è stato ridotto ed è stata annunciata la ripresa degli acquisti netti nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP). Sono state inoltre modificate le condizioni applicate alla nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) decise nel marzo di quest'anno² ed è stato introdotto un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve bancarie al fine di attenuare l'impatto sulla redditività degli intermediari del tasso di interesse negativo applicato ai depositi presso la banca centrale³.

Le principali banche europee hanno proseguito la riduzione dei crediti deteriorati nei bilanci e sono nel complesso solide⁴. Permangono tuttavia casi di vulnerabilità, segnalati anche dall'elevata dispersione dei premi sui credit default swap (CDS). La redditività continua a rimanere mediamente bassa ed eterogenea

² Il tasso di interesse per ciascuna operazione è pari al tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema per la durata dell'operazione; se i prestiti concessi dalle banche saranno superiori a un valore di riferimento precedentemente fissato, le TLTRO3 beneficeranno di un tasso di interesse inferiore, che potrà essere ridotto fino a un livello pari al tasso medio sulla *deposit facility* per la durata dell'operazione. La durata è stata inoltre allungata da due a tre anni ed è stata introdotta la possibilità di rimborsi volontari anticipati.

³ Il nuovo sistema esclude dal pagamento del tasso negativo sui depositi una quota delle riserve in eccesso detenute dalle banche. L'ammontare massimo di riserve a cui si applica l'esenzione è fissato in sei volte il requisito di riserva obbligatoria minima per ciascuna banca; il tasso di remunerazione della quota esente è pari allo zero per cento. Il nuovo sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve bancarie è entrato in vigore a partire dal periodo di mantenimento iniziato il 30 ottobre.

⁴ BCE, *Financial Stability Review*, maggio 2019.

tra paesi. Le differenze sono riconducibili sia a fattori strutturali sia alle condizioni cicliche, tra cui il diverso andamento dei mercati immobiliari (cfr. il riquadro: *Ciclo immobiliare e redditività bancaria*).

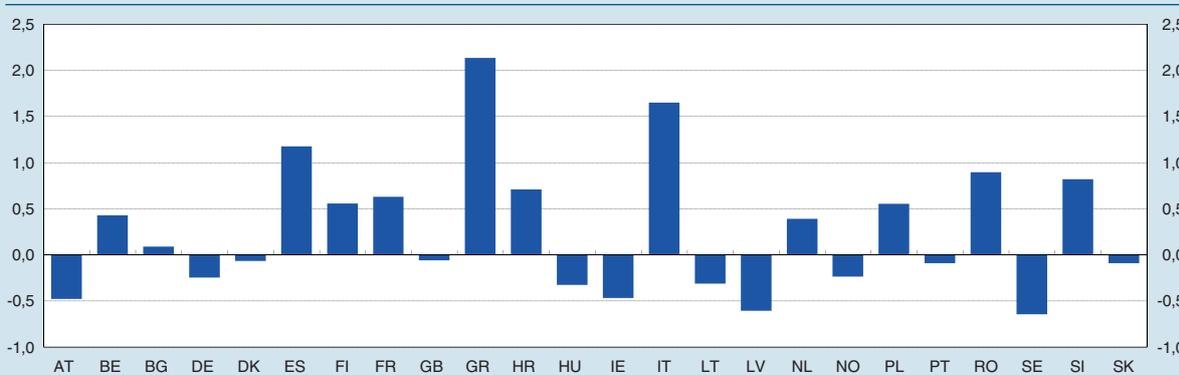
CICLO IMMOBILIARE E REDDITIVITÀ BANCARIA¹

L'andamento dei prezzi degli immobili è tra i fattori ciclici individuati dalla letteratura che influenzano i profitti bancari. Mercati immobiliari in crescita generano domanda di credito, direttamente per finanziare le transazioni e in modo indiretto per l'espansione del comparto delle costruzioni. La crescita del valore degli immobili si riflette inoltre su quella del valore delle garanzie e riduce le perdite sulle insolvenze.

Un'analisi svolta su 24 paesi europei nel periodo 2010-18 mostra che l'andamento dei prezzi degli immobili ha avuto effetti rilevanti sulla redditività degli intermediari². In questo periodo circa un quarto (1,2 punti percentuali) della differenza tra il rendimento del capitale (*return on equity*, ROE) medio delle banche residenti nei paesi dove la crescita dei prezzi degli immobili è stata particolarmente elevata e quello delle banche degli altri paesi è riconducibile al diverso andamento dei mercati immobiliari nazionali³. Sulla base di questa stima, tra il 2010 e il 2018 il ROE medio delle banche italiane sarebbe stato più elevato di circa 1,6 punti percentuali se il tasso medio di crescita annuale dei prezzi degli immobili residenziali in Italia fosse stato pari al valore mediano dei paesi analizzati (l'1,8 per cento, contro il -3,4 per cento effettivamente registrato). L'impatto di una crescita dei prezzi degli immobili in linea con la mediana dei paesi considerati sarebbe stato positivo ed elevato anche in Grecia e in Spagna, mentre in Austria e in Svezia il ROE medio sarebbe stato inferiore di circa mezzo punto percentuale (figura).

Figura

Impatto controfattuale sul ROE medio nel periodo 2010-18 (1)
(dati annuali; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati SNL Financial e BRI.

(1) Variazioni del ROE medio controfattuale rispetto al ROE medio osservato nel periodo 2010-18 per il sistema bancario di ogni paese incluso nel campione. La stima del controfattuale è ottenuta ipotizzando che la crescita del mercato immobiliare in ogni paese sia uguale alla mediana del campione. Sigle internazionali dei paesi: AT=Austria; BE=Belgio; BG=Bulgaria; DE=Germania; DK=Danimarca; ES=Spagna; FI=Finlandia; FR=Francia; GB=Regno Unito; GR=Grecia; HR=Croazia; HU=Ungheria; IE=Irlanda; IT=Italia; LT=Lituania; LV=Lettonia; NL=Paesi Bassi; NO=Norvegia; PL=Polonia; PT=Portogallo; RO=Romania; SE=Svezia; SI=Slovenia; SK=Slovacchia.

L'analisi mostra anche che, nonostante i crescenti rischi posti da una potenziale inversione del ciclo immobiliare, la patrimonializzazione delle banche non è aumentata in risposta al rapido incremento dei

¹ A cura di Raffaele Gallo e Francesco Palazzo.

² R. Gallo e F. Palazzo, *A note on the effects of residential property price growth on bank profitability*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, di prossima pubblicazione.

³ Il ROE medio nel periodo 2010-18 è stato pari al 6,5 e all'1,6 per cento rispettivamente nel primo e nel secondo gruppo di paesi.

di diversità o da un indice di concentrazione⁴ – e la valutazione di mercato delle banche europee, controllando per altri fattori individuati come rilevanti nella letteratura⁵, quali la redditività, l'efficienza operativa, la qualità del credito, l'opacità degli attivi⁶ e la dimensione.

La relazione è particolarmente negativa per gli intermediari di maggiore dimensione e complessità, tra cui le banche a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Banks*, G-SIB; figura). Una riduzione della diversificazione degli attivi pari a una deviazione standard dell'indice di diversità causerebbe un aumento del PTB di 0,06, pari al 7 per cento del valore medio del campione. Risultati dello stesso ordine di grandezza si ottengono utilizzando l'indice di concentrazione. La relazione negativa tra il PTB e l'indice di diversità è confermata anche restringendo l'analisi agli intermediari italiani.

⁴ L'indice di diversità degli attivi è calcolato come $1 - |(\text{prestiti netti} - \text{altre attività})| / \text{attività totali}$, dove: "prestiti netti" sono i prestiti al netto delle rettifiche, "altre attività" includono titoli e investimenti, "attività totali" sono la somma dei prestiti netti e altre attività. L'indice di concentrazione è calcolato come $1 - \text{HHI}$, dove HHI è l'indice di Herfindahl normalizzato. Questi indici assumono valori compresi tra 0 e 1, indicando un grado crescente di diversificazione.

⁵ B. Bogdanova, I. Fender e E. Takats, *The ABCs of bank PBRs*, "BIS Quarterly Review", marzo 2018.

⁶ L'opacità degli attivi è definita come la quota delle attività, diverse dai prestiti, valutate ai livelli 2 e 3 della gerarchia del *fair value*, ossia non quotate in mercati attivi.

La scarsa redditività delle banche europee costituisce una fonte di vulnerabilità, soprattutto in un contesto di progressivo aumento delle pressioni competitive da parte di intermediari innovativi (società FinTech). A livello globale è crescente l'attenzione delle autorità nei confronti degli *stablecoins*, criptoattività le cui oscillazioni di prezzo sono molto contenute. Gli *stablecoins* non sono assimilabili alla moneta legale e la loro diffusione, ancora assai ridotta in Italia, può comportare rischi per gli utilizzatori e per la stabilità finanziaria (cfr. il riquadro: *Gli stablecoins e la stabilità finanziaria*).

GLI STABLECOINS E LA STABILITÀ FINANZIARIA¹

Gli *stablecoins* sono una categoria di criptoattività² le cui oscillazioni di prezzo sono molto contenute (figura, pannello a); possono essere classificati in due principali tipologie, distinte in base alla modalità utilizzata per stabilizzarne il valore³: gli *stablecoins* il cui prezzo è collegato al valore di un portafoglio di attività⁴ (*asset-pegged stablecoins*) e quelli il cui prezzo è stabilizzato attraverso regole automatiche che adeguano l'offerta dello strumento alle variazioni della domanda (*algorithmic stablecoins*).

Di recente sono state avviate sperimentazioni da parte di grandi aziende tecnologiche e finanziarie per lo sviluppo di *stablecoins* utilizzabili a livello globale che potrebbero ampliare considerevolmente la

¹ A cura di Nicola Branzoli.

² Le criptoattività sono attività di natura digitale il cui trasferimento è basato sull'uso della crittografia e della *distributed ledger technology* (cfr. il riquadro: *La diffusione delle criptoattività e le implicazioni per la stabilità finanziaria*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018).

³ Il termine *stablecoin* identifica un fenomeno in fase di sviluppo, privo di una definizione concordata e di una classificazione armonizzata a livello internazionale. Il valore delle attività potrebbe inoltre non essere effettivamente stabile e comportare rischi simili a quelli di altre criptoattività.

⁴ Il paniere può essere costituito da attività finanziarie (come depositi bancari e obbligazioni pubbliche), da attività reali (come le materie prime) o da altre criptoattività. La volatilità del tasso di cambio degli *asset-pegged stablecoins* rispetto alla valuta o al paniere di valute di riferimento dipende dalla volatilità del valore delle attività incluse nel paniere. Questa caratteristica ha indotto alcuni esperti ad avanzare l'ipotesi che gli *stablecoins* possano essere assimilati a quote di fondi comuni di investimento utilizzabili come strumento di pagamento.

Mercato degli *stablecoins*

diffusione di questi strumenti. Attualmente si hanno informazioni su 24 *stablecoins*⁵, con un controvalore totale di circa 5 miliardi di euro (figura, pannello b), per la quasi totalità collegato a un portafoglio di attività. Gli *stablecoins* il cui prezzo è mantenuto stabile rispetto al valore del dollaro costituiscono il 94,1 per cento della capitalizzazione complessiva del mercato. La restante quota è mantenuta stabile rispetto a un paniere di valute (5,2 per cento) o all'euro (0,7 per cento; figura, pannello c). In Italia operano alcune piattaforme online attraverso cui è possibile acquistare e vendere questi strumenti.

Gli *stablecoins* possono contribuire a diminuire alcune inefficienze dei sistemi di pagamento, limitando i tempi e i costi dell'esecuzione e del regolamento dei pagamenti transfrontalieri. La loro diffusione comporta tuttavia potenziali rischi per la stabilità finanziaria⁶. Gli *asset-pegged stablecoins* sono caratterizzati dagli stessi rischi di credito, di liquidità e di mercato delle attività che ne garantiscono il valore, mentre gli *algorithmic stablecoins* sono esposti ai pericoli legati a un possibile malfunzionamento delle regole utilizzate per la loro stabilizzazione. Questi rischi potrebbero avere conseguenze sistemiche se gli *stablecoins* diventassero uno strumento di pagamento diffuso e un numero elevato di operatori dovesse subire perdite rilevanti a seguito di una loro svalutazione. Elevate richieste di rimborso da parte dei detentori di *stablecoins* potrebbero creare rischi per la stabilità finanziaria analoghi a quelli derivanti dall'attività dei fondi comuni aperti (cfr. il riquadro: *I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi comuni aperti*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017).

L'eventuale diffusione globale di questi strumenti richiede un coordinamento internazionale tra le autorità per la definizione di presidi regolamentari uniformi. Alla luce dei possibili benefici, ma anche delle numerose incertezze riguardanti gli impatti di tali strumenti sul sistema finanziario e della potenziale rapidità di sviluppo di questo mercato⁷, il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial

⁵ Si stima che esistano inoltre almeno 30 *stablecoins* in fase di sviluppo; cfr. anche D. Bullmann, J. Klemm e A. Pinna, *In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?*, European Central Bank, Occasional Paper Series, 230, 2019.

⁶ Per una trattazione dei rischi legati alla diffusione degli *stablecoins*, cfr. G7 Working Group on Stablecoins, *Investigating the impact of global stablecoins*, ottobre 2019.

⁷ Per maggiori dettagli, cfr. G7 Working Group on Stablecoins, 2019, op. cit.

Stability Board, FSB) e gli altri organismi preposti alla definizione di principi internazionali per il settore finanziario stanno valutando se gli standard esistenti possano essere applicati agli *stablecoins*. Il Consiglio presenterà una relazione finale ai Ministri delle finanze del G20 e ai Governatori delle banche centrali nel luglio 2020⁸. La Banca d'Italia contribuisce ai lavori del Consiglio e degli altri organismi internazionali e sta avviando attività per il controllo della diffusione di queste attività nel nostro paese.

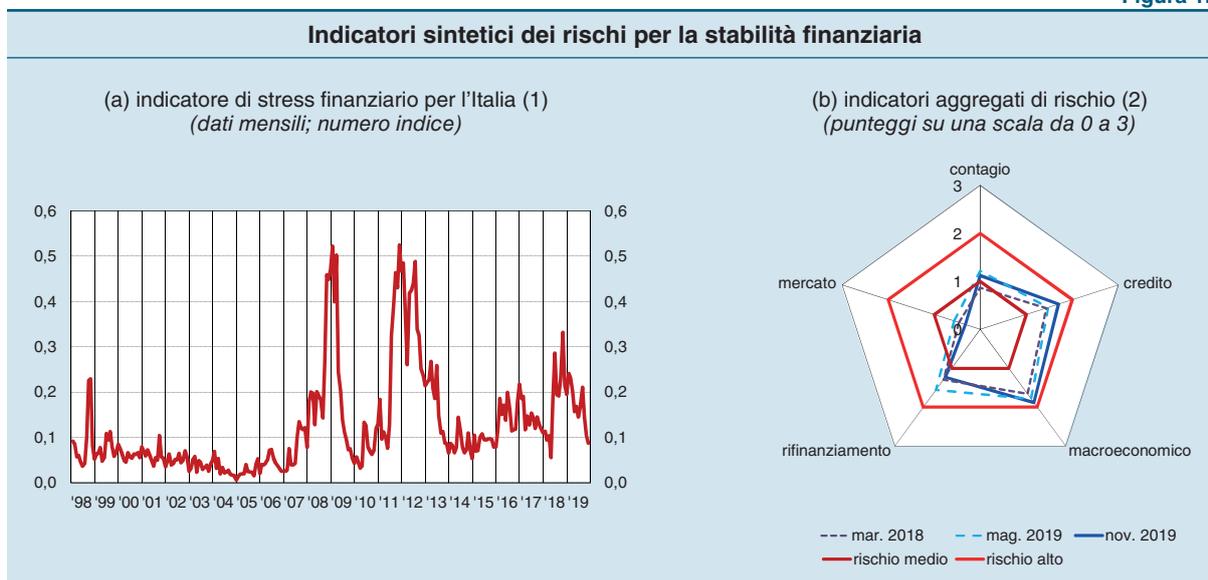
⁸ Cfr. sul sito dell'FSB: *FSB Chair's letter to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors: October 2019*, 13 ottobre 2019.

Permane l'incertezza connessa con l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit), pur se attenuata dall'intesa raggiunta tra le parti il 17 ottobre e dalla proroga concessa dal Consiglio europeo (fino al 31 gennaio 2020) per completare il recesso. L'iter di ratifica del nuovo accordo da parte del Parlamento britannico rimane incerto: è infatti sospeso e riprenderà soltanto dopo le elezioni politiche del 12 dicembre. L'Unione europea e gli Stati membri, tra cui l'Italia, hanno comunque adottato già da tempo 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 del Regno Unito⁵.

La condizione macrofinanziaria dell'Italia

Negli ultimi sei mesi i rischi per la stabilità finanziaria in Italia si sono lievemente ridotti, in seguito all'attenuazione delle tensioni sul mercato dei titoli pubblici e del miglioramento delle condizioni del mercato obbligazionario privato. L'indicatore di stress finanziario è diminuito, riportandosi sui livelli osservati nei primi mesi del 2018 (fig. 1.4.a) e ben al di sotto di quelli raggiunti nelle fasi di maggiore

Figura 1.4



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) L'indicatore varia tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). 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. – (2) Gli indicatori aggregati sono basati sul quadro analitico dei rischi descritto in F. Venditti, F. Columba e A.M. Sorrentino, *A risk dashboard for the Italian economy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 425, 2018. Valori compresi tra 0 e 1 indicano un livello di rischio basso; tra 1 e 2 un livello medio; tra 2 e 3 un rischio elevato.

⁵ In Italia è stato emanato il DL 22/2019, successivamente convertito dalla L. 41/2019, 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 e assicura la tutela della clientela.

tensione. Le ripercussioni sull'economia reale dello stato di stress del sistema finanziario dovrebbero pertanto essere limitate (cfr. il riquadro: *Le condizioni finanziarie e la crescita economica in Italia*).

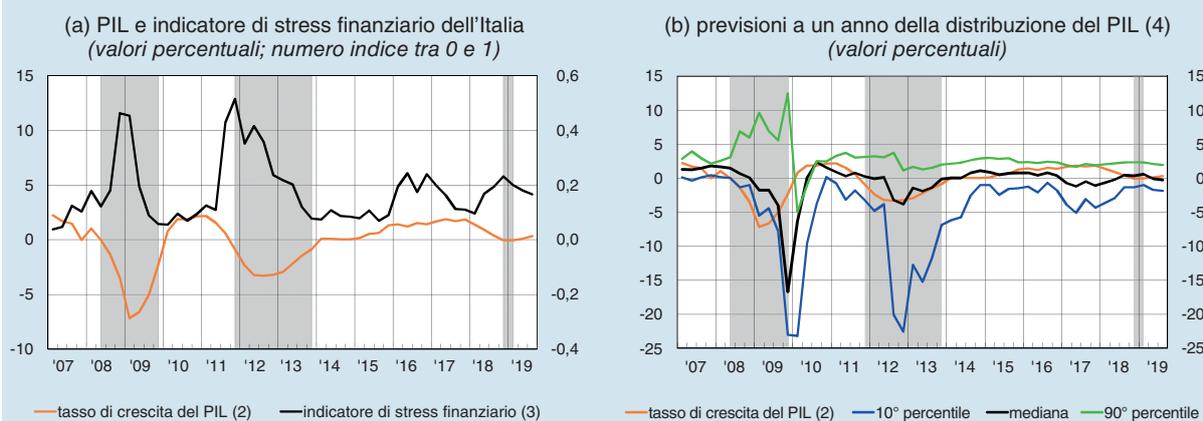
LE CONDIZIONI FINANZIARIE E LA CRESCITA ECONOMICA IN ITALIA¹

Diversi studi empirici recenti, i cui risultati sono utilizzati anche dalle istituzioni internazionali², stimano la distribuzione di probabilità della crescita futura in funzione del valore corrente delle variabili di natura economica e finanziaria (modelli di *growth at risk*).

Un'analisi sull'Italia della relazione tra condizioni finanziarie e crescita economica mostra che nel nostro paese, come negli Stati Uniti, il nesso tra mercati finanziari e attività economica è asimmetrico e non lineare³: la correlazione è modesta nelle fasi di stabilità economica, mentre repentini aumenti degli indicatori di stress finanziario – come ad esempio quelli osservati durante la grande crisi globale del 2007-08 e quella del debito sovrano del 2011-12 – sono seguiti da un forte rallentamento dell'attività economica (figura, pannello a). Sfruttare questa regolarità per formulare previsioni in tempo reale sull'andamento del ciclo economico è tuttavia complesso. Le previsioni puntuali sono infatti caratterizzate da elevata varianza e tendono a sovrastimare l'entità delle contrazioni nelle fasi di elevata incertezza (figura, pannello b).

Figura

Relazione tra le condizioni finanziarie e la crescita economica in Italia (1)
(dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv e Istat.

(1) L'area di colore grigio rappresenta i momenti in cui il tasso di crescita del PIL ha assunto valori negativi per almeno due periodi consecutivi. Il dato del 3° trimestre 2019 del tasso di crescita del PIL è basato sulla stima preliminare fornita dall'Istat. – (2) Variazione percentuale rispetto al trimestre corrispondente dell'anno precedente. Valori concatenati; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (3) Il campo di variazione dell'indice è compreso tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). Scala di destra. – (4) Le previsioni sono state effettuate con un orizzonte di un anno rispetto al trimestre riportato sull'asse orizzontale.

In base a tali risultati, le previsioni ottenute attraverso questi modelli non sono al momento adeguate per essere utilizzate direttamente e isolatamente per l'attivazione o la calibrazione delle politiche macroprudenziali nel nostro paese. Gli indicatori delle condizioni finanziarie forniscono tuttavia utili informazioni qualitative per una valutazione articolata dei rischi sistemici.

¹ A cura di Leonardo Del Vecchio e Arianna Miglietta.

² FMI, *Global Financial Stability Report. Is Growth at Risk?*, ottobre 2017; BCE, *Financial Stability Review*, maggio 2018.

³ P. Alessandri, L. Del Vecchio e A. Miglietta, *Financial conditions and growth at risk in Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1242, 2019.

Il deterioramento del quadro macroeconomico rappresenta un elemento di forte vulnerabilità per il sistema finanziario italiano (fig. 1.4.b). Secondo gli operatori professionali censiti in ottobre da Consensus Economics, il PIL dovrebbe ristagnare nell'anno in corso e crescere dello 0,4 per cento nel 2020.

L'indebolimento dell'attività economica si riflette sul ciclo finanziario: i prestiti alle famiglie aumentano a tassi contenuti e quelli alle imprese sono in flessione (cfr. il par. 1.2). 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 *credit-to-GDP gap* resterà molto negativo (fig. 1.5).

La persistenza di un ciclo finanziario debole comporta rischi per la stabilità finanziaria nel medio periodo: incide negativamente sulla redditività delle banche⁶ e, in presenza di condizioni di offerta accomodanti, può contribuire al calo dei premi per il rischio richiesti dagli investitori, favorendo situazioni di allocazione inefficiente del credito.

Rispetto alla fine di aprile il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato a dieci anni italiani e quelli tedeschi si è ridotto, passando da 240 a circa 160 punti base, un valore comunque ancora superiore a quello degli analoghi titoli spagnoli e portoghesi. Sul mercato secondario i rendimenti dei titoli italiani sono attualmente negativi fino alla scadenza a due anni; la quota dei titoli con rendimenti negativi era pari a metà novembre al 21 per cento del totale (11 per cento all'inizio dell'anno)⁷, un livello tuttavia inferiore a quello di Spagna e Portogallo (dove le quote si collocano intorno al 50 per cento).

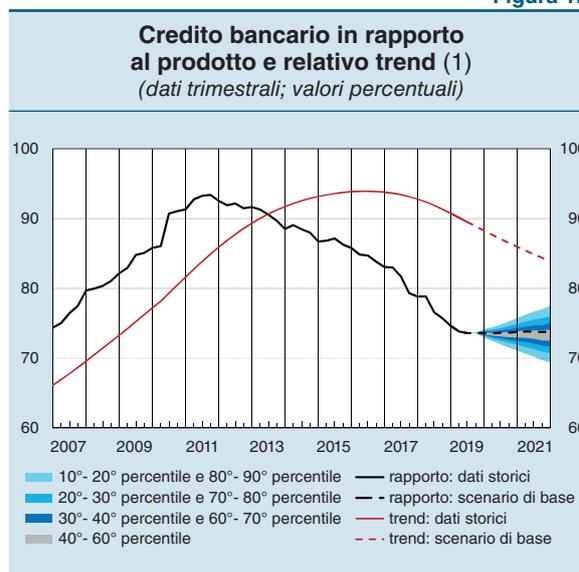
I rialzi dei premi per il rischio sui titoli di Stato italiani registrati in agosto e in novembre indicano che la fiducia degli investitori verso il Paese è ancora fragile. Il livello elevato del debito pubblico continua a rappresentare un fattore rilevante di vulnerabilità dell'Italia e ne accentua l'esposizione a un riaccendersi di tensioni sui mercati finanziari. Il Governo ha recentemente aggiornato le stime e gli obiettivi per i conti pubblici: l'indebitamento netto programmato per il 2020, pari al 2,2 per cento del PIL, è in linea con quello atteso per l'anno in corso; l'incidenza del debito pubblico rispetto al prodotto sarebbe pari al 135,7 per cento nel 2019 (superiore di quasi un punto rispetto a quella del 2018), per poi ridursi di circa mezzo punto percentuale nell'anno successivo. Per conseguire questi obiettivi il Governo ha presentato alla fine di ottobre una manovra di bilancio che determina, nel 2020, un aumento del disavanzo rispetto al tendenziale di poco meno di un punto percentuale del PIL, anche in seguito alla disattivazione delle clausole di salvaguardia⁸. Gli obiettivi del Governo per

⁶ E. Bonaccorsi di Patti e F. Palazzo, *Bank profitability and macroeconomic conditions: are business models different?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 436, 2018.

⁷ Nel calcolo sono esclusi i titoli a tasso variabile e indicizzati all'inflazione, in quanto il loro rendimento non è direttamente comparabile con i titoli a tasso fisso o privi di cedola.

⁸ Tali clausole prevedono aumenti delle aliquote dell'IVA e delle accise.

Figura 1.5



(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.

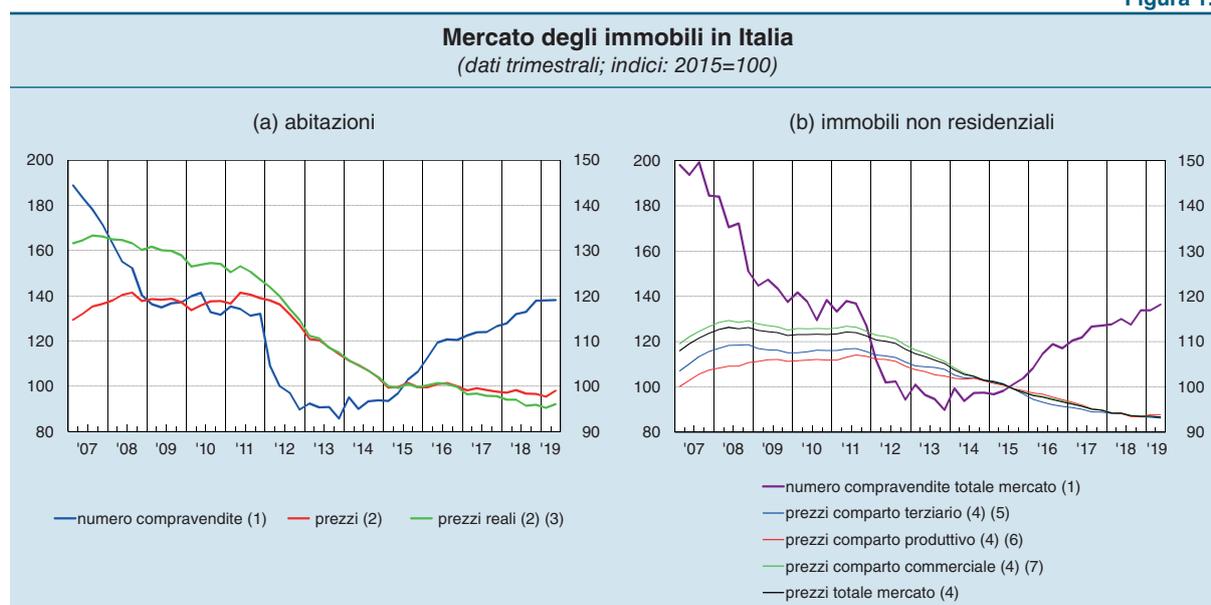
gli anni successivi poggiano ancora in misura rilevante sul gettito derivante da queste clausole⁹, la cui attivazione è stata sempre rinviata negli ultimi anni. Dissipare tempestivamente l'incertezza connessa con il possibile venire meno di quelle entrate rafforzerebbe la fiducia dei mercati sulla credibilità del riequilibrio di bilancio nel medio periodo e contribuirebbe a consolidare il calo del premio per il rischio sovrano¹⁰. Tale calo, se protratto, determinerà una diminuzione della spesa per interessi e, a parità di altre condizioni, favorirà una riduzione dell'incidenza del debito pubblico sul PIL.

I mercati immobiliari

In Europa prosegue la fase espansiva del ciclo immobiliare. Per contenere i rischi che derivano da una possibile sopravvalutazione delle quotazioni immobiliari e dall'elevato o crescente indebitamento delle famiglie, in diversi paesi sono state adottate misure macroprudenziali (cfr. il capitolo 3: *Le misure macroprudenziali*). Il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) ha inviato a undici paesi segnalazioni riguardo le vulnerabilità del loro mercato residenziale o raccomandazioni volte a rafforzare le misure già in vigore o ad attivarne di nuove¹¹.

In Italia il ciclo immobiliare è ancora debole: nella prima metà del 2019 i prezzi hanno continuato a diminuire rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, sia nel mercato residenziale sia in quello non

Figura 1.6



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

(1) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. – (2) Scala di destra. – (3) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (4) 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.

⁹ La mancata attivazione delle clausole di salvaguardia determinerebbe un aumento del disavanzo di 1,0 e di 1,3 punti percentuali del PIL nel 2021 e nel 2022, rispettivamente.

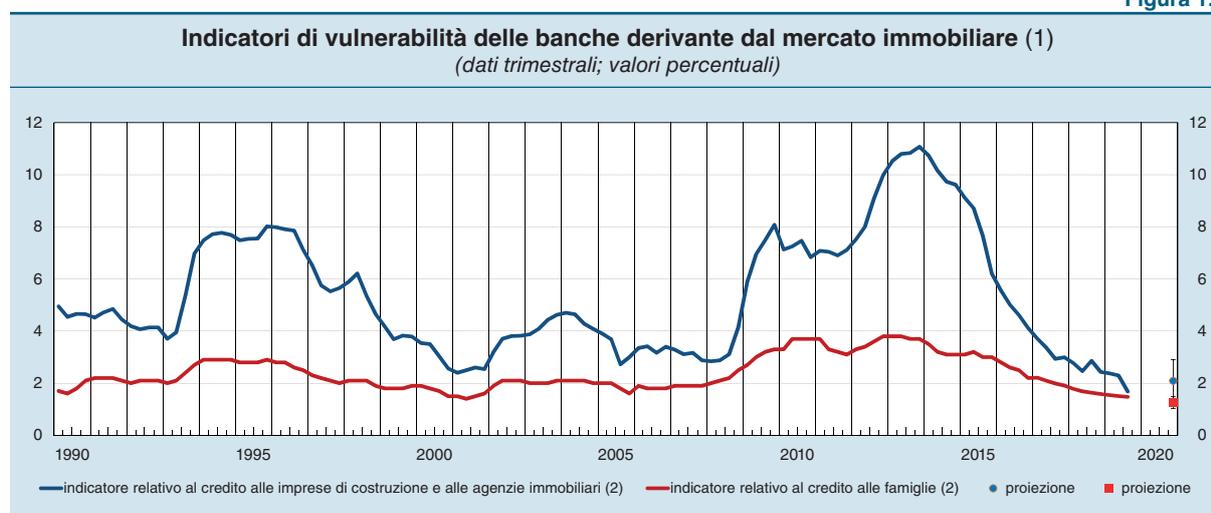
¹⁰ Per maggiori dettagli, cfr. *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2020-2022*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Senato della Repubblica, Roma, 12 novembre 2019.

¹¹ Nel mese di settembre l'ESRB ha reso pubbliche le sue raccomandazioni e segnalazioni. Le prime sono state emesse nei confronti di quei paesi che avevano già ricevuto una segnalazione nel 2016 e le cui vulnerabilità non sono state sufficientemente fronteggiate: Belgio, Danimarca, Finlandia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Svezia. I paesi per i quali sono state invece identificate nuove vulnerabilità hanno ricevuto segnalazioni: Francia, Germania, Islanda, Norvegia e Repubblica Ceca.

residenziale (fig. 1.6). La dinamica dei prezzi delle abitazioni riflette andamenti differenziati a livello territoriale. Le quotazioni sono aumentate moderatamente nelle regioni settentrionali, in particolare in alcune grandi città come Milano e Torino, mentre sono nuovamente scese nel resto del Paese. Secondo nostre stime, la dinamica dei prezzi degli immobili residenziali dovrebbe rimanere debole anche durante il prossimo anno. Nei primi sei mesi del 2019 si è interrotta la crescita delle compravendite di abitazioni in atto da cinque anni; nel settore commerciale è invece proseguita la fase di espansione.

I rischi per le banche derivanti dalle esposizioni verso il settore immobiliare si collocano su livelli contenuti (fig. 1.7). Le nostre proiezioni riferite al quarto trimestre del 2020 indicano un nuovo calo dell'indicatore di vulnerabilità relativo ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e un lieve aumento di quello relativo ai finanziamenti alle imprese di costruzione e alle società immobiliari.

Figura 1.7



(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 4° trimestre 2020 è rappresentata graficamente dal valore mediano e dal 10° e 90° percentile. Per la metodologia, cfr. F. Ciochetti, W. Cornacchia, R. Felici e M. Loberto, *Assessing financial stability risks from the real estate market in Italy*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 323, 2016, e F. Ciochetti 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.

1.2 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

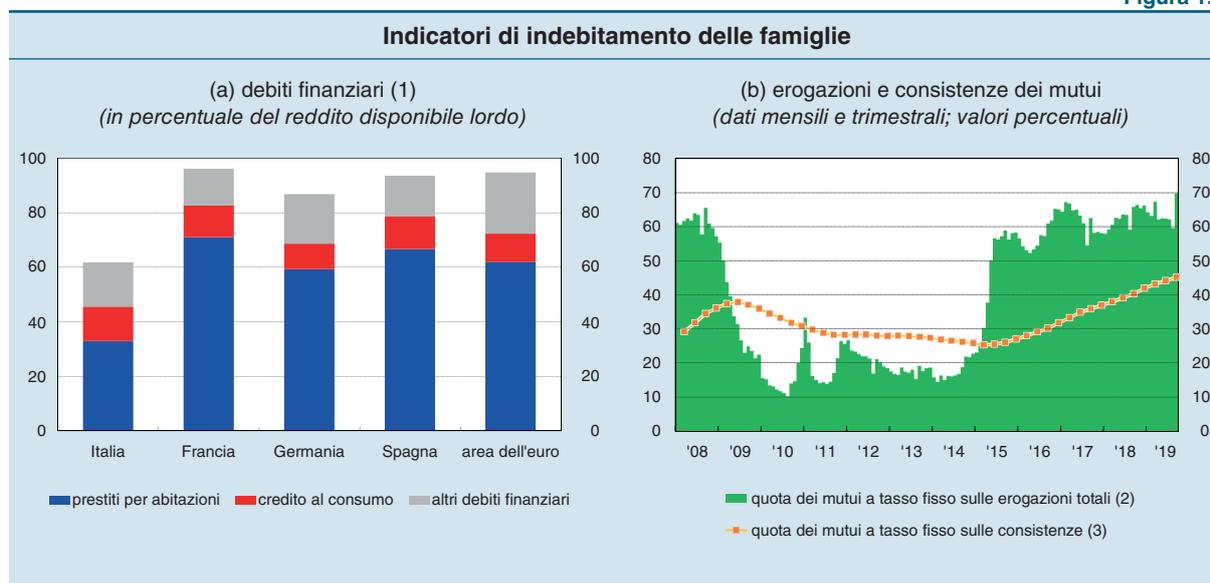
Le famiglie

Le condizioni finanziarie del settore delle famiglie rimangono solide. Nel corso dell'anno il calo dei tassi di interesse ha determinato un incremento del valore delle attività in portafoglio e una riduzione degli oneri sul debito.

La ricchezza finanziaria lorda è aumentata del 2,7 per cento nel primo semestre dell'anno e ha continuato a crescere nei mesi estivi. Gli investimenti delle famiglie si sono indirizzati prevalentemente verso strumenti finanziari caratterizzati da elevata liquidità, quali i depositi bancari e postali.

Prosegue, a tassi moderati, l'incremento dell'indebitamento verso le banche e le società finanziarie specializzate nel credito al consumo (3,5 per cento in settembre rispetto a un anno prima). A fronte di un lieve rallentamento dei mutui, che riflette il debole andamento delle compravendite di abitazioni (cfr. il

Figura 1.8



Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia, BCE per i paesi dell'area dell'euro.

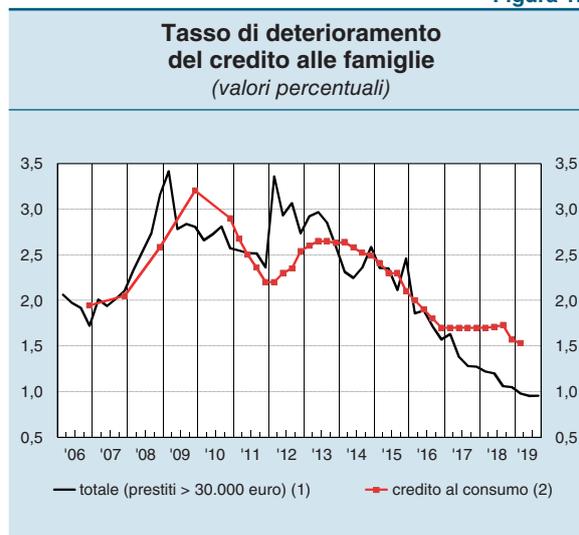
(1) Famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie; i dati sono relativi al mese di giugno 2019. – (2) Famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie; i dati sono riferiti alle nuove operazioni e includono i prestiti a tasso fisso per almeno 10 anni. – (3) Famiglie consumatrici.

par. 1.1), i finanziamenti destinati al consumo hanno accelerato (8,4 per cento). In rapporto al reddito disponibile il debito complessivo delle famiglie italiane resta comunque il più basso tra i principali paesi dell'area dell'euro (fig. 1.8.a).

Nei primi nove mesi dell'anno i tassi sui mutui e quelli sulle operazioni di credito al consumo sono diminuiti rispettivamente di circa 50 e 10 punti base e si collocano su livelli storicamente molto bassi (1,8 e 8,1 per cento in settembre)¹². Per proteggersi dal rischio di un rialzo dei rendimenti di mercato, le famiglie fanno ampio ricorso ai contratti a tasso fisso, che per i mutui hanno riguardato oltre il 60 per cento delle erogazioni nel 2019 e hanno raggiunto il 45 per cento delle consistenze in settembre (dal 25 toccato all'inizio del 2015; fig. 1.8.b).

La flessione dei tassi di interesse ha favorito un ulteriore calo del flusso di crediti deteriorati che, in rapporto ai prestiti, è sceso su livelli ampiamente inferiori a quelli osservati prima della crisi (fig. 1.9).

Figura 1.9



Fonte: Centrale dei rischi e Crif.

(1) Flusso trimestrale di prestiti deteriorati rettificati (scaduti oltre i 90 giorni, altri deteriorati e sofferenze) in rapporto alle consistenze dei prestiti al netto dei deteriorati rettificati alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente. – (2) Flusso annuale del numero di contratti deteriorati (in stato di sofferenza o scaduti oltre i 180 giorni) in rapporto al totale dei contratti non deteriorati esistenti all'inizio di ogni periodo di riferimento.

¹² I tassi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni sono allineati a quelli dell'area dell'euro, mentre quelli sui finanziamenti per scopi di consumo continuano a essere più elevati di circa due punti percentuali.

Secondo le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia basate su uno scenario coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche¹³, alla fine del 2020 la quota di famiglie vulnerabili e l'incidenza dei loro debiti sul totale scenderebbero all'1,8 e al 10,1 per cento, rispettivamente (fig. 1.10). Alla riduzione contribuirebbero la crescita del reddito disponibile e la diminuzione dei tassi di interesse. Nel caso di andamenti macroeconomici più sfavorevoli il debito a rischio raggiungerebbe l'11,0 per cento del totale¹⁴. In uno scenario particolarmente avverso, caratterizzato da variazioni del reddito e dei tassi di interesse superiori a quelle registrate storicamente, le famiglie vulnerabili aumenterebbero al 2,1 per cento e il loro debito salirebbe al 12,2¹⁵, valori comunque al di sotto di quelli osservati tra il 2010 e il 2014.

Le imprese

La debolezza del ciclo economico incide negativamente sulla redditività delle imprese, ma gli effetti sfavorevoli sulla capacità di rimborso dei debiti sono mitigati dal basso livello dei tassi di interesse.

Il reddito operativo delle aziende ha subito una flessione per la prima volta dal 2012, al 7,2 per cento dell'attivo (fig. 1.11.a). Il rapporto resta comunque in linea con gli anni precedenti la crisi. Sulla base del sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia, la quota di aziende che si attende di chiudere in utile l'anno in corso è in calo tra le imprese piccole e medie e nella manifattura. Per il 2020 gli analisti prevedono un aumento dei profitti delle società quotate, la cui entità è però stata progressivamente rivista al ribasso nel corso dell'anno, in particolare per il comparto manifatturiero (fig. 1.11.b).

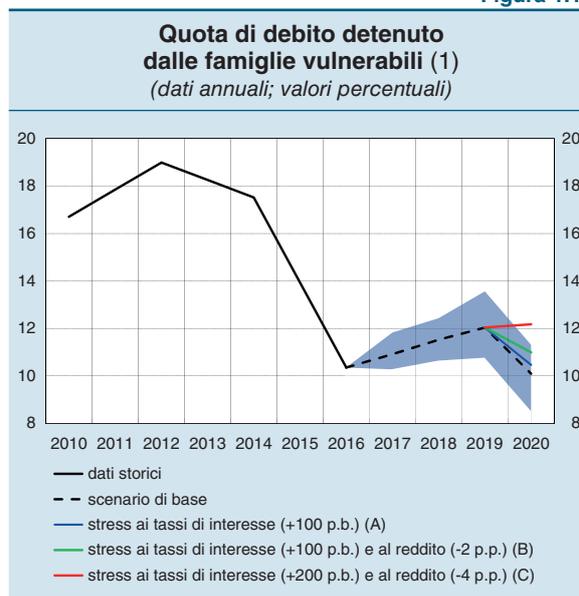
Nel primo semestre è proseguita la riduzione dell'indebitamento. La leva finanziaria, scesa di circa un punto percentuale, rimane tuttavia superiore rispetto a quella dell'area dell'euro (fig. 1.12.a). Al calo, principalmente ascrivibile all'incremento di valore del capitale di rischio, ha contribuito anche la contrazione dei debiti verso le banche (-1,0 per cento su base annua in settembre). L'eterogeneità nella dinamica del credito resta molto elevata: la riduzione si concentra tra le

¹³ Lo scenario di base per il 2020 è caratterizzato, rispetto al 2019, da una maggiore espansione del reddito nominale disponibile e dei mutui, da una crescita del credito al consumo lievemente inferiore e da una riduzione dei tassi di interesse. Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. C.A. Attinà, F. Franceschi e V. Michelangeli, *Modelling households' financial vulnerability with consumer credit and mortgage renegotiations*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 531, 2019.

¹⁴ Rispetto allo scenario di base si assumono 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).

¹⁵ Rispetto allo scenario di base si assumono un rialzo dei tassi di interesse di 200 punti base e una flessione del tasso di crescita del reddito nominale di 4 punti percentuali.

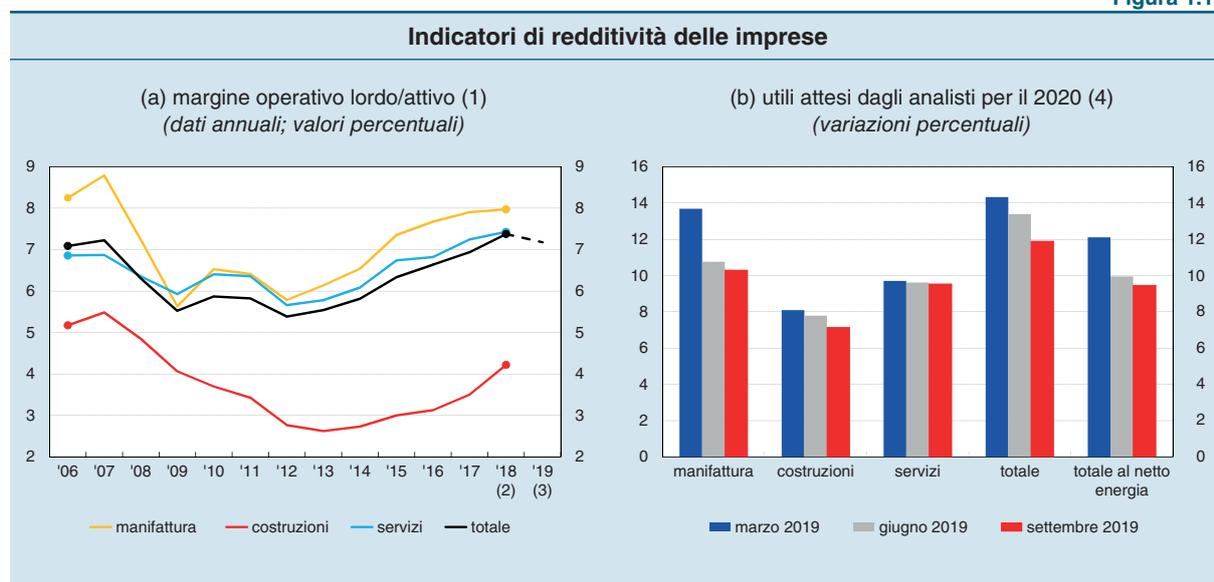
Figura 1.10



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 2020: (A) l'Euribor a 3 mesi, l'interest rate swap (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.

aziende più rischiose, mentre la crescita prosegue tra le società finanziariamente solide di maggiore dimensione (fig. 1.12.b). Il costo dei nuovi finanziamenti, in diminuzione negli ultimi mesi, si colloca su livelli storicamente contenuti.

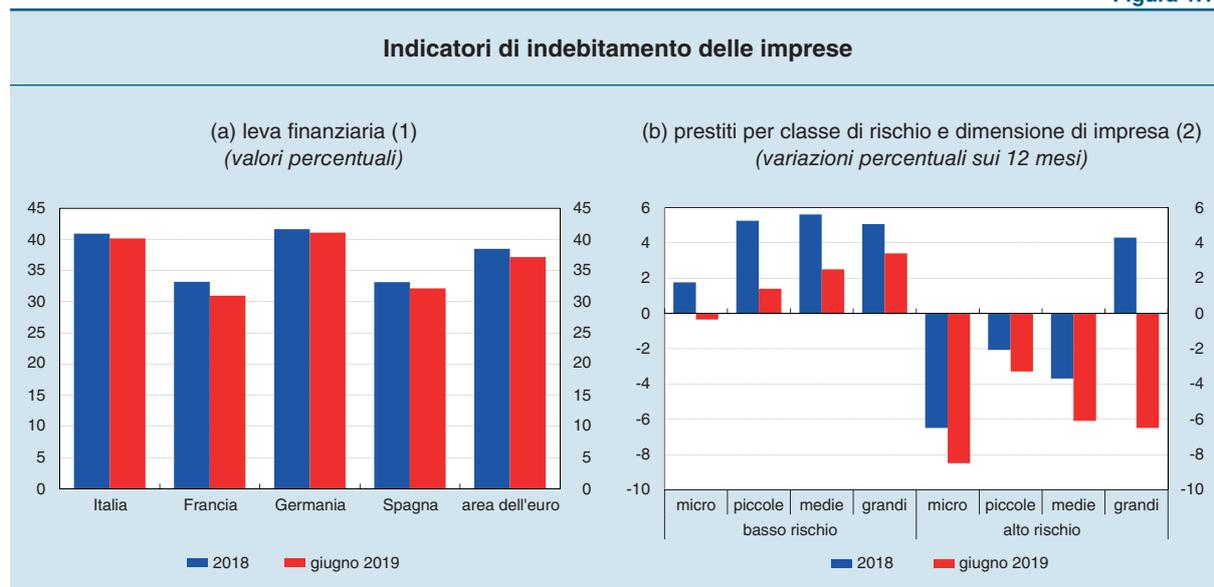
Figura 1.11



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Cerved, Istat e Bloomberg.

(1) Per il periodo 2006-2018 il rapporto tra la redditività operativa e l'attivo è ottenuto dai dati di bilancio Cerved. L'indicatore relativo al totale delle imprese è aggiornato al 2° trimestre del 2019 attraverso una stima basata sui dati aggregati del margine operativo lordo (fonte Istat) e delle passività (fonte Conti finanziari). Per escludere l'effetto della valutazione di mercato presente nei Conti finanziari, le passività sono calcolate sommando alle consistenze di fine 2018 il flusso relativo al 1° semestre dell'anno in corso. – (2) Dati relativi a un campione preliminare di circa 450.000 imprese. – (3) Stima riferita a giugno del 2019. – (4) Variazioni rispetto agli utili attesi dagli analisti per il 2019. Elaborazioni su un campione chiuso tra marzo 2018 e settembre 2019 di 96 imprese quotate, rappresentative del 95 per cento della capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie.

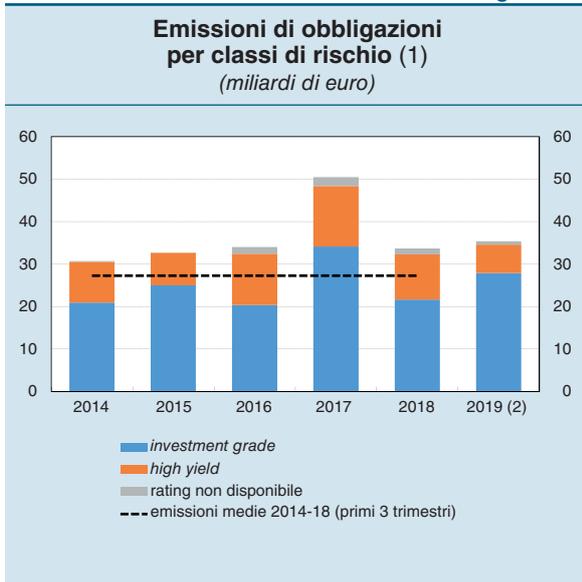
Figura 1.12



Fonte: Banca d'Italia, BCE e Cerved.

(1) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto al valore di mercato. – (2) Dati riferiti a un campione di circa 460.000 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 rischio basso (alto) hanno un valore compreso tra 1 e 4 (5 e 10).

Figura 1.13

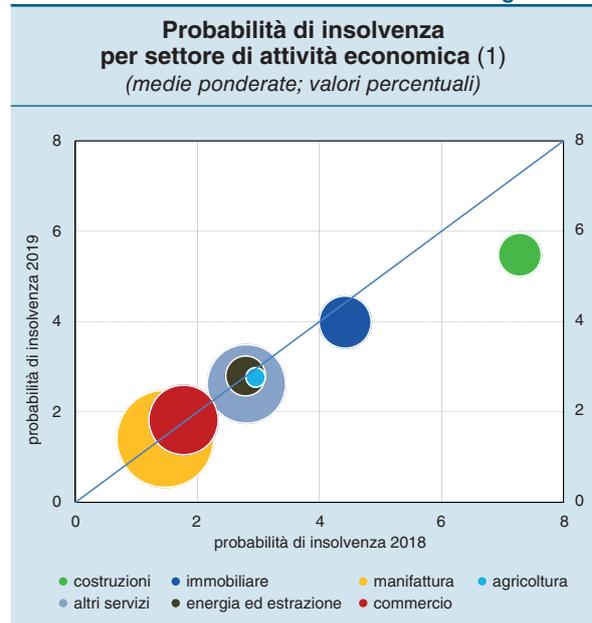


Fonte: Banca d'Italia, Dealogic e Cerved.
 (1) La categoria *investment grade* include emittenti con rating da AAA a BBB-, quella *high yield* gli emittenti con rating inferiori a BBB-. Per gli emittenti cui non è attribuito un rating da alcuna agenzia (circa un quarto delle emissioni) la classificazione è basata sulla probabilità di insolvenza stimata da Cerved, quando disponibile. – (2) Dati relativi ai primi 3 trimestri del 2019.

Il ricorso al mercato obbligazionario è aumentato e si è concentrato tra le imprese meno rischiose. Tra gennaio e settembre i collocamenti lordi (35 miliardi) sono stati superiori di oltre il 25 per cento rispetto alla media dello stesso periodo del precedente quinquennio (fig. 1.13). La quota di emissioni riconducibili alle società con merito di credito più basso è scesa al 19 per cento (31 nella media dei cinque anni precedenti), soprattutto in ragione dei minori collocamenti effettuati da quelle che non appartengono a grandi gruppi. La diminuzione della rischiosità degli emittenti si è riflessa anche in rendimenti all'emissione dei titoli a tasso fisso molto contenuti.

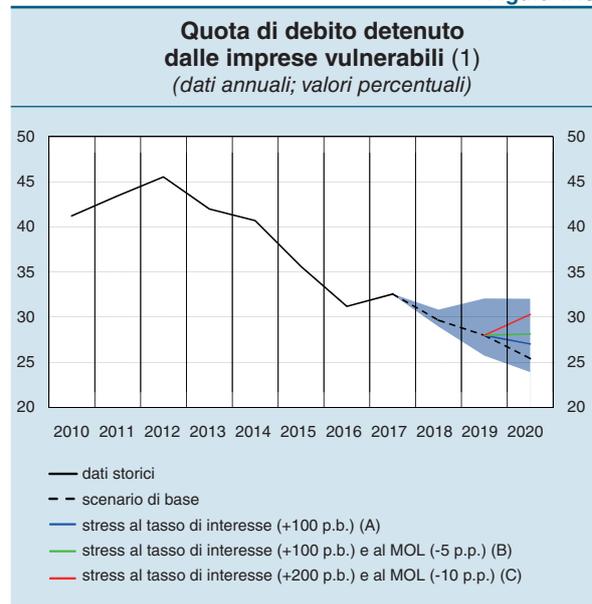
Il basso livello dei tassi di interesse sostiene la capacità di rimborso dei debiti delle imprese. Il tasso di deterioramento dei prestiti, leggermente aumentato nel secondo trimestre del 2019, è diminuito nel terzo all'1,9 per cento, un livello inferiore rispetto a quelli osservati prima della crisi finanziaria. Secondo il modello per la valutazione dei crediti bancari della Banca d'Italia (*In-house Credit Assessment System, ICAS*), rispetto alla fine del 2018 la probabilità di insolvenza a un anno dei prestiti alle imprese

Figura 1.14



Fonte: Banca d'Italia e Cerved.
 (1) L'ampiezza della bolla corrisponde all'ammontare del credito erogato alle imprese in ciascun settore. I dati del 2019 sono riferiti a settembre, quelli del 2018 a dicembre.

Figura 1.15



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.
 (1) Sono definite vulnerabili le imprese con margine operativo lordo (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 2020: (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.

si è ridotta, seppure lievemente, in quasi tutti i settori economici; resta elevata nel comparto delle costruzioni (fig. 1.14).

Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia indicano che, in uno scenario di base coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili scenderebbe al 25 per cento alla fine del 2020 (fig. 1.15)¹⁶. Alla diminuzione contribuirebbe prevalentemente l'aumento della redditività. Nel caso di andamenti sfavorevoli di quest'ultima e dei tassi di interesse, tale quota di debito si porterebbe al 28 per cento del totale¹⁷. In uno scenario particolarmente avverso, caratterizzato da variazioni della redditività e del costo del debito superiori a quelle registrate storicamente¹⁸, la quota raggiungerebbe il 30 per cento, un valore comunque nettamente inferiore rispetto al massimo del 2012.

¹⁶ Lo scenario di base per il 2020 è caratterizzato da una lieve crescita del MOL, da una debole espansione dei debiti finanziari e da una tenue riduzione dei tassi di interesse. 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.

¹⁷ Rispetto allo scenario di base, in quello sfavorevole si assumono un rialzo del tasso di interesse pari a 100 punti base 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.

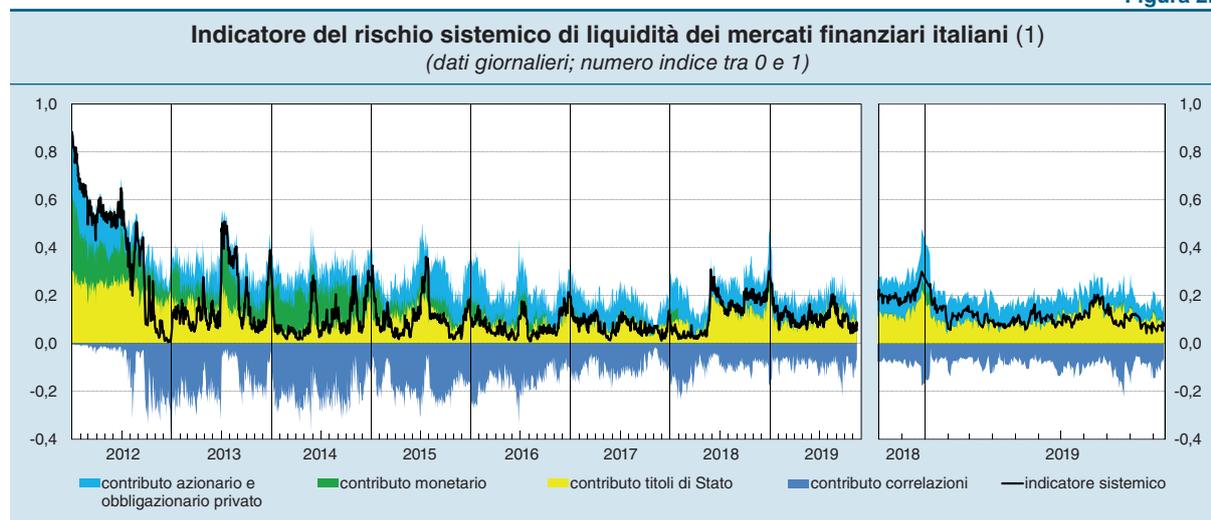
¹⁸ Rispetto allo scenario di base si assumono un rialzo dei tassi di interesse di 200 punti base e una flessione del tasso di crescita del MOL nominale di 10 punti percentuali.

2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO

2.1 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

La riduzione dell'incertezza circa gli orientamenti delle politiche economiche in Italia e le misure espansive della Banca centrale europea (BCE) hanno leggermente attenuato le tensioni sui mercati finanziari italiani. L'indicatore di rischio sistemico di liquidità si è riportato su livelli ben inferiori a quelli di inizio anno (fig. 2.1), ma ancora superiori a quelli registrati nei primi mesi del 2018. Le condizioni di liquidità rimangono complessivamente fragili, soprattutto sul mercato secondario dei titoli di Stato.

Figura 2.1



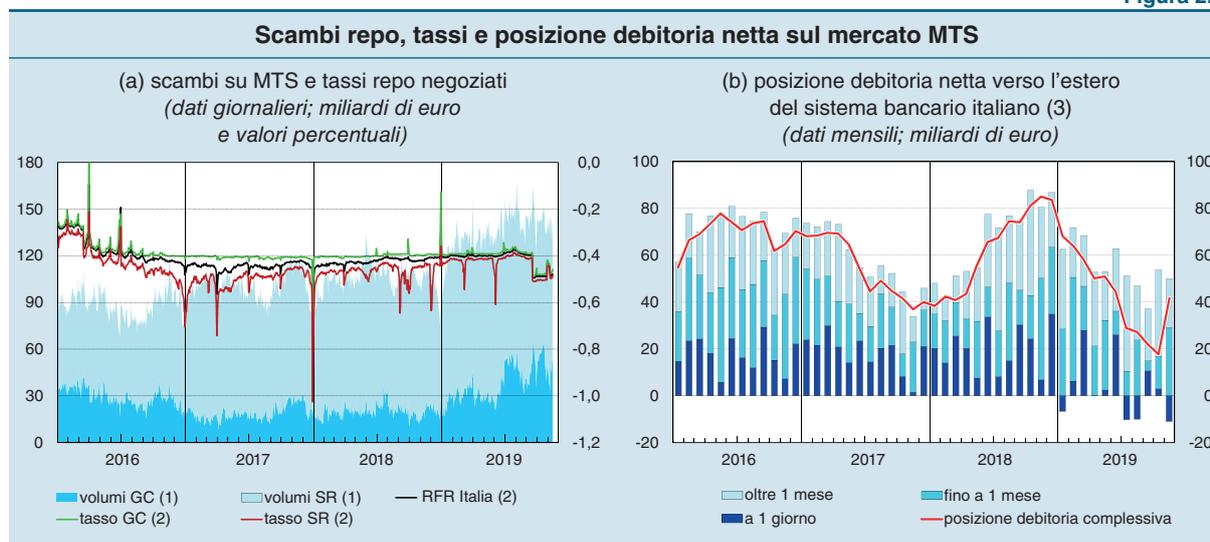
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv, Bloomberg, Moody's KMV, MTS, e-MID SIM e Banca d'Italia.

(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 il valore degli scambi dei pronti contro termine (repo) resta elevato; tra maggio e ottobre la liquidità impiegata da alcune banche italiane su questo mercato e il finanziamento degli ingenti acquisti di titoli di Stato italiani effettuati da parte degli investitori esteri hanno determinato l'aumento delle transazioni sul segmento *general collateral* (fig. 2.2.a). L'introduzione del nuovo sistema di remunerazione delle riserve bancarie dell'Eurosistema alla fine di ottobre (cfr. il par. 1.1) ha favorito un incremento della raccolta dall'estero delle banche italiane sul mercato MTS repo (fig. 2.2.b), una crescita delle riserve in eccesso sui conti presso la banca centrale (cfr. il par. 2.2) e un miglioramento del saldo di TARGET2.

Sul mercato primario dei titoli di Stato i tassi di interesse sono scesi e il costo medio dei titoli in circolazione si è ridotto al 2,6 per cento (fig. 2.3). Nel mese di ottobre il tasso medio all'emissione è stato negativo per i BOT e pari a circa 0,5 per cento per gli altri titoli. Per la prima volta dal 2010 sono stati collocati tre titoli denominati in dollari statunitensi, con scadenza fino a 30 anni, per complessivi 7 miliardi a fronte di una domanda più che doppia. L'emissione di titoli a lunga scadenza ha permesso

Figura 2.2



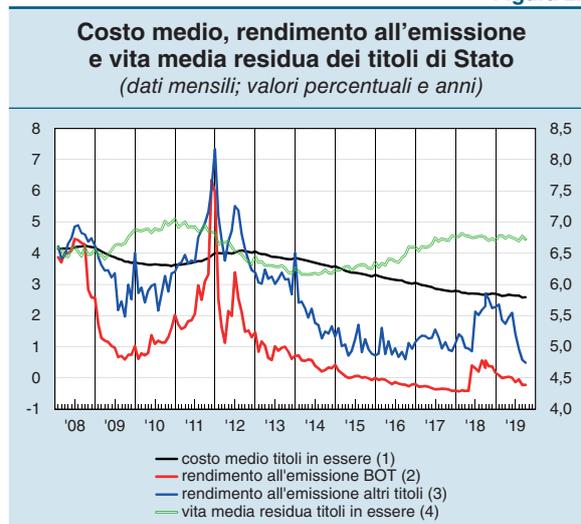
(1) Scambi giornalieri *general collateral* (GC) e *special repo* (SR) sul mercato MTS per data di regolamento dei contratti. – (2) I tassi repo sono calcolati prendendo a riferimento i contratti con durata a un giorno su titoli di Stato italiani conclusi sulle piattaforme telematiche (MTS per i tassi 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. L'ultima osservazione si riferisce ai dati aggiornati al 15 novembre 2019.

di mantenere la vita media residua dei titoli in circolazione stabile a 6,7 anni.

Nei primi sei mesi del 2019 gli investitori esteri hanno effettuato ingenti acquisti netti di titoli pubblici italiani e la quota da loro detenuta è aumentata di oltre due punti percentuali, al 24 per cento¹ (fig. 2.4). Le quote di banche e assicurazioni con sede in Italia sono rimaste pressoché stabili al 18 e al 15 per cento, rispettivamente. Sulla base di dati preliminari, tra luglio e agosto la quota dei titoli detenuti all'estero sarebbe salita di un altro punto percentuale.

Rispetto alla fine di aprile il premio per il rischio sovrano sui titoli di Stato italiani misurato dai credit default swap (CDS) si è ridotto, ma si colloca ancora su livelli più alti rispetto all'inizio del 2018 (fig. 2.5.a). Il divario tra il premio sui contratti CDS che offrono protezione nel caso di ridenominazione del debito in una nuova valuta nazionale e quello sui contratti che non

Figura 2.3



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia. Dati aggiornati al 31 ottobre 2019.

(1) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese (esclusi gli indicizzati). – (2) Media ponderata dei tassi di tutti i BOT collocati nel mese, per data di regolamento. – (3) Media ponderata dei tassi dei titoli diversi dai BOT e dagli indicizzati collocati nel mese, per data di regolamento. – (4) Valori di fine periodo ponderati per le consistenze in essere. Scala di destra.

¹ Il dato si riferisce ai titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli di gestioni e di fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani e di quelli detenuti dall'Eurosistema – esclusa la Banca d'Italia – nell'ambito del programma di acquisto definitivo di titoli sul mercato secondario (*Securities Markets Programme, SMP*) e del programma di acquisto di attività del settore pubblico (*Public Sector Purchase Programme, PSPP*). La quota dei detentori esteri che include le componenti sopra riportate è pari a circa il 34 per cento.

proteggono da tale rischio (*ISDA basis*)² è sceso, su valori di poco superiori a quelli dei primi mesi del 2018 (fig. 2.5.b); il differenziale rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro rimane ampio.

Le condizioni di liquidità sul mercato secondario dei titoli di Stato restano fragili. Dalla metà di settembre la capacità del mercato di assorbire ordini di importo elevato senza registrare significativi impatti sui prezzi (*resilience*) è migliorata (fig. 2.6.a); il differenziale denaro-lettera e la volatilità infragiornaliera, sebbene ancora alti, sono in riduzione. Tuttavia i volumi scambiati e le quantità quotate dai *market makers* sono inferiori ai livelli medi registrati nei primi mesi del 2018 (fig. 2.6.b).

La maggiore volatilità osservata sul mercato secondario dei titoli di Stato nei mesi estivi è stata fronteggiata dalla Cassa di compensazione e garanzia (CCG) con richieste di margini infragiornalieri; non si sono rese necessarie modifiche al livello dei margini iniziali, che avrebbero aumentato il costo delle transazioni per gli operatori e avrebbero potuto comportare effetti prociclici sui prezzi di mercato (fig. 2.7).

Figura 2.4

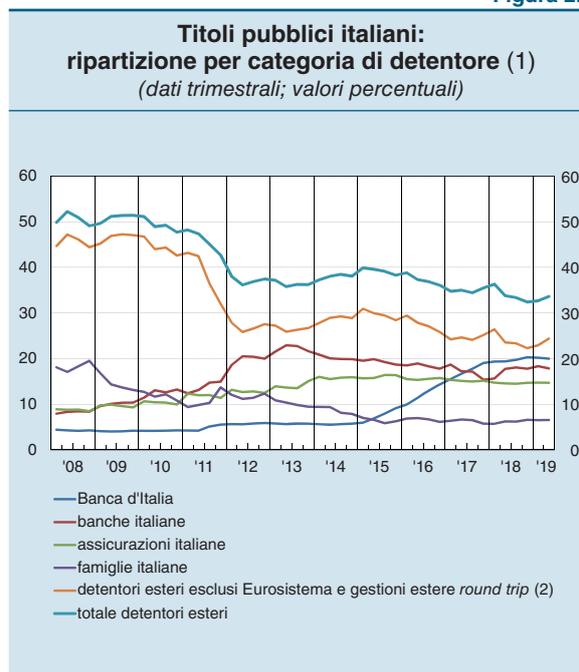
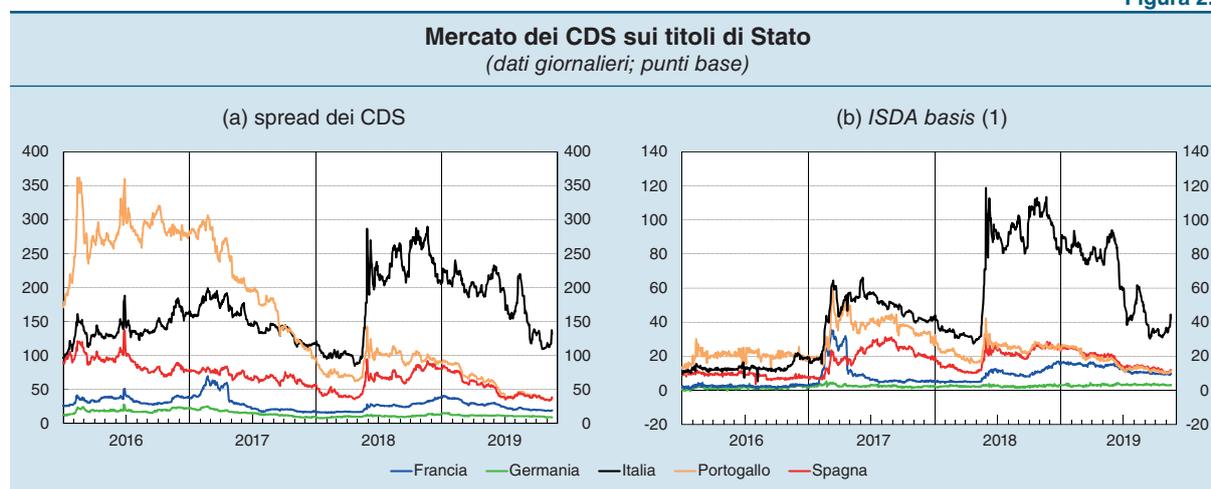
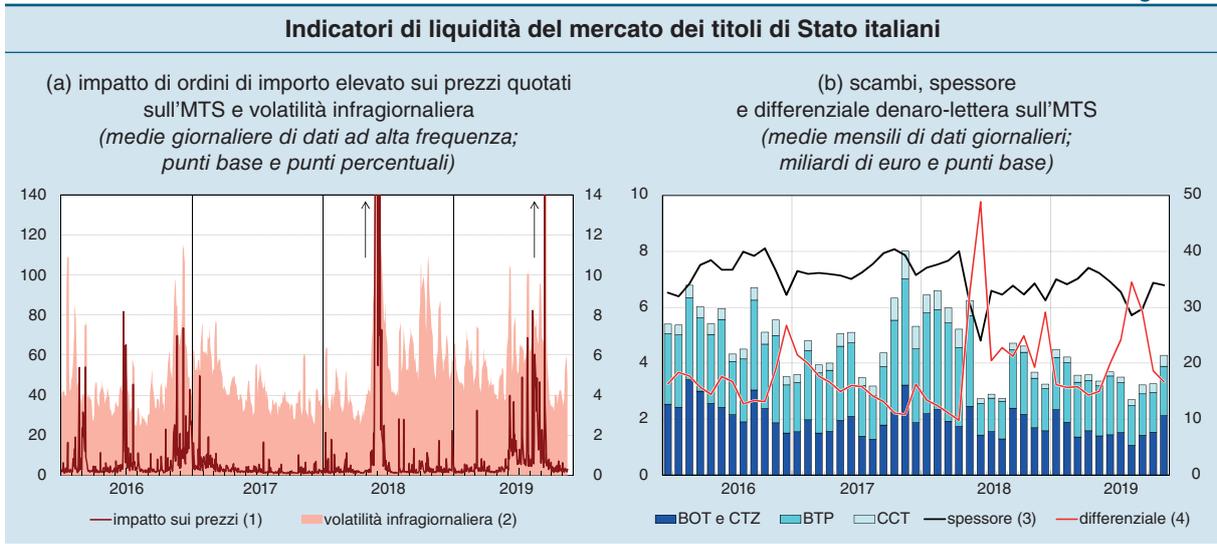


Figura 2.5



² Sul mercato sono attualmente negoziati CDS con caratteristiche contrattuali differenti, definite dall'ISDA. I contratti che fanno riferimento alle norme introdotte nel 2014 offrono una maggiore protezione nel caso di ridenominazione o di ristrutturazione del debito sottostante, rispetto a quelli che seguono le regole stabilite nel 2003. Per maggiori dettagli, cfr. ISDA, *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*, 2003 e ISDA, *2014 ISDA Credit Derivatives Definitions*, 2014.

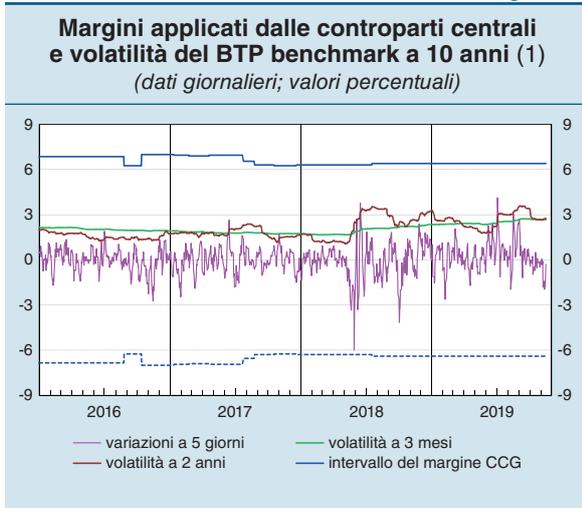
Figura 2.6



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

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

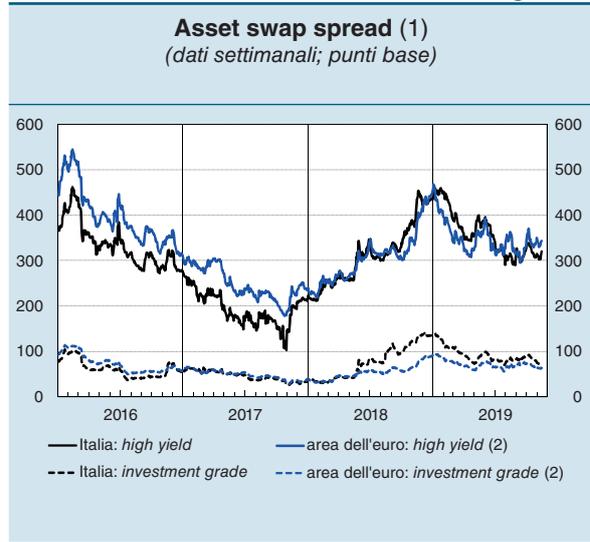
Figura 2.7



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e CCG.

(1) Variazioni a 5 giorni del prezzo del BTP benchmark a 10 anni e indicatori di volatilità basati sulla metodologia di *Value at Risk* (VaR) e calcolati rispetto a un periodo di 3 mesi e di 2 anni con un intervallo di confidenza al 99 per cento. I margini unitari per il BTP sono quelli riferiti alla relativa classe di durata finanziaria. La linea tratteggiata, speculare a quella dei margini, è riportata per indicare l'adeguatezza del livello dei margini a fronte delle variazioni negative dei prezzi effettivamente registrate sul mercato.

Figura 2.8



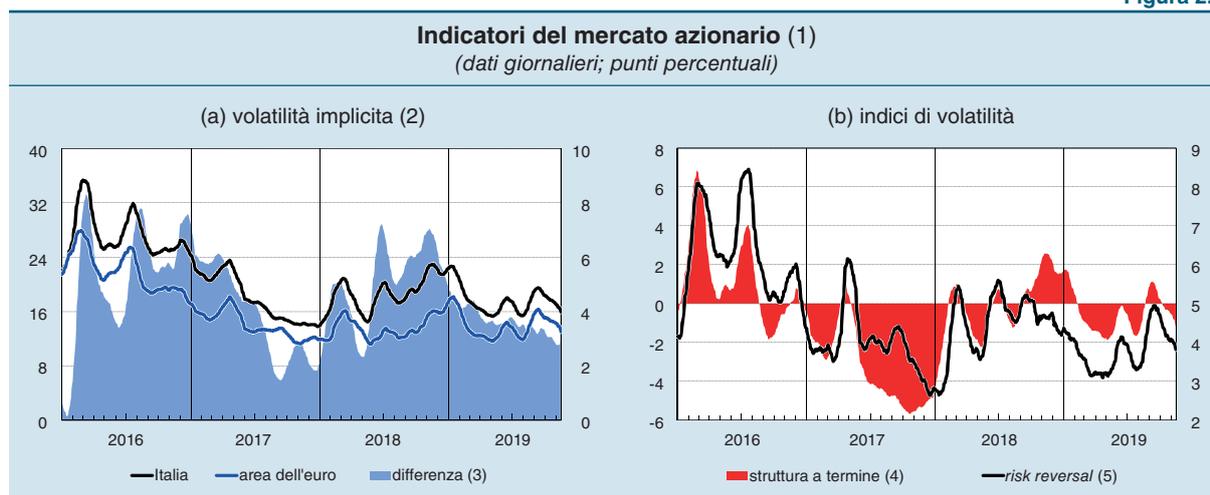
Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch (BofAML).

(1) Asset swap spread ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli di società non finanziarie. – (2) Gli indici BofAML per l'area dell'euro sono stati rielaborati escludendo l'Italia.

Gli scambi di obbligazioni private quotate sul mercato obbligazionario telematico (MOT) sono in netta ripresa: tra maggio e ottobre il loro valore è stato superiore di circa il 25 per cento rispetto allo stesso periodo del 2018. Il premio per il rischio sulle obbligazioni emesse dalle società italiane con rating più elevato (*investment grade*) è rimasto pressoché stabile e di poco maggiore rispetto a quello sugli analoghi titoli delle imprese dell'area dell'euro; per le società italiane con minore merito di credito (*high yield*) il premio si è invece ridotto (fig. 2.8).

È proseguita la graduale flessione del differenziale di volatilità tra il mercato azionario italiano e quello dell'area dell'euro, che aveva raggiunto valori molto elevati nel novembre dello scorso anno (fig. 2.9.a). Rispetto alla fine di aprile è tuttavia lievemente aumentata la domanda di protezione a breve termine contro cadute dei corsi da parte degli investitori, misurata dal costo relativo delle opzioni che traggono vantaggio dai ribassi dei corsi azionari (*risk reversal*) e dal differenziale di volatilità fra le opzioni a due e a dodici mesi (fig. 2.9.b).

Figura 2.9



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Medie mobili a 30 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 dei 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 tra le volatilità implicite dei prezzi delle opzioni sull'indice di borsa italiano FTSE MIB con scadenza a 2 e a 12 mesi. – (5) Differenza tra le volatilità implicite 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 medesima 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.

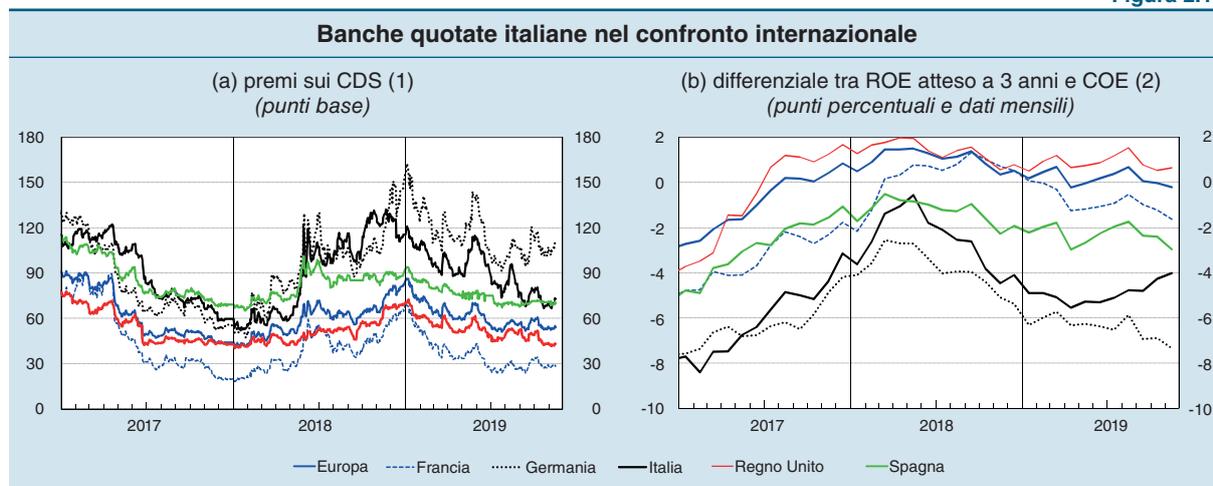
2.2 LE BANCHE

Gli indicatori di mercato

Con la riduzione del rischio sovrano dell'Italia, dallo scorso aprile anche i rischi delle banche impliciti nei prezzi delle attività finanziarie sono diminuiti. Il premio per il rischio di insolvenza dei due principali gruppi bancari italiani, misurato dagli spread sui credit default swap (CDS), è sceso di circa 25 punti base e si colloca poco al di sopra del valore medio degli altri grandi intermediari europei (fig. 2.10.a). Per le banche italiane si è ridotto di 150 punti base il divario negativo tra la redditività attesa e il costo del capitale, soprattutto in seguito al calo di quest'ultimo, ma è ancora molto ampio (-4,0 punti percentuali; fig. 2.10.b). Rimane consistente la distanza dalla media delle banche europee, riconducibile per il 60 per cento al più elevato costo del capitale e per il resto alla minore redditività attesa. Il maggior costo del capitale è a sua volta dovuto per circa il 45 per cento a un premio per il rischio azionario più alto per il mercato italiano e per il restante 55 per cento ai rischi specifici dei titoli delle banche.

Il rapporto tra il valore di mercato delle banche italiane quotate e quello contabile (*price-to-book ratio*, PTB) è inferiore all'unità e al di sotto di quello delle altre banche europee (fig. 2.11.a). La differenza riflette sia utili attesi più bassi per le banche italiane (fig. 2.11.b), sia un più elevato premio per il rischio richiesto dagli investitori, espresso dal divario nel rapporto tra corsi azionari e utili futuri attesi (fig. 2.11.c).

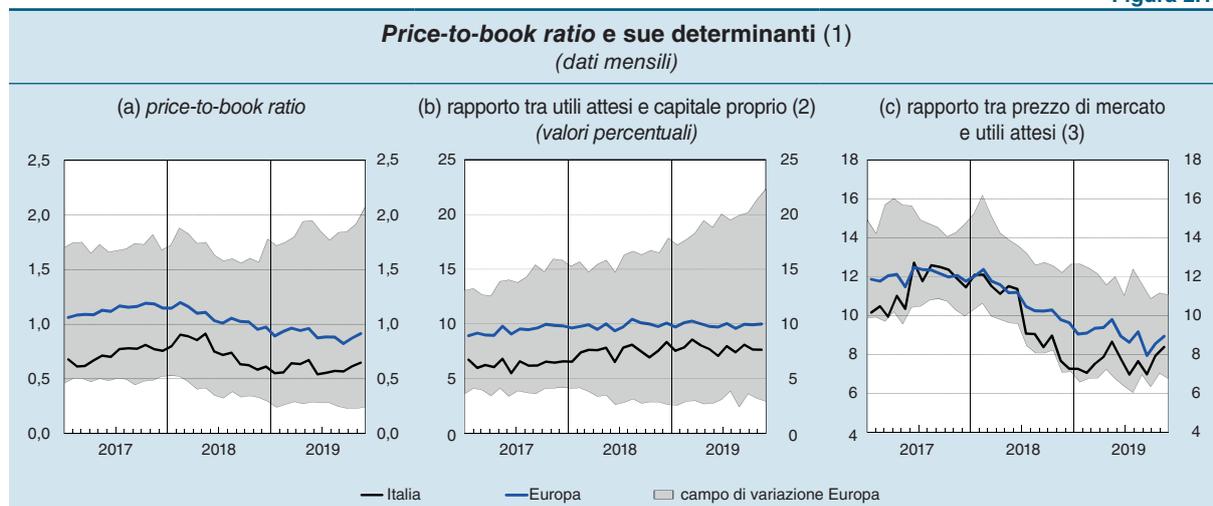
Figura 2.10



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(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 il Regno Unito, Barclays, Royal Bank of Scotland Group, HSBC Holdings, Lloyds Banking Group; per la Spagna, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. – (2) Rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) e costo del capitale proprio (*cost of equity*, COE). Il campione comprende le 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 ROE atteso a 3 anni è stimato dagli operatori di mercato. Il costo del capitale è ottenuto utilizzando il modello analitico *capital asset pricing model* (CAPM). I dati si riferiscono a medie ponderate per la capitalizzazione di mercato.

Figura 2.11



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Per il campione, cfr. la nota 2 della fig. 2.10. I dati per l'Italia e per l'Europa si riferiscono a medie ponderate per la capitalizzazione di mercato. Tutti gli indicatori sono calcolati sulla base dei dati relativi alle singole banche, winsorizzati al 1° e al 99° percentile. – (2) Rapporto tra gli utili attesi a un anno per azione e il valore contabile di un'azione (l'indicatore è ottenuto come rapporto tra il *price-to-book* e il prezzo di mercato sugli utili attesi). – (3) Rapporto tra il corso azionario e gli utili attesi a un anno per azione.

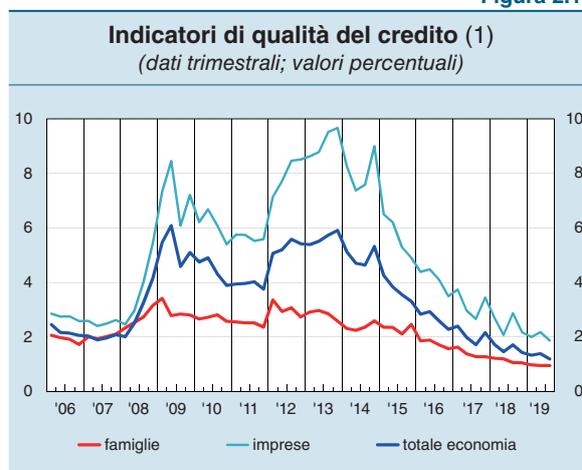
I rischi dell'attivo

Continua la diminuzione della rischiosità degli attivi delle banche italiane. Da un lato gli intermediari stanno riassetando i bilanci, ancora segnati dall'eredità della lunga fase recessiva dell'economia italiana

e dalla crisi dei debiti sovrani, cedendo crediti deteriorati. Dall'altro la propensione ad assumere nuovi rischi è bassa: la crescita del credito al settore privato non finanziario è pressoché nulla e i finanziamenti alle imprese aumentano soprattutto per le grandi aziende con merito di credito elevato (cfr. il par. 1.2), alle quali continuano a essere praticati tassi molto contenuti.

Nel primo semestre del 2019 i crediti deteriorati ceduti, al lordo delle rettifiche di valore, sono stati pari a 8 miliardi; le operazioni chiuse dopo il 30 giugno ammontano a circa 12 miliardi. Le cessioni di crediti deteriorati sono in linea con quanto pianificato dalle banche all'inizio dell'anno per raggiungere gli obiettivi di riduzione concordati con le autorità di vigilanza. Nonostante il peggioramento congiunturale, i flussi di nuovi crediti deteriorati, valutati in rapporto al totale dei prestiti *in bonis*, sono

Figura 2.12



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.

Tavola 2.1

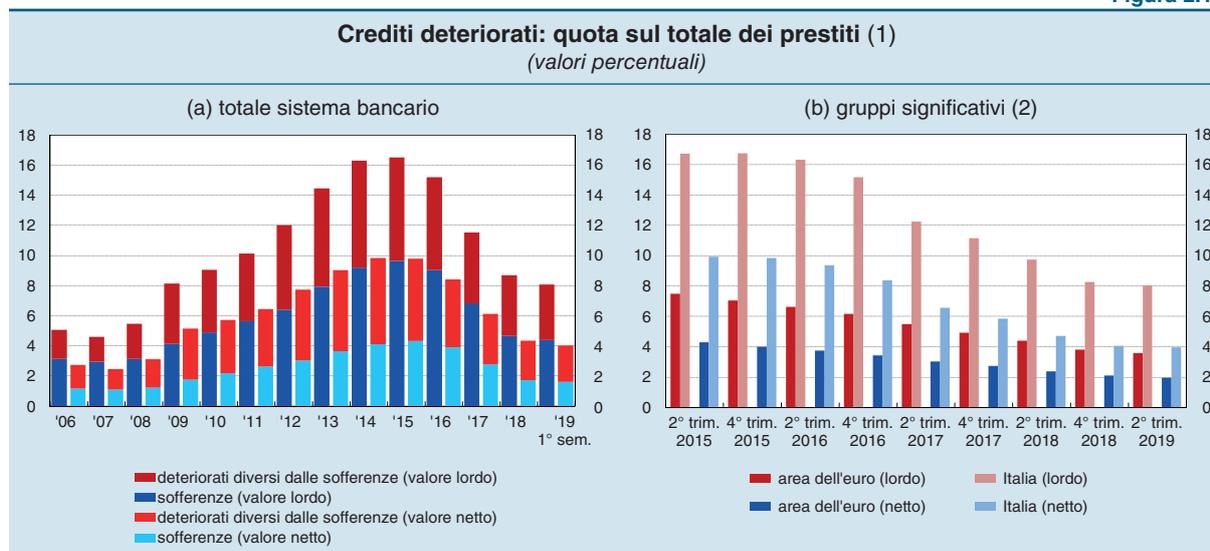
Qualità del credito: importi, incidenze e tassi di copertura dei crediti deteriorati
(miliardi di euro e valori percentuali)

| VOCI | Banche significative (1) | | | | | Banche meno significative (1) | | | | | Totale (1) | | | | |
|-----------------------------|--------------------------|----------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|-------------------------------|----------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|----------------------|----------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|
| | esposizioni lorde | esposizioni nette | composizione percentuale lorda | composizione percentuale netta | tasso di copertura (2) | esposizioni lorde | esposizioni nette | composizione percentuale lorda | composizione percentuale netta | tasso di copertura (2) | esposizioni lorde | esposizioni nette | composizione percentuale lorda | composizione percentuale netta | tasso di copertura (2) |
| Giugno 2019 (3) | | | | | | | | | | | | | | | |
| Finanziamenti (4) | 1.757 | 1.674 | 100,0 | 100,0 | 4,7 | 214 | 203 | 100,0 | 100,0 | 5,3 | 2.198 | 2.094 | 100,0 | 100,0 | 4,7 |
| <i>In bonis</i> | 1.616 | 1.608 | 92,0 | 96,1 | 0,5 | 192 | 191 | 89,8 | 94,3 | 0,5 | 2.021 | 2.010 | 91,9 | 96,0 | 0,5 |
| <i>di cui: stadio 2 (5)</i> | 150 | 144 | 9,1 | 9,2 | 3,7 | 12 | 12 | 7,2 | 7,4 | 3,4 | 174 | 168 | 8,6 | 8,7 | 3,8 |
| Deteriorati | 141 | 66 | 8,0 | 4,0 | 53,0 | 22 | 12 | 10,3 | 5,7 | 47,6 | 177 | 84 | 8,1 | 4,0 | 52,5 |
| sofferenze (6) | 75 | 26 | 4,3 | 1,5 | 65,7 | 12 | 5 | 5,6 | 2,4 | 59,9 | 96 | 34 | 4,4 | 1,6 | 64,9 |
| inadempienze probabili (6) | 62 | 38 | 3,6 | 2,3 | 39,3 | 9 | 6 | 4,0 | 2,7 | 35,7 | 76 | 46 | 3,5 | 2,2 | 38,9 |
| scaduti (6) | 3 | 3 | 0,2 | 0,2 | 25,2 | 1 | 1 | 0,6 | 0,6 | 12,6 | 5 | 4 | 0,2 | 0,2 | 23,1 |
| Dicembre 2018 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Finanziamenti (4) | 1.630 | 1.550 | 100,0 | 100,0 | 4,9 | 338 | 316 | 100,0 | 100,0 | 6,4 | 2.184 | 2.073 | 100,0 | 100,0 | 5,1 |
| <i>In bonis</i> | 1.495 | 1.487 | 91,7 | 96,0 | 0,5 | 299 | 296 | 88,4 | 93,7 | 0,8 | 1.995 | 1.984 | 91,3 | 95,7 | 0,6 |
| <i>di cui: stadio 2 (5)</i> | 141 | 136 | 9,2 | 9,4 | 3,4 | 28 | 27 | 9,8 | 10,0 | 4,8 | 183 | 176 | 9,0 | 9,1 | 3,8 |
| Deteriorati | 135 | 63 | 8,3 | 4,1 | 53,4 | 39 | 20 | 11,6 | 6,3 | 49,0 | 189 | 90 | 8,7 | 4,3 | 52,8 |
| sofferenze (6) | 71 | 24 | 4,4 | 1,6 | 66,1 | 21 | 8 | 6,2 | 2,5 | 62,2 | 102 | 35 | 4,7 | 1,7 | 65,4 |
| inadempienze probabili (6) | 61 | 37 | 3,7 | 2,4 | 39,5 | 16 | 10 | 4,8 | 3,3 | 36,2 | 82 | 50 | 3,8 | 2,4 | 38,8 |
| scaduti (6) | 3 | 2 | 0,2 | 0,1 | 28,1 | 2 | 2 | 0,6 | 0,5 | 12,9 | 5 | 4 | 0,2 | 0,2 | 23,2 |

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari, individuali per il resto del sistema.

(1) Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE, le banche meno significative sono quelle vigilate dalla Banca d'Italia in stretta collaborazione con la BCE. Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative italiane, né come meno significative italiane e rappresentano circa il 10 per cento del totale dei finanziamenti lordi. Sono escluse le filiali di banche estere. Il perimetro delle banche significative e di quelle meno significative non è omogeneo tra le due date espone in tavola: a giugno del 2019, con il perfezionamento della riforma del settore del credito cooperativo, Cassa Centrale Banca è diventata il dodicesimo gruppo significativo ai fini di vigilanza; nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, è confluito un ampio numero di banche di credito cooperativo (BCC). – (2) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (3) Dati provvisori. – (4) 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"). – (5) In base al principio contabile IFRS 9, sono compresi nello stadio 2 i finanziamenti per i quali si è osservato un significativo incremento del rischio di credito rispetto al momento di erogazione. L'aggregato comprende i finanziamenti contabilizzati nel portafoglio a costo ammortizzato. – (6) Le sottocategorie di crediti deteriorati riflettono la definizione non armonizzata della Banca d'Italia, che si affianca a quella europea; essa 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.

Figura 2.13



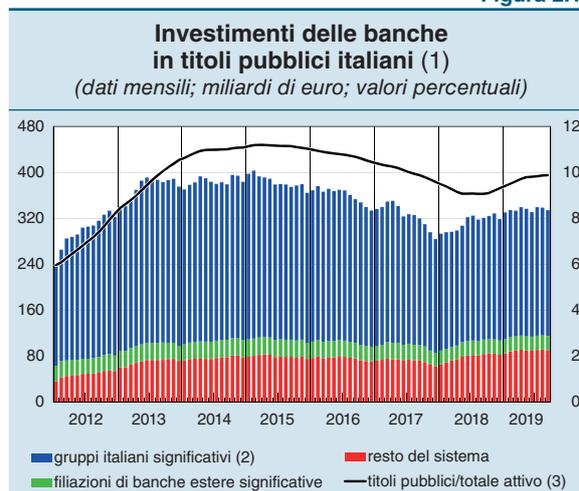
Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari italiani, individuali per il resto del sistema; BCE, *Supervisory Banking Statistics* per l'area dell'euro. (1) I prestiti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Le quote sono calcolate al netto e al lordo delle relative rettifiche di valore. I dati di giugno 2019 sono provvisori. – (2) Il perimetro delle banche significative e di quelle meno significative non è omogeneo tra le date esposte in figura: a giugno del 2019, con il perfezionamento della riforma del settore del credito cooperativo, Cassa Centrale Banca è diventata il dodicesimo gruppo significativo ai fini di vigilanza; nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, è confluito un ampio numero di BCC.

di nuovo scesi (fig. 2.12), soprattutto per effetto del basso livello dei tassi di interesse. Sulla base degli scenari macroeconomici più recenti, si stima che anche nel corso del prossimo anno il tasso di deterioramento si manterrà su valori prossimi a quello corrente.

Alla fine di giugno le consistenze di crediti deteriorati al netto delle rettifiche di valore erano scese a 84 miliardi (177 al lordo delle rettifiche), il 7 per cento in meno rispetto alla fine del 2018 (tav. 2.1); il rapporto con il totale dei finanziamenti (incluse le esposizioni interbancarie e verso banche centrali) è sceso al 4,0 per cento (fig. 2.13.a). Il tasso di copertura (misurato dal rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare dei crediti deteriorati lordi) si è mantenuto costante al 52,5 per cento. L'incidenza dei crediti deteriorati netti sui finanziamenti delle banche significative italiane rimane ancora superiore di due punti percentuali rispetto a quella delle banche significative dell'area dell'euro (fig. 2.13.b). Nostre proiezioni basate sulle strategie di riduzione dei crediti deteriorati formulate dalle banche all'inizio dell'anno indicano che l'incidenza di queste attività sul totale dei finanziamenti diminuirebbe alla fine del 2021 al 2,9 per cento al netto delle rettifiche (5,8 per cento al lordo).

In seguito al rientro delle tensioni sui mercati le banche hanno ripreso a vendere titoli pubblici italiani in portafoglio: tra maggio e settembre le cessioni nette sono state pari a 20 miliardi

Figura 2.14



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
 (1) Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. È esclusa Cassa depositi e prestiti. Le consistenze di titoli pubblici italiani in portafoglio sono state riviste a partire dal 2013, a seguito dell'ampliamento del perimetro delle Amministrazioni pubbliche definito dall'Istat in accordo con l'Eurostat. – (2) Comprende le BCC 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.

(di cui 16 da parte delle banche significative); per effetto dell'apprezzamento dei corsi il valore delle consistenze è sceso soltanto di 5 miliardi, a 334 (il 9,7 per cento del totale delle attività, dal 10,1 di aprile; fig. 2.14). Nello stesso periodo le banche italiane hanno effettuato acquisti netti di titoli di Stato di altri paesi dell'area dell'euro per 8 miliardi, in larga parte concentrati in titoli spagnoli. È aumentata al 62 per cento la quota di titoli pubblici italiani classificati nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato, le cui variazioni di valore non hanno effetti sul patrimonio di vigilanza. Questa scelta protegge le banche dalle oscillazioni dei prezzi, ma vincola una parte delle loro attività per la durata residua dei titoli.

In giugno l'esposizione delle banche italiane verso le economie emergenti era pari a 165 miliardi (circa il 5 per cento dell'attivo), il 6,4 per cento in più rispetto alla fine del 2018. L'incremento è dovuto principalmente alla sostenuta crescita delle esposizioni verso i paesi dell'Europa orientale, con l'eccezione di quella nei confronti della Turchia, che continua a ridursi (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A3).

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

Il calo dei prestiti e dei titoli in portafoglio limita le esigenze di provvista delle banche, mentre la domanda di strumenti di investimento liquidi da parte delle famiglie (cfr. il par. 1.2) alimenta la crescita dei depositi (tav. 2.2). L'espansione della raccolta al dettaglio si è tradotta in un calo dell'indebitamento netto verso l'Eurosistema e nell'azzeramento della quota dei prestiti finanziata con la provvista all'ingrosso (*funding gap*; fig. 2.15). In giugno il coefficiente di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR), che diventerà un requisito vincolante per le banche europee nel 2021, era pari in media al 114 per cento per le banche italiane significative; nessuna di queste presentava un valore inferiore al 100 per cento, il minimo regolamentare.

Tavola 2.2

| Principali voci di bilancio delle banche italiane (quote e variazioni percentuali) | | | | | | | | |
|--|-----------------------------|--|---------------|--|-----------------------------|--|---------------|--|
| VOCI | Attività | | | VOCI | Passività | | | |
| | Consi- stenze (quote) | Variazioni percentuali sui 12 mesi (1) | | | Consi- stenze (quote) | Variazioni percentuali sui 12 mesi (1) | | |
| | settembre 2019 | settembre 2019 | marzo 2019 | | settembre 2019 | settembre 2019 | marzo 2019 | |
| Prestiti a residenti in Italia (2) | 42,2 | -2,0 | -3,8 | Depositi di residenti in Italia (2) | 38,2 | 4,1 | 3,3 | |
| Titoli di debito (3) | 13,3 | -2,2 | 13,4 | Depositi di non residenti | 9,4 | 1,8 | 11,1 | |
| Attività sull'estero | 12,5 | 4,8 | 1,8 | Obbligazioni (8) | 6,5 | -2,6 | -9,1 | |
| Attività verso l'Eurosistema (4) | 2,8 | 11,1 | -14,7 | Passività verso l'Eurosistema (4) | 6,8 | -3,5 | -3,0 | |
| Attività verso controparti centrali (5) | 2,6 | 27,8 | 11,1 | Passività verso controparti centrali (5) | 2,6 | -25,2 | 21,4 | |
| Azioni e partecipazioni | 1,9 | 0,0 | -3,9 | Capitale e riserve | 10,1 | -0,6 | -1,5 | |
| Attività verso IFM residenti (6) | 13,8 | 5,6 | 5,3 | Passività verso IFM residenti (9) | 13,7 | 4,8 | 3,0 | |
| Altre attività (7) | 11,1 | 15,7 | 10,2 | Altre passività (10) | 12,8 | 11,4 | -6,1 | |

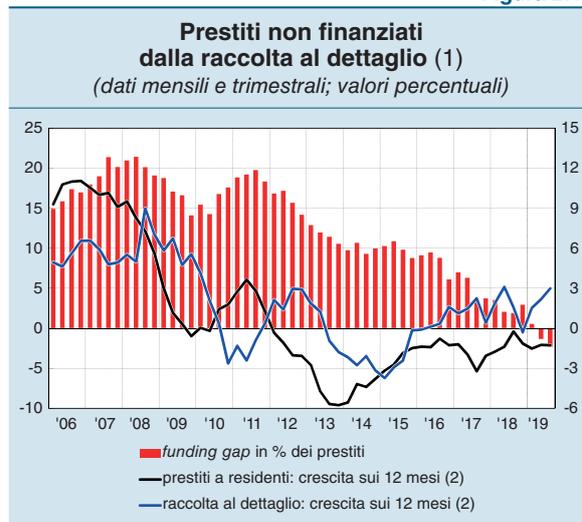
Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali. È esclusa Cassa depositi e prestiti.

(1) I dati sono corretti per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti sono corrette per le cartolarizzazioni. – (2) È esclusa l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (3) Sono escluse le obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (4) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. le tavv. 3.3a e 3.3b in *Banche e moneta: serie nazionali*, Banca d'Italia, Statistiche. – (5) Sono incluse le sole operazioni di pronti contro termine. – (6) Sono incluse le obbligazioni emesse da IFM residenti e i prestiti a IFM residenti. – (7) Sono incluse: cassa, quote di fondi comuni monetari, derivati, beni mobili e immobili, altre voci di minore entità. – (8) L'aggregato non include le obbligazioni detenute da IFM residenti. – (9) Sono incluse: obbligazioni detenute da IFM residenti e depositi di IFM residenti. – (10) Sono inclusi i derivati, i depositi oltre i due anni di società veicolo e altre voci residuali.

È proseguita la ripresa delle emissioni di titoli di debito sui mercati internazionali, avviatasi all'inizio dell'anno con l'allentamento delle tensioni sul mercato dei titoli pubblici. Da maggio a ottobre le emissioni nette sono state pari a 11,9 miliardi (fig. 2.16.a). I collocamenti lordi hanno riguardato titoli senior garantiti per 3,8 miliardi. Sono stati inoltre emessi titoli senior non garantiti, senior *non preferred* e subordinati, rispettivamente per 10,9, per 2,2 e per 2,4 miliardi; queste emissioni sono tutte 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), parte del quale deve in ogni caso essere soddisfatta con titoli senior *non preferred* o subordinati.

La diminuzione dei rendimenti dei titoli sovrani italiani si è riflessa positivamente sui corsi delle obbligazioni delle banche nel mercato secondario, che sono tornati sui livelli dell'inizio del 2018. Dalla fine di aprile il rendimento medio sui titoli senior non garantiti a cinque anni quotati è sceso di circa 40 punti base allo 0,7 per cento, quello sui titoli garantiti si è pressoché azzerato (fig. 2.16.b). Il differenziale di rendimento tra i titoli senior non garantiti delle banche italiane e quelli degli intermediari di Germania, Francia e Spagna si è ridotto, rispettivamente, a 0,4, a 0,6 e a 0,1 punti percentuali. Anche il rendimento medio delle obbligazioni subordinate a cinque anni emesse dalle banche italiane è sceso, di tre decimi di punto, al 2,7 per cento.

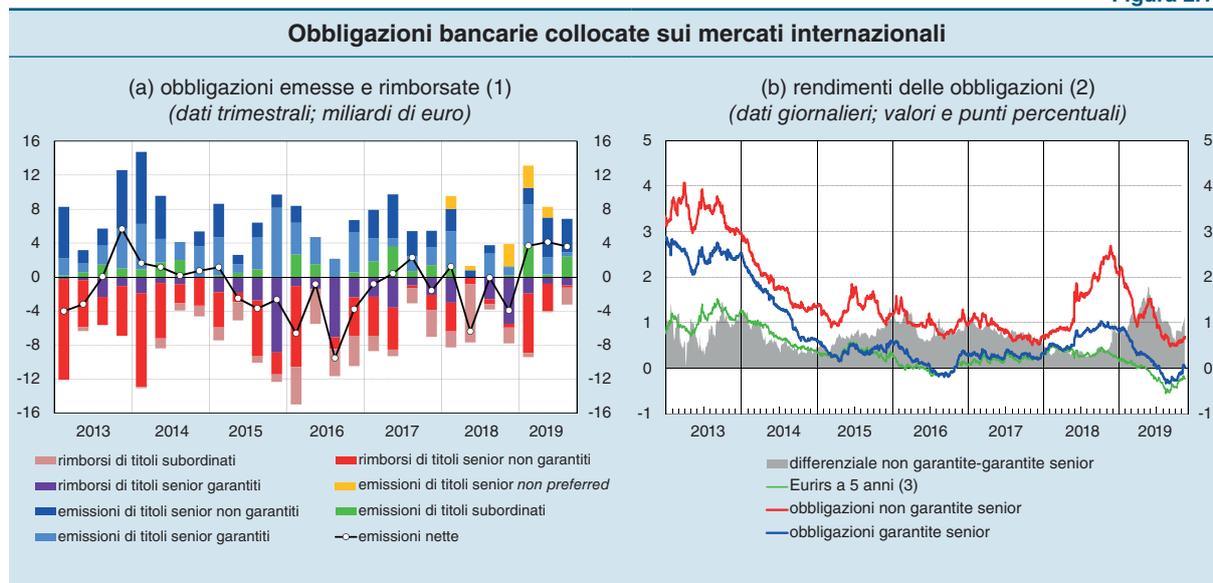
Figura 2.15



Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono escluse Cassa depositi e prestiti e le filiali di banche estere in Italia.

(1) La raccolta al dettaglio è composta dai depositi di residenti e dalle obbligazioni collocate presso le famiglie. Le variazioni percentuali di prestiti e raccolta non sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di riclassificazioni e altre variazioni diverse da quelle originate dalle transazioni. – (2) Scala di destra.

Figura 2.16



Fonte: Dealogic e Bloomberg.

(1) I dati si riferiscono all'emissione di titoli di banche italiane sui mercati internazionali. Non sono incluse le emissioni trattenute a bilancio né quelle destinate al mercato al dettaglio. Sono incluse le obbligazioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione. – (2) I dati si riferiscono ai rendimenti a scadenza di titoli di banche italiane con vita residua pari a 5 anni. – (3) Tasso di interesse medio applicato dai principali istituti di credito europei ai contratti swap a 5 anni.

Indicatori di liquidità delle banche italiane
(valori percentuali; settembre 2019)

| VOCI | Indicatore di copertura della liquidità | Posizione netta di liquidità a 1 mese | Posizione netta di liquidità a 3 mesi |
|-------------------------------|---|---------------------------------------|---------------------------------------|
| Banche significative (1) | 165,4 | 16,8 | 15,8 |
| Banche meno significative (2) | 286,1 | 20,1 | 19,4 |
| Totale sistema | 176,5 | 17,0 | 16,0 |

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a un gruppo.
(1) Banche vigilate direttamente dalla BCE. – (2) Banche vigilate dalla Banca d'Italia in collaborazione con la BCE.

Entro il 2023 scadranno obbligazioni bancarie per 171 miliardi, di cui 3 relativi a titoli senior *non preferred* e 13 a subordinati. Oltre al rinnovo dei titoli in scadenza, ulteriori esigenze di finanziamento sono connesse con il rispetto del requisito MREL (che entrerà a pieno regime nel 2024), per il quale si stima che saranno necessarie nuove emissioni per un ammontare compreso tra i 32 e i 55 miliardi di euro, in relazione alla quota di strumenti senior *non preferred* o subordinati richiesta dall'autorità di risoluzione³.

L'indice medio di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*, LCR) si mantiene ampiamente al di sopra del limite regolamentare del 100 per cento. La posizione netta di liquidità, valutata a un mese e a tre mesi, è in aumento per tutte le categorie di banche (tav. 2.3).

Alla fine di settembre l'ammontare del rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia era pari a 234 miliardi, 6 in meno rispetto a marzo; il calo è principalmente attribuibile ad alcuni rimborsi anticipati delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine introdotte nel 2016 (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2) e alla minore partecipazione alle operazioni settimanali. L'ammontare massimo di liquidità che le banche italiane potranno richiedere con la nuova serie di operazioni di rifinanziamento TLTRO3 (cfr. il par. 1.1) è di poco superiore a quello delle consistenze di TLTRO2 in essere⁴. Le nuove operazioni faciliteranno la gestione delle scadenze delle TLTRO2 (che si verificheranno tra giugno 2020 e marzo 2021), allungando la durata residua dei finanziamenti ottenuti dalla banca centrale e permettendo alle banche di adottare un approccio graduale nella sostituzione con altre fonti dei prestiti in scadenza presso l'Eurosistema.

L'esclusione dal pagamento del tasso negativo di una quota della liquidità in eccesso, introdotta dal nuovo sistema di remunerazione delle riserve bancarie (cfr. il par. 1.1), ha spinto le banche italiane ad accrescerne le consistenze. La liquidità in eccesso detenuta dagli intermediari italiani presso la banca centrale nel periodo di mantenimento iniziato il 30 ottobre è salita, rispetto al periodo precedente, da 70 a 120 miliardi (fig. 2.17).

Alla fine di settembre le banche italiane avevano in deposito presso la Banca d'Italia circa 300 miliardi di attività utilizzabili a garanzia delle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema

³ La direttiva UE/2019/879 sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD2), approvata nel giugno di quest'anno, consente infatti all'autorità di risoluzione di innalzare la quota di requisito da soddisfare attraverso strumenti senior *non preferred* o subordinati, in base alla specifica situazione dell'intermediario.

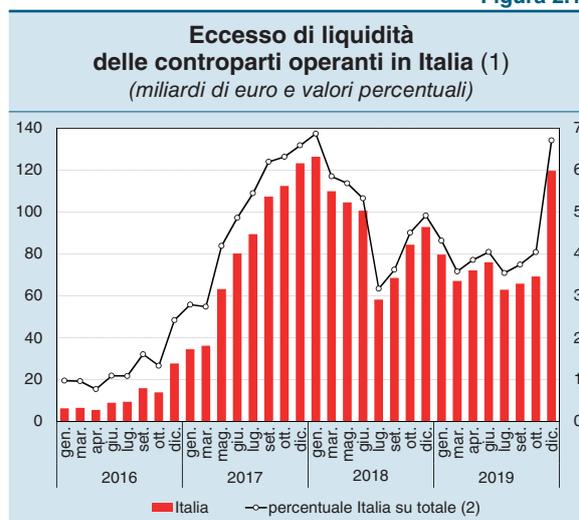
⁴ Le controparti delle TLTRO3 possono ottenere finanziamenti per un importo fino al 30 per cento dell'ammontare di prestiti idonei al 28 febbraio 2019.

(*collateral pool*; fig. 2.18.a), un valore invariato rispetto a marzo. La quota delle garanzie presentate sotto forma di prestiti – sia con conferimenti diretti sia attraverso strumenti di cartolarizzazione (covered bond e *asset-backed securities*, ABS) – si mantiene stabile al 71 per cento (fig. 2.18.b), di cui oltre 11 punti percentuali costituiti da prestiti conferiti sulla base del regime temporaneo relativo ai prestiti bancari aggiuntivi (*additional credit claims*)⁵.

I prestiti vengono utilizzati come garanzia da un crescente numero di controparti. L'aumento dei corsi dei titoli pubblici italiani ha portato a un lieve incremento del loro peso sulle attività conferite a garanzia (al 24 per cento), nonostante una flessione dell'ammontare nominale.

Nei primi nove mesi dell'anno, il calo significativo della posizione debitoria netta sull'estero

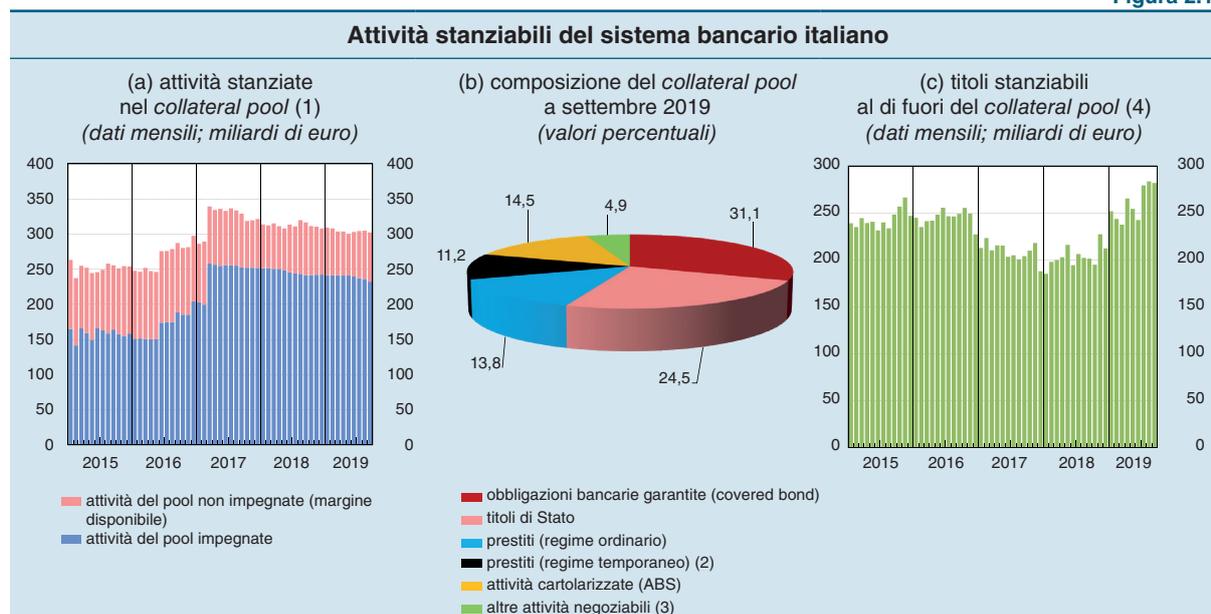
Figura 2.17



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

(1) La data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento, ad eccezione del valore di dicembre 2019 per il quale i dati si fermano al 15 novembre. L'eccesso di liquidità è calcolato come somma del saldo medio sui conti di riserva delle banche, al netto dell'obbligo di riserva, e del ricorso medio alla *deposit facility*. – (2) Scala di destra.

Figura 2.18



Fonte: elaborazioni su dati Eurosystem 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'Eurosystem 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 scarti di garanzia (*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'Eurosystem, sono stabiliti dalle singole banche centrali nazionali nell'ambito di regole definite 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, esclusa Cassa depositi e prestiti. Gli importi sono espressi al valore di mercato segnalato dalle banche, al netto degli *haircuts* applicati dall'Eurosystem.

⁵ In settembre il Consiglio direttivo della BCE ha prolungato la durata di tale regime sino alla fine di marzo 2024, allineandola a quella della scadenza delle operazioni TLTRO3; cfr. sul sito della BCE: *Decisioni assunte dal Consiglio direttivo della BCE (in aggiunta a quelle che fissano i tassi di interesse)*, settembre 2019.

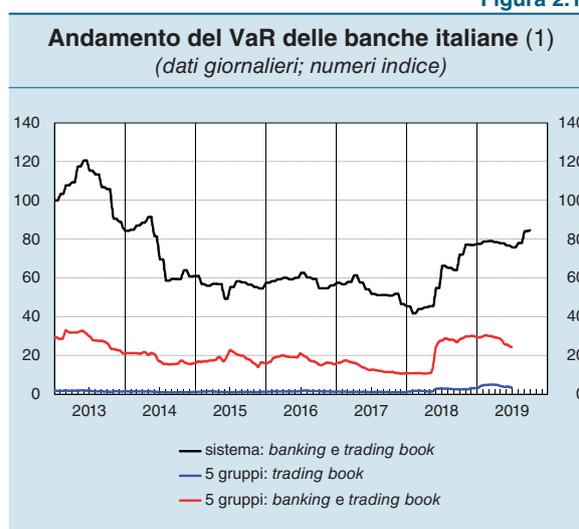
delle banche italiane nel mercato repo (cfr. il par. 2.1) ha determinato una notevole crescita della disponibilità di titoli stanziabili presso l'Eurosistema al di fuori del *collateral pool*, saliti di 70 miliardi, a circa 280 (fig. 2.18.c). Secondo nostre stime, nella prima metà di novembre, con la ripresa della raccolta dall'estero legata al nuovo sistema di remunerazione delle riserve bancarie, i titoli al di fuori del pool sono diminuiti di circa 25 miliardi rispetto al dato di settembre. L'incidenza delle attività utilizzate come garanzia sul totale delle attività (*asset encumbrance*), che si era ridotta nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno, in novembre sarebbe tornata sui livelli della fine di marzo, attorno al 28 per cento.

I rischi di mercato e di tasso di interesse

Nostre stime del *Value at Risk* (VaR) relative all'intero sistema bancario indicano un aumento del rischio di mercato nel terzo trimestre dell'anno, riconducibile sia al rialzo della volatilità dei titoli pubblici in quei mesi, sia all'incremento del valore delle esposizioni legato all'apprezzamento dei corsi dei titoli in portafoglio. In settembre il livello del VaR era pari a circa il doppio del minimo toccato nei primi mesi del 2018 (fig. 2.19).

L'esposizione delle banche italiane significative al rischio di tasso di interesse rimane nel complesso contenuta e inferiore alle soglie stabilite nelle linee guida dell'EBA⁶. Sulla base dei dati riferiti a giugno, i vari scenari di evoluzione dei tassi di interesse esaminati⁷ comporterebbero riduzioni medie⁸ del valore del portafoglio bancario comprese tra l'1,3 e il 5,4 per cento del *tier 1* (fig. 2.20.a). Lo scenario peggiore per le banche in termini di perdite più elevate e risultati più eterogenei è rappresentato da uno spostamento parallelo verso l'alto della curva dei rendimenti di 200 punti base. In questo caso 5 gruppi su 11 registrerebbero perdite comprese tra l'1,3 e l'8,2 per cento del *tier 1* (tra lo 0,1 e lo 0,4 per cento in termini

Figura 2.19



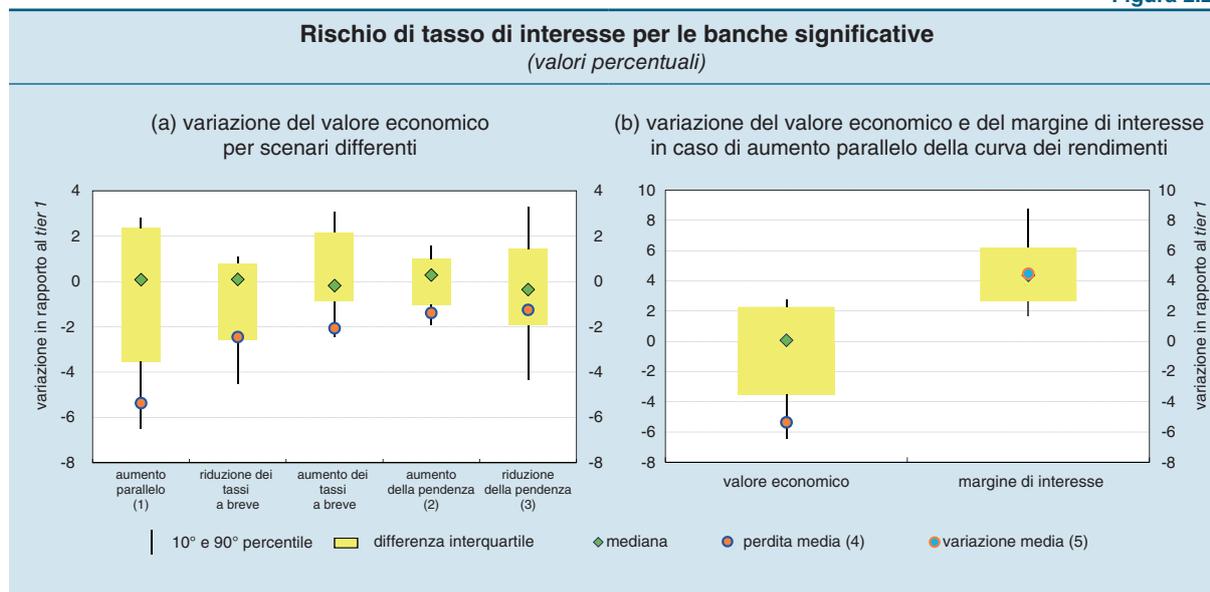
Fonte: dati comunicati dai 5 gruppi bancari che utilizzano modelli interni per la quantificazione dei rischi di mercato; elaborazioni su dati Matrice dei conti, Anagrafe titoli e Reuters.

(1) Medie ponderate per la dimensione dei portafogli dei singoli intermediari. Il VaR rappresenta la perdita di valore del portafoglio che in un giorno non sarà superata nel 99 per cento dei casi. L'indicatore relativo all'intero sistema bancario è calcolato sulla base di informazioni granulari relative alle consistenze e alle caratteristiche dei titoli in portafoglio di ciascuna banca italiana, alla fine di ogni mese, tenendo conto delle variazioni dei fattori di rischio relative agli ultimi 500 giorni lavorativi. Gli indicatori per i 5 gruppi sono comunicati direttamente dagli intermediari. La base è posta pari a 100 a inizio gennaio 2013 per il VaR del sistema; per gli altri due indicatori, riferiti ai 5 gruppi, la base è calcolata come rapporto tra il valore di inizio gennaio 2013 e il VaR del sistema, al fine di rappresentare la proporzione del rischio di mercato di tali intermediari rispetto al totale del sistema.

⁶ L'esposizione al rischio di tasso di interesse a fini prudenziali è calcolata dalle banche secondo le linee guida dell'EBA, riviste lo scorso anno (cfr. EBA, *Orientamenti sulla gestione del rischio di tasso di interesse derivante da attività diverse dalla negoziazione (non-trading activities)*, luglio 2018); 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*). I supervisori possono adottare misure di vigilanza nel caso in cui le perdite superino il 20 per cento del capitale complessivo o il 15 per cento di quello di classe 1 (*tier 1*).

⁷ I principali scenari considerati sono: (a) un aumento parallelo della curva dei rendimenti di 200 punti base; (b) una riduzione dei tassi sulle scadenze a breve termine; (c) un aumento dei tassi sulle scadenze a breve termine; (d) un aumento della pendenza della curva (dovuta all'effetto combinato di una riduzione dei tassi a breve e da un aumento dei rendimenti sulle scadenze più lunghe); (e) una riduzione della pendenza della curva (dovuta all'effetto combinato di un aumento dei tassi a breve e di un calo dei rendimenti sulle scadenze più lunghe).

⁸ La riduzione media è calcolata considerando solo le banche con esposizione negativa.



Fonte: dati Short Term Exercise (STE) al 30 giugno 2019 relativi a 11 gruppi bancari significativi. (1) Aumento di 200 punti base su tutta la curva dei rendimenti privi di rischio. – (2) Riduzione dei tassi a breve scadenza e aumento dei tassi a lunga scadenza. – (3) Aumento dei tassi a breve scadenza e riduzione dei tassi a lunga scadenza. – (4) Media delle variazioni del valore economico, ponderata per il tier 1, calcolata considerando solo le banche con variazioni negative in ciascuno degli scenari. – (5) Media delle variazioni del margine di interesse nello scenario di aumento parallelo ponderata per il tier 1.

di totale dell'attivo), mentre gli altri 6 beneficierebbero di un incremento di valore tra lo 0,1 e il 4,6 per cento del tier 1; l'effetto sul margine di interesse⁹ sarebbe invece positivo per tutti gli intermediari, con un incremento medio dell'indicatore pari al 4,5 per cento del tier 1 (fig. 2.20.b).

Il patrimonio e la redditività

Prosegue, seppure gradualmente, il rafforzamento patrimoniale delle banche italiane: nel primo semestre dell'anno il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*common equity tier 1 ratio*, *CET1 ratio*) è aumentato di circa 25 punti base, al 13,5 per cento. La crescita del capitale (3 per cento) ha più che compensato l'incremento delle attività ponderate per il rischio (1 per cento). In giugno il *CET1 ratio* era pari al 13,3 per cento per le banche significative e al 16,9 per cento per quelle meno significative. L'aumento degli indicatori di patrimonializzazione sarebbe proseguito nel terzo trimestre per effetto dell'incremento dei corsi dei titoli di Stato italiani. Rivalutando le consistenze di fine giugno dei titoli sovrani contabilizzati al *fair value* sulla base delle quotazioni rilevate a fine settembre, il *CET1 ratio* medio del sistema salirebbe di circa 30 punti base¹⁰.

Alla fine di giugno il divario tra il grado medio di patrimonializzazione delle banche significative dei paesi partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) e quello

⁹ Alle banche non è richiesta la stima degli effetti sul margine di interesse per gli altri scenari.

¹⁰ Il valore riportato è stato calcolato includendo nel capitale delle banche l'intera rivalutazione del portafoglio, senza considerare gli effetti della tassazione.

delle banche significative italiane era pari all'1 per cento¹¹. Il rapporto di leva finanziaria (*leverage ratio*), che misura l'adeguatezza del capitale rispetto alle attività non ponderate per il rischio, è più elevato per gli intermediari italiani (5,8 per cento) rispetto alla media europea (5,4 per cento).

La Banca d'Italia ha svolto di recente uno stress test sulle banche meno significative. I risultati indicano nel complesso una buona capacità di tenuta; è tuttavia necessario che alcuni intermediari migliorino la capacità di far fronte a condizioni economiche avverse (cfr. il riquadro: *Gli stress test sulle banche italiane meno significative*).

GLI STRESS TEST SULLE BANCHE ITALIANE MENO SIGNIFICATIVE¹

A metà del 2019 la Banca d'Italia ha condotto un esercizio di stress su un ampio campione di banche meno significative (*less significant institutions*, LSI), che includeva 97 intermediari rappresentativi del 64 per cento degli attivi del complesso delle LSI e del 7 per cento del totale del sistema bancario. La valutazione è stata svolta secondo un approccio top down, ossia utilizzando le basi informative disponibili alla Vigilanza, senza il coinvolgimento degli intermediari. Sono state escluse dall'esercizio le LSI specializzate e quelle interessate da un cambio di modello di business. Non sono state inoltre considerate le banche di credito cooperativo (BCC) confluite all'inizio dell'anno nei gruppi bancari cooperativi significativi. Dei risultati dell'esercizio, volto a valutare la resilienza delle banche nel triennio 2019-2021 a fronte di eventi macroeconomici avversi, si è tenuto conto nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP)².

I dati di partenza dell'esercizio erano quelli dei bilanci al 31 dicembre 2018. Gli scenari macroeconomici, uno di base e uno avverso, sono stati definiti dalla Banca centrale europea (BCE) utilizzando le proiezioni macroeconomiche per l'Italia pubblicate a dicembre del 2018³; successivamente sono stati aggiornati per tenere conto delle revisioni al ribasso delle proiezioni formulate dalla Banca d'Italia

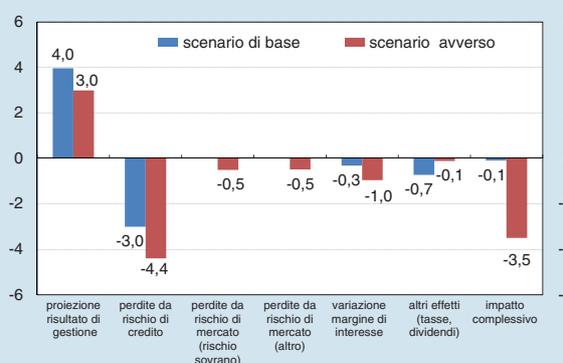
¹ A cura di Maria Alessia Aiello e Francesca Blasi.

² L'esercizio di stress condotto annualmente dalla Banca d'Italia, insieme a quelli prodotti dalle banche, contribuisce a determinare gli obiettivi di capitale relativi alla parte non vincolante (orientamenti di secondo pilastro, *Pillar 2 Guidance*), in linea con quanto previsto dalle linee guida dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA). Cfr. anche la circolare della Banca d'Italia 269/2008 (Guida per l'attività di vigilanza), undicesimo aggiornamento.

³ Cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*, dicembre 2018.

Figura

**Impatto complessivo sul CET1 ratio
nello scenario di base e in quello avverso**
(punti percentuali)



¹¹ Con il completamento della riforma del settore del credito cooperativo, Cassa Centrale Banca è diventata il dodicesimo gruppo significativo ai fini di vigilanza, mentre nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, è confluito un ampio numero di BCC. Il CET1 ratio dei due nuovi gruppi è più elevato della media delle altre banche significative italiane. Senza considerare questi due nuovi gruppi significativi, il divario con le principali banche dei paesi partecipanti all'SSM sarebbe stato pari a 140 punti base.

in giugno⁴ e dell'evoluzione delle principali variabili finanziarie. Lo scenario avverso prevedeva una severa fase recessiva per il triennio considerato, con una riduzione cumulata del PIL di 5,9 punti percentuali rispetto allo scenario base; è stato inoltre ipotizzato un incremento dei rendimenti sui titoli di Stato italiani compreso tra 63 e 125 punti base, a seconda della scadenza. Sono stati quindi stimati gli andamenti delle principali fonti di ricavo e delle perdite sui crediti e sui titoli in portafoglio⁵.

Nel complesso le banche del campione hanno mostrato una buona capacità di tenuta nello scenario avverso; il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*common equity tier 1 ratio*, *CET1 ratio*) a regime (*fully loaded*)⁶ si ridurrebbe in media di 3,5 punti percentuali al termine dei tre anni (figura). Coerentemente con il modello di attività delle banche sottoposte all'esercizio, rivolto alla tradizionale attività di raccolta e prestito, le perdite maggiori sarebbero quelle collegate ai crediti (3,0 punti percentuali in termini di attivi ponderati per il rischio nello scenario base e 4,4 in quello avverso). Le perdite sui titoli di Stato sarebbero limitate (0,5 punti percentuali), anche per effetto dell'aumento registrato nel 2018 della quota di questi titoli classificati nel portafoglio delle attività al costo ammortizzato (le cui variazioni del valore di mercato non hanno impatto sul patrimonio di vigilanza delle banche).

Nello scenario avverso il *CET1 ratio* risulterebbe inferiore al requisito minimo regolamentare di primo pilastro (4,5 per cento) per sei banche, che rappresentano il 13 per cento del totale attivo delle banche sottoposte all'esercizio. Per altri quattro intermediari, pari al 15 per cento dell'attivo, il *CET1 ratio* sarebbe inferiore alla soglia del 7 per cento, comprensiva della riserva di conservazione del capitale.

I risultati appaiono complessivamente coerenti con le informazioni sulle LSI disponibili alla Vigilanza, che evidenziano un quadro di difficoltà prospettica per alcune banche con un modello di business tradizionale. Tali intermediari sono sottoposti a un regime di vigilanza particolarmente intenso da parte della Banca d'Italia, affinché accrescano la propria capacità di sostenere condizioni economiche avverse.

⁴ In base a tali previsioni, utilizzate nello scenario di base, il tasso di crescita cumulato del PIL sarebbe pari all'1,9 per cento nel periodo 2019-2021, l'indice dei prezzi al consumo e il tasso di disoccupazione sarebbero pari rispettivamente all'1,5 e al 10,4 per cento alla fine del 2021; cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 7 giugno 2019.

⁵ L'evoluzione del margine di interesse è stata stimata applicando ai rendimenti unitari delle attività fruttifere e ai costi unitari delle passività onerose shock differenziati in base al settore di appartenenza della controparte, alle caratteristiche contrattuali dello strumento finanziario e alla sua durata residua; gli shock sono stati definiti tenendo conto dell'evoluzione dei tassi privi di rischio e dei premi per il rischio nell'orizzonte temporale di riferimento. Nello scenario avverso è stato anche imposto il vincolo che il margine di interesse annuo non superasse quello registrato nel 2018. Per gli altri ricavi (tra cui commissioni e dividendi), ai valori osservati nell'ultimo esercizio è stato applicato un fattore di scala negativo. Le perdite su crediti sono state ottenute assegnando al portafoglio crediti i tassi di default settoriali stimati sulla base dell'evoluzione delle variabili macrofinanziarie nell'orizzonte temporale considerato. La metodologia per il rischio di credito tiene conto dell'introduzione del principio contabile IFRS 9. Le perdite connesse con il rischio di mercato sono state calcolate attribuendo scarti di garanzia (*haircuts*) differenziati per tipologia di strumento ed emittente al valore dei titoli contabilizzati nei portafogli al *fair value* a dicembre 2018.

⁶ Il *CET1 ratio fully loaded* incorpora immediatamente gli effetti della prima applicazione del principio contabile IFRS 9, che si manifesteranno interamente sul patrimonio solo dopo la fine del 2022.

Nel primo semestre del 2019 la redditività delle banche italiane, al netto dei proventi di natura straordinaria, è rimasta stabile rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno¹². Il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) è stato pari al 7,1 per cento

¹² Le componenti non ricorrenti sono relative alla vendita effettuata da parte del gruppo UniCredit del 17 per cento del capitale azionario di FincoBank, che ha generato una plusvalenza di 1,1 miliardi.

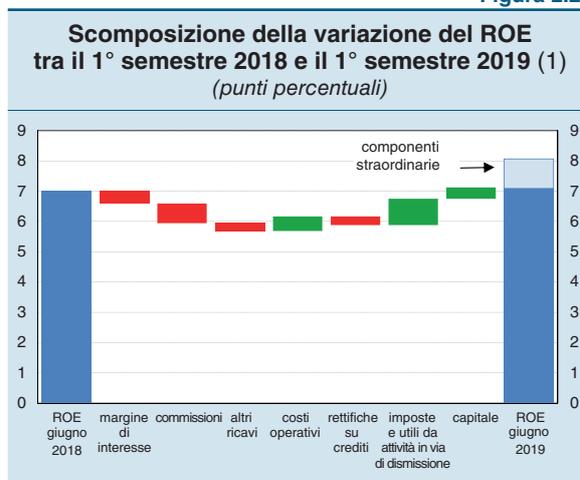
(fig. 2.21)¹³. Per le banche significative l'indicatore è diminuito di sette decimi di punto, al 6,9 per cento, a causa del calo dei ricavi compensato solo in parte dalla riduzione dei costi operativi. Per quelle meno significative il ROE è cresciuto di oltre due punti percentuali, all'8,7 per cento¹⁴; al netto della performance molto positiva di pochi grandi intermediari sarebbe stato circa la metà. La quota di banche meno significative che ha riportato risultati negativi è scesa dal 23 al 17 per cento e il 58 per cento ha migliorato la propria redditività.

Per il complesso del settore il margine di intermediazione è diminuito del 3,5 per cento, per effetto della riduzione delle commissioni nette, soprattutto di quelle derivanti dall'attività di risparmio gestito, e del margine di interesse, condizionato da margini unitari contenuti. È proseguito il calo dei costi operativi (-1,9 per cento), la cui incidenza sul margine di intermediazione (*cost-income ratio*), che misura l'efficienza operativa, è aumentata di circa un punto percentuale, al 66 per cento. Il costo del rischio, misurato dal rapporto tra il flusso di rettifiche e l'ammontare medio dei crediti, è rimasto su livelli bassi nel confronto storico (0,7 per cento).

Le misure adottate dal Consiglio direttivo della BCE dalla metà del 2014, tra cui l'introduzione di tassi negativi sulla remunerazione delle riserve bancarie presso l'Eurosistema, hanno determinato una marcata diminuzione dei rendimenti sui prestiti al settore privato non finanziario; il margine unitario si è ridotto tuttavia in misura molto contenuta, per effetto di un corrispondente calo nel costo medio della raccolta (fig. 2.22). Quest'ultimo ha però raggiunto un valore ormai prossimo allo zero e sue ulteriori contrazioni potrebbero essere frenate dalla rigidità verso il basso dei tassi di interesse sui depositi. Nuovi cali dei tassi sui prestiti potrebbero quindi tradursi in futuro in una più accentuata compressione dei margini.

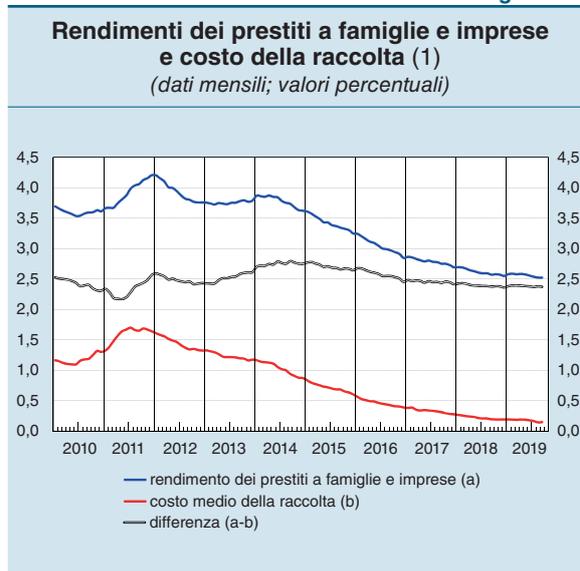
Le riduzioni dei tassi di interesse, anche quando questi sono negativi, pur avendo un impatto sfavorevole sui rendimenti unitari esercitano effetti positivi su altre componenti della redditività delle banche: stimolano l'attività economica e attenuano la vulnerabilità

Figura 2.21



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per il resto del sistema.
 (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 1° semestre 2018, determinando il valore finale del ROE nel 1° semestre 2019. I dati del 2019 sono provvisori.

Figura 2.22



(1) I rendimenti sono i tassi di interesse sui prestiti a famiglie e imprese; il costo della raccolta è ottenuto come media dei tassi di interesse praticati sulle diverse forme di raccolta bancaria ponderate per le rispettive quantità.

¹³ Considerando l'operazione straordinaria di UniCredit, il ROE per il complesso delle banche italiane sarebbe stato pari all'8,1 per cento (8,3 per cento per le sole banche significative).

¹⁴ Per consentire un confronto omogeneo, i dati riferiti alle due categorie di banche, a differenza dei dati di sistema, non includono i gruppi bancari cooperativi ICCREA e Cassa Centrale Banca.

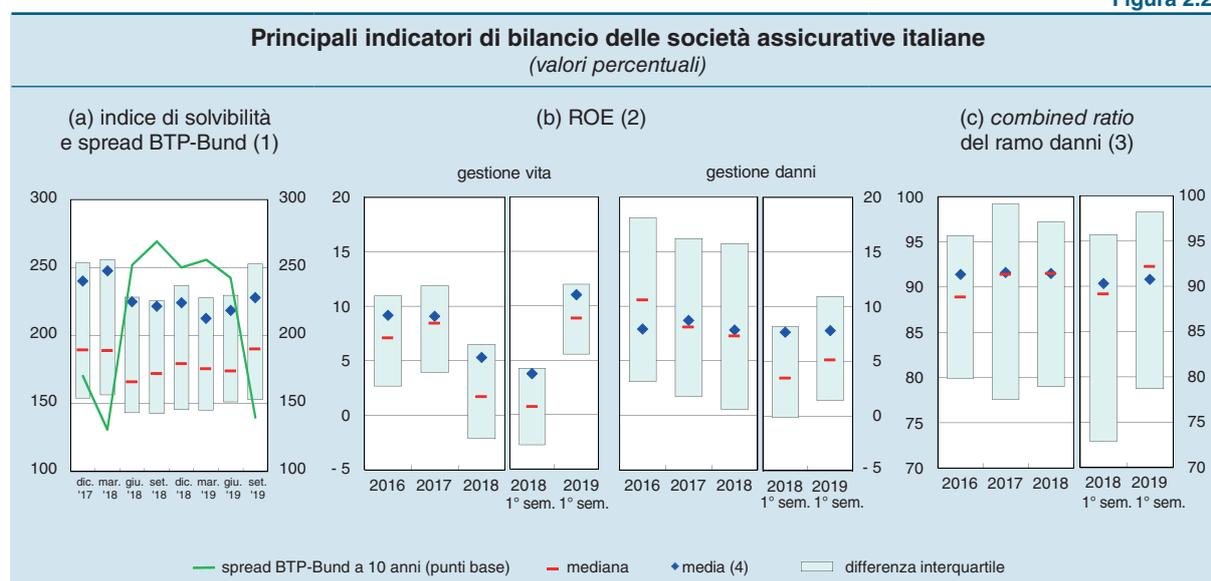
finanziaria delle imprese, contribuendo così a contenere il costo del rischio; sostengono i corsi delle attività finanziarie, consentendo agli intermediari di realizzare plusvalenze sui titoli detenuti. In prospettiva i benefici associati a un ulteriore calo dei tassi di interesse potrebbero essere inferiori a quelli registrati in passato, tenendo conto soprattutto di una possibile più marcata compressione del margine unitario sui prestiti.

2.3 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Le assicurazioni

L'indice di solvibilità medio delle compagnie italiane è cresciuto per effetto della forte riduzione dei premi per il rischio sui titoli pubblici: nel mese di settembre aveva raggiunto il 228 per cento¹⁵, un valore tuttavia ancora inferiore a quello di marzo del 2018 (fig. 2.23.a).

Figura 2.23



Fonte: Ivass e Refinitiv.

(1) 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*). Lo spread BTP-Bund è espresso in punti base e si riferisce alla fine del periodo indicato. – (2) Rapporto tra utile e patrimonio netto. I dati dei semestri non sono annualizzati e sono basati su un campione che include le principali compagnie italiane. – (3) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (4) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

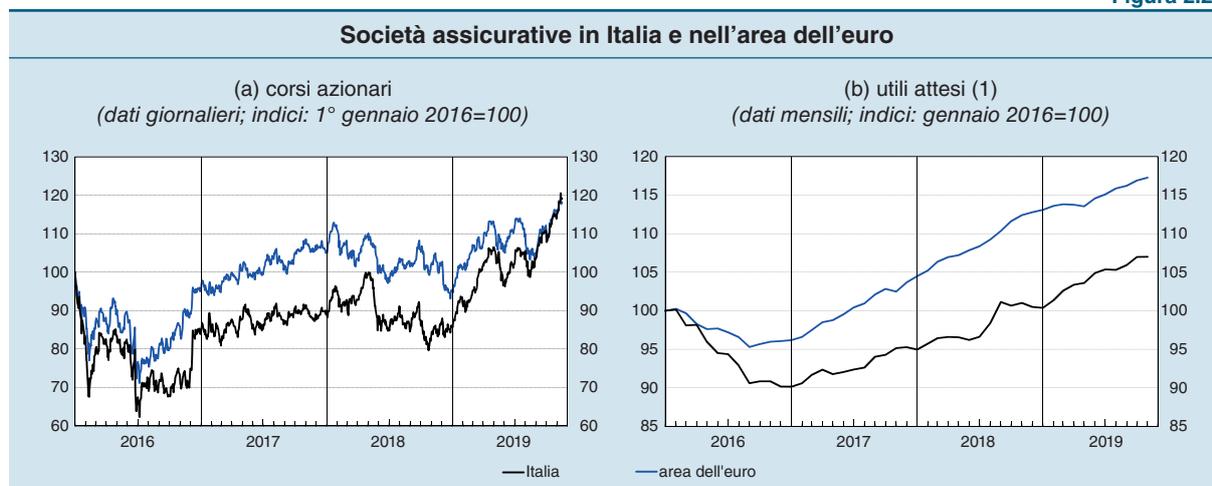
Il rialzo dei corsi dei titoli pubblici si è riflesso positivamente anche sul rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), che per la gestione vita è salito all'11 per cento nel primo semestre del 2019 (4 per cento nello stesso periodo del 2018; fig. 2.23.b)¹⁶, principalmente per effetto delle riprese di valore dei titoli in portafoglio. L'aumento della redditività ha favorito un incremento dei corsi azionari e degli utili attesi dagli analisti (fig. 2.24).

La crescita delle quotazioni dei titoli ha determinato dallo scorso giugno un significativo incremento delle plusvalenze latenti nette delle compagnie, che hanno raggiunto il 13 per cento del valore complessivo del portafoglio (fig. 2.25).

¹⁵ Per la definizione dell'indice di solvibilità, cfr. la nota 1 della fig. 2.23. La normativa prevede che tale indice sia pari o superiore al 100 per cento.

¹⁶ I dati non sono annualizzati.

Figura 2.24



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(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. Per l'Italia sono considerate Assicurazioni Generali, Mediolanum, Società Cattolica Assicurazioni, UnipolSai. Per l'area dell'euro sono considerate le principali società incluse nell'indice di Datastream del settore assicurativo dell'area dell'euro.

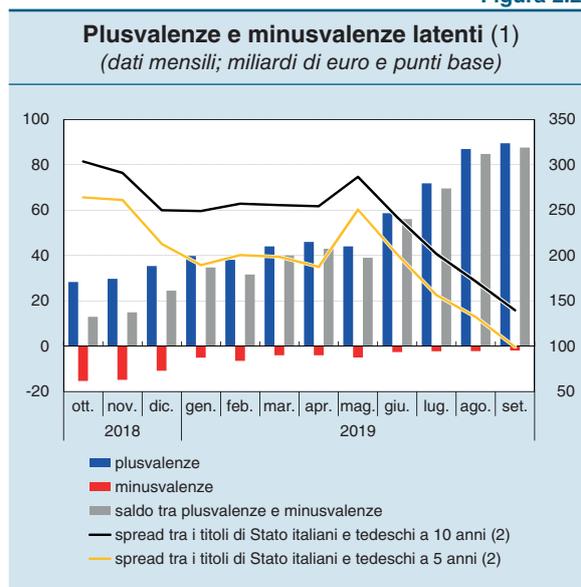
Nei primi nove mesi dell'anno il valore dei titoli pubblici detenuti dalle compagnie è aumentato da 360 a 414 miliardi di euro, a causa sia dell'acquisto di nuovi titoli sia della rivalutazione di quelli in portafoglio. Alla fine di settembre i titoli pubblici, in prevalenza italiani, rappresentavano il 52 per cento del totale degli investimenti con rischio a carico delle compagnie, un livello ampiamente superiore alla media europea (fig. 2.26.a). La quota di obbligazioni private resta inferiore a quella degli altri paesi ed è costituita prevalentemente da titoli emessi da società non finanziarie estere e con un merito di credito elevato (figg. 2.26.b e 2.26.c).

L'indagine sulle vulnerabilità effettuata trimestralmente dall'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) presso i principali gruppi e imprese italiani mostra che le compagnie che effettuano investimenti significativi (pari a più del 5 per cento del totale) in strumenti finanziari con un profilo di rischio e rendimento elevato rappresentano soltanto il 4 per cento del totale degli attivi del settore assicurativo. La quota di titoli di piccole e medie imprese sul totale delle attività rimane su livelli estremamente contenuti. Un incentivo ad ampliare questi investimenti potrà derivare dalle recenti modifiche alla normativa comunitaria sui requisiti patrimoniali¹⁷, che prevedono una riduzione dell'assorbimento di capitale per le obbligazioni prive di rating, per gli strumenti di capitale non quotati e per gli investimenti a lungo termine in titoli di capitale¹⁸.

¹⁷ Regolamento delegato UE/2019/981.

¹⁸ La normativa prevede una riduzione dell'assorbimento di capitale per gli investimenti in azioni e altri titoli di capitale che hanno un periodo medio di detenzione superiore a cinque anni e soddisfano altri specifici criteri di gestione.

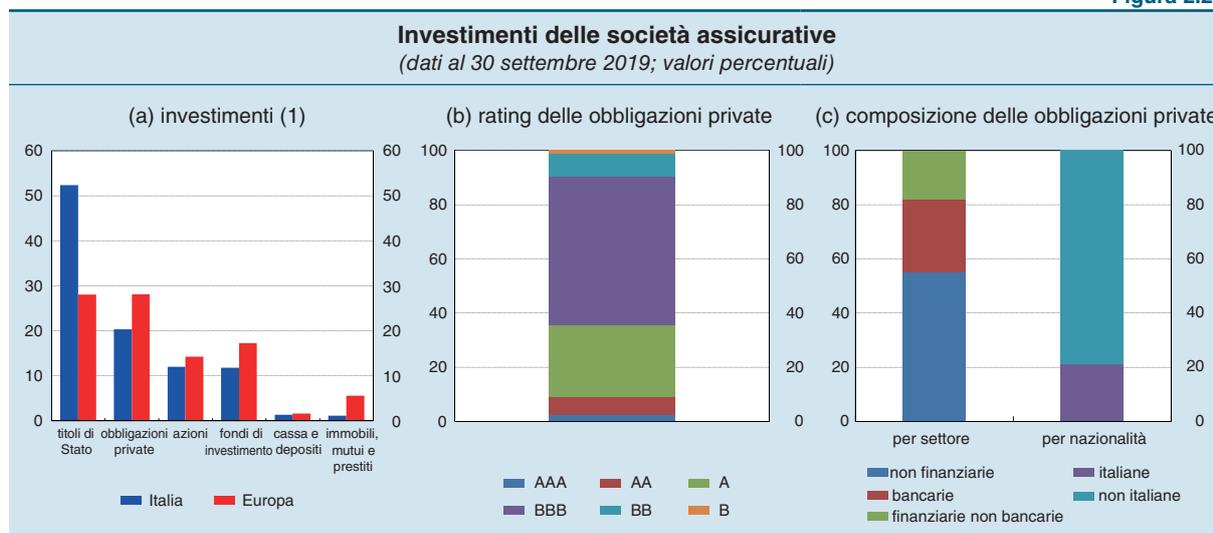
Figura 2.25



Fonte: Ivass e Refinitiv.

(1) Le plusvalenze e le minusvalenze latenti rappresentano la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio dei titoli in portafoglio. - (2) Scala di destra. Dati di fine periodo.

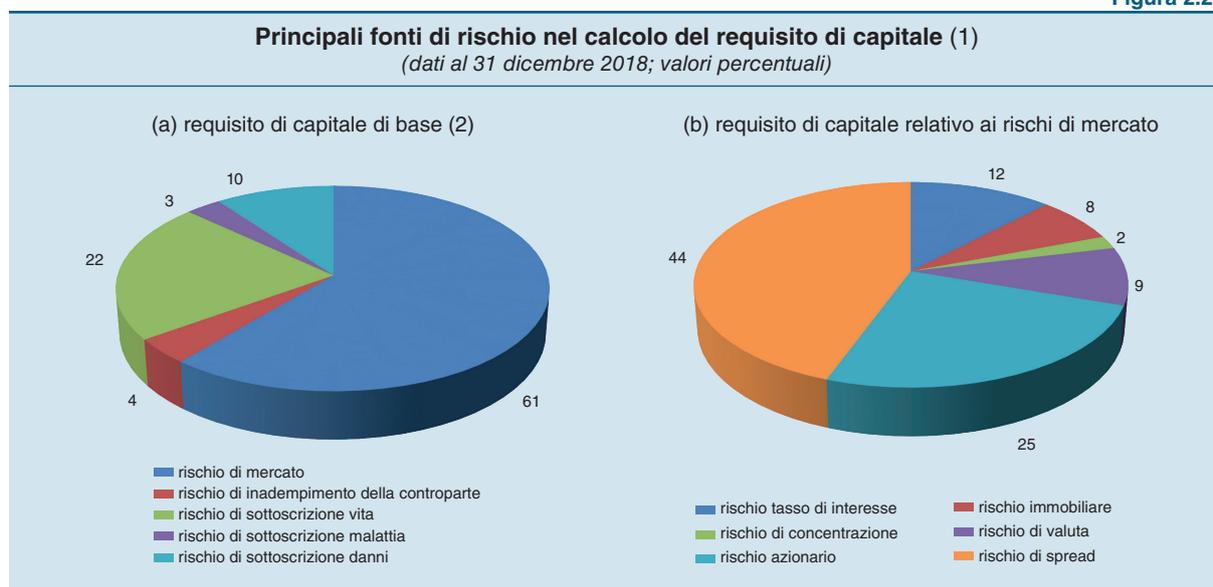
Figura 2.26



Fonte: Ivass ed EIOPA.
(1) I dati per l'Europa sono riferiti allo Spazio economico europeo e al 31 marzo 2019.

In linea con la media europea, le assicurazioni italiane sono più esposte ai rischi di mercato – che rappresentano il 61 per cento del requisito di capitale di base – rispetto a quelli tecnici derivanti dall'attività assicurativa (fig. 2.27.a). In particolare le compagnie italiane sono soggette prevalentemente al rischio legato alla variazione degli spread obbligazionari (44 per cento; fig. 2.27.b). I rischi connessi con uno scenario prolungato di bassi tassi di interesse risultano contenuti (cfr. il riquadro: *Gli effetti dei bassi tassi di interesse sulle compagnie italiane*).

Figura 2.27



Fonte: Ivass.
(1) I dati si riferiscono alle sole imprese che calcolano il requisito patrimoniale di solvibilità (*solvency capital requirement, SCR*) attraverso la formula standard (82 imprese che rappresentano il 57 per cento del totale degli attivi). Il metodo standard per il rischio di spread non prevede requisiti di capitale per le esposizioni verso uno Stato europeo espresse e finanziate nella valuta nazionale. – (2) Il requisito patrimoniale di solvibilità di base (*basic solvency capital requirement, BSCR*) è calcolato aggregando i moduli di rischio di mercato, rischio di controparte e rischi di sottoscrizione vita, danni e malattia. Il valore finale dell'SCR è determinato aggiungendo al BSCR anche una componente relativa al rischio operativo e considerando la capacità di assorbimento delle perdite da parte delle riserve tecniche e delle imposte differite.

GLI EFFETTI DEI BASSI TASSI DI INTERESSE SULLE COMPAGNIE ITALIANE¹

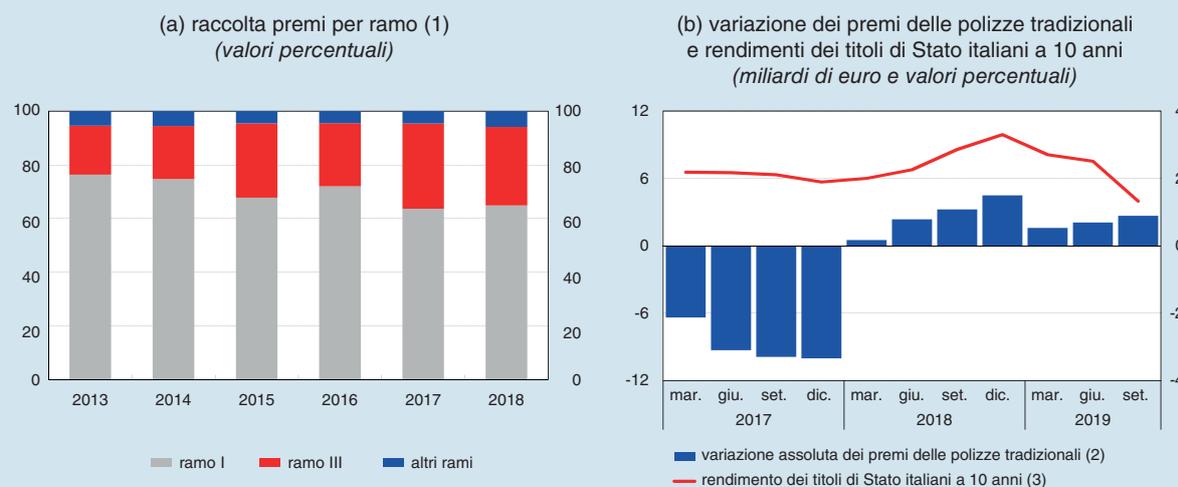
La fase prolungata di bassi tassi di interesse si riflette negativamente sulla redditività e sugli indici di solvibilità delle compagnie di assicurazione. In Italia questi effetti sono più contenuti rispetto ad altri paesi europei a causa del sostanziale allineamento tra la durata finanziaria delle attività (costituite prevalentemente da titoli di Stato con rendimenti relativamente elevati)² e quella delle passività (tra le quali i prodotti vita tradizionali hanno rendimenti minimi garantiti generalmente bassi).

Gli stress test condotti nel 2018 dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA)³ confermano che per le compagnie italiane i rischi connessi con uno scenario prolungato di basso livello dei tassi di interesse sono più limitati rispetto alla media europea (cfr. il riquadro: *I risultati degli stress test sul settore assicurativo*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019).

Dall'indagine semestrale dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) presso le compagnie vita italiane che offrono prodotti garantiti emerge che a giugno del 2019 la riserva aggiuntiva necessaria per far fronte alle garanzie implicite dei contratti vita rimarrebbe comunque su livelli esigui (0,45 per cento delle riserve matematiche complessive) anche in caso di un'ipotetica diminuzione di 100 punti base della curva dei tassi di interesse priva di rischio.

Figura

Raccolta premi e rendimenti dei titoli di Stato italiani



Fonte: Ivass e Refinitiv.

(1) Il ramo I include in prevalenza polizze rivalutabili (prodotti vita tradizionali garantiti); il ramo III include in prevalenza polizze *unit* e *index linked* (prodotti vita con rischio a carico degli assicurati); gli altri rami includono gli altri prodotti vita. – (2) La variazione è calcolata rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente. – (3) Scala di destra. Dati medi del trimestre di riferimento.

¹ A cura di Federica Pallante (Ivass).

² Il rendimento realizzato dalle gestioni separate, che investono prevalentemente in titoli di Stato, nel 2018 è stato mediamente pari al 3,5 per cento.

³ Nell'ultimo stress test europeo si ipotizzava una riduzione dei tassi di interesse privi di rischio (80 punti base sulla scadenza a dieci anni); è da notare tuttavia che alla fine dello scorso settembre la curva per scadenza era scesa al di sotto di quanto ipotizzato nello scenario di stress: il rendimento a dieci anni era di -0,14 per cento il 30 settembre, contro lo 0,09 nello scenario di stress.

L'esposizione contenuta ai rischi derivanti dai bassi tassi di interesse è anche frutto delle strategie commerciali adottate dalle compagnie italiane negli ultimi anni. Tra il 2013 e il 2018 la quota dei prodotti vita tradizionali con un rendimento minimo garantito si è ridotta dal 76 al 65 per cento (figura, pannello a), mentre è aumentata quella dei prodotti per i quali il rischio di investimento ricade del tutto o in parte sugli assicurati (dal 18 al 29 per cento). Le scadenze medie dei prodotti vita tradizionali offerti dalle compagnie italiane (poco più di 10 anni) risultano inoltre più brevi rispetto a quelle dei prodotti offerti dalle società assicurative di altri paesi europei (ad es., circa 30 anni in Germania, Norvegia e Spagna)⁴.

Le compagnie hanno anche progressivamente diminuito il livello delle garanzie di rendimento minimo e modificato le caratteristiche delle garanzie offerte. Nel primo semestre del 2019 circa l'80 per cento delle nuove polizze prevedeva tassi di rendimento minimi garantiti nulli; inoltre le garanzie sui nuovi prodotti si applicano generalmente al rendimento medio calcolato sull'intera durata del contratto e non al rendimento realizzato in ciascun anno, che può quindi anche essere inferiore al livello previsto dalla garanzia.

Le società assicurative gestiscono i rischi derivanti dalla vendita di prodotti vita tradizionali attraverso l'investimento in attività, quali i titoli di Stato, con durate e rendimenti coerenti con quelli minimi garantiti. Per questa ragione l'offerta di polizze tradizionali tende a ridursi al diminuire dei rendimenti sui titoli di Stato (figura, pannello b). A fronte di un eventuale acutizzarsi dello scenario di tassi di interesse a medio e a lungo termine molto bassi, o addirittura negativi, le compagnie potrebbero non essere più in grado di offrire questi prodotti⁵, con ripercussioni potenzialmente ampie sulla redditività.

⁴ EIOPA, *Report on long-term guarantees measures and measures on equity risk 2018*, 18 dicembre 2018.

⁵ Nel 2018 un intervento normativo dell'Ivass ha introdotto la possibilità per le compagnie di costituire un fondo utili per redistribuire nel tempo i guadagni netti derivanti dalla compravendita dei titoli. Questa misura potrà avere un impatto positivo sul lancio di nuovi prodotti tradizionali con garanzia (finora otto società hanno costituito gestioni separate con fondo utili); cfr. Ivass, *provvedimento 68 del 14 febbraio 2018*, concernente le modifiche ai regolamenti Isvap 14/2008, 22/2008 e 38/2011, in materia di gestioni separate.

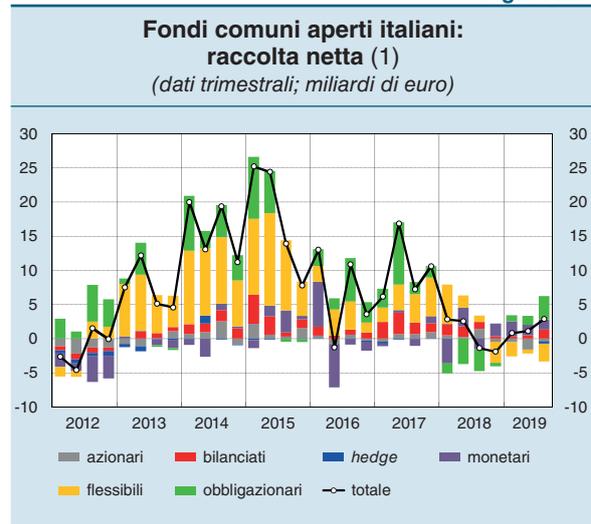
Il rapporto tra l'onere per riscatti e i premi, un indicatore di potenziali tensioni di liquidità per le compagnie vita, si è mantenuto su valori storicamente ridotti; a settembre era pari al 42 per cento.

L'industria del risparmio gestito

La fase di forte crescita del comparto dei fondi comuni, sostenuta tra il 2013 e il 2017 dalla riallocazione dei portafogli delle famiglie italiane a scapito principalmente delle obbligazioni bancarie, sembra essersi esaurita; dal 2018 la raccolta netta registra oscillazioni ridotte, per lo più determinate dagli andamenti dei mercati (fig. 2.28).

Il settore dei fondi comuni ha raggiunto dimensioni notevoli, pari a circa l'11 per cento delle attività finanziarie delle famiglie italiane (9 per cento nell'area dell'euro); i comportamenti degli operatori in questo comparto dell'industria finanziaria possono pertanto avere rilevanza sistemica. In particolare

Figura 2.28



Fonte: Assogestioni, segnalazioni di vigilanza e Refinitiv.
(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 3° trimestre del 2019 sono provvisori.

elevate richieste di rimborso di quote dei fondi da parte dei sottoscrittori potrebbero rendere necessari rapidi disinvestimenti dei portafogli e aumentare la volatilità dei prezzi delle attività finanziarie con effetti negativi sulla stabilità degli altri intermediari finanziari. In Italia tali rischi sono mitigati dalla normativa prudenziale che obbliga i fondi che investono in attività illiquide a costituirsi in forma chiusa.

Un esercizio di simulazione condotto sui fondi aperti di diritto italiano, per i quali si dispone di informazioni granulari sulla composizione dei portafogli, mostra che la loro esposizione al rischio di liquidità è nel complesso contenuta. Il rischio è rilevante soltanto nei comparti specializzati in titoli con minore merito di credito (*high yield*) e dei mercati emergenti, che rappresentano meno del 3 per cento del patrimonio complessivo dei fondi aperti italiani (cfr. il riquadro: *Il rischio di liquidità dei fondi comuni aperti italiani*).

IL RISCHIO DI LIQUIDITÀ DEI FONDI COMUNI APERTI ITALIANI¹

L'attività dei fondi comuni aperti è esposta a rischi connessi con il diverso grado di liquidità delle attività e delle passività. In assenza di vincoli al riscatto delle quote da parte dei sottoscrittori, elevate richieste di rimborso possono rendere necessari rapidi disinvestimenti dei portafogli (*fire sales*), che a loro volta possono determinare una riduzione del valore delle quote e dare luogo a nuovi deflussi. Tali episodi, se diffusi, potrebbero aumentare la volatilità dei prezzi delle attività finanziarie, con effetti negativi sulla stabilità degli altri intermediari finanziari (cfr. il riquadro: *I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi comuni aperti*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017).

L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) ha emanato in settembre delle linee guida in materia di stress test sui rischi di liquidità dei fondi armonizzati aperti e di quelli alternativi², che definiscono gli scenari da applicare e gli interventi da attuare ai fini della gestione del rischio di liquidità³. In Italia la regolamentazione prevede l'obbligo per i gestori sia di effettuare stress test periodici per valutare il rischio di liquidità dei fondi, sia di adottare strategie di investimento idonee a mitigare tale rischio.

L'ESMA ha inoltre pubblicato i risultati di una simulazione⁴ svolta sul settore dei fondi obbligazionari domiciliati in Europa, con l'obiettivo di esaminarne il profilo di liquidità. I risultati mostrano come, a livello europeo, in situazioni di stress dei mercati circa il 40 per cento dei

Tavola

| Patrimonio dei fondi comuni aperti italiani (milioni di euro) | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|
| VOCI | 2017 | 2018 | luglio 2019 |
| Monetari | 4.108 | 3.201 | 2.025 |
| Obbligazionari euro | 14.408 | 12.773 | 13.052 |
| Obbligazionari globali | 29.963 | 28.188 | 30.024 |
| Obbligazionari <i>high yield</i> e mercati emergenti | 7.263 | 6.212 | 6.770 |
| Bilanciati, flessibili e altri obbligazionari | 188.274 | 177.563 | 179.951 |
| Azionari | 22.384 | 19.428 | 21.606 |
| Totale | 266.400 | 247.365 | 253.428 |

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

¹ A cura di Dario Portioli e Raffaele Santioni.

² ESMA, *Final report. Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs*, settembre 2019.

³ Nel luglio 2019 l'ESMA ha emanato specifiche linee guida per gli stress test dei fondi di mercato monetario. La disciplina di questo comparto è stata negli scorsi anni rivista sia all'interno dell'Unione europea (regolamento UE/2017/1131) sia negli Stati Uniti, in relazione alla rilevanza sistemica di tali fondi, che detengono in portafoglio strumenti monetari emessi da governi, banche e imprese. Nell'Unione europea i fondi di mercato monetario sono concentrati in Francia, Irlanda e Lussemburgo; la quota dei fondi di questo tipo domiciliata in Italia è marginale. Nel nostro paese inoltre non sono presenti fondi monetari che mantengono costante il valore della quota (fondi *constant net asset value*, CNAV), maggiormente esposti al rischio di liquidità in presenza di forti variazioni del valore degli attivi.

⁴ ESMA, *ESMA Economic Report. Stress simulation for investment funds 2019*, settembre 2019.

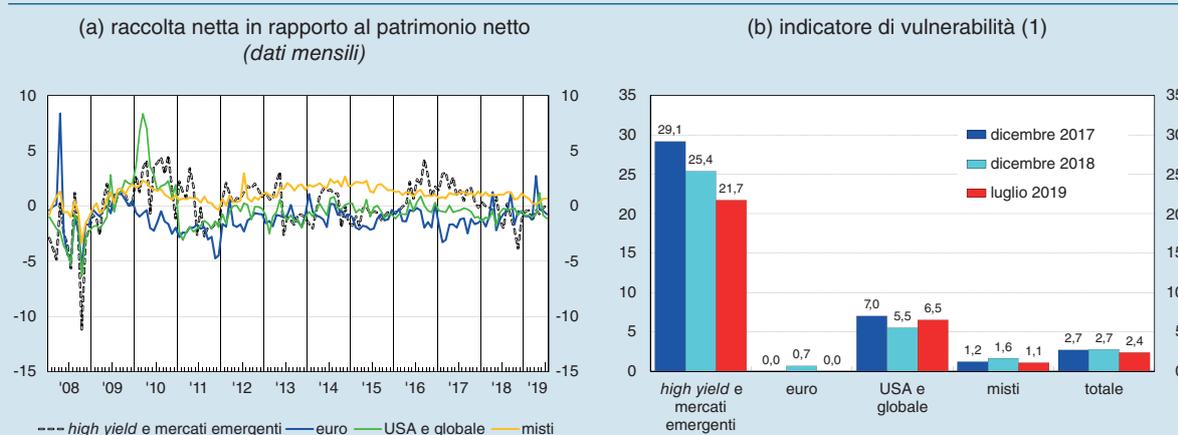
fondi specializzati in titoli con minore merito di credito (*high yield*) – pari a circa il 7 per cento dei fondi analizzati – potrebbero avere difficoltà a far fronte a elevate richieste di rimborso delle quote; limitate criticità riguarderebbero anche i fondi che investono in obbligazioni dei mercati emergenti.

Per valutare l'esposizione dei fondi italiani al rischio di liquidità la Banca d'Italia ha svolto un esercizio di simulazione che, in linea con la metodologia adottata dall'ESMA, stima la capacità dei fondi di fronteggiare con i propri attivi consistenti richieste di rimborso. L'analisi considera i soli comparti obbligazionari, bilanciati e flessibili, i cui attivi (pari al 90 per cento del mercato; tavola) hanno un grado di liquidità generalmente inferiore a quelli dei comparti azionari. L'esercizio è stato svolto con riferimento a tre date (dicembre 2017, dicembre 2018 e luglio 2019).

Il grado di liquidità degli attivi dei fondi è valutato sulla base della metodologia utilizzata per misurare i requisiti prudenziali di liquidità delle banche (*high-quality liquid assets*, HQLA). Rispetto all'esercizio dell'ESMA, la valutazione è effettuata con una maggiore precisione, grazie all'utilizzo di dati granulari tratti dalle segnalazioni di vigilanza sulla composizione dei portafogli. Negli scenari di stress i riscatti netti mensili di quote dei fondi in rapporto al patrimonio netto sono posti pari, per ciascuno dei principali comparti, alla media dei valori superiori al novantanovesimo percentile della distribuzione relativa al periodo compreso tra gennaio 2008 e luglio 2019 (figura, pannello a).

Figura

Indicatori del rischio di liquidità dei fondi comuni aperti italiani (valori percentuali)



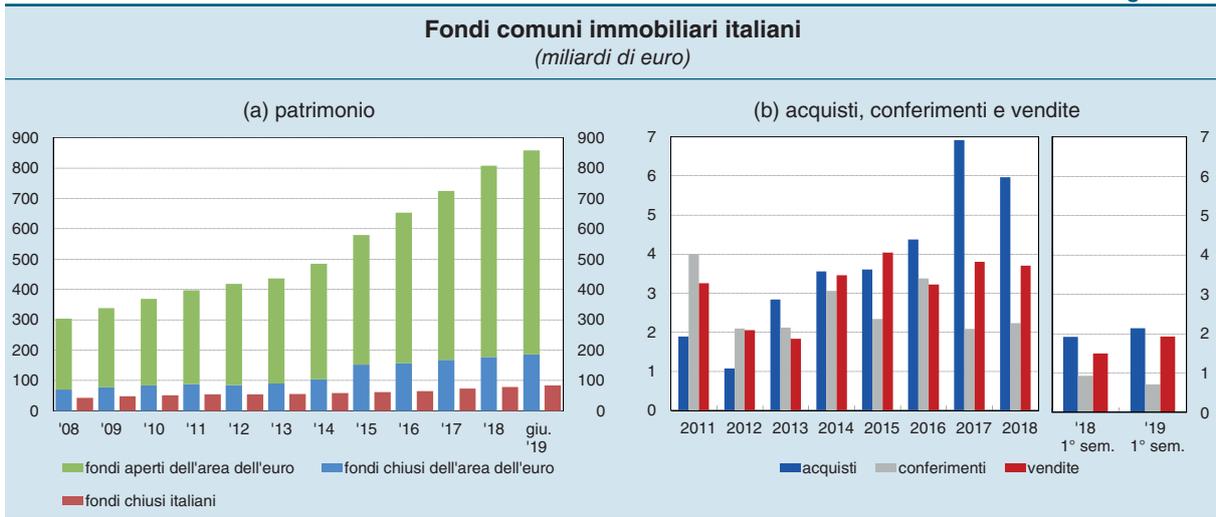
Fonte: segnalazioni di vigilanza e BCE (Centralised Securities Database).

(1) Patrimonio dei fondi vulnerabili in rapporto al patrimonio complessivo del comparto. I fondi vulnerabili sono quelli per i quali il rapporto tra l'attivo ponderato per il grado di liquidità (HQLA) e i riscatti netti nello scenario di stress è inferiore a 1.

I risultati dell'analisi mostrano che l'esposizione al rischio di liquidità dei fondi aperti di diritto italiano che investono prevalentemente in titoli obbligazionari è nel complesso contenuta: a luglio del 2019 i fondi vulnerabili, ossia quelli che in uno scenario di stress dei mercati non sarebbero in grado di rispondere a richieste di rimborso particolarmente elevate attingendo alla sola componente più liquida del proprio attivo, rappresentavano appena il 2,7 per cento del patrimonio complessivo dei fondi analizzati. L'esposizione è significativa solo per i fondi specializzati nei settori *high yield* e nei mercati emergenti, per i quali la quota dei fondi vulnerabili sul totale del patrimonio del comparto sale al 21,7 per cento (figura, pannello b).

Tra dicembre del 2017 e luglio del 2019 l'esposizione dei fondi italiani al rischio di liquidità si è ridotta, principalmente per effetto di una ricomposizione degli attivi verso posizioni più liquide. La quota del patrimonio relativa ai fondi vulnerabili è diminuita di 0,3 punti percentuali per il totale dei fondi analizzati e di 7,4 punti percentuali per i soli fondi che investono prevalentemente in titoli *high yield* e dei mercati emergenti.

Figura 2.29

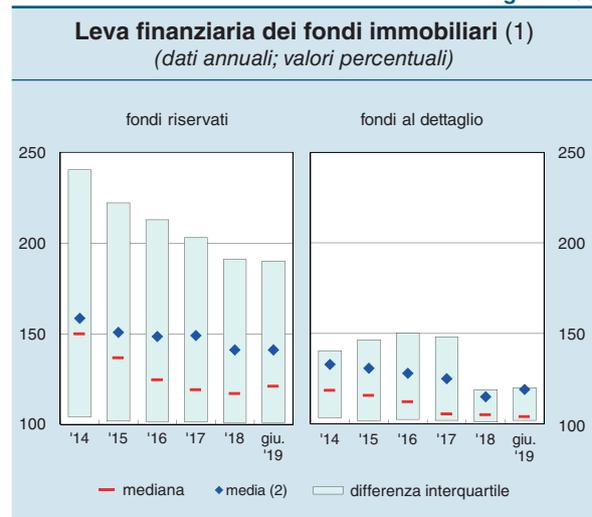


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

Prosegue la crescita dei fondi immobiliari, il cui patrimonio ha raggiunto 82 miliardi di euro in giugno (fig. 2.29.a); nel primo semestre dell'anno il valore delle nuove compravendite di immobili effettuate dai fondi è cresciuto di circa il 10 per cento rispetto allo stesso periodo del 2018 (fig. 2.29.b). L'aumento, che riguarda unicamente il segmento dei fondi riservati a investitori professionali, è sostenuto dagli investimenti dall'estero, la cui quota di mercato – valutata in base al patrimonio netto – è salita al 68 per cento per i fondi costituiti nel 2019 (il 24 per cento per quelli precedenti); tra gli investitori italiani rivestono un ruolo rilevante gli enti di previdenza e le compagnie di assicurazione. Gli investimenti dei fondi istituiti nel 2019 sono concentrati nell'area di Milano (62 per cento, contro 38 per gli altri fondi) e riguardano quasi esclusivamente immobili a uso commerciale e uffici (98 per cento, contro 83 per i fondi preesistenti).

La dimensione del comparto dei fondi immobiliari destinati alla clientela al dettaglio continua a ridursi, per effetto della scadenza dei fondi esistenti e dell'assenza di nuove iniziative. In questo comparto sono operativi solo 14 fondi per un patrimonio netto complessivo inferiore a 2 miliardi; gran parte giungerà a scadenza nel prossimo triennio.

Figura 2.30



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) La leva finanziaria è misurata dal rapporto tra il totale dell'attivo e il patrimonio netto. – (2) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dai fondi immobiliari restano limitati. La leva finanziaria del comparto è rimasta stabile nel semestre, su valori storicamente bassi (fig. 2.30); i fondi avviati negli ultimi anni mostrano un grado di indebitamento mediamente inferiore rispetto alle iniziative precedenti. I fondi riservati che a giugno del 2019 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 italiani nei confronti del settore è contenuta (20 miliardi, pari a circa l'1 per cento dei prestiti totali).

3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI

In Italia il ciclo macrofinanziario rimane debole. Il credito alle famiglie rallenta, quello alle imprese si riduce; lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito totale e prodotto (*credit-to-GDP gap*) risulta ampiamente negativo (cfr. il par. 1.1). Anche gli indicatori reali strettamente connessi con l'evoluzione delle condizioni macrofinanziarie forniscono segnali coerenti: i prezzi delle abitazioni in termini reali continuano a diminuire e restano significativamente inferiori al loro livello di lungo periodo; il tasso di disoccupazione, pur se in discesa, rimane su livelli elevati. A fronte di condizioni cicliche stagnanti, la condizione finanziaria del settore delle famiglie è solida e quella delle imprese è migliorata negli ultimi anni (cfr. il par. 1.2).

In assenza di rischi connessi con una crescita eccessiva del credito la Banca d'Italia ha mantenuto pari a zero il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) per l'intero 2019 (tav. 3.1)¹.

Tavola 3.1

| Recenti decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia (1) | | |
|---|--|---|
| DATA | Decisione | Coefficiente della riserva di capitale (valori percentuali) |
| 21.6.2019 | Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il 3° trimestre del 2019 | 0,00 |
| 28.6.2019 | Identificazione dei paesi terzi rilevanti per l'Italia | – |
| 20.9.2019 | Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il 4° trimestre del 2019 | 0,00 |

(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](#).

Lo scorso giugno la Banca d'Italia ha identificato i paesi terzi rilevanti per il sistema bancario ai fini dell'applicazione della riserva di capitale anticiclica²: si tratta, come nel 2018, di Russia, Stati Uniti, Svizzera e Turchia³. I quattro Stati sono tra quelli identificati dall'ESRB come rilevanti anche per l'intera UE e sono sottoposti al controllo dei rischi da parte dello stesso Comitato. La Banca d'Italia,

¹ Per informazioni sui principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario, cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A8.

² Per favorire uniformità tra le decisioni dei singoli Stati dell'Unione europea (UE) riguardanti l'applicazione di una riserva di capitale anticiclica sulle esposizioni delle proprie banche verso i paesi non appartenenti alla UE (cosiddetti paesi terzi), il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) ha emanato la raccomandazione ESRB/2015/1 con la quale si chiede alle autorità nazionali di: (a) identificare annualmente i paesi terzi verso i quali il sistema bancario di ciascuna giurisdizione è esposto in maniera significativa; (b) controllare i rischi derivanti da un'eccessiva crescita del credito in tali Stati; (c) segnalare all'ESRB i casi in cui si ritenga che il CCyB fissato da quei paesi non sia adeguato. Sulla base di tali segnalazioni o della propria azione di controllo, il Comitato può raccomandare agli Stati membri la fissazione di un CCyB armonizzato per le esposizioni verso i paesi terzi interessati.

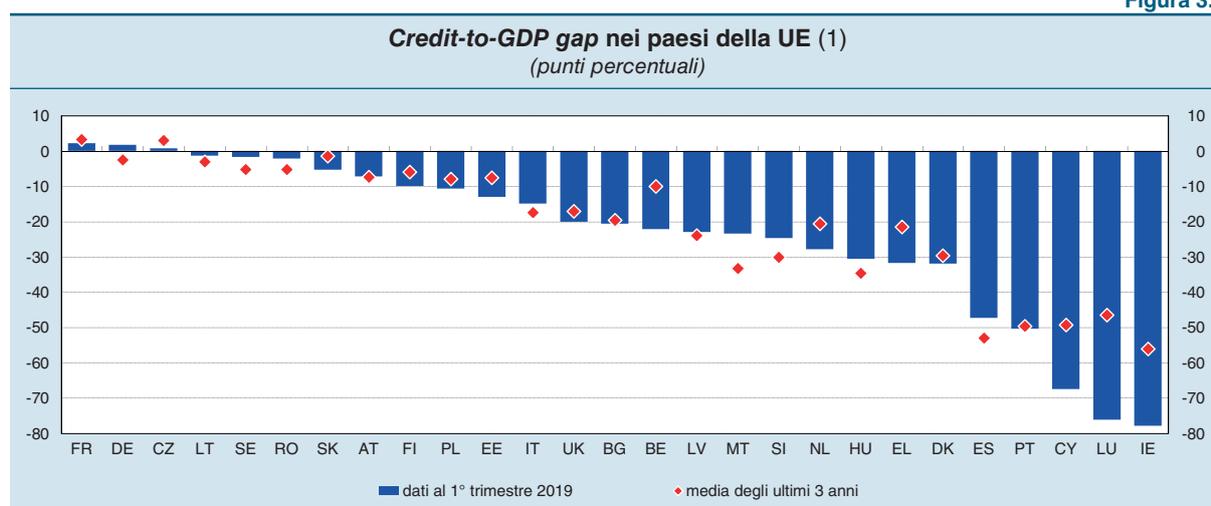
³ L'individuazione dei quattro Stati è stata effettuata applicando la metodologia utilizzata dall'ESRB per identificare annualmente i paesi terzi verso i quali il sistema bancario dell'intera UE ha esposizioni significative (definite come quelle pari o superiori all'1,0 per cento del totale).

al pari delle autorità della gran parte dei paesi della UE, ha deciso di affidarsi alle analisi dell'ESRB e di non svolgere attività di sorveglianza diretta dei rischi di tali economie⁴.

Entro il prossimo 1° dicembre la Banca d'Italia pubblicherà le decisioni annuali relative ai gruppi bancari identificati come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII); entro il 15 dicembre verrà diffusa anche la decisione riguardante l'individuazione delle istituzioni a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institutions*, G-SII) e la definizione delle relative riserve di capitale. Lo scorso anno sono stati identificati come appartenenti alla prima categoria i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo e Banco BPM⁵; è stato incluso nella seconda il gruppo bancario UniCredit⁶ (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019).

Nella maggior parte dei paesi europei il *credit-to-GDP gap* è negativo (fig. 3.1). In diverse economie tuttavia altri indicatori (come la dinamica del credito e la crescita dei prezzi degli immobili) forniscono segnali coerenti con un rafforzamento del ciclo finanziario. È quindi aumentato il numero di Stati che hanno fissato una riserva di capitale anticiclica positiva o prevedono di elevarla nel 2020 (tav. 3.2). Vari paesi hanno inoltre adottato negli ultimi anni misure macroprudenziali rivolte ai prenditori di fondi per fare fronte alle vulnerabilità derivanti dalla crescita dei prezzi degli immobili e dell'indebitamento delle famiglie (cfr. il riquadro: *Le misure macroprudenziali rivolte ai debitori adottate nell'Unione europea*)⁷.

Figura 3.1



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; DE=Germania; CZ=Repubblica Ceca; LT=Lituania; SE=Svezia; RO=Romania; SK=Slovacchia; AT=Austria; FI=Finlandia; PL=Polonia; EE=Estonia; IT=Italia; UK=Regno Unito; BG=Bulgaria; BE=Belgio; LV=Lettonia; MT=Malta; SI=Slovenia; NL=Paesi Bassi; HU=Ungheria; EL=Grecia; DK=Danimarca; ES=Spagna; PT=Portogallo; CY=Cipro; LU=Lussemburgo; IE=Irlanda.

⁴ La raccomandazione ESRB/2015/1 consente alle autorità degli Stati membri di non svolgere attività di sorveglianza diretta dei rischi nei paesi terzi verso i quali le proprie banche hanno esposizioni significative se questi paesi sono rilevanti anche per l'intera UE e sono sottoposti al controllo dei rischi da parte dell'ESRB. Oltre ai quattro già indicati, i paesi terzi soggetti al controllo del Comitato sono Brasile, Cina, Hong Kong e Singapore.

⁵ La riserva di capitale aggiuntiva per il 2019 è pari allo 0,50 per cento per UniCredit, 0,38 per cento per Intesa Sanpaolo e 0,06 per cento per Banco BPM.

⁶ Per il 2019 il gruppo UniCredit deve detenere una riserva di capitale aggiuntiva pari all'1,00 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio. Secondo quanto stabilito dalla normativa europea, al gruppo bancario UniCredit si applicherà soltanto il maggiore tra il requisito per le G-SII e quello per le O-SII.

⁷ Per dettagli sulle singole misure, cfr. sul sito dell'ESRB la tavola: *National measures of macroprudential interest in the EU/EEA*.

Riserva di capitale anticiclica nei paesi dell'Unione europea

| PAESE | Coefficiente della riserva applicabile (valori percentuali) | Decorrenza | Coefficiente della riserva annunciato (valori percentuali) | Decorrenza |
|---|---|------------|--|-------------------------|
| Austria, Cipro, Croazia, Estonia, Finlandia, Grecia, Italia, Lettonia, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Romania, Slovenia, Spagna, Ungheria | 0,00 | 1.1.2016 | – | – |
| Belgio | 0,00 | 1.1.2016 | 0,50 | 1.7.2020 |
| Bulgaria | 0,50 | 1.10.2019 | 1,00 | 1.4.2020 |
| Danimarca | 1,00 | 30.9.2019 | 1,50 2,00 | 30.6.2020 30.12.2020 |
| Francia | 0,25 | 1.7.2019 | 0,50 | 2.4.2020 |
| Germania | 0,00 | 1.1.2016 | 0,25 | 1.7.2020 |
| Irlanda | 1,00 | 5.7.2019 | – | – |
| Lituania | 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 | 1,50 | 1.7.2019 | 1,75 2,00 | 1.1.2020 1.7.2020 |
| Slovacchia | 1,50 | 1.8.2019 | 2,00 | 1.8.2020 |
| Svezia | 2,50 | 19.9.2019 | – | – |

Fonte: ESRB.

LE MISURE MACROPRUDENZIALI RIVOLTE AI DEBITORI ADOTTATE NELL'UNIONE EUROPEA¹

Le misure macroprudenziali rivolte ai debitori (*borrower based*) perseguono l'obiettivo di rafforzare la resilienza del sistema finanziario attraverso l'imposizione di limiti all'assunzione di rischio da parte dei soggetti che ricevono i finanziamenti. Questi strumenti includono le restrizioni: (a) all'importo del mutuo rispetto al valore dell'immobile dato in garanzia (*loan-to-value ratio*, LTV) o al reddito del debitore (*loan-to-income ratio*, LTI); (b) al rapporto tra il debito complessivo o l'importo della rata di rimborso del finanziamento e il reddito (*debt-to-income ratio*, DTI e *debt-service-to-income ratio*, DSTI); (c) alla durata massima e ai requisiti di ammortamento dei prestiti. Si tratta di misure non regolate dalla normativa europea; le autorità macroprudenziali vi possono ricorrere sulla base delle rispettive discipline nazionali².

Tali strumenti, agendo su diversi parametri di rischio, sono tra loro complementari e l'utilizzo congiunto ne accresce l'efficacia³. L'imposizione di un limite all'LTV consente di attenuare le perdite

¹ A cura di Wanda Cornacchia.

² Al fine di favorire in Europa l'armonizzazione delle definizioni e degli indicatori utilizzati per il monitoraggio dei mercati immobiliari, tra cui gli indicatori sui criteri di concessione del credito, il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) ha emesso raccomandazioni relative alle misure per colmare le lacune nella disponibilità e nella comparabilità dei dati relativi al mercato immobiliare (*real estate data gaps*). Per ulteriori dettagli, cfr. le raccomandazioni ESRB/2016/14 e ESRB/2019/3.

³ Per una rassegna delle analisi svolte sugli effetti delle misure macroprudenziali, cfr. il riquadro: *L'efficacia delle misure macroprudenziali adottate in alcuni paesi europei per il settore immobiliare: prime evidenze*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018.

per i creditori in caso di insolvenza dei debitori (*loss given default*, LGD); al contempo, riducendo il debito erogato a fronte di date garanzie immobiliari, contiene la vulnerabilità della clientela. L'LTI e il DSTI limitano il debito e il peso degli interessi sul reddito disponibile, diminuendo la probabilità di insolvenza dei debitori (*probability of default*, PD). I limiti alla durata e i vincoli all'ammortamento dei prestiti evitano che rate di rimborso molto contenute possano favorire l'accumulo di debiti eccessivi da parte delle famiglie.

Nelle sue recenti raccomandazioni attinenti al mercato immobiliare l'ESRB ha invitato alcuni paesi a fare ricorso a questo tipo di strumenti (cfr. il par. 1.1). Negli ultimi anni diversi Stati europei hanno già adottato misure *borrower based* per fronteggiare le crescenti vulnerabilità derivanti dall'aumento dei prezzi degli immobili e dell'indebitamento delle famiglie (tavola). Nella maggior parte dei casi le autorità hanno posto in essere più misure contemporaneamente per contrastare gli specifici rischi nazionali.

Per contenere l'indebitamento delle famiglie i paesi hanno fatto ampio ricorso all'LTV (18 paesi), con un valore massimo per le nuove erogazioni generalmente compreso tra l'80 e il 90 per cento del valore dell'immobile. Nei Paesi Bassi, dove le famiglie hanno elevati livelli di debito, il limite all'LTV è stato gradualmente ridotto fino al 100 per cento nel 2018. A Cipro e in Polonia sono state stabilite soglie più stringenti per gli immobili non residenziali (70 e 75 per cento, rispettivamente) in confronto a quelle previste per le abitazioni (80 per cento per entrambi i paesi). In diversi casi, come in Irlanda e a Malta, il limite per i mutui finalizzati all'acquisto della prima casa è meno stringente rispetto a quello imposto sui mutui per immobili da acquistare come seconde case o da dare in locazione. In Estonia e in Lettonia sono stati previsti limiti più elevati in caso di garanzie aggiuntive dello Stato, mentre in Romania e in Ungheria le soglie si differenziano a seconda della valuta del prestito. In Norvegia l'LTV massimo è stato abbassato al 60 per cento per le seconde case situate a Oslo⁴. Alcuni paesi (Estonia, Irlanda, Malta) hanno previsto che una quota prestabilita di nuovi prestiti possa superare i limiti fissati per consentire una maggiore flessibilità nella concessione del credito e per contenere eventuali fenomeni di elusione.

Alcuni Stati hanno affiancato al limite all'LTV ulteriori requisiti sui prestiti. In Svezia, dove l'LTV massimo è pari all'85 per cento, è stato introdotto un requisito di ammortamento per i prestiti con LTV elevati: i mutui con LTV compreso tra il 50 e il 70 per cento devono essere rimborsati per almeno l'1 per cento all'anno, mentre per i mutui con LTV maggiore del 70 per cento il requisito di ammortamento annuale è pari al 2 per cento.

Gran parte dei paesi che hanno introdotto un massimale all'LTV hanno attivato anche un limite al DSTI (13 paesi), generalmente compreso tra il 40 e il 50 per cento. In Polonia, Romania, Slovenia e Ungheria la soglia del DSTI è differenziata in base alle caratteristiche del mutuo (tasso fisso o variabile, durata, valuta) o al reddito del mutuatario. In Estonia, Lituania, Malta e Slovacchia il limite al DSTI è stato fissato ipotizzando un potenziale aumento dei tassi di interesse per rafforzare la capacità delle famiglie di affrontare shock avversi.

Gli strumenti che considerano l'importo del debito rispetto al reddito, come l'LTI o il DTI, sono stati attivati con minore frequenza. In Danimarca sono stati introdotti requisiti sul patrimonio⁵ dei nuovi mutuatari se il DTI supera il valore di 4 e il prestito è finalizzato a finanziare l'acquisto

⁴ La Norvegia, pur non essendo membro della UE, fa parte dello Spazio economico europeo ed è quindi sottoposta alla sorveglianza dei rischi sistemici da parte dell'ESRB.

⁵ È richiesto che il mutuatario abbia un patrimonio netto che rimanga positivo in caso di diminuzione del valore dell'abitazione del 10 per cento (se il DTI è compreso tra 4 e 5) o del 25 per cento (se il DTI supera il 5).

di un immobile situato nelle aree caratterizzate da un significativo incremento dei prezzi (Copenaghen e Århus); requisiti di tasso⁶ sono inoltre stati adottati per le famiglie altamente indebitate (DTI maggiore di 4) con prestiti rischiosi (LTV superiore al 60 per cento). In Irlanda e nel Regno Unito, oltre a un limite all'LTI, è richiesto alle banche di effettuare un test per valutare l'impatto sulla sostenibilità del debito di un rialzo dei tassi di interesse.

Infine diversi paesi hanno posto limiti alla durata massima dei prestiti, generalmente attorno ai 30-35 anni. Vi sono tuttavia alcune eccezioni: 25 anni in Finlandia, 25 anni a Malta (40 anni per gli acquirenti di prima casa) e 40 anni in Portogallo.

Tavola

Strumenti *borrower based* nei paesi della UE

| STRUMENTO | Numero di paesi | Paesi |
|--|-----------------|---|
| LTV | 18 | Austria, Cipro (1), Danimarca, Estonia, Finlandia, Irlanda, Lettonia, Lituania, Malta, Paesi Bassi, Polonia (1), Portogallo, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Svezia, Ungheria |
| DSTI | 13 | Austria, Cipro, Estonia, Lituania, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Ungheria |
| Requisiti di durata massima dei prestiti | 9 | Estonia, Finlandia, Lituania, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Romania, Slovacchia |
| LTI/DTI | 5 | Danimarca, Irlanda, Regno Unito, Repubblica Ceca, Slovacchia |
| Requisiti di ammortamento | 3 | Paesi Bassi, Slovacchia, Svezia |

Fonte: elaborazioni su dati ESRB.

(1) Paese in cui sono stati attivati strumenti *borrower based* anche con riferimento al mercato degli immobili non residenziali.

⁶ Tali requisiti prevedono che: (a) il tasso rimanga fisso per almeno 5 anni; (b) l'ammortamento possa essere posticipato solo per i prestiti a tasso fisso a 30 anni.

In tutti i paesi della UE – con l'eccezione dell'Italia – negli scorsi anni è stata istituita un'autorità macroprudenziale nazionale, come raccomandato dall'ESRB⁸. La presenza di questa autorità, cui spetta l'indirizzo o la conduzione delle politiche macroprudenziali con l'obiettivo di contribuire alla salvaguardia della stabilità del sistema finanziario nel suo insieme, permette di svolgere una più efficace azione di controllo dei rischi sistemici, in particolare di quelli che hanno natura trasversale tra più settori dell'economia; consente inoltre di migliorare la raccolta di dati utili al perseguimento dell'obiettivo della stabilità finanziaria e, nel caso l'autorità sia costituita in forma di Comitato, di rendere più efficiente il coordinamento tra le diverse autorità di supervisione nazionale.

⁸ Raccomandazione ESRB/2011/3, relativa al mandato macroprudenziale delle autorità nazionali. Nel nostro paese la Banca d'Italia è l'autorità designata per l'attivazione, in coordinamento con la Banca centrale europea, degli strumenti macroprudenziali previsti per le banche dalle norme europee. Non è stata invece ancora istituita l'autorità macroprudenziale nazionale prevista dalla raccomandazione dell'ESRB. Il D.lgs. 170/2016 delegava il Governo a costituire un Comitato italiano per le politiche macroprudenziali, ma la delega non è stata esercitata entro il termine previsto del 16 settembre 2017.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

INDICE

| | | |
|----|---|-----------|
| A1 | Indicatori di sostenibilità finanziaria | 59 |
| A2 | Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte | 60 |
| A3 | Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte | 61 |
| A4 | Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza | 62 |
| A5 | Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza | 63 |
| A6 | Composizione delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (<i>collateral pool</i>) | 64 |
| A7 | Posizione netta di liquidità delle banche italiane | 65 |
| A8 | Principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario | 66 |

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

| PAESI | PIL (1) (tasso di crescita annuo) | | Caratteristiche del debito pubblico | | | | Avanzo primario (2) | Indicatore di sostenibilità S2 (4) | Debiti finanziari del settore privato (5) | | Statistiche verso l'estero (6) | |
|----------------|--------------------------------------|------|-------------------------------------|-------|---|---|---------------------|------------------------------------|---|-------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| | 2019 | 2020 | livello (2) | | vita media residua dei titoli di Stato (3) (anni) | quota detenuta da non residenti (3) (in percentuale del debito) | 2019 | 2017 | famiglie | imprese non finanziarie | saldo | posizione netta sull'estero |
| | | | 2019 | 2020 | | | | | 2019 | 2019 | 2019 | 2019 |
| Italia | 0,1 | 0,4 | 136,2 | 136,8 | 6,7 | 29,4 | 1,3 | 2,9 | 41,3 | 68,9 | 2,8 | -2,2 |
| Germania | 0,4 | 1,0 | 59,2 | 56,8 | 5,9 | 49,3 | 2,1 | 1,7 | 54,2 | 59,1 | 7,1 | 66,3 |
| Francia | 1,3 | 1,3 | 98,9 | 98,9 | 7,5 | 52,8 | -1,6 | -0,1 | 60,7 | 154,3 | -0,7 | -20,9 |
| Spagna | 1,9 | 1,5 | 96,7 | 96,6 | 7,4 | 49,5 | -0,1 | 2,3 | 58,6 | 94,5 | 1,8 | -79,9 |
| Paesi Bassi | 1,7 | 1,3 | 48,9 | 47,1 | 7,2 | 43,7 | 2,2 | 3,0 | 101,6 | 164,9 | 10,3 | 78,0 |
| Belgio | 1,1 | 1,0 | 99,5 | 99,6 | 9,7 | 57,1 | 0,2 | 4,3 | 60,6 | 149,9 | -1,3 | 44,8 |
| Austria | 1,5 | 1,4 | 69,9 | 67,2 | 9,9 | 72,9 | 1,9 | 2,6 | 49,4 | 93,1 | 1,8 | 6,8 |
| Finlandia | 1,4 | 1,1 | 59,2 | 59,3 | 6,5 | 67,1 | -0,3 | 2,7 | 65,1 | 114,3 | -1,1 | 3,5 |
| Grecia | 1,8 | 2,3 | 175,2 | 169,3 | | | 4,3 | | 55,0 | 54,2 | -2,5 | -150,9 |
| Portogallo | 2,0 | 1,7 | 119,5 | 117,1 | 6,2 | 54,3 | 3,0 | 0,7 | 65,5 | 100,5 | -1,1 | -104,4 |
| Irlanda | 5,6 | 3,5 | 59,0 | 53,9 | 10,0 | 63,2 | 1,6 | 3,3 | 40,4 | 200,9 | -0,9 | -166,0 |
| Area dell'euro | 1,1 | 1,2 | 86,4 | 85,1 | | | 0,9 | 1,8 | 57,8 | 107,9 | 2,7 | -2,1 |
| Regno Unito | 1,3 | 1,4 | 85,2 | 84,7 | 15,0 | 33,5 | 0,0 | 3,0 | 83,5 | 75,5 | -5,0 | -13,6 |
| Stati Uniti | 2,4 | 2,1 | 106,2 | 108,0 | 5,7 | 30,7 | -3,6 | | 75,0 | 75,0 | -2,5 | -50,2 |
| Giappone | 0,9 | 0,5 | 237,7 | 237,6 | 8,0 | 11,7 | -2,9 | | 56,0 | 101,6 | 3,4 | 66,1 |
| Canada | 1,5 | 1,8 | 87,5 | 85,0 | 5,5 | 22,3 | -0,5 | | 100,9 | 118,8 | -2,2 | 30,6 |

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

(1) Per i paesi europei, Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2019*, novembre 2019; per i paesi extraeuropei, *World Economic Outlook*, ottobre 2019. – (2) Per i paesi europei, Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2019*, novembre 2019; per i paesi extraeuropei, FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2019. – (3) FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2019. – (4) 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. – (5) Prestiti e titoli. Dati riferiti alla fine del 2° trimestre 2019. 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. – (6) Dati riferiti al 2° trimestre 2019. I dati per i paesi europei e per il totale dell'area dell'euro sono tratti da Eurostat, *Statistics Database*; i dati per i paesi extraeuropei sono tratti da fonti nazionali.

Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2019)

| 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 | 115 | 16,8 | 53 | 8,5 | 54 | 24 | 62,1 |
| <i>di cui:</i> manifattura | 22 | 11,8 | 9 | 5,2 | 7 | 5 | 63,3 |
| costruzioni (5) | 32 | 39,4 | 14 | 23,2 | 16 | 6 | 62,8 |
| servizi | 55 | 15,3 | 26 | 7,9 | 27 | 12 | 62,0 |
| <i>di cui:</i> sofferenze | 60 | 8,7 | 19 | 3,1 | 25 | 16 | 76,7 |
| <i>di cui:</i> manifattura | 12 | 6,4 | 3 | 1,9 | 4 | 4 | 80,4 |
| costruzioni (5) | 16 | 19,9 | 5 | 8,6 | 8 | 4 | 74,7 |
| servizi | 29 | 8,0 | 10 | 2,9 | 12 | 8 | 75,7 |
| | | | | famiglie consumatrici | | | |
| Crediti deteriorati verso clientela | 29 | 5,7 | 15 | 3,0 | 20 | 1 | 69,7 |
| <i>di cui:</i> sofferenze | 18 | 3,5 | 7 | 1,4 | 12 | 1 | 79,0 |
| | | | | totale settori (6) | | | |
| Crediti deteriorati verso clientela | 151 | 10,0 | 71 | 5,0 | 76 | 25 | 62,8 |
| <i>di cui:</i> sofferenze | 80 | 5,3 | 27 | 1,9 | 38 | 17 | 76,8 |

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 giugno 2019 ammontavano, per il totale dei crediti deteriorati al lordo delle rettifiche, a circa 5 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 a 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".

Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2019)

| 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) | 109,2 | 75,0 | 39,9 | 198,9 | 423,0 | 0,0 | 2,4 | 16,2 |
| Altri paesi industriali | 38,5 | 22,8 | 30,3 | 32,2 | 123,7 | 4,9 | 0,3 | 4,8 |
| <i>di cui:</i> Regno Unito | 2,7 | 13,2 | 15,8 | 6,4 | 38,0 | 5,3 | 0,8 | 1,5 |
| Paesi emergenti e in via di sviluppo | 53,7 | 15,3 | 6,5 | 89,8 | 165,3 | 6,4 | 1,7 | 6,3 |
| Europa | 45,8 | 8,8 | 5,5 | 78,1 | 138,2 | 6,9 | 10,0 | 5,3 |
| <i>di cui:</i> Russia | 3,1 | 1,3 | 0,4 | 16,1 | 20,9 | 6,9 | 22,1 | 0,8 |
| Turchia | 0,6 | 4,5 | 2,8 | 2,7 | 10,6 | -12,2 | 1,8 | 0,4 |
| Africa e Medio Oriente | 5,3 | 2,2 | 0,3 | 5,9 | 13,7 | 0,1 | 2,6 | 0,5 |
| Asia e Pacifico | 1,4 | 2,7 | 0,6 | 3,5 | 8,1 | 1,3 | 0,1 | 0,3 |
| Centro e Sud America | 1,3 | 1,7 | 0,1 | 2,3 | 5,3 | 18,7 | 0,4 | 0,2 |
| <i>di cui:</i> Argentina | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | -18,3 | 0,2 | 0,0 |
| Brasile | 0,1 | 1,5 | 0,0 | 0,2 | 1,8 | -3,9 | 0,6 | 0,1 |
| Messico | 0,4 | 0,0 | 0,1 | 1,1 | 1,6 | 33,5 | 0,4 | 0,1 |
| Centri offshore | 0,2 | 0,5 | 2,6 | 5,3 | 8,6 | 9,5 | 0,3 | 0,3 |
| Totale | 201,6 | 113,7 | 79,3 | 326,0 | 720,6 | 2,4 | 1,0 | 27,7 |
| <i>per memoria:</i> | | | | | | | | |
| paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia (4) | 5,3 | 3,2 | 0,5 | 19,9 | 28,8 | 4,0 | 5,7 | 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. È esclusa Cassa depositi e prestiti. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere segnalate alla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) da un ampio gruppo di intermediari internazionali; numeratore e denominatore si riferiscono al 31 marzo 2019. – (3) Gli impieghi sono dati dal totale delle esposizioni verso residenti e non residenti. – (4) Include: Algeria, Angola, Arabia Saudita, Azerbaigian, Bahrein, Bolivia, Brunei, Ciad, Colombia, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Guinea Equatoriale, Iran, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Repubblica Democratica del Congo, Russia, Sudan, Timor Orientale, Trinidad e Tobago, Turkmenistan, Venezuela, Yemen.

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 |
| 2012 | 322.686 | 90.128 | 8,9 | 1.251.226 | 213.410 | 3,8 |
| 2013 | 375.081 | 45.331 | 10,9 | 1.313.179 | 46.354 | 4,3 |
| 2014 | 383.645 | -4.299 | 11,0 | 1.370.727 | 6.792 | 4,4 |
| 2015 – 1° trim. | 393.047 | 2.594 | 11,1 | 1.380.572 | 2.841 | 4,3 |
| 2° trim. | 378.701 | -2.882 | 10,9 | 1.343.751 | -11.320 | 4,3 |
| 3° trim. | 374.595 | -8.708 | 10,9 | 1.337.991 | -13.333 | 4,3 |
| 4° trim. | 364.361 | -11.903 | 10,6 | 1.295.539 | -44.385 | 4,2 |
| 2016 – 1° trim. | 366.322 | 547 | 10,6 | 1.328.565 | 30.269 | 4,3 |
| 2° trim. | 369.482 | 3.950 | 10,6 | 1.325.190 | -5.692 | 4,2 |
| 3° trim. | 353.172 | -16.364 | 10,3 | 1.257.295 | -69.719 | 4,0 |
| 4° trim. | 333.329 | -14.779 | 9,8 | 1.205.130 | -44.092 | 3,9 |
| 2017 – gen. | 336.266 | 6.586 | 10,0 | 1.198.660 | 1.524 | 3,8 |
| feb. | 339.458 | 2.996 | 10,0 | 1.201.775 | 1.925 | 3,8 |
| mar. | 349.081 | 10.286 | 10,1 | 1.205.394 | 4.687 | 3,8 |
| apr. | 350.322 | 2.508 | 10,2 | 1.201.813 | -3.963 | 3,8 |
| mag. | 341.318 | -9.751 | 10,1 | 1.194.047 | -8.988 | 3,8 |
| giu. | 323.068 | -19.751 | 9,5 | 1.160.057 | -34.171 | 3,7 |
| lug. | 326.959 | 3.629 | 9,6 | 1.150.184 | -10.194 | 3,7 |
| ago. | 325.690 | -1.361 | 9,7 | 1.155.127 | 3.771 | 3,7 |
| set. | 319.447 | -5.658 | 9,5 | 1.144.863 | -7.448 | 3,7 |
| ott. | 309.543 | -11.993 | 9,2 | 1.120.354 | -21.475 | 3,6 |
| nov. | 295.727 | -14.557 | 8,7 | 1.108.673 | -14.017 | 3,6 |
| dic. | 283.734 | -9.649 | 8,5 | 1.074.168 | -31.587 | 3,5 |
| 2018 – gen. | 293.267 | 9.483 | 8,7 | 1.094.904 | 20.485 | 3,6 |
| feb. | 295.690 | 2.591 | 8,9 | 1.092.268 | -1.593 | 3,6 |
| mar. | 296.365 | -1.311 | 8,8 | 1.083.121 | -13.476 | 3,5 |
| apr. | 298.592 | 2.074 | 8,8 | 1.073.877 | -9.593 | 3,5 |
| mag. | 307.126 | 22.572 | 9,0 | 1.085.980 | 30.607 | 3,5 |
| giu. | 321.700 | 12.693 | 9,5 | 1.093.860 | 4.493 | 3,5 |
| lug. | 324.557 | 3.727 | 9,7 | 1.089.111 | -3.205 | 3,5 |
| ago. | 317.692 | 559 | 9,5 | 1.078.913 | 380 | 3,5 |
| set. | 320.687 | -334 | 9,5 | 1.073.859 | -8.894 | 3,5 |
| ott. | 323.906 | 5.530 | 9,7 | 1.068.229 | -3.067 | 3,4 |
| nov. | 328.468 | 1.879 | 9,9 | 1.073.890 | 2.553 | 3,4 |
| dic. | 318.441 | -15.491 | 9,7 | 1.053.026 | -27.708 | 3,4 |
| 2019 – gen. | 330.049 | 9.380 | 10,0 | 1.085.414 | 29.278 | 3,4 |
| feb. | 334.307 | 6.472 | 10,1 | 1.103.430 | 21.255 | 3,5 |
| mar. | 333.046 | -3.476 | 9,9 | 1.093.887 | -13.348 | 3,4 |
| apr. | 339.415 | 6.267 | 10,1 | 1.086.189 | -8.251 | 3,4 |
| mag. | 336.450 | -936 | 10,0 | 1.094.257 | 9.098 | 3,3 |
| giu. | 330.770 | -11.365 | 9,8 | 1.072.074 | -31.036 | 3,3 |
| lug. | 339.340 | 3.277 | 10,0 | 1.085.395 | 5.427 | 3,3 |
| ago. | 338.508 | -4.867 | 9,9 | 1.083.799 | -8.435 | 3,2 |
| set. | 333.948 | -6.104 | 9,7 | 1.086.631 | -368 | 3,2 |

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 Cassa depositi e prestiti. Le consistenze sono state riviste a partire dal 2013, a seguito dell'ampliamento del perimetro delle Amministrazioni pubbliche definito dall'Istat in accordo con l'Eurostat. – (3) La serie del "totale attivo" non include le obbligazioni di propria emissione riacquistate.

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

| DETENTORE | Scadenza | | | | | Totale |
|-------------------------------------|---------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------|----------------|
| | entro il 2019 | tra 2020 e 2021 | tra 2022 e 2023 | tra 2024 e 2028 | oltre il 2028 | |
| Famiglie (2) | 3.851 | 23.061 | 18.804 | 21.118 | 530 | 67.364 |
| <i>di cui: senior non preferred</i> | – | – | 18 | 6 | – | 24 |
| subordinate | 508 | 2.981 | 2.218 | 4.706 | 315 | 10.727 |
| Banche del gruppo (3) | 1.312 | 6.303 | 6.873 | 13.564 | 3.016 | 31.067 |
| <i>di cui: senior non preferred</i> | – | – | – | – | – | – |
| subordinate | 2 | 389 | 85 | 660 | 8 | 1.144 |
| Altre banche residenti | 815 | 9.571 | 8.746 | 7.975 | 530 | 27.637 |
| <i>di cui: senior non preferred</i> | – | – | 409 | 174 | – | 583 |
| subordinate | 9 | 150 | 131 | 616 | 183 | 1.089 |
| Altri investitori | 8.926 | 45.854 | 51.330 | 55.137 | 16.273 | 177.520 |
| <i>di cui: senior non preferred</i> | – | – | 2.421 | 1.070 | – | 3.490 |
| subordinate | 391 | 2.934 | 3.438 | 10.487 | 6.391 | 23.641 |
| Totale | 14.904 | 84.789 | 85.754 | 97.793 | 20.349 | 303.588 |
| <i>di cui: senior non preferred</i> | – | – | 2.848 | 1.250 | – | 4.098 |
| subordinate | 910 | 6.453 | 5.873 | 16.469 | 6.897 | 36.601 |

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 a 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.

**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)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | | | giugno | settembre |
| Totale | 283,5 | 253,7 | 297,3 | 321,2 | 310,5 | 303,0 | 302,2 |
| Titoli di Stato | 119,8 | 97,6 | 88,8 | 105,8 | 78,0 | 73,3 | 74,0 |
| Titoli di Amministrazioni locali e regionali | 2,9 | 2,6 | 1,7 | 1,9 | 1,3 | 1,2 | 1,3 |
| Obbligazioni bancarie non garantite | 10,4 | 5,8 | 5,3 | 5,4 | 5,0 | 3,9 | 3,7 |
| Obbligazioni bancarie garantite dallo Stato | 15,0 | 0,4 | 0,3 | 1,3 | 2,5 | 3,6 | 3,6 |
| Obbligazioni bancarie garantite (covered bond) | 49,8 | 46,4 | 76,3 | 76,8 | 91,3 | 92,7 | 94,0 |
| Obbligazioni di emittenti non bancari | 1,0 | 2,5 | 3,0 | 3,0 | 4,3 | 3,8 | 4,4 |
| Attività cartolarizzate (<i>asset-backed securities</i>) | 40,0 | 35,5 | 44,0 | 49,9 | 49,7 | 46,9 | 43,8 |
| Altre attività negoziabili | 0,4 | 0,6 | 0,8 | 2,8 | 1,3 | 0,7 | 2,0 |
| Attività non negoziabili (prestiti bancari) | 44,3 | 62,4 | 77,1 | 74,3 | 77,1 | 77,0 | 75,6 |

Fonte: elaborazioni su dati Eurosystem.

(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 – 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 |
| apr. | 0,2 | 15,6 | 15,8 | -5,8 | 19,8 | 13,9 |
| mag. | 0,3 | 15,8 | 16,0 | -5,5 | 19,7 | 14,2 |
| giu. | 0,0 | 15,9 | 16,0 | -5,3 | 19,8 | 14,5 |
| lug. | 0,5 | 16,0 | 16,5 | -3,9 | 19,8 | 15,9 |
| ago. | 0,7 | 16,3 | 17,1 | -3,5 | 20,4 | 16,9 |
| set. | 1,6 | 16,6 | 18,3 | -3,6 | 21,0 | 17,4 |
| ott. | 1,6 | 16,7 | 18,3 | -3,2 | 20,7 | 17,6 |

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.

Principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario (1)

| STRUMENTO | FINALITÀ |
|--|---|
| Strumenti armonizzati a livello europeo (2) | |
| Riserva di capitale anticiclica | Riduzione della prociclicità del sistema finanziario, attraverso la costituzione di riserve di capitale nelle fasi di espansione del ciclo finanziario, da utilizzare nelle fasi di contrazione per assorbire eventuali perdite |
| Riserve di capitale per le istituzioni a rilevanza sistemica globale o nazionale | Aumento della capacità di assorbimento delle perdite da parte delle istituzioni a rilevanza sistemica |
| Riserva di capitale a fronte del rischio sistemico | Prevenzione o attenuazione dei rischi sistemici strutturali di lungo periodo |
| Requisiti patrimoniali aggiuntivi per le esposizioni verso il settore immobiliare | Prevenzione o attenuazione dei rischi sistemici derivanti dalle esposizioni verso il settore immobiliare |
| Strumenti non armonizzati a livello europeo (3) | |
| Imposizione di limiti: al valore dei prestiti in rapporto alle garanzie sottostanti (<i>loan-to-value ratio</i>) o in rapporto al reddito del debitore (<i>loan-to-income ratio</i>); al valore delle rate in rapporto al reddito del debitore (<i>debt service-to-income ratio</i>) | Attenuazione delle fasi del ciclo creditizio e aumento della capacità di tenuta delle banche, attraverso la riduzione dell'assunzione di rischio da parte dei prenditori di fondi |

(1) Per un elenco più ampio degli strumenti, cfr. la raccomandazione ERSB/2013/1 emanata dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB). – (2) Strumenti previsti dalla 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 e dal regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR) sui requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento. – (3) Strumenti non previsti dalla normativa europea, ma attivabili dai singoli Stati sulla base della legislazione nazionale, dove consentito. L'elenco proposto non è esaustivo.