



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

aprile 2022

1 | 2022



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 1 / 2022
Aprile

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

Relazione annuale

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

Bollettino economico

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

Una miscellanea di studi su temi di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo: www.bancaditalia.it/pubblicazioni

Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi: richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it

© Banca d'Italia, 2022

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

Sergio Nicoletti Altimari

Comitato di redazione

Alessio De Vincenzo e Pierluigi Bologna (coordinatori), Federico Apicella, Mario Cappabianca, Salvatore Cardillo, Alberto Coco, Wanda Cornacchia, Leonardo Del Vecchio, Teresa Griffo (Ivass), Luciano Lavecchia, Stefano Nobili, Onofrio Panzarino, Fabio Parlapiano, Stefano Pasqualini (Ivass), Tommaso Perez, Edoardo Rainone, Anna Maria Rinaldi, Marco Taboga

Riquadri

Alessandra Albanese, Dario Briscolini, Giacomo Ceccobelli, Francesco Ciarniello, Federica Ciocchetta, Wanda Cornacchia, Giovanni di Iasio, Raffaele Gallo, Teresa Griffo (Ivass), Giulio Guerra, Luciano Lavecchia, Vanessa Manzi, Giorgio Meucci, Arianna Miglietta, Davide Moretti, Tommaso Orlando, Francesco Palazzo, Federica Pallante (Ivass), Fabio Parlapiano, Francesca Rinaldi, Daniele Sechi

Aspetti editoriali

Fabrizio Martello, Valentina Memoli, Silvia Mussolin

Grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

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 22 aprile 2022, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI	7
1.1 I rischi globali e dell'area dell'euro	7
1.2 La condizione macrofinanziaria dell'Italia	9
1.3 I mercati finanziari	11
1.4 I mercati immobiliari	18
1.5 Le famiglie e le imprese	19
2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI	30
2.1 Le banche	30
2.2 Le assicurazioni e l'industria del risparmio gestito	51
3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA	64
APPENDICE	71

INDICE DEI RIQUADRI

Il ruolo di stabilizzazione del mercato svolto dal PEPP	13
Il cambiamento climatico e la vulnerabilità finanziaria di famiglie e imprese	21
Gli aumenti di capitale delle imprese durante la pandemia	24
Il <i>phase out</i> delle misure di sostegno e la qualità degli attivi bancari	34
I rischi per gli attivi delle banche derivanti dalla guerra in Ucraina	36
L'analisi dei prestiti bancari relativi al settore <i>commercial real estate</i>	39
L'esposizione del sistema bancario ai rischi fisici derivanti dai cambiamenti climatici	41
Le iniziative di vigilanza sulla sostenibilità del modello di business e sul rischio di credito delle banche meno significative	49
I potenziali rischi del settore assicurativo a seguito della guerra in Ucraina	53
I risultati degli stress test sul settore assicurativo	54
Il comparto dei fondi che investono in obbligazioni societarie: gli interventi delle banche centrali dopo la pandemia e il rafforzamento della regolamentazione	58
L'effettiva utilizzabilità del requisito combinato di riserva di capitale per le banche italiane: un approccio olistico	66
Il "potere di intervento" della Banca d'Italia e la valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria	68

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 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

Con lo scoppio del conflitto in Ucraina sono aumentati a livello globale l'incertezza sulle prospettive economiche e i rischi per la stabilità finanziaria. L'inflazione è in marcato rialzo nelle principali economie mondiali per i rincari dei prodotti energetici e di altre materie prime e per il permanere di strozzature nell'offerta. Le banche centrali hanno avviato o accelerato il ritorno verso politiche monetarie meno accomodanti. La flessibilità dell'azione della BCE continuerà a essere un elemento caratterizzante della politica monetaria qualora i rischi per la sua trasmissione mettano a repentaglio il conseguimento della stabilità dei prezzi.

Le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono peggiorate dopo l'invasione dell'Ucraina. I tassi di interesse a lungo termine hanno continuato a salire sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, in un contesto di alta volatilità. Le forti oscillazioni dei prezzi delle materie prime hanno determinato un deciso ampliamento dei margini di garanzia sui derivati richiesti agli operatori e malfunzionamenti sui relativi mercati. L'emergere di nuove tensioni potrebbe colpire anche le imprese che operano su questi mercati per finalità di copertura.

I rischi per la stabilità finanziaria sono aumentati anche in Italia, sebbene rimangano contenuti rispetto a episodi di tensione del passato. Come per gli altri paesi dell'area dell'euro, in un contesto di forte incertezza le previsioni di crescita sono state riviste al ribasso e le aspettative di inflazione sono salite.

Il rallentamento dell'attività economica e il rialzo dei tassi di interesse potrebbero comportare pressioni sulle finanze pubbliche. Dallo scorso novembre il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi si è ampliato. Vi hanno contribuito la maggiore avversione al rischio e le attese di riduzione dell'accomodamento monetario. Ciò nonostante, pur con rendimenti all'emissione in rialzo, le condizioni di finanziamento

sul mercato primario dei titoli pubblici italiani rimangono complessivamente favorevoli. Malgrado la revisione al ribasso della crescita economica, il Governo ha confermato gli obiettivi di riduzione dell'indebitamento netto rispetto al PIL.

Prosegue la graduale ripresa del mercato immobiliare residenziale. L'incremento dei prezzi è più contenuto di quanto osservato in altri paesi europei e i rischi per la stabilità finanziaria provenienti da questo settore restano limitati. L'incertezza sulle prospettive economiche si riflette sul comparto non residenziale, caratterizzato da prezzi ancora in discesa e da una rischiosità media dei prestiti relativamente elevata sia rispetto al complesso delle imprese italiane, sia nel confronto europeo.

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal settore delle famiglie si mantengono limitati. Nel 2021 il reddito disponibile è aumentato e il clima di fiducia è migliorato, ma la guerra in Ucraina e la crescente inflazione condizionano negativamente le prospettive. Gli interventi del Governo contribuiscono a contenere gli effetti dei rincari dei beni energetici sui nuclei finanziariamente più vulnerabili. L'indebitamento complessivo del settore delle famiglie rimane basso nel confronto internazionale e la capacità di rimborso dei prestiti è adeguata.

La vulnerabilità finanziaria delle imprese è in aumento, nonostante il miglioramento ciclico del 2021. I differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni e i tassi privi di rischio sono saliti, come nel resto dell'area. Pesano la maggiore incidenza della spesa energetica, le difficoltà di approvvigionamento di materie prime e prodotti intermedi e, per alcune imprese, le conseguenze dirette delle sanzioni imposte alla Russia e alla Bielorussia. Alle aziende esportatrici maggiormente esposte ai mercati interessati dal conflitto fanno capo quote contenute del fatturato e del totale dei prestiti bancari.

Le banche italiane hanno rafforzato la propria posizione, ma gli effetti della guerra accrescono

i rischi. Nel 2021 la qualità degli attivi del sistema bancario si è mantenuta mediamente buona, grazie alla ripresa economica e alle misure di sostegno a famiglie e imprese; la crescita dei prestiti a queste ultime ha riguardato le società più solide, soprattutto quelle di piccola dimensione. Il tasso di deterioramento dei prestiti resta su livelli storicamente bassi; sono proseguite le cessioni di crediti deteriorati. La redditività delle banche è migliorata, soprattutto per effetto del calo delle rettifiche di valore su crediti, e la patrimonializzazione è rimasta stabile. La guerra rappresenta tuttavia una significativa fonte di incertezza per il sistema bancario; può produrre conseguenze rilevanti attraverso molteplici canali, di natura finanziaria ed economica. L'esposizione diretta verso controparti russe è nel complesso limitata, ma concentrata nei due gruppi di maggiore dimensione; l'impatto del conflitto su questi ultimi, seppure non insignificante, appare comunque gestibile. È cresciuto

inoltre il rischio di attacchi informatici. Il contesto suggerisce prudenza e attenzione nella classificazione contabile e prudenziale dei prestiti, nelle politiche di accantonamento e in quelle di distribuzione.

Nel 2021 la patrimonializzazione e la raccolta premi del comparto assicurativo hanno continuato a migliorare, mentre la redditività si è ridotta. L'esposizione delle compagnie agli effetti del conflitto è moderata; la capacità di tenuta del settore è confermata dai risultati dei recenti stress test.

È proseguita la dinamica positiva della raccolta netta dei fondi comuni italiani; la quota di patrimonio gestito da quelli potenzialmente soggetti a richieste di rimborsi elevati o a variazioni di margini di garanzia sui derivati è diminuita. L'esposizione verso emittenti residenti in Russia, Bielorussia e Ucraina è molto contenuta.

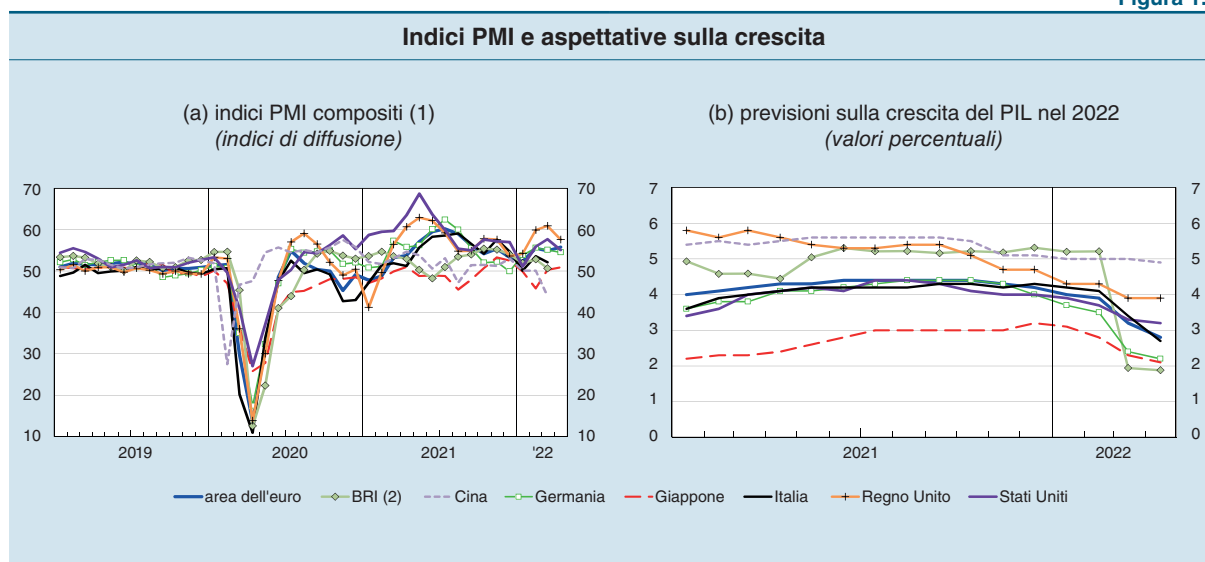
1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI GLOBALI E DELL'AREA DELL'EURO

La crescita economica mondiale ha rallentato nei primi mesi dell'anno a seguito della recrudescenza della pandemia e dello scoppio della guerra in Ucraina alla fine di febbraio; i rischi per l'economia globale sono significativamente aumentati. Le tensioni geopolitiche hanno contribuito alla forte volatilità dei prezzi delle materie prime energetiche, soprattutto petrolio e gas. La persistente incertezza sui mercati energetici mette a rischio gli approvvigionamenti, in special modo per l'Europa, che copre circa il 40 per cento del proprio fabbisogno di gas importandolo dalla Russia. Anche metalli, fertilizzanti e beni agricoli, in particolare il grano di cui Russia e Ucraina esportano quasi un terzo del totale mondiale, hanno subito un incremento dei prezzi.

L'attività economica dal mese di marzo ha risentito dei primi effetti della guerra (fig. 1.1.a). Le stime di crescita per l'anno in corso sono state riviste al ribasso, soprattutto nell'area dell'euro, che ha maggiori legami commerciali con le economie interessate dal conflitto, e in Russia, dove il prodotto atteso ha subito un drastico calo (fig. 1.1.b).

Figura 1.1



Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics, ISM, Markit e Refinitiv.

(1) Indici compositi di diffusione desumibili dagli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) e relativi all'attività economica nei diversi settori. Valori superiori (inferiori) a 50 sono coerenti con un'espansione (contrazione) dell'attività rispetto al mese precedente. – (2) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India (BRI), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL (FMI, *World Economic Outlook Database*, aprile 2022).

L'inflazione è in sensibile aumento nelle principali economie mondiali, riflettendo l'incremento dei prezzi energetici e il permanere di strozzature nell'offerta. Fa eccezione la Cina, dove la dinamica della domanda e quella dei prezzi sono state rallentate dalle misure restrittive messe in atto per

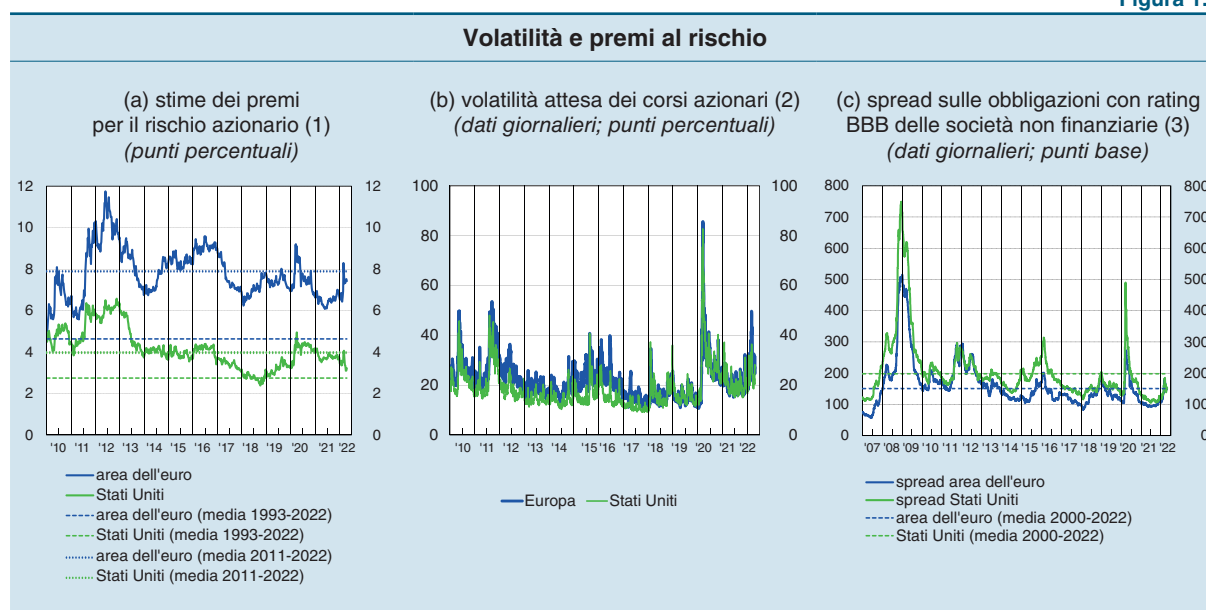
contrastare le nuove ondate di contagi. In marzo l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto del 7,4 per cento su base annua nell'area dell'euro, trainato dai rincari energetici, mentre negli Stati Uniti è aumentato dell'8,5 per cento, sospinto anche da pressioni salariali. In seguito allo scoppio della guerra in Ucraina le aspettative di inflazione a breve termine sono salite significativamente, mentre quelle a medio termine rimangono sostanzialmente in linea con gli obiettivi fissati dalle autorità monetarie.

Le banche centrali hanno reagito all'aumento dell'inflazione avviando o accelerando la normalizzazione delle politiche monetarie. Nella riunione del 15 e del 16 marzo la Federal Reserve ha effettuato il primo rialzo di 25 punti base del tasso sui *federal funds*, portandolo a 0,25-0,50 per cento e proiettando ulteriori incrementi per almeno 150 punti base nell'anno in corso; ha inoltre confermato la volontà di diminuire il volume di attività finanziarie detenute in bilancio. Il 17 marzo la Bank of England ha operato il terzo rialzo consecutivo del tasso di riferimento, fino allo 0,75 per cento. Il 14 aprile la BCE ha confermato la riduzione degli acquisti netti di titoli, che potrebbero terminare nel terzo trimestre dell'anno. Il mercato attende un rialzo del tasso sui depositi presso la banca centrale entro la fine del 2022.

Le condizioni sui mercati finanziari globali sono peggiorate dopo l'invasione dell'Ucraina, con potenziali ricadute di maggiore entità nei paesi emergenti maggiormente indebitati o che intrattengono relazioni commerciali con le regioni interessate dal conflitto.

Dopo una temporanea flessione in concomitanza con l'avvio della guerra, i tassi di interesse a lungo termine hanno continuato a salire rapidamente nelle principali aree valutarie, sospinti dal rialzo delle aspettative di inflazione e dalle prospettive di rimozione dell'accomodamento monetario da parte delle banche centrali. Sussiste il rischio, segnalato dalle quotazioni delle opzioni sui titoli di Stato (cfr. il par. 1.3), di un ulteriore significativo aumento dei rendimenti.

Figura 1.2



Fonte: Bank of America Merrill Lynch (BofAML), ICE e Refinitiv.

(1) Per gli indici azionari S&P 500 (Stati Uniti) e Datastream EMU Total Market (area dell'euro) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili medi per azione e il valore dell'indice (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il rendimento reale dei titoli di Stato decennali indicizzati all'inflazione, ottenendo una stima del premio per il rischio azionario. Le linee tratteggiate indicano le medie dei premi per il rischio nel periodo dal 1993 al 2022. – (2) Indici della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni (VSTOXX per l'area dell'euro e VIX per gli Stati Uniti). – (3) Gli spread si riferiscono alle obbligazioni con rating BBB emesse dalle società non finanziarie. Le linee tratteggiate indicano le medie degli spread nel periodo dal 2000 al 2022.

A seguito del conflitto i principali indici azionari hanno registrato diminuzioni marcate, risentendo degli incrementi dei premi per il rischio (fig. 1.2.a). La volatilità delle quotazioni ha raggiunto livelli molto elevati (fig. 1.2.b), causando sporadici malfunzionamenti nel mercato degli *exchange-traded funds* (ETF), dove alcuni intermediari hanno sospeso le operazioni volte a mantenere allineati i valori delle quote con quelli degli strumenti sottostanti. Dalla metà di marzo le condizioni dei mercati azionari sono tornate a migliorare, seppure in un contesto di volatilità ancora elevata.

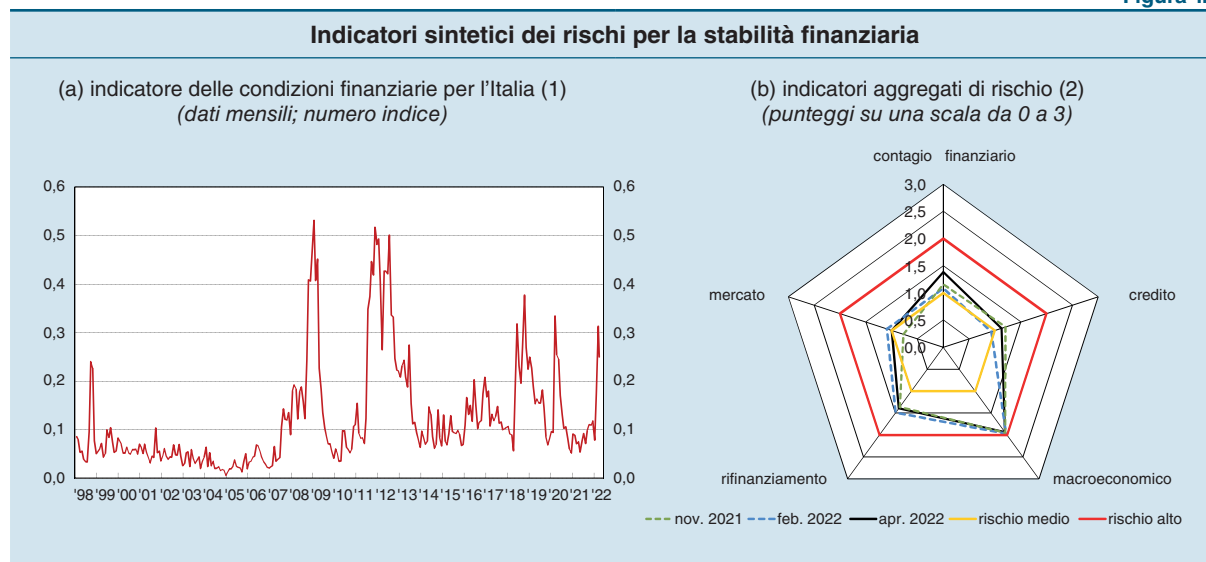
Gli spread sulle obbligazioni societarie si sono ampliati dallo scorso autunno (fig. 1.2.c), in misura più marcata nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. Sebbene a livello globale l'incidenza dei default sia rimasta bassa e il merito di credito degli emittenti abbia nel complesso continuato a migliorare, alcune agenzie di rating si attendono un aumento delle insolvenze nei prossimi mesi, soprattutto nei settori maggiormente esposti alle conseguenze del conflitto (cfr. il par. 1.5).

Dall'avvio della guerra si sono inasprite le tensioni sui mercati delle materie prime (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2022). Le forti oscillazioni dei prezzi hanno determinato episodi di malfunzionamento nei mercati dei derivati delle materie prime, dove alcuni operatori hanno incontrato notevoli difficoltà a versare i margini a garanzia delle proprie posizioni. Se la dimensione e la volatilità dei margini dovessero permanere su livelli elevati, si potrebbero verificare nuove tensioni finanziarie, con possibili ripercussioni anche sulle imprese che utilizzano i derivati per la copertura dei rischi e non per finalità speculative.

1.2 LA CONDIZIONE MACROFINANZIARIA DELL'ITALIA

In Italia i rischi per la stabilità finanziaria sono aumentati, principalmente a causa delle tensioni generate dal conflitto russo-ucraino. L'indicatore delle condizioni finanziarie segnala negli ultimi due mesi un inasprimento (fig. 1.3.a), in connessione con il deterioramento della situazione sui mercati finanziari (in particolare su quello del debito pubblico; cfr. il par. 1.3) e con la volatilità del mercato dei cambi.

Figura 1.3



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

(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. I dati di febbraio 2022 sono antecedenti all'inizio del conflitto in Ucraina.

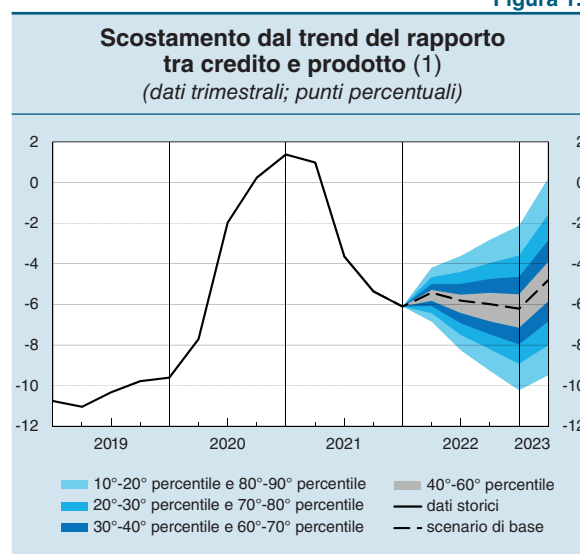
L'incertezza sugli andamenti macroeconomici è aumentata e i rischi sono elevati (fig. 1.3.b). Le prospettive di crescita e le aspettative di inflazione sono condizionate dai forti rincari energetici, dalle persistenti strozzature nelle catene globali del valore e dalle conseguenze dell'invasione dell'Ucraina (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2022 e *Bollettino economico*, 2, 2022). Permangono inoltre criticità legate all'elevato debito pubblico e al rischio di un ritorno a una condizione strutturale di bassa crescita. Le previsioni sull'andamento del PIL per l'anno in corso sono in diminuzione di oltre 1,5 punti percentuali rispetto a quanto atteso prima dell'inizio del conflitto. Secondo la stima del *Documento di economia e finanza 2022* (DEF) approvato in aprile il prodotto si espanderebbe del 3,1 per cento nel 2022 e del 2,4 nel 2023. Le proiezioni risultano più elevate di quelle diffuse di recente dal Fondo monetario internazionale (rispettivamente il 2,3 e l'1,7 per cento) e da Consensus Economics (2,7 per cento nel 2022; cfr. il par. 1.1).

La crisi pandemica si è tradotta in un incremento del debito pubblico italiano di oltre 20 punti percentuali. La stabilizzazione del debito sui livelli attuali (150,8 per cento del PIL nel 2021) lascerebbe il Paese esposto a rischi derivanti da tensioni sui mercati finanziari. Per ridurre il rapporto tra il debito e il PIL è in primo luogo necessario portare il prodotto potenziale su un sentiero di crescita sostenuta; da questo punto di vista, una piena ed efficace attuazione del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) risulterà cruciale. In futuro il differenziale tra aumento del PIL e onere del debito avrà effetti sempre meno favorevoli sulla finanza pubblica, anche per l'inevitabile normalizzazione dell'orientamento della politica monetaria; sarà pertanto fondamentale anche un graduale e strutturale miglioramento del saldo primario. Tanto maggiore sarà il ritmo di sviluppo, tanto minore sarà l'ampiezza della correzione dei conti pubblici necessaria.

Nel quadro programmatico del DEF, l'indebitamento netto scenderebbe nell'anno in corso dal 7,2 al 5,6 per cento del prodotto (la stima incorpora gli effetti di misure espansive con un impatto sui conti di circa mezzo punto di PIL), il debito dal 150,8 al 147,0 per cento. Nel successivo triennio il rapporto tra il debito e il prodotto si ridurrebbe ulteriormente; nel 2025 supererebbe ancora di oltre 7 punti percentuali il livello del 2019.

In considerazione dell'elevata incertezza connessa con la crisi geopolitica in atto, il Governo ha scelto di disporre nuove misure di sostegno mantenendo comunque fermo l'orientamento volto al graduale consolidamento dei conti pubblici. Sarà quindi necessario approntare interventi selettivi, concentrando le risorse sulle famiglie più vulnerabili e sui settori maggiormente colpiti dai rincari energetici e dalle limitazioni imposte al commercio con la Russia¹.

Figura 1.4



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

(1) La distribuzione di probabilità delle proiezioni 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. Per la metodologia di calcolo dello scostamento dal trend, cfr. P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori e E. Sette, *A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015.

¹ *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2022*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Camera dei deputati, Roma, 14 aprile 2022.

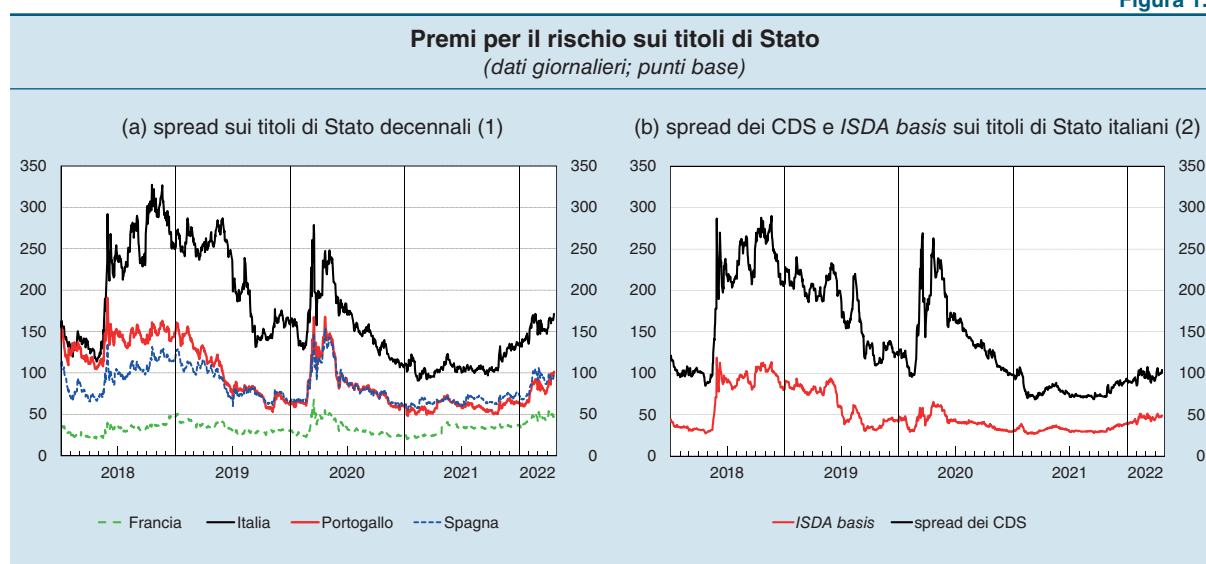
Il contesto macroeconomico si riflette anche sulle condizioni del ciclo finanziario; nostre proiezioni, coerenti con gli scenari più recenti, indicano che lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito totale e prodotto (*credit-to-GDP gap*), già negativo nel quarto trimestre del 2021, rimarrà ampiamente negativo anche nel corso del 2022 (fig. 1.4).

1.3 I MERCATI FINANZIARI

Il mercato secondario dei titoli di Stato

Rispetto allo scorso autunno sono saliti i differenziali di rendimento dei titoli di Stato di alcuni paesi dell'area dell'euro, fra cui l'Italia, con i titoli di Stato tedeschi (fig. 1.5.a). Il rialzo appare connesso soprattutto con il peggioramento delle prospettive economiche e con i timori che la progressiva riduzione dell'accomodamento monetario in risposta all'andamento dell'inflazione possa determinare un repentino aumento dei premi per il rischio (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2021). Un andamento simile si è osservato sul mercato dei credit default swap (CDS), sebbene il premio per il rischio di insolvenza sui titoli di Stato italiani si mantenga su valori storicamente bassi (fig. 1.5.b).

Figura 1.5



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

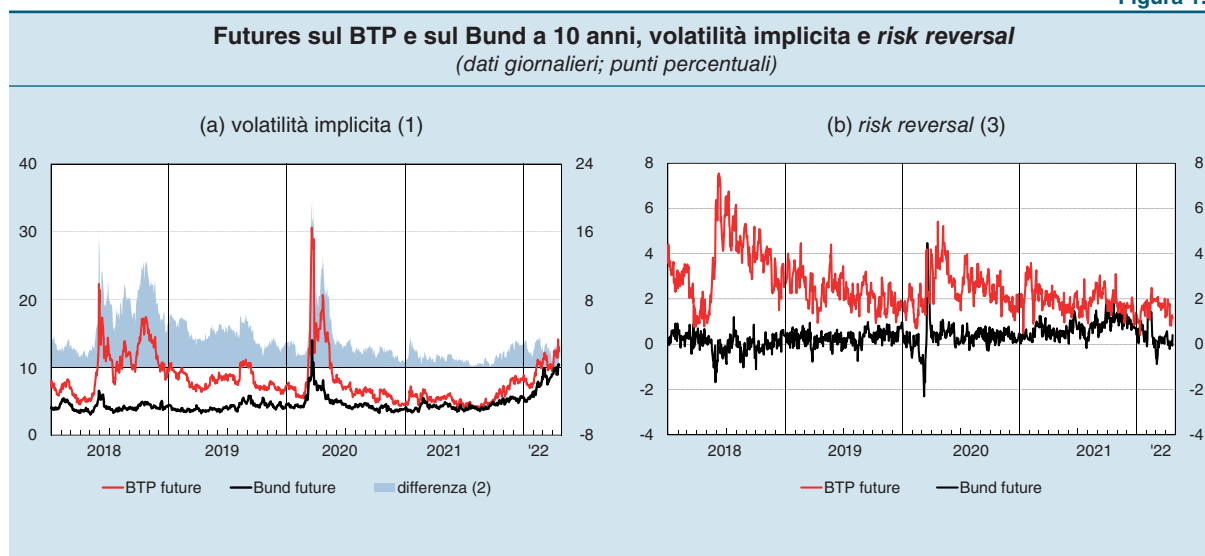
(1) Differenziali di rendimento fra i titoli di Stato benchmark con scadenza decennale emessi dai paesi indicati in legenda e i corrispondenti titoli tedeschi. – (2) L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) è un'organizzazione di partecipanti al mercato dei derivati *over-the-counter* (OTC). L'*ISDA basis* misura la differenza tra il premio CDS su contratti in dollari statunitensi con scadenza a 5 anni sottoscritti con il protocollo ISDA 2014 e il premio CDS sugli stessi contratti sottoscritti con il protocollo ISDA 2003.

Nel mercato delle opzioni sui titoli italiani il costo necessario per assicurarsi contro variazioni dei prezzi, misurato dalla volatilità implicita, è progressivamente aumentato negli ultimi mesi (fig. 1.6.a). L'incertezza connessa con il conflitto ha determinato un incremento del rischio di maggiori afflussi di capitale verso i titoli di Stato tedeschi. Per questi ultimi si è registrata una crescita della domanda di protezione verso un loro apprezzamento: pur in un contesto di generalizzato rialzo dei tassi di interesse l'indicatore *risk reversal*² ha raggiunto valori negativi (fig. 1.6.b). Sul mercato dei BTP

² Differenza delle volatilità implicite nei prezzi delle opzioni put e call.

futures si è verificato un aumento delle posizioni aperte (*open interest*), comune anche ad altri paesi dell'area dell'euro, verosimilmente legato alle aspettative sull'andamento dei tassi.

Figura 1.6



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

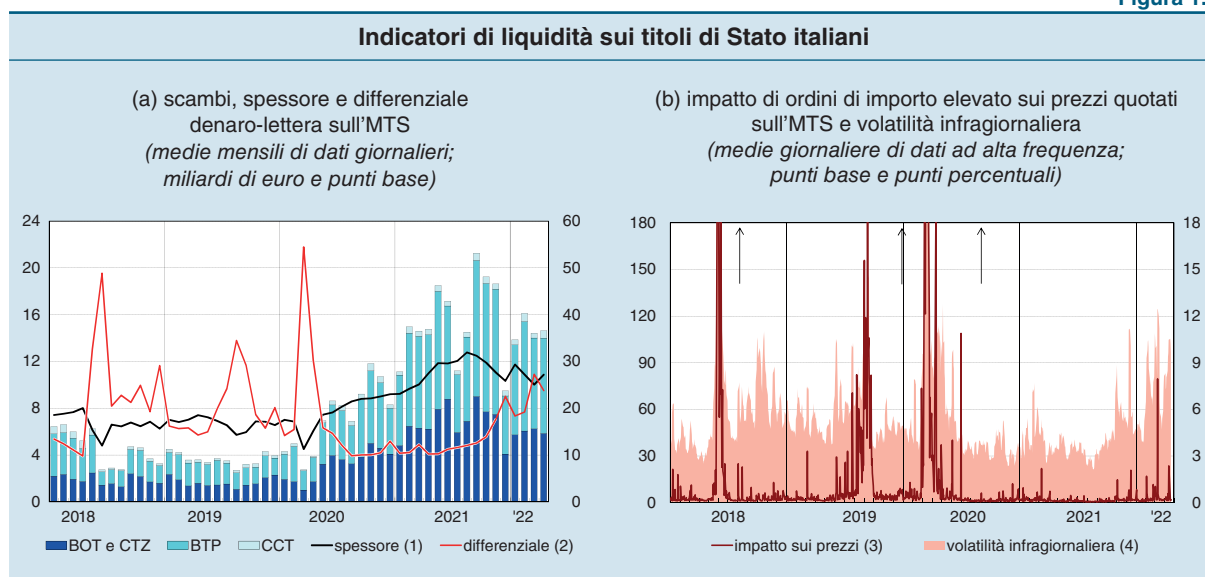
(1) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni *at the money* sui futures sul BTP e sul Bund a dieci anni con scadenza a 30 giorni. – (2) Scala di destra. – (3) Differenza delle volatilità implicite dei prezzi delle opzioni put e call sul contratto attivo dei futures a 10 anni sui titoli di Stato che presentano il medesimo scostamento relativo del prezzo di esercizio rispetto al prezzo del sottostante (*moneyness*) e pari scadenza (un mese).

In un contesto di maggiore incertezza e volatilità, le condizioni di liquidità sul mercato dei titoli di Stato si sono indebolite a partire dalla seconda metà dello scorso anno, peggiorando ulteriormente in seguito all'esplosione del conflitto in Ucraina. Un deterioramento si è osservato anche sui mercati di altri paesi dell'area dell'euro, tra cui Francia e Germania, in risposta ai rischi relativi all'andamento dell'inflazione e ai tempi di uscita dalle fasi espansive della politica monetaria in diverse economie avanzate (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2021). Sul mercato MTS il differenziale denaro-lettera ha raggiunto i valori più alti da maggio del 2020, collocandosi intorno a 25 punti base nei mesi di marzo e aprile (fig. 1.7.a); le quantità quotate dai *market makers* sono progressivamente diminuite e la volatilità infragiornaliera dei prezzi è cresciuta sensibilmente (fig. 1.7.b).

Le negoziazioni continuano a svolgersi in maniera ordinata: gli scambi restano sostenuti, anche se su livelli inferiori rispetto ai massimi raggiunti lo scorso anno, e si mantiene adeguata la capacità del mercato di assorbire ordini di importo rilevante senza che questi producano un significativo impatto sui prezzi (*resilience*; fig. 1.7.b). Sul mercato resta inoltre elevata la propensione a negoziare ordini di grande importo, che sono più frequenti rispetto al passato e che si collocano in media su valori storicamente elevati (intorno ai 13 milioni, in linea con la media del 2021)³.

Alla fine di marzo sono terminati gli acquisti netti di attività finanziarie condotti nell'ambito del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP). Nel rispetto del mandato del Consiglio direttivo della BCE, la flessibilità rimarrà un elemento caratterizzante della politica monetaria qualora i rischi per

³ Nei primi tre mesi del 2022 sono state negoziate oltre 420 transazioni di importo superiore a 100 milioni di euro, mentre nello stesso periodo del 2021 erano state 240 (31 nei medesimi mesi del 2020).



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

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

la sua trasmissione mettano a repentaglio il conseguimento della stabilità dei prezzi (cfr. il riquadro: *Il ruolo di stabilizzazione del mercato svolto dal PEPP*).

IL RUOLO DI STABILIZZAZIONE DEL MERCATO SVOLTO DAL PEPP¹

Il PEPP è stato introdotto il 18 marzo 2020 come misura mirata, temporanea e proporzionata, in risposta a un'emergenza di salute pubblica senza precedenti nella storia recente. Il programma, insieme con i provvedimenti adottati dai governi, ha assicurato che le condizioni di finanziamento rimanessero favorevoli, aiutando le famiglie a sostenere i consumi e le imprese a proseguire le attività. In tal senso il PEPP ha fornito un sostegno cruciale nella stabilizzazione dei mercati finanziari, contribuendo a ridurre le conseguenze sistemiche dello shock pandemico.

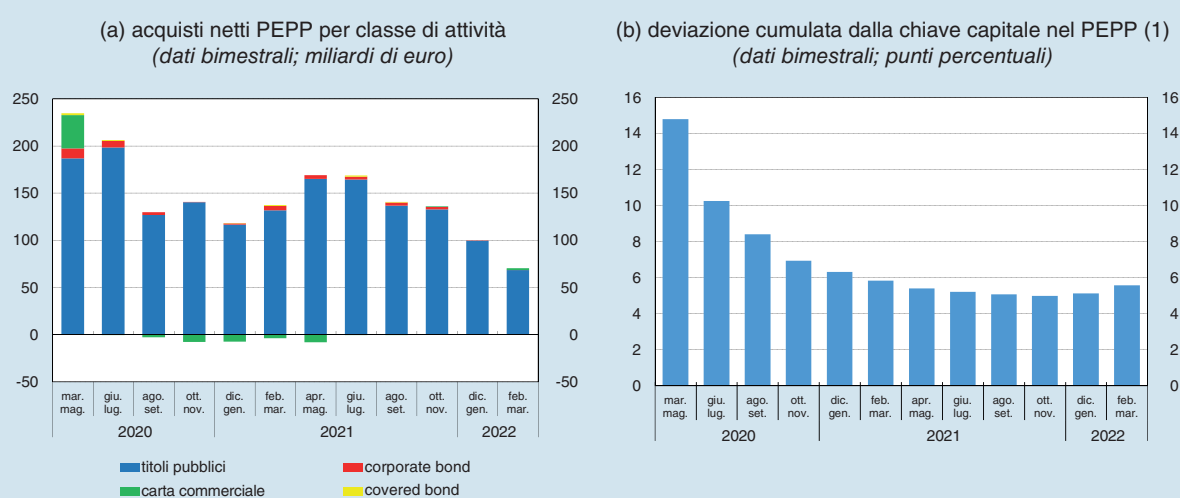
Possono essere individuate due funzioni principali del PEPP. In primo luogo, insieme con gli altri strumenti di politica monetaria della BCE, il programma ha fornito l'accomodamento monetario necessario per sostenere la ripresa economica dopo la crisi sanitaria e perseguire la stabilità dei prezzi. Il PEPP ha inoltre contrastato i rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, contribuendo a mantenere condizioni ordinate sui mercati finanziari. A tal fine è risultata fondamentale la flessibilità del programma, che ha consentito di variare la distribuzione degli acquisti nel tempo, tra classi di attività e tra paesi.

¹ A cura di Daniele Sechi.

Nell'ambito del PEPP sono state acquistate attività finanziarie per oltre 1.700 miliardi, di cui circa 280 in titoli pubblici italiani². La distribuzione degli acquisti nel tempo mostra la propensione a intervenire in modo mirato nei momenti di maggiore necessità, in particolare al culmine della pandemia (figura A, pannello a). Analogamente il peso relativo degli investimenti per classe di attività riflette la valutazione dei segmenti di mercato sotto più intensa pressione. È esemplificativo in tal senso l'andamento degli acquisti di carta commerciale, che si sono concentrati nei primi mesi del programma. Inoltre, all'apice della crisi, gli interventi sono stati più intensi nei paesi caratterizzati da più gravi tensioni, come si evince dalla dinamica della deviazione cumulata della chiave capitale³ (figura A, pannello b).

Figura A

Acquisti netti e deviazione dalla chiave capitale nel PEPP



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) Somma degli scostamenti in valore assoluto, per ciascun paese, tra la quota di acquisti effettivamente condotti e la rispettiva chiave capitale. Un valore più alto della deviazione cumulata indica una minore aderenza al criterio della chiave capitale.

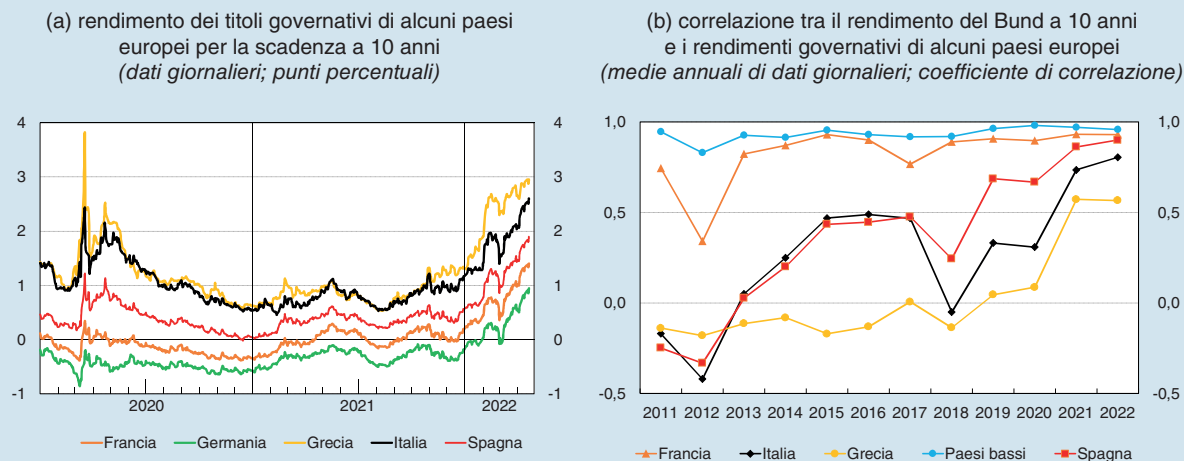
A partire dal suo annuncio il PEPP ha contribuito alla riduzione dei rendimenti e della volatilità di mercato. Dopo il forte incremento a seguito dello scoppio della pandemia, i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono stabilizzati su livelli significativamente più bassi, per poi risalire a partire dalla metà dello scorso anno, in relazione alle aspettative di uscita dalle fasi espansive della politica monetaria (figura B, pannello a). La correlazione tra il rendimento del Bund tedesco e quelli dei titoli di Stato di altri paesi dell'area dell'euro è aumentata in connessione con l'attuazione del programma (figura B, pannello b).

Alcuni studi pubblicati di recente analizzano l'efficacia del PEPP, ponendo l'attenzione sulla sua flessibilità. L'evidenza empirica mostra che il programma ha portato a una riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine significativamente superiore a quella che si sarebbe

² Dati aggiornati alla fine di marzo del 2022.

³ Gli obiettivi di acquisto sui titoli governativi sono assegnati di norma ai diversi paesi in base alla chiave capitale, ossia alla rispettiva quota percentuale di partecipazione al capitale della BCE.

Rendimento e correlazione dei titoli governativi



ottenuta mantenendo un ritmo mensile costante degli acquisti⁴. L'analisi di dati ad alta frequenza ha dimostrato che l'impatto degli interventi è stato maggiore nelle fasi di stress più acuto⁵. Infine il programma ha favorito una rapida normalizzazione delle condizioni di liquidità sui mercati dei titoli di Stato⁶.

L'approccio flessibile del PEPP negli acquisti di attività finanziarie ha contribuito a ridurre la volatilità di mercato e ha contenuto il rischio di nuovi fenomeni di frammentazione⁷.

Sebbene gli acquisti netti del PEPP siano terminati a marzo del 2022, queste caratteristiche potrebbero rivelarsi utili nel prossimo futuro, in una fase di progressiva normalizzazione della politica monetaria, complicata dalle tensioni geopolitiche. Pertanto il Consiglio direttivo della BCE il 16 dicembre 2021 ha deliberato che il reinvestimento dei titoli in scadenza, che durerà almeno fino a dicembre del 2024, potrà essere effettuato in modo flessibile (nel tempo, tra classi di attività e tra paesi).

⁴ M. Bernardini e A.M. Conti, *Assessing the flexible implementation of the ECB's Pandemic Asset Purchases*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 20 dicembre 2021.

⁵ M. Bernardini e A. De Nicola, *The market stabilization role of central bank asset purchases: high-frequency evidence from the Covid-19 crisis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1310, 2020.

⁶ R. Poli e M. Taboga, *A composite indicator of sovereign bond market liquidity in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 663, 2021.

⁷ I. Schnabel, *Asset purchases: from crisis to recovery*, discorso tenuto alla conferenza annuale della Banca centrale lettone su *Sustainable Economy in Times of Change*, Francoforte sul Meno, 20 settembre 2021; *ECB's Visco on inflation, flexible policy, raising limits*, intervista di F. Lacqua al Governatore I. Visco, Bloomberg TV, 18 ottobre 2021.

Nel secondo semestre del 2021 la quota di titoli di Stato italiani detenuta da banche con sede in Italia è rimasta stabile, al 16,4 per cento, mentre quella delle assicurazioni si è ridotta al 12,8

(fig. 1.8). Nello stesso periodo la percentuale detenuta dalla Banca d'Italia ha continuato a salire, di 2,5 punti percentuali, raggiungendo il 29,9 per cento; quella degli investitori esteri si è invece ridotta di 2,0 punti percentuali, al 29,7 per cento.

Il mercato primario dei titoli di Stato

Pur con rendimenti all'emissione in rialzo dalla fine del 2021, le condizioni di finanziamento sul mercato primario sono state complessivamente favorevoli e l'attività di collocamento è proseguita con regolarità nei primi tre mesi dell'anno.

Il costo medio all'emissione dei titoli di Stato in circolazione ha raggiunto un nuovo minimo storico a marzo (2,0 per cento; fig. 1.9). Anche in virtù di una durata media dei titoli in circolazione pari a sette anni, un ipotetico shock persistente al rialzo di 100 punti base della curva dei rendimenti italiana si rifletterebbe in un aumento contenuto del costo medio all'emissione.

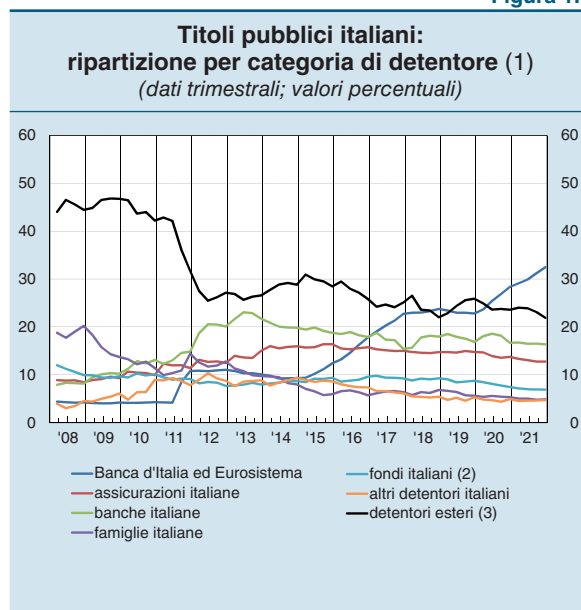
Dall'inizio dell'anno il Tesoro, attraverso sindacato, ha collocato titoli per 17 miliardi, valore inferiore a quello dello scorso anno (32 miliardi nei primi tre mesi del 2021), a fronte, tuttavia, di minori necessità di raccolta attese per il 2022. Anche nel 2022 le esigenze di finanziamento potranno beneficiare degli incassi previsti nell'ambito del programma *Next Generation EU*⁴. I rimborsi di titoli a medio e a lungo termine, pari a 226 miliardi nel 2022, aumenteranno a 254 miliardi nel 2023 e a 251 nel 2024.

Il mercato azionario e obbligazionario privato

I differenziali di rendimento tra i titoli emessi dalle imprese e quelli privi di rischio sono cresciuti rispetto ai valori di novembre del 2021 sia per i titoli italiani sia per quelli dell'area

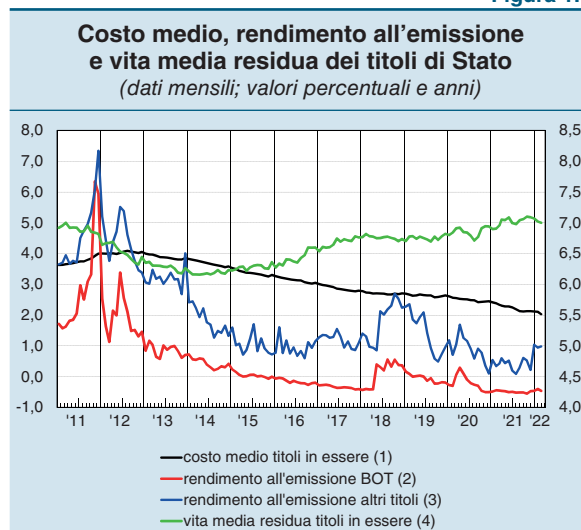
⁴ Nel 2021 l'Italia ha beneficiato di 25 miliardi di prefinanziamento del PNRR, di cui 16 a titolo di prestito e 9 di sovvenzioni. Ad aprile del 2022 la Commissione europea ha versato all'Italia la prima rata da 21 miliardi (al netto di una quota del prefinanziamento ricevuto), di cui 11 a titolo di prestito e 10 di sovvenzioni.

Figura 1.8



Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari e stime basate su Assogestioni e BCE. (1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme dei detentori. – (2) Include gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani (*round trip*). – (3) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema e da gestioni e fondi comuni *round trip*.

Figura 1.9



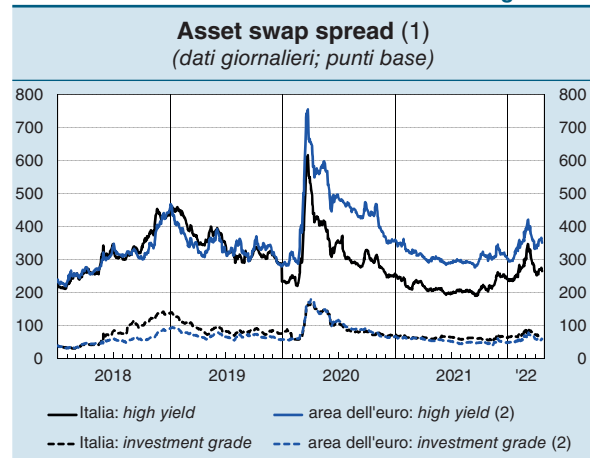
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Ministero dell'Economia e delle finanze, aggiornati al 31 marzo 2022.

(1) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese. – (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 dai BTP indicizzati collocati nel mese, per data di regolamento. – (4) Valori di fine periodo ponderati per le consistenze in essere. Scala di destra.

dell'euro. I differenziali relativi ai titoli a minor merito di credito (*high yield*)⁵ sono aumentati in modo più pronunciato rispetto a quelli delle obbligazioni con rating più elevato (*investment grade*; fig. 1.10).

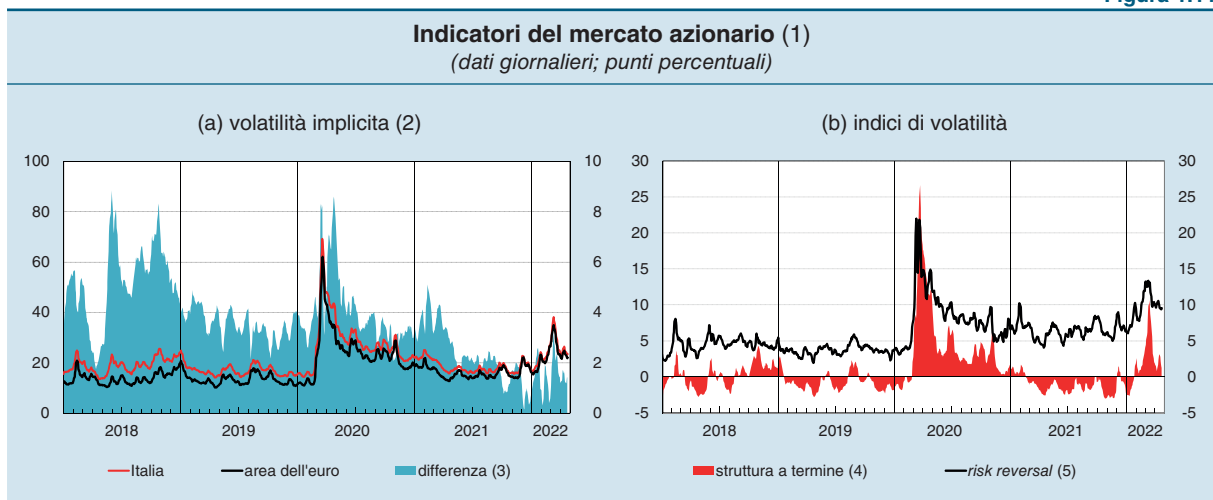
Dall'inizio dell'anno la volatilità implicita sui mercati azionari è salita in Italia e nell'area dell'euro (fig. 1.11.a). Questo andamento, legato in una prima fase ad aspettative di rialzo dei tassi di interesse e alla progressiva riduzione dei programmi di acquisto della BCE, è stato aggravato dallo scoppio del conflitto in Ucraina. Segnali evidenti di tensione sono emersi anche con riferimento al costo della protezione contro forti ribassi dei corsi azionari (*risk reversal*) e alla struttura a termine della volatilità (fig. 1.11.b).

Figura 1.10



Fonte: elaborazioni su dati 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.

Figura 1.11



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
 (1) Medie mobili a 5 giorni. – (2) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni con scadenza a 2 mesi sull'indice di borsa italiano FTSE MIB e sull'indice Euro STOXX 50 per l'area dell'euro. – (3) Differenza tra le volatilità implicite nei prezzi delle opzioni sull'indice azionario italiano e su quello dell'area dell'euro per opzioni con scadenza a 2 mesi. Scala di destra. – (4) Differenza delle volatilità implicite su opzioni sull'indice di borsa italiano FTSE MIB con scadenza a 2 e a 12 mesi. – (5) Differenza fra la volatilità implicita dei prezzi delle opzioni put e call aventi lo stesso rapporto incrementale rispetto al valore dell'indice del mercato azionario italiano (delta pari a 0,25) e uguale 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.

Il mercato monetario

In seguito alla cessazione del tasso Euro overnight index average (Eonia), avvenuta lo scorso 3 gennaio, si consolida nell'area dell'euro la transizione al nuovo tasso giornaliero privo di rischio, lo Euro short-term rate (€STR). La liquidità dei contratti derivati indicizzati al nuovo tasso €STR, come gli

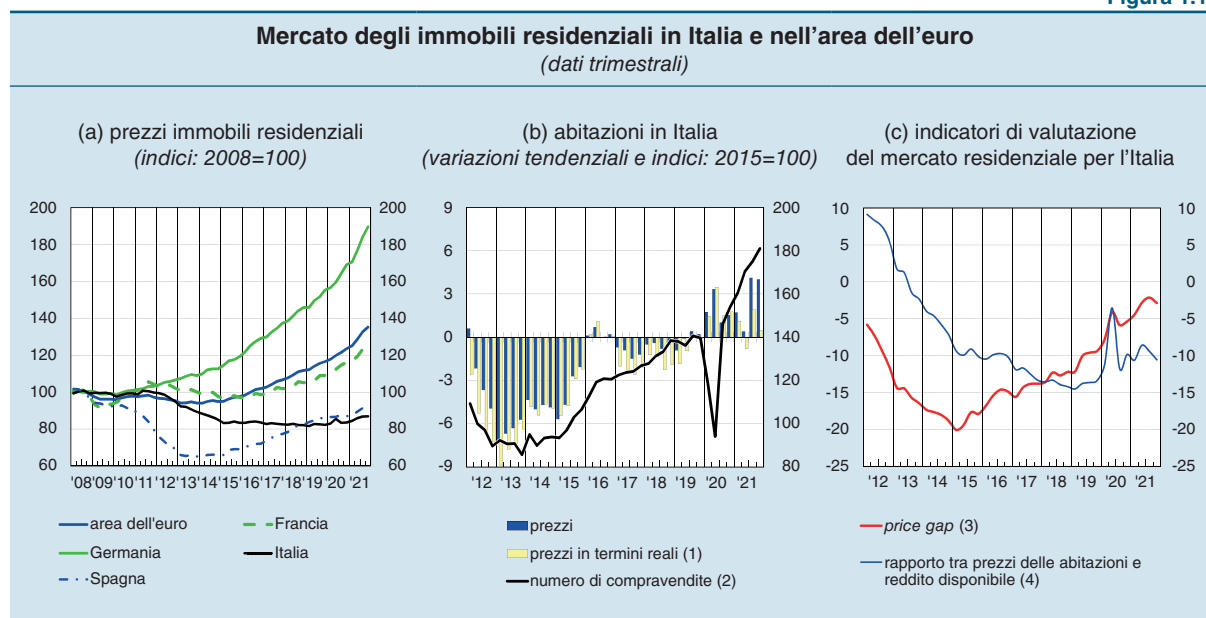
⁵ La divergenza dei differenziali relativi ai titoli *high yield* italiani e dell'area dell'euro è in larga parte riconducibile alla diversa composizione settoriale dei mercati obbligazionari (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020).

overnight index swaps (OIS), è in progressivo aumento⁶. Al processo di transizione ha contribuito anche la decisione delle controparti centrali, nell'ottobre del 2021, di convertire automaticamente al nuovo tasso i contratti derivati in essere indicizzati all'Eonia. Quelli parametrati allo €STR saranno utilizzati anche come riferimento per definire i tassi sostitutivi (di *fallback*) dell'Euribor di tipo prospettico (*forward-looking*). Affinché i prezzi dei contratti indicizzati allo €STR forniscano indicazioni affidabili sulle aspettative del mercato è importante che questi contratti siano scambiati su mercati regolamentati, sufficientemente trasparenti e liquidi⁷.

1.4 I MERCATI IMMOBILIARI

A partire da luglio del 2021 i prezzi degli immobili residenziali hanno ulteriormente accelerato in tutti i paesi europei, segnando incrementi molto marcati in Germania e Francia (fig. 1.12.a). Nel comparto commerciale invece le quotazioni sono scese in tutti gli Stati, in misura più accentuata in Francia.

Figura 1.12



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

(1) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (2) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra. – (3) Il *price gap* è definito come deviazione percentuale dell'indice dei prezzi delle abitazioni in termini reali dal suo trend di lungo periodo. – (4) I dati sono espressi in deviazione percentuale rispetto alla media di lungo periodo.

In Italia è proseguita l'espansione del mercato residenziale. I prezzi delle abitazioni sono cresciuti con maggiore intensità rispetto alla prima parte dell'anno, ma meno che nel confronto internazionale. Le compravendite, pur assestandosi su livelli superiori di oltre un quarto rispetto agli ultimi sei mesi del 2019 (fig. 1.12.b), hanno rallentato alla fine del 2021. Nostre elaborazioni degli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it mostrano che la domanda di abitazioni è rimasta elevata nei mesi invernali.

⁶ Nell'ultimo trimestre del 2021 l'ammontare complessivo di swap ancorati al tasso €STR registrati da London Clearing House (LCH) è salito in media a circa 5.600 miliardi di dollari al mese, da 657 rilevati nel trimestre precedente.

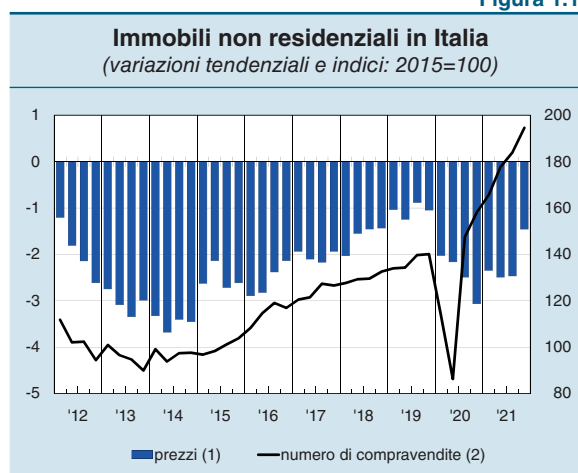
⁷ D. Della Gatta, *Quale futuro per i benchmark del mercato monetario in euro?*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, 17, 2022.

Secondo le valutazioni degli agenti immobiliari intervistati a febbraio nell'ambito delle nostre inchieste congiunturali, le prospettive per il mercato degli immobili residenziali restano nel complesso favorevoli, con un rafforzamento dei segnali di rialzo dei prezzi. Anche nostre stime indicano che i prezzi delle case continuerebbero a crescere a un ritmo sostenuto nel corso del 2022.

Gli indicatori che consentono di valutare le dinamiche del comparto residenziale rispetto alle tendenze di lungo periodo confermano i segnali di ripresa, ma non evidenziano rischi di sopravvalutazione (fig. 1.12.c). L'andamento dei prezzi appare inoltre coerente con il miglioramento delle condizioni reddituali delle famiglie (cfr. il par. 1.5).

Le compravendite degli immobili non residenziali sono aumentate nella seconda metà dello scorso anno e la discesa dei prezzi ha rallentato (fig. 1.13). Nel 2021 le quotazioni degli uffici sono rimaste pressoché invariate; la contrazione dei prezzi dei negozi, pur in attenuazione, continua a essere più accentuata di quella dei capannoni industriali. L'incertezza sulle prospettive economiche potrebbe riflettersi sull'andamento del comparto.

Figura 1.13



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

(1) L'indicatore, a carattere sperimentale, utilizza informazioni desunte dalle transazioni effettivamente avvenute sul mercato. - (2) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra.

1.5 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

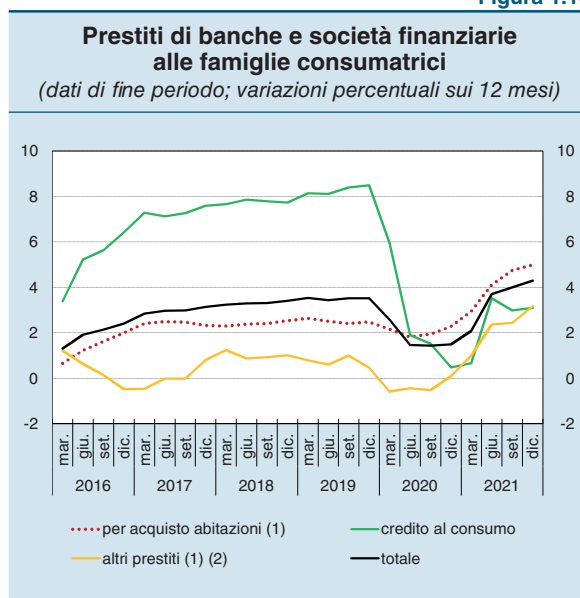
Le famiglie

La situazione finanziaria delle famiglie ha risentito positivamente della crescita del reddito e del miglioramento del clima di fiducia nel corso del 2021. Sono emersi tuttavia segnali di un deciso rallentamento dei consumi in chiusura d'anno, a causa dell'incertezza legata all'evoluzione del quadro epidemiologico. Lo scoppio del conflitto in Ucraina condiziona negativamente le prospettive per l'anno in corso. Nei primi mesi del 2022 le aspettative sono significativamente peggiorate, come rilevato dall'indagine *Consumer Expectations Survey* (CES) della BCE. L'indebitamento delle famiglie resta stabile e basso nel confronto con la media dell'area dell'euro. La qualità del credito rimane buona. I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal settore delle famiglie si mantengono nel complesso circoscritti, sebbene l'aumento dei prezzi energetici potrebbe avere implicazioni rilevanti per i nuclei più vulnerabili.

Alla fine del quarto trimestre del 2021 la propensione al risparmio delle famiglie è lievemente cresciuta, all'11,3 per cento, un livello superiore al periodo precedente la pandemia. In base a elaborazioni sull'indagine CES riferite a gennaio del 2022, la propensione al risparmio nei prossimi dodici mesi dovrebbe rimanere invariata. Nell'ultimo trimestre del 2021 gli elevati tassi di risparmio e la rivalutazione dei titoli azionari si sono tradotti in un aumento della ricchezza finanziaria, in lieve accelerazione rispetto ai trimestri precedenti. I nuovi investimenti si sono concentrati nelle attività più liquide o maggiormente diversificate: depositi, fondi comuni (in particolare esteri) e polizze vita. In quest'ultimo segmento prosegue la crescita di quelle unit o index linked.

In base ai dati preliminari relativi al quarto trimestre 2021, l'indebitamento delle famiglie in rapporto al reddito disponibile, pari al 64,6 per cento, è rimasto invariato rispetto al trimestre precedente e nel confronto con il 2020; resta comunque notevolmente al di sotto della media dell'area dell'euro (98,3 per cento, dato relativo al terzo trimestre 2021, ultimo disponibile). Alla fine del 2021 il complesso dei prestiti alle famiglie era cresciuto del 4,3 per cento, sostenuto dai mutui per l'acquisto delle abitazioni (5,0 per cento; fig. 1.14). Questi ultimi hanno continuato a crescere allo stesso ritmo nei primi due mesi del 2022. Il tasso medio sui mutui in essere è stabile all'1,6 per cento e allineato alla media dell'area dell'euro, con un differenziale tra tasso fisso e tasso variabile contenuto (circa 20 punti base a febbraio del 2022). I bassi tassi di interesse hanno favorito il ricorso a mutui a tasso fisso, che costituiscono oltre l'85 per cento dei nuovi finanziamenti per l'acquisto di abitazioni, superando il 60 per cento di quelli in essere. In base ai dati della piattaforma digitale Mutuonline.it, circa il 70 per cento dei mutui erogati nel primo bimestre del 2022 erano relativi all'acquisto della prima casa, con un rapporto tra prestito e valore dell'immobile (*loan-to-value*) pari al 66 per cento.

Figura 1.14



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Il dato è riferito ai soli prestiti erogati dalle banche. – (2) Altre forme di finanziamento: le più rilevanti sono le aperture di credito in conto corrente e i mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo.

Il ricorso al credito al consumo è proseguito a tassi moderatamente sostenuti, seppure inferiori al periodo precedente la pandemia, beneficiando della crescita della domanda anche per beni durevoli.

Il miglioramento delle condizioni reddituali sino alla fine del 2021 e il basso livello dei tassi di interesse hanno sostenuto la capacità di servizio del debito e contribuito a limitare il tasso di deterioramento dei prestiti (0,8 per cento in chiusura d'anno). Il costo medio dei finanziamenti in essere, stabile al 2,6 per cento, è superiore di circa mezzo punto alla media dell'area dell'euro. È proseguita la riduzione delle moratorie, che alla fine del 2021 erano ancora pari a 6 miliardi, di cui un miliardo per la sospensione delle rate del mutuo sulla prima casa.

A partire dalla seconda parte del 2021 vi sono stati significativi aumenti dei prezzi di elettricità e gas sostenuti dalle famiglie, soprattutto nel mercato tutelato⁸ (12,0 per cento per l'elettricità e 9,7 per il gas in media d'anno). Il Governo ha stanziato 5,5 miliardi nel 2021 per proteggere il potere d'acquisto delle famiglie italiane. In base a nostre simulazioni⁹ tali interventi hanno limitato la crescita della spesa energetica delle famiglie, sebbene in misura minore per quelle più povere; in particolare, in seguito agli aumenti, la quota media di spesa energetica sul totale sarebbe salita di 0,2 punti percentuali (dal 4,9 al 5,1 per cento), a fronte di un incremento di 0,4 punti senza interventi; per le famiglie più povere invece la crescita sarebbe stata di 0,5 punti percentuali (dal 7,7 all'8,2 per cento), a fronte

⁸ Alla fine del 2021 circa la metà delle famiglie italiane aveva stipulato contratti energetici sul mercato libero (per la maggior parte a prezzo fisso) nel quale i prezzi sono cresciuti in maniera minore rispetto al mercato tutelato.

⁹ I. Faiella e L. Lavecchia, *Contenimento dei prezzi dell'energia e spesa delle famiglie*, "Energia", 1, 2022, pp. 36-39.

di 0,6 punti senza interventi¹⁰. Nei primi mesi del 2022, anche per l'aggravarsi della crisi ucraina, il rincaro dei beni energetici è proseguito, spingendo il Governo a ulteriori interventi¹¹. Gli aumenti relativi al 2021 non sembrano porre particolari rischi per la stabilità del sistema finanziario. In base a recenti lavori svolti in Banca d'Italia, i rincari sarebbero compatibili con una crescita relativamente contenuta sia della quota di famiglie finanziariamente vulnerabili sia del loro debito, segnando un incremento di circa 9 e 60 punti base, rispettivamente (cfr. il riquadro: *Il cambiamento climatico e la vulnerabilità finanziaria di famiglie e imprese*).

IL CAMBIAMENTO CLIMATICO E LA VULNERABILITÀ FINANZIARIA DI FAMIGLIE E IMPRESE¹

Gli stress test costituiranno in misura sempre maggiore lo strumento principale per valutare i rischi per il sistema finanziario derivanti dai cambiamenti climatici², poiché consentono di adottare un approccio prospettico, confrontare diversi scenari e valutarne l'impatto complessivo sul sistema finanziario. Sebbene numerose autorità stiano sviluppando questi esercizi, persistono ancora difficoltà metodologiche legate principalmente alla disponibilità di dati granulari, alla complessità dei modelli e dei numerosi canali di trasmissione dei rischi climatici, alla definizione degli scenari e degli orizzonti temporali, spesso di lungo periodo.

Un recente lavoro svolto in Banca d'Italia³ presenta i risultati di un esercizio che mira a valutare l'impatto dei rischi di transizione sulla vulnerabilità finanziaria delle famiglie e delle imprese italiane. Lo studio simula l'incremento delle quote di famiglie e imprese vulnerabili e del debito a rischio a queste associate a causa dell'improvviso rincaro dei prezzi dell'energia legato all'introduzione di un ipotetico prezzo sulle emissioni di CO₂ per il complesso dell'economia italiana, in aggiunta a quanto già previsto dal Sistema per lo scambio delle quote di emissioni dell'Unione europea (*European Union emissions trading scheme*, EU ETS). L'aumento è poi traslato sul reddito delle famiglie e sul margine operativo lordo (MOL) delle aziende, ottenendo così gli effetti sulla vulnerabilità finanziaria dei due settori, come definita in precedenti lavori⁴.

¹ A cura di Luciano Lavecchia.

² In particolare si possono materializzare rischi associati al verificarsi di fenomeni naturali estremi (rischi fisici) e rischi legati al processo di decarbonizzazione (rischi di transizione). Per un'analisi più approfondita, cfr. E. Bernardini, I. Faiella, L. Lavecchia, A. Mistretta e F. Natoli, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 608, 2021.

³ I. Faiella, L. Lavecchia, V. Michelangeli e A. Mistretta, *A climate stress test on the financial vulnerability of Italian households and firms*, "Journal of Policy Modeling", 2021, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 639, 2021.

⁴ C.A. Attinà, F. Franceschi e V. Michelangeli, *Modelling households' financial vulnerability with consumer credit and mortgage renegotiations*, "International Journal of Microsimulation", 13, 1, 2020, pp. 152-173, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 531, 2019; A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, "Journal of Policy Modeling", 39, 1, 2017, pp. 147-168, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 293, 2015.

¹⁰ I risultati di queste simulazioni non tengono conto dell'estensione del bonus elettrico e gas a partire dal 1° gennaio 2021. Inoltre gli aumenti dei prezzi imputati riguardano le sole famiglie con contratti nel mercato tutelato.

¹¹ La variazione sul trimestre precedente per i prezzi di elettricità e gas per un consumatore tipo nel mercato tutelato è stata pari, rispettivamente, al 55 e al 41,8 per cento nel primo trimestre del 2022. A partire dal marzo 2021 il Governo ha stanziato complessivamente circa 20,6 miliardi di euro per interventi a favore di famiglie e imprese, dei quali 5,5 riferiti al 2021.

I risultati mostrano una significativa eterogeneità degli effetti attesi. Attraverso un esercizio controfattuale si stima che, utilizzando come anno base il 2018⁵, gli impatti sulle famiglie sarebbero stati contenuti pure in presenza di variazioni dei prezzi rilevanti, come nel caso di un prezzo elevato della CO₂ (200 e 800 euro per tonnellata); sarebbero stati invece significativi per le micro e piccole imprese e per le società del settore agricolo, manifatturiero e immobiliare, anche con importi contenuti (50 e 100 euro per tonnellata) e compatibili con le variazioni dei prezzi rilevate nel corso del 2021.

Un altro studio⁶ estende l'approccio descritto e stima i tassi di default (settoriali) dei prestiti alle imprese delle banche italiane in funzione della quota di aziende finanziariamente vulnerabili e del loro debito. L'analisi mostra che, se nel 2018 ogni tonnellata di CO₂ emessa fosse stata penalizzata con un prezzo di 50 euro, l'anno successivo il tasso medio trimestrale di default dei prestiti alle imprese sarebbe aumentato di circa un quarto (dal 2,8 al 3,6 per cento), pur rimanendo al di sotto della media storica osservata nel periodo 2006-2019. Le stime ottenute riflettono la struttura finanziaria relativamente solida delle imprese e i bassi tassi di default osservati nel 2018. L'effetto sarebbe stato maggiore ed eterogeneo tra settori con una tassa pari a 800 euro, valore massimo in uno scenario di transizione "disordinata" come definito dal Network for Greening the Financial System (NGFS)⁷. L'introduzione di un sistema di prezzo delle emissioni in periodi caratterizzati da una maggiore vulnerabilità delle imprese o da tassi di default più elevati potrebbe quindi avere un impatto più rilevante.

⁵ Il 2018 è l'anno utilizzato nel lavoro di ricerca che ha introdotto il modello di microsimulazione della domanda energetica delle famiglie italiane e che si è mantenuto per favorire la comparazione dei risultati (cfr. I. Faiella e L. Lavecchia, *Households' energy demand and the effects of carbon pricing in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 614, 2021).

⁶ M.A. Aiello e C. Angelico, *Climate change and credit risk: the effect of carbon taxes on Italian banks' business loan default rates*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 688, 2022.

⁷ L'NGFS è una rete globale di banche centrali e supervisor per favorire la transizione verso un sistema finanziario più verde e resiliente ai rischi ambientali e climatici. La Banca d'Italia partecipa alle attività dell'NGFS e dal 2022 è parte del Comitato direttivo.

Secondo le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia basate su uno scenario coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, alla fine del 2022 la quota di famiglie vulnerabili e l'incidenza dei loro debiti sul totale salirebbero di 0,4 e 2,6 punti percentuali, rispettivamente al 2 e all'11,9 per cento. Nel caso di andamenti particolarmente sfavorevoli dei tassi di interesse¹², la quota di famiglie finanziariamente fragili e l'incidenza dei loro debiti sul totale crescerebbero, rispetto allo scenario base, di 0,3 e 2,3 punti percentuali, rispettivamente. Se oltre all'andamento dei tassi risultasse più sfavorevole anche quello macroeconomico¹³, la quota di famiglie finanziariamente fragili e l'incidenza dei loro debiti sul totale aumenterebbero di 0,5 e 3 punti percentuali, rispettivamente.

Le imprese

Dopo il rafforzamento del 2021, favorito anche dal sostegno della politica economica e monetaria, l'evoluzione della situazione finanziaria delle imprese è divenuta più incerta per i timori connessi con il peggioramento della situazione epidemiologica e con lo scoppio del conflitto in Ucraina. Agli effetti finora contenuti della crisi pandemica si affiancano le difficoltà di approvvigionamento di materie prime e prodotti intermedi, la maggiore incidenza della spesa energetica e le conseguenze dirette e indirette delle

¹² Rispetto allo scenario di base, nel 2022 si ipotizza una crescita dell'Euribor a 3 mesi, dell'*interest rate swap* (IRS) a 10 anni e del tasso di interesse sul credito al consumo di circa 200 punti base.

¹³ In aggiunta alle precedenti ipotesi di tasso si ipotizza una crescita del reddito nominale inferiore di 4 punti percentuali rispetto allo scenario di base.

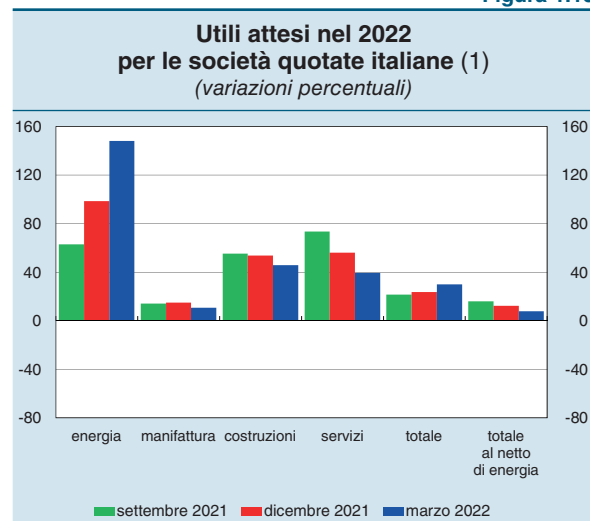
sanzioni imposte a Russia e Bielorussia. Nell'attuale contesto i rischi di un marcato incremento della vulnerabilità del settore appaiono moderati.

Lo scorso anno la ripresa dell'attività produttiva è stata significativa, nonostante il rallentamento del quarto trimestre. La crescita sostenuta del MOL, pari al 6 per cento su base annua, ha consentito il recupero della redditività, tornata su livelli di poco inferiori a quelli pre-pandemia, pur con differenze per i settori più colpiti dallo shock.

Le aspettative delle imprese sull'andamento dei ricavi indicavano un'espansione nel primo trimestre dell'anno¹⁴. Sulle prospettive relative ai prossimi trimestri gravano rischi al ribasso legati alle difficoltà di approvvigionamento di materie prime, alla dinamica sfavorevole del costo dei prodotti energetici e all'incertezza legata agli effetti del conflitto. Nel periodo gennaio-marzo le previsioni degli analisti sugli utili delle società quotate per l'anno in corso sono divenute meno favorevoli, ad eccezione di quelle per le imprese del settore dell'energia (fig. 1.15). Nel comparto dei servizi la revisione al ribasso è stata la più consistente.

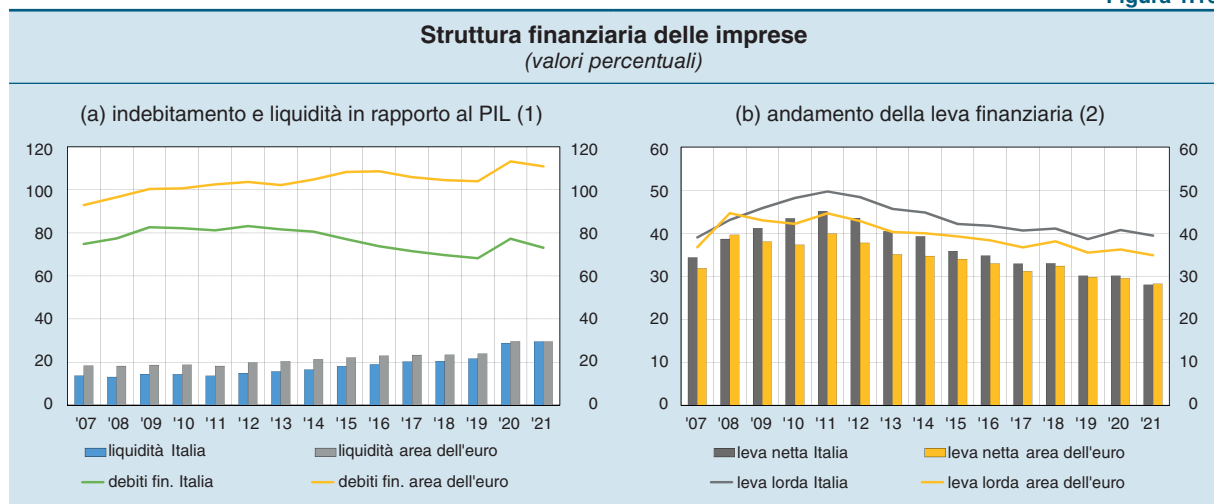
Gli effetti negativi collegati alla crescita dell'indebitamento finanziario dall'inizio della pandemia sono in parte attenuati dall'andamento delle disponibilità liquide, che hanno raggiunto un nuovo massimo storico (29,5 in rapporto al PIL nel quarto trimestre del 2021; fig. 1.16.a); rispetto al 2019 l'incremento

Figura 1.15



Fonte: Bloomberg.
 (1) Variazioni dell'indice degli utili attesi dagli analisti per il 2022 rispetto al 2021. Il totale include anche il comparto dei servizi di pubblica utilità. Elaborazioni su un campione chiuso di 191 imprese quotate a settembre 2021, rappresentative del 95 per cento della capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie.

Figura 1.16



(1) Incidenza dei debiti finanziari e della liquidità sul PIL. I dati relativi al 2021 sono preliminari. – (2) Gli istogrammi rappresentano la leva finanziaria al netto della liquidità. I dati relativi al 2021 sono preliminari.

¹⁴ La BCE conduce con cadenza semestrale il sondaggio sulla situazione finanziaria e sull'accesso al credito delle imprese (*Survey on the access to finance of enterprises*, SAFE). L'ultima rilevazione, realizzata tra settembre e ottobre del 2021, include le opinioni delle imprese relative al periodo aprile-settembre 2021 e le prospettive per il periodo ottobre 2021-marzo 2022.

(7,9 punti percentuali) è di intensità superiore alla media dei paesi dell'area (circa 6 punti percentuali). Al netto della liquidità, la leva finanziaria per il complesso del settore è diminuita di circa 2 punti percentuali (fig. 1.16.b).

La patrimonializzazione delle società non finanziarie, anche di quelle relativamente più indebitate, è cresciuta durante la pandemia a seguito di aumenti di capitale privati (cfr. il riquadro: *Gli aumenti di capitale delle imprese durante la pandemia*). Le opinioni delle imprese indicavano un possibile ulteriore incremento dei mezzi propri nel primo trimestre dell'anno, più marcato per le aziende di piccola e media dimensione, in relazione alle politiche di autofinanziamento.

GLI AUMENTI DI CAPITALE DELLE IMPRESE DURANTE LA PANDEMIA¹

Le ripercussioni finanziarie della crisi pandemica hanno spinto molte imprese a espandere il proprio indebitamento allo scopo di scongiurare temporanee carenze di liquidità e accumulare riserve. Ciò ha indotto le autorità competenti ad adottare misure di sostegno patrimoniale per attenuare i rischi di squilibrio nella struttura finanziaria delle imprese. Dati relativi agli aumenti del capitale sociale da parte delle società di capitali italiane permettono di descriverne la dinamica durante la pandemia – confrontandola con quella del triennio precedente – e di analizzare le caratteristiche delle imprese che hanno effettuato queste operazioni.

Analogamente a quanto accaduto nelle crisi del 2007-08 e del 2011-12, durante l'emergenza sanitaria gli aumenti di capitale hanno superato i livelli osservati nelle fasi cicliche positive, sia per numerosità sia per ammontare, suggerendo un loro utilizzo finalizzato al riequilibrio della struttura finanziaria a fronte dell'erosione patrimoniale e del maggiore indebitamento tipici dei periodi di recessione².

Nel 2020 oltre 8.000 società di capitali, circa l'1 per cento di quelle attive nel 2019, hanno accresciuto il proprio capitale, l'8 per cento in più rispetto alla media degli anni 2017-19 (figura A, pannello a). Il numero di società interessate dagli aumenti di capitale è salito in quasi tutte le classi dimensionali e di rischio, ad eccezione di quelle di minore dimensione e finanziariamente fragili. Di maggiore intensità è stato l'incremento dei mezzi propri conferiti, che ha superato i 6 miliardi: il 17 per cento in più rispetto alla media del triennio precedente. L'aumento dei conferimenti è attribuibile in gran parte alle imprese medio-grandi, in particolare a quelle finanziariamente fragili, e a quelle più piccole e solide. Al contrario si è osservato un decremento dei nuovi apporti di capitale per le società più piccole e fragili. Per queste ultime, l'andamento potrebbe riflettere un minore incentivo dei soci a investire capitale di rischio nell'impresa, per le più scarse possibilità di recupero dell'attività produttiva o per altri fattori di inerzia (ad es. problemi più consistenti di eccesso di indebitamento).

Sebbene le imprese del campione con bilanci disponibili nel periodo 2019-2020 evidenzino una riduzione della leva finanziaria (il rapporto tra debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto), le società che hanno aumentato il capitale hanno anche diminuito maggiormente il proprio indebitamento (figura A, pannello b). I dati suggeriscono che la finalità di riequilibrio della struttura finanziaria sia stata prevalente per gli aumenti di capitale effettuati dalle società italiane durante la fase più acuta della crisi pandemica. In particolare il calo dell'indebitamento è stato più intenso tra le imprese più fragili, soprattutto quelle più piccole, per le quali il rischio di insolvenza è tipicamente maggiore.

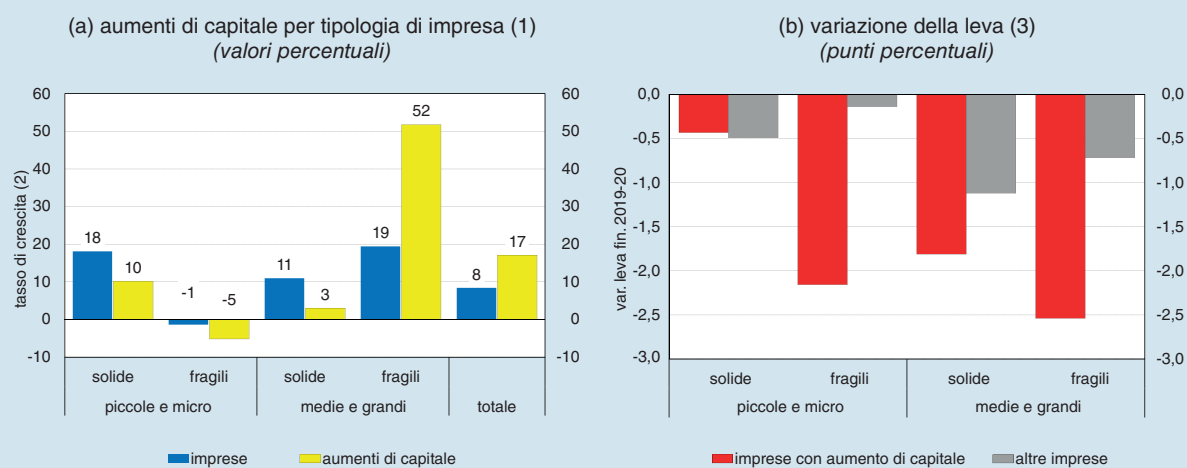
¹ A cura di Tommaso Orlando e Fabio Parlapiano.

² F. Columba, T. Orlando, F. Palazzo, e F. Parlapiano, *The features of equity capital increases by Italian corporates*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

A maggio del 2020 il Governo ha introdotto misure per favorire il rafforzamento patrimoniale delle aziende più colpite dall'emergenza pandemica, tra le quali: (a) crediti di imposta proporzionali all'ammontare degli aumenti di capitale per le imprese di media dimensione (con ricavi tra 5 e 50 milioni di euro) che abbiano riportato ingenti perdite nel 2020; (b) la sottoscrizione da parte del Fondo Patrimonio PMI (gestito da Invitalia) di strumenti di debito subordinato e ibridi emessi da imprese con ricavi tra 10 e 50 milioni e meno di 250 occupati che hanno effettuato un aumento di capitale; (c) la sottoscrizione da parte del Patrimonio Rilancio (gestito da Cassa depositi e prestiti) di strumenti di capitale di rischio e ibridi emessi da grandi società con ricavi superiori ai 50 milioni di euro. I beneficiari delle misure, oltre a essere identificati sulla base di requisiti dimensionali, non dovevano trovarsi in situazioni di difficoltà finanziaria ai sensi della normativa europea alla data del 31 dicembre 2019.

Figura A

Aumenti di capitale delle società italiane nel 2020



Fonte: Cerved e Infocamere.

(1) Le analisi si riferiscono a un campione di società di capitale che, nell'anno precedente a quello dell'aumento di capitale, presentavano in bilancio ricavi positivi e almeno un valore non nullo tra totale dell'attivo e patrimonio netto. Le tipologie di impresa sono identificate attraverso le diverse classi dimensionali e di rischio (le imprese con rating CeBi-Score calcolato da Cerved da 1 a 4 sono considerate solide, quelle con rating superiore a 4 sono classificate fragili). – (2) Gli istogrammi riportano il tasso di crescita in variazioni percentuali, tra la media degli anni 2017-19 e il 2020, del numero di imprese e dell'ammontare degli aumenti di capitale per ciascuna categoria di impresa. – (3) Mediana della variazione della leva finanziaria per le sole imprese per cui sono disponibili i bilanci del 2019 e del 2020, distinguendo quelle che hanno effettuato aumenti di capitale nel 2020 dal resto del campione.

Sulla base di informazioni relative alle operazioni concluse nell'ambito di ciascuna misura³, a dicembre dello scorso anno il numero e l'ammontare degli aumenti di capitale riconducibili agli incentivi risultavano limitati. In particolare i crediti di imposta riconosciuti a fronte di conferimenti ammontavano a circa 40 milioni di euro e riguardavano meno di 190 aziende. Anche il numero di società che hanno usufruito delle misure del Fondo Patrimonio PMI e del Patrimonio Rilancio, in base agli ultimi dati disponibili, è contenuto (150 e 14, rispettivamente). Misure straordinarie di sostegno alle imprese finalizzate a incentivarne il rafforzamento patrimoniale sono state varate nella gran parte dei paesi europei, ma sono state poco utilizzate e quindi potrebbero non essere risultate pienamente efficaci (anche rispetto all'obiettivo di stimolare l'apertura della compagine societaria a nuovi investitori

³ Le informazioni relative alle operazioni concluse nell'ambito del Fondo Patrimonio PMI e del Patrimonio Rilancio sono disponibili nel Registro nazionale degli aiuti di Stato. Con riferimento ai crediti di imposta per il rafforzamento patrimoniale delle imprese di media dimensione (DL 34/2020, art. 26, comma 8) i dati aggregati sull'ammontare dei crediti riconosciuti sono di fonte Banca d'Italia.

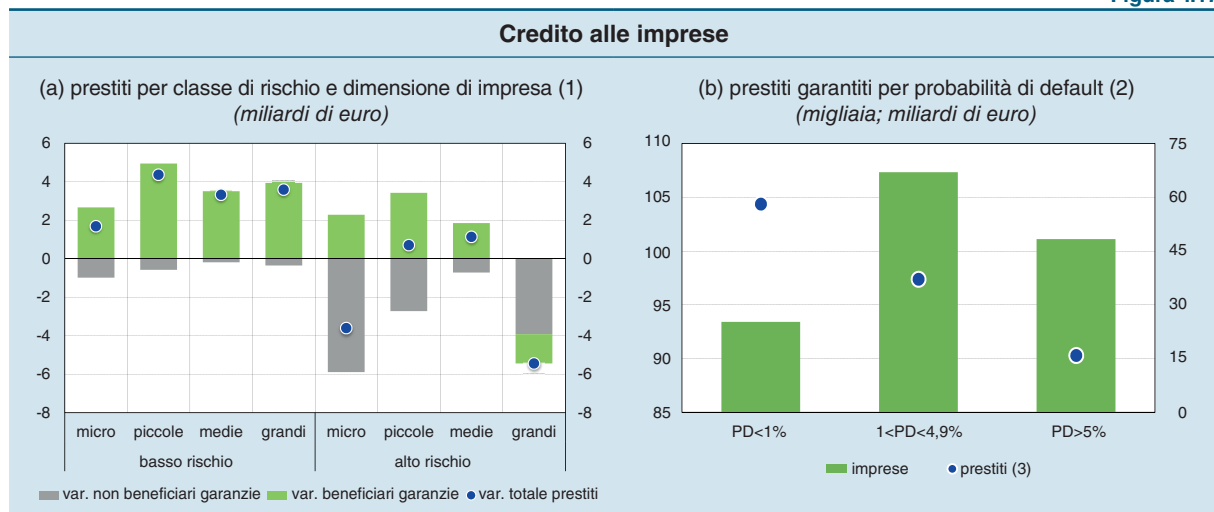
o l'emissione di nuovi strumenti finanziari di natura ibrida)⁴. Eventuali ulteriori interventi potrebbero tenere conto dell'effettiva consistenza degli aumenti di capitale già avvenuti dall'inizio della pandemia, in modo da rivolgersi prioritariamente a quelle società che hanno incontrato più ostacoli nel rafforzare la propria patrimonializzazione e che potrebbero trarre da questi aiuti i maggiori benefici.

⁴ Al riguardo, cfr. le proposte avanzate nel periodo pandemico da O. Blanchard, T. Philippon e J. Pisani-Ferry, *A new policy toolkit is needed as countries exit Covid-19 lockdowns*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, 20-8, 2020; cfr. anche A. Boot, E. Carletti, H.-H. Kotz, J.P. Krahen, L. Pelizzon e M. Subrahmanyam, *Corona and financial stability 3.0: try equity-risk sharing for companies, large and small*, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, SAFE Policy Letter, 81, 2020.

Dopo il picco osservato nel corso del 2020, la crescita dei prestiti bancari alle società non finanziarie si è attenuata (l'1,6 per cento su base annua a dicembre dello scorso anno), riflettendo anche la scarsa domanda di finanziamenti e l'ampia disponibilità di scorte di liquidità (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2021 e *Bollettino economico*, 1, 2022). Anche nel 2021 i finanziamenti alle società beneficiarie delle garanzie pubbliche, la cui operatività è stata estesa fino a giugno del 2022, hanno contribuito in via prioritaria all'aumento dei prestiti al settore. L'espansione del credito ha riguardato le società più solide, soprattutto quelle di piccola dimensione (fig. 1.17.a). La dinamica dei finanziamenti è stata invece negativa per le micro e grandi imprese più rischiose, in quest'ultimo caso anche per il rimborso di parte dei prestiti coperti da garanzia pubblica effettuato da un numero limitato di grandi società.

Alla fine dello scorso anno le società beneficiarie delle misure di sostegno al credito (prestiti garantiti e moratorie non ancora scadute) erano prevalentemente a basso rischio (cfr. il riquadro: *Il phase out dalle misure di sostegno e gli effetti sulla qualità degli attivi bancari* del capitolo 2). Analisi condotte sui finanziamenti assistiti da garanzia pubblica indicano che a quella data il 92 per cento dei prestiti (facenti capo a circa l'87 per cento delle imprese) era relativo ad aziende con probabilità di insolvenza inferiore al 5 per cento (fig. 1.17.b).

Figura 1.17



Fonte: AnaCredit, Banca d'Italia e Centrale dei rischi.

(1) Dati riferiti alla variazione dei prestiti tra il 2020 e il 2021 per un campione di circa 530.000 società di capitali. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie, tengono conto delle cartolarizzazioni e comprendono anche i finanziamenti classificati in sofferenza. 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). La classificazione dimensionale fa riferimento a quanto stabilito dalla raccomandazione CE/2003/361, che definisce micro le società con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo non superiore a 2 milioni di euro; piccole quelle con meno di 50 addetti e un fatturato o un attivo non superiore a 10 milioni di euro, non incluse tra le micro; medie quelle con meno di 250 addetti e un fatturato o un attivo non superiore rispettivamente a 50 e a 43 milioni di euro, non incluse tra le micro o piccole. Le grandi imprese sono quelle residuali. – (2) Numero di imprese e ammontare dei prestiti con garanzia pubblica a dicembre 2021. A ciascuna impresa è stata associata la probabilità di default (PD) attribuita dalle banche dotate di modelli interni per la valutazione del rischio di credito. Per le imprese affidate da più banche è stata considerata la media delle PD segnalate dalle diverse banche, ponderata per il rispettivo ammontare del prestito accordato. Sono state escluse le imprese e le relative esposizioni creditizie prive di almeno una PD segnalata. – (3) Scala di destra.

Le conseguenze del conflitto in Ucraina sul settore delle imprese sono potenzialmente rilevanti; tuttavia le esposizioni dirette attraverso esportazioni nei mercati interessati appaiono contenute. Le aziende esportatrici erano poco meno di 19.000 nel 2019 e circa un decimo risultava esposto per una proporzione significativa del fatturato (fig. 1.18); queste ultime rappresentavano una quota molto limitata del complesso delle imprese in termini sia di ricavi sia di totale delle attività (0,4 e 0,5 per cento, rispettivamente). Si tratta prevalentemente di piccole e medie imprese poco indebitate operanti nel settore manifatturiero e del commercio. Alla fine del 2021 i finanziamenti delle banche verso queste società erano pari a 4,6 miliardi (lo 0,5 per cento dei prestiti complessivi alle imprese), di cui un quarto assistito da garanzia pubblica (cfr. il riquadro: *I rischi per gli attivi delle banche derivanti dalla guerra in Ucraina* del capitolo 2).

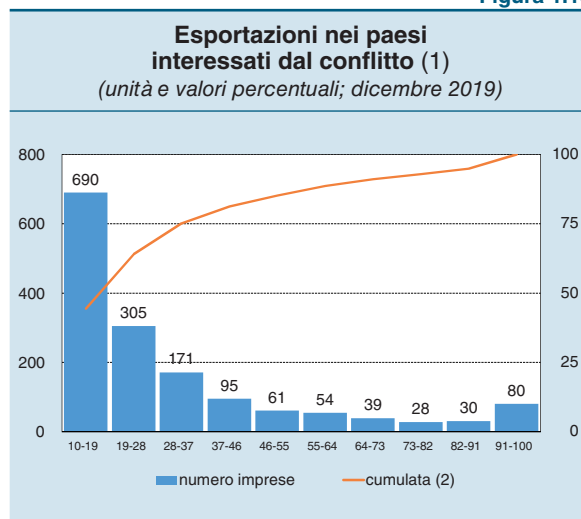
In base ai risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS)¹⁵, le condizioni di offerta del credito hanno subito un lieve irrigidimento nel primo trimestre dell'anno in corso, più marcato per i finanziamenti rischiosi. Tra dicembre e febbraio il tasso applicato ai nuovi prestiti bancari – esclusi i finanziamenti in conto corrente – si è ridotto e permane ancora su un livello inferiore (di 30 punti base) rispetto a quello osservato prima della crisi pandemica. In prospettiva possibili effetti avversi di un incremento significativo del costo dei finanziamenti bancari risulterebbero mitigati dalla composizione dell'indebitamento, la cui scadenza media è aumentata durante la pandemia (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021).

La qualità del credito si mantiene su livelli storicamente elevati, pur risentendo dei segnali di deterioramento osservati a partire dal secondo semestre dello scorso anno (cfr. il par. 2.1).

Le condizioni prevalenti sui mercati finanziari nazionali hanno contribuito al rafforzamento della capitalizzazione di borsa e alla crescita del numero di imprese ammesse alla quotazione. A dicembre del 2021 la capitalizzazione delle società non finanziarie ha superato 540 miliardi, il 31 per cento in rapporto al PIL (fig. 1.19.a); si tratta di un incremento di oltre 7 punti percentuali rispetto al 2020, determinato sia dall'andamento favorevole delle quotazioni, in particolare nei settori automobilistico e dell'energia, sia dalle nuove ammissioni in borsa. Lo scorso anno il numero di società che per la prima volta ha collocato azioni ha raggiunto il massimo storico di 40; la maggior parte dei nuovi emittenti ha scelto il segmento di mercato Euronext Growth Milan (EGM), dedicato alle piccole e medie imprese. Sebbene le nuove ammissioni siano proseguite anche nel primo trimestre del 2022, il conflitto in Ucraina prevedibilmente rallenterà la tendenza favorevole dello scorso anno, in considerazione della marcata riduzione degli indici generali di borsa e dell'aumento della volatilità, sia in Italia sia nell'area dell'euro.

¹⁵ Per i risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*; per quelli relativi all'area dell'euro, cfr. BCE, *The euro area bank lending survey. First quarter of 2022*, aprile 2022.

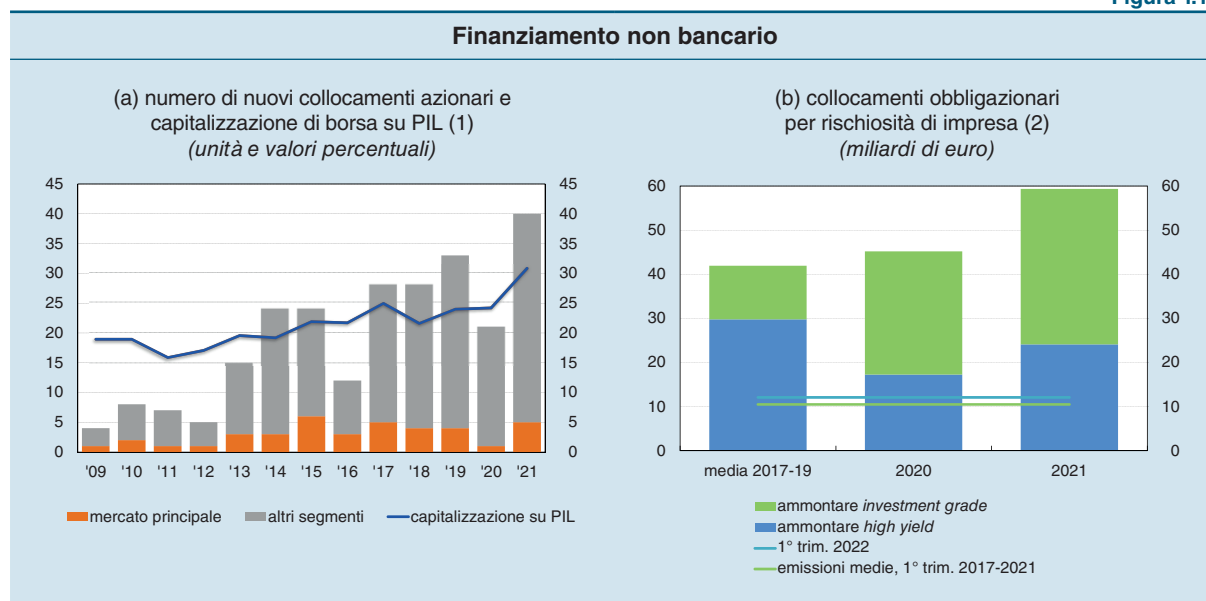
Figura 1.18



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Dogane e Cerved.
(1) Distribuzione dell'incidenza sul fatturato delle esportazioni in Russia, Bielorussia e Ucraina delle imprese con esportazioni in questi mercati pari almeno al 10 per cento del fatturato nel 2019. Si considera il 2019 come anno di riferimento per via dell'andamento eccezionale del commercio internazionale nel 2020, a seguito della crisi pandemica. – (2) Scala di destra. La linea rappresenta la percentuale cumulativa di imprese con un'incidenza delle esportazioni sul fatturato inferiore o uguale a quella della categoria corrispondente.

Nel 2021 il ricorso al finanziamento obbligazionario è stato significativo. Il mercato dei titoli di debito emessi dalle imprese ha superato, per ammontare e numero di emittenti, i massimi dell'ultimo decennio; i collocamenti da parte delle imprese finanziariamente più solide sono stati superiori rispetto al passato (fig. 1.19.b). Queste tendenze risultano parzialmente confermate nel primo trimestre dell'anno: la quota attribuibile agli emittenti più solidi è cresciuta ulteriormente, sebbene l'ammontare collocato risulti in lieve contrazione nel confronto con lo stesso periodo del 2021¹⁶.

Figura 1.19



Fonte: Anagrafe titoli, Borsa Italiana, Cerved, Datastream e Dealogic.

(1) Numero di società non finanziarie ammesse alla quotazione nel mercato di Borsa Italiana e capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie quotate in rapporto al PIL. – (2) Ammontare lordo di obbligazioni emesse da imprese e gruppi non finanziari italiani. La classe di rischio *investment grade* include emittenti con rating CeBi-Score calcolato da Cerved da 1 a 4, mentre quella *high yield* gli emittenti con rating superiore a 4. I dati relativi al 2022 si riferiscono al 1° trimestre.

Dall'inizio dello scorso novembre all'inizio di aprile i declassamenti da parte delle agenzie di rating sono stati superiori delle revisioni al rialzo. In Italia l'8,5 per cento del valore nominale dei titoli di debito ha subito una revisione al ribasso del merito di credito, contro il 3,2 per cento di valutazioni riviste al rialzo (3,8 per cento di declassamenti per gli altri paesi dell'area dell'euro, rispetto al 2 per cento di miglioramenti delle valutazioni)¹⁷.

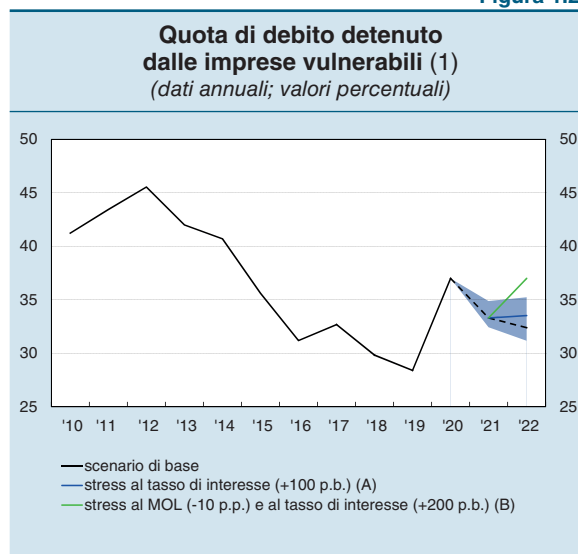
Le chiusure di impresa nel 2021, seppure in aumento, rimangono distanti dai livelli medi precedenti la crisi pandemica. Hanno contribuito a contenere le uscite dal mercato sia gli interventi del Governo per sostenere le imprese più colpite, sia la ripresa economica. In alcuni comparti tuttavia i fallimenti e le procedure non fallimentari risultano in crescita rispetto al 2019.

¹⁶ Le emissioni di minibond hanno beneficiato dell'espansione del mercato obbligazionario e del sostegno offerto dagli schemi di garanzia pubblica. Nel 2021 le garanzie del Fondo centrale di garanzia e di SACE hanno riguardato minibond per oltre 140 milioni di euro (88 nel 2020), collocati in prevalenza da imprese di media dimensione e finanziariamente solide.

¹⁷ Nello stesso periodo il 65 per cento delle emissioni obbligazionarie delle maggiori imprese italiane possedeva un rating BBB (i titoli più esposti al rischio di declassamento a *speculative grade*), a fronte del 49 per cento per gli altri paesi dell'area dell'euro. Le emissioni nel segmento *high yield* in Italia sono state il 35 per cento, contro il 17 dell'area dell'euro. Le stime prendono in considerazione i titoli inclusi negli indici BofAML, largamente rappresentativi delle emissioni obbligazionarie scambiate sui mercati, e fanno riferimento al rating sintetico calcolato come media delle valutazioni da parte di Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings.

L'andamento della vulnerabilità delle imprese dipenderà soprattutto: dall'evoluzione del quadro economico; dalle ripercussioni dell'ascesa dei prezzi di materie prime energetiche e non sui costi operativi delle imprese; da possibili incrementi dei tassi. Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia indicano che, in uno scenario coerente con quello intermedio presentato nell'ultimo *Bollettino economico* (cfr. il riquadro: *L'impatto della guerra in Ucraina sull'economia italiana: scenari illustrativi*, in *Bollettino economico*, 2, 2022), la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili si ridurrebbe al 32 per cento alla fine del 2022, anche per i settori ad alta intensità energetica più esposti agli effetti degli aumenti dei prezzi (fig. 1.20). La fragilità rimarrebbe più elevata soprattutto nel settore delle costruzioni¹⁸. Nel caso di andamenti sfavorevoli dei tassi di interesse, il debito a rischio raggiungerebbe il 34 per cento del totale¹⁹. In uno scenario particolarmente avverso, caratterizzato da variazioni della redditività e del costo del debito fortemente negative, la quota salirebbe al 37 per cento, un valore che, sebbene contenuto in prospettiva storica, riporterebbe la quota di imprese vulnerabili al livello osservato durante la fase più acuta della crisi pandemica.

Figura 1.20



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) Sono definite vulnerabili le imprese con MOL negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza. Gli ultimi bilanci disponibili per l'intero campione di imprese sono relativi al 2020. La zona ombreggiata indica un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base. Rispetto allo scenario di base, nel 2022: (A) il tasso di interesse è più elevato di 100 punti base; (B) il tasso di interesse è più elevato di 200 punti base e la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali.

¹⁸ Per approfondimenti sul modello di microsimulazione, cfr. A. De Socio e V. Michelangeli, 2017, op. cit.

¹⁹ Rispetto allo scenario di base, in quello sfavorevole si assumono un rialzo del tasso di interesse pari a 100 punti base (superiore a quelli verificatisi nel 2007 e nel 2011), circa una deviazione standard delle rispettive variazioni annuali del periodo 2003-2020.

2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

2.1 LE BANCHE

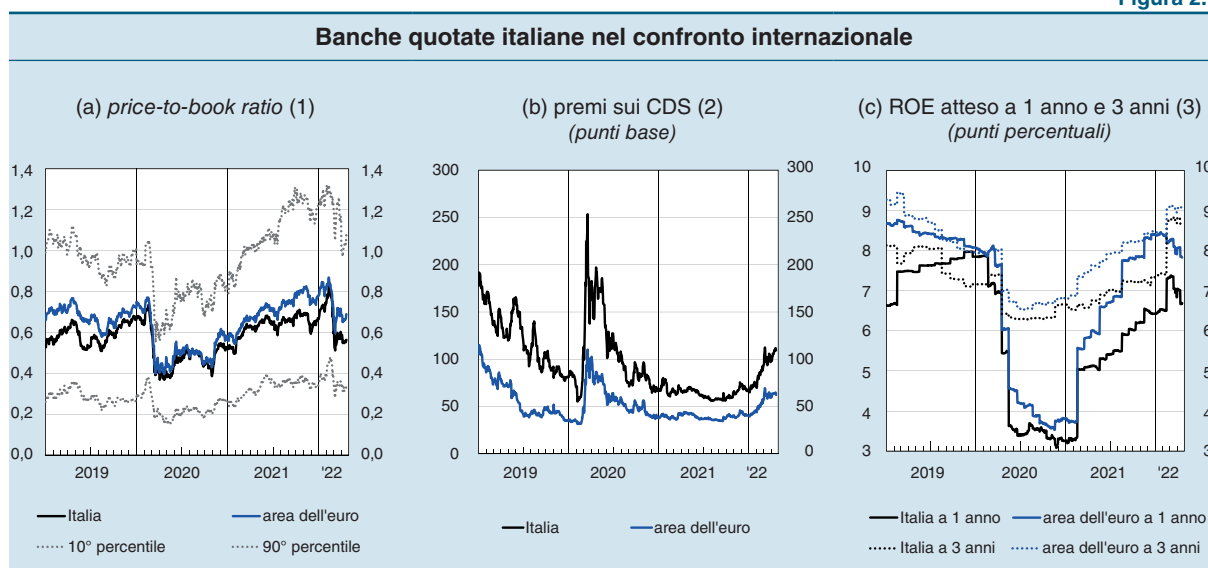
Il sistema bancario italiano affronta i rischi generati dalla guerra in Ucraina da una posizione complessivamente rafforzata rispetto a quella di fine 2019, alla vigilia dello scoppio dell'emergenza pandemica. Lo scorso anno la qualità degli attivi si è mantenuta mediamente buona, grazie alla ripresa economica e alle misure di sostegno a famiglie e imprese. Il tasso di deterioramento dei prestiti, pur in leggero aumento nell'ultimo trimestre del 2021, rimane su livelli storicamente contenuti. La consistenza dei crediti deteriorati e la loro quota sul totale dei finanziamenti si sono ridotte, soprattutto a seguito delle cessioni; sul totale dei crediti *in bonis*, l'incidenza dei prestiti per i quali gli intermediari rilevano un significativo aumento del rischio (classificati nello stadio 2 previsto dal principio IFRS 9) è rimasta costante, sebbene su livelli superiori a quelli precedenti la pandemia. La redditività è migliorata, in particolare per effetto del calo delle rettifiche di valore su crediti. La patrimonializzazione, significativamente cresciuta nel 2020, è solo leggermente diminuita lo scorso anno.

La compresenza degli effetti connessi con il graduale superamento delle misure di sostegno adottate nel corso della pandemia e di quelli generati dalla guerra in Ucraina rappresenta tuttavia una grande fonte di incertezza. Il conflitto infatti può avere ripercussioni sulle banche, non solo nel breve termine, attraverso molteplici canali: ai rischi di natura creditizia – per via delle esposizioni sia verso controparti russe, bielorusse e ucraine, sia verso imprese nazionali particolarmente esposte agli effetti della guerra (cfr. il par. 1.5) – si affiancano quelli derivanti da una crescita economica inferiore alle attese e da un'accentuata dinamica inflazionistica. Aumentano anche i rischi di mercato e di controparte, legati principalmente alla dinamica dei prezzi delle materie prime (cfr. il par. 1.1); le banche sono inoltre esposte alle ricadute legali e reputazionali conseguenti all'attuazione delle sanzioni nei confronti della Russia. È cresciuto il rischio di subire attacchi cibernetici, con ricadute per la continuità operativa degli intermediari.

Incertezza e rischi si sono riflessi sulle valutazioni di mercato delle banche. Nelle settimane successive all'inizio del conflitto si è osservato un generalizzato aumento degli spread obbligazionari e una rapida discesa dei corsi azionari (-23 per cento); quest'ultima si è a sua volta tradotta nel calo del rapporto tra il valore di mercato e quello contabile (*price-to-book ratio*), sceso da un massimo di 0,8 a 0,56 (fig. 2.1.a). È cresciuto il premio per il rischio di insolvenza, misurato dai prezzi dei credit default swap (CDS) sia dei due principali gruppi bancari italiani, sia degli altri grandi intermediari europei (fig. 2.1.b). Rispetto alle banche dell'area dell'euro, gli indicatori di mercato mostrano un deterioramento più marcato per quelle italiane, in media più esposte verso i paesi in guerra (cfr. il riquadro: *I rischi per gli attivi delle banche derivanti dalla guerra in Ucraina*).

Di recente le aspettative degli analisti sugli utili delle banche italiane e dell'area dell'euro a tre anni, su cui influiscono anche le attese di crescita del margine di interesse connesse con il rialzo dei tassi, sono tornate su livelli prossimi a quelli precedenti l'emergenza pandemica (fig. 2.1.c). Le dinamiche sin qui osservate indicano tuttavia che un'eventuale intensificazione del conflitto esporrebbe i mercati finanziari e le banche a un ulteriore aumento della volatilità nel breve termine.

Figura 2.1



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

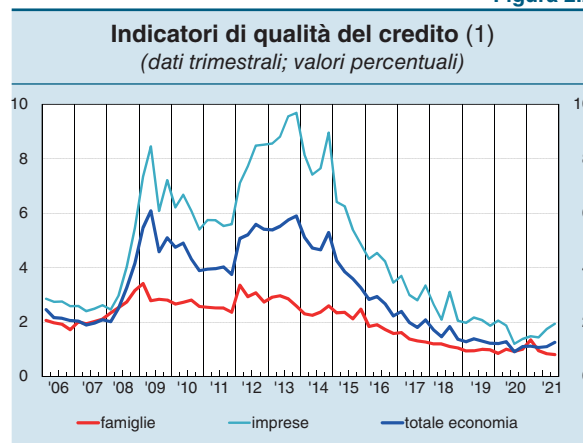
(1) Media ponderata per il valore di mercato. Dati relativi alle banche incluse negli indici FTSE Italy Banks e Euro STOXX Banks. – (2) I dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit e Intesa Sanpaolo; per l'area dell'euro, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco Santander, BNP Paribas, Crédit Agricole, Commerzbank, Deutsche Bank, Société Générale. Media semplice dei premi sui CDS a 5 anni. – (3) Per le banche incluse nel campione, cfr. la nota 1. Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) è stimato dagli operatori di mercato. Media ponderata per il valore di mercato.

I rischi dell'attivo

Il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto a quelli *in bonis* è rimasto contenuto, sebbene in lieve rialzo: nel quarto trimestre del 2021 l'indicatore è salito all'1,3 per cento (fig. 2.2). L'aumento è stato determinato dai prestiti alle imprese, principalmente quelle del settore delle costruzioni e dei servizi e, in misura minore, della manifattura; vi ha contribuito la graduale uscita dalle misure di sostegno (cfr. il riquadro: *Il phase out delle misure di sostegno e la qualità degli attivi bancari*), soprattutto per le imprese che avevano beneficiato di moratorie legislative. Per il tasso di deterioramento dei prestiti alle famiglie si è invece osservata una lieve riduzione.

Anche nel secondo semestre dell'anno sono proseguite le operazioni di cessione (23 miliardi nel complesso del 2021; fig. 2.3). Unitamente al basso flusso di nuovi prestiti deteriorati, ciò ha comportato una riduzione dello stock di questa tipologia di attivi: alla fine dello scorso anno i crediti deteriorati netti ammontavano a 40 miliardi (tav. 2.1), in calo di circa 8 miliardi rispetto al semestre precedente (84 miliardi su base lorda, in diminuzione di 16 miliardi). L'incidenza dei crediti deteriorati netti sul totale dei finanziamenti è scesa, portandosi all'1,7 per cento (fig. 2.4.a); per questo indicatore il divario tra i gruppi significativi italiani e il complesso degli intermediari soggetti alla supervisione diretta della BCE si è ridotto di 30 punti base, a 0,2 punti percentuali (fig. 2.4.b).

Figura 2.2

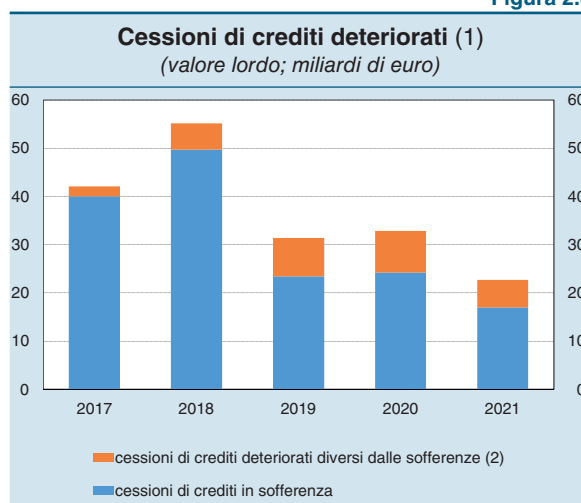


Fonte: Centrale dei rischi.

(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, se presente.

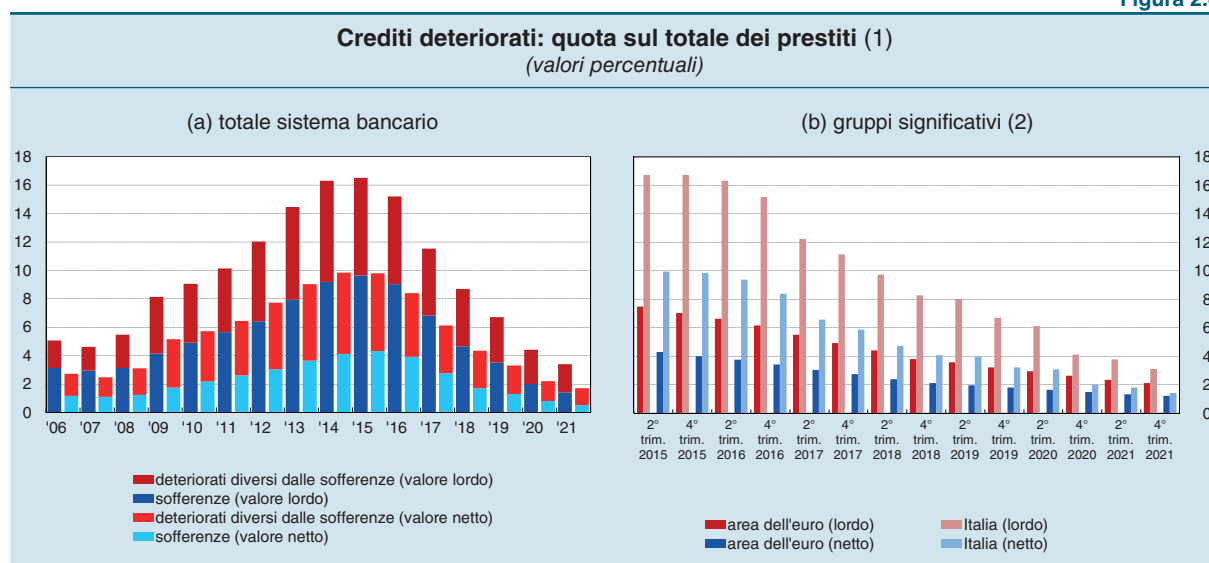
A dicembre il tasso di copertura dei crediti deteriorati era pari al 52 per cento, stabile nel semestre. Le banche significative hanno fatto registrare una crescita dell'indicatore di 1,5 punti percentuali, al 55 per cento, dovuta principalmente a rettifiche straordinarie effettuate da un intermediario in vista di cessioni previste per il 2022. Il tasso di copertura delle banche meno significative si è invece mantenuto su un livello considerevolmente più basso (36,5 per cento). La differenza è in gran parte spiegata dalla presenza, tra le banche meno significative, di operatori specializzati nella gestione dei crediti deteriorati che acquistano queste posizioni e le iscrivono in bilancio al netto delle svalutazioni (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A.2). Escludendo questi operatori il divario tra i tassi di copertura delle due tipologie di intermediari scenderebbe a 7,7 punti percentuali.

Figura 2.3



Fonte: indagine annuale sulle cessioni di crediti deteriorati.
(1) Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative né come meno significative italiane. I dati del 2021 sono provvisori. – (2) Sono inclusi i crediti deteriorati classificati come inadempimenti probabili o scaduti.

Figura 2.4



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 dicembre 2021 sono provvisori. – (2) Il perimetro delle banche significative e di quelle meno significative non è omogeneo tra le date esposte in figura: a partire da giugno del 2019, con il perfezionamento della riforma del settore del credito cooperativo, Cassa Centrale Banca è diventata un gruppo significativo ai fini di vigilanza e nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, sono confluite 143 banche di credito cooperativo (BCC).

Nel secondo semestre del 2021 le consistenze dei crediti *in bonis* al settore privato non finanziario classificati nello stadio 2 previsto dal principio contabile IFRS 9 hanno continuato a crescere (3,9 per cento), sebbene a ritmi molto inferiori rispetto a quello eccezionalmente elevato del 2020 (42 per cento). Alla fine dello scorso anno la loro incidenza sul totale dei prestiti *in bonis* era pari al 14,6 per cento, stabile rispetto al semestre precedente, ma di 1,7 punti percentuali superiore rispetto a giugno del 2020; permane, dall'inizio della pandemia, una marcata differenza della quota di crediti in stadio 2 tra banche

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

	Banche significative					Banche meno significative					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)
Dicembre 2021 (3)															
Finanziamenti (4)	1.959	1.914	100,0	100,0	2,3	227	222	100,0	100,0	2,3	2.457	2.400	100,0	100,0	2,3
<i>In bonis</i>	1.897	1.886	96,9	98,6	0,6	216	215	94,9	96,7	0,5	2.374	2.360	96,6	98,3	0,6
Deteriorati	61	28	3,1	1,4	55,0	12	7	5,1	3,3	36,5	84	40	3,4	1,7	52,0
sofferenze (5)	24	7	1,2	0,4	70,8	6	3	2,6	1,5	41,6	35	13	1,4	0,5	63,9
inadempienze probabili (5)	35	19	1,8	1,0	46,2	5	3	2,2	1,5	34,3	45	25	1,8	1,0	44,8
scaduti (5)	3	2	0,1	0,1	30,2	1	1	0,3	0,3	11,3	4	3	0,2	0,1	28,7
Giugno 2021															
Finanziamenti (4)	1.982	1.932	100,0	100,0	2,6	223	217	100,0	100,0	2,8	2.475	2.410	100,0	100,0	2,6
<i>In bonis</i>	1.908	1.897	96,2	98,2	0,6	210	209	94,3	96,5	0,5	2.375	2.362	96,0	98,0	0,6
Deteriorati	75	35	3,8	1,8	53,5	13	8	5,7	3,5	39,8	100	48	4,0	2,0	52,0
sofferenze (5)	31	10	1,5	0,5	67,0	7	4	3,1	1,7	46,2	45	17	1,8	0,7	63,0
inadempienze probabili (5)	41	22	2,1	1,2	45,3	5	3	2,3	1,5	35,3	51	28	2,0	1,2	44,4
scaduti (5)	3	2	0,2	0,1	28,4	1	1	0,4	0,3	13,5	4	3	0,2	0,1	26,8

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari, individuali per il resto del sistema. Eventuali mancate quadrature sono dovute ad arrotondamenti.

(1) 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 12 per cento del totale dei crediti lordi verso la clientela. Sono escluse le filiali di banche estere. – (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. – (5) 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.

significative e meno significative (16,2 e 10,3 per cento, rispettivamente). I tassi di copertura risultano pressoché stabili dal giugno 2020 e tra gruppi di banche. Per le banche significative l'incidenza di crediti in stadio 2 si è mantenuta di circa 4 punti percentuali superiore alla media dei gruppi significativi dell'area dell'euro.

Nel semestre sono aumentati anche i prestiti *in bonis* al settore privato non finanziario classificati in *forbearance*¹ (dal 2,2 al 2,4 per cento). Il tasso di transizione verso lo stato di *forbearance* si è tuttavia ridotto notevolmente nel quarto trimestre del 2021, riflettendo il progressivo venire meno delle misure di sostegno, in particolare delle moratorie (cfr. il riquadro: *Il phase out delle misure di sostegno e la qualità degli attivi bancari*).

¹ L'art. 47-ter del regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR) definisce la *forbearance* come una misura di concessione (in termini di modifica dei termini e delle condizioni o rifinanziamento totale o parziale di un'obbligazione di debito) da parte di un'istituzione nei confronti di un debitore che sta avendo o potrebbe avere difficoltà nel rispettare i suoi impegni finanziari. Una concessione può comportare per il prestatore una perdita che, se superiore all'1 per cento del valore scontato dei flussi di pagamento attesi, determina la riclassificazione della posizione tra i crediti deteriorati.

IL PHASE OUT DELLE MISURE DI SOSTEGNO E LA QUALITÀ DEGLI ATTIVI BANCARI¹

Nell'attuale fase di graduale uscita (*phase out*) dalle misure di sostegno introdotte dal Governo a seguito della pandemia (moratorie e garanzie pubbliche), è possibile valutare i primi effetti di questi interventi sotto il profilo dell'evoluzione della rischiosità dei beneficiari. Alla fine dello scorso anno l'ammontare di prestiti ancora in moratoria era di 33 miliardi di euro, quello dei finanziamenti con moratorie scadute di 108 miliardi; i crediti assistiti da garanzie pubbliche erano pari a 221 miliardi, in larga parte coperti dal Fondo centrale di garanzia alle PMI².

L'archivio AnaCredit³ permette di rilevare le esposizioni creditizie a seconda della tipologia di misura di sostegno cui le imprese hanno avuto accesso e di osservarne l'evoluzione della rischiosità⁴. Quest'ultima viene analizzata con il tasso di deterioramento realizzato e, in un'ottica prospettica, con la probabilità di default (PD) assegnata dalle banche ai debitori *in bonis*⁵.

Il flusso aggregato di crediti deteriorati erogati alle imprese censite in AnaCredit è stato relativamente contenuto: poco più di 4 miliardi tra giugno e dicembre del 2021, in crescita rispetto ai 2,5 miliardi del primo semestre dell'anno, ma in linea con le attese. Circa i tre quarti del flusso di crediti deteriorati consistono in prestiti verso imprese che hanno beneficiato di moratoria entro la fine del 2021 (figura A).

Dai dati disponibili emerge come le aziende destinatarie di moratorie (già scadute o ancora attive al 31 dicembre) presentavano una rischiosità realizzata sensibilmente più elevata rispetto alle restanti. In particolare il tasso di deterioramento delle imprese con moratoria ancora attiva era pari al 6,9 per cento, in aumento di 4,6 punti percentuali rispetto al primo semestre dell'anno. Questa dinamica è coerente con l'ipotesi che le imprese più rischiose abbiano richiesto la sospensione dei pagamenti per il più lungo periodo possibile⁶. Meno rischiose delle precedenti risultavano invece le aziende che hanno cessato di beneficiare di una moratoria prima della fine dell'anno, con un tasso di deterioramento del 2,2 per cento, seppure cresciuto di oltre un punto percentuale rispetto al semestre precedente.

Tra i destinatari di misure di sostegno, le imprese con soli prestiti garantiti sono state sinora quelle con un tasso di deterioramento più basso (stabile allo 0,7 per cento nel corso dell'anno), favorito dal contenimento delle rate dovuto al periodo di preammortamento previsto per le esposizioni afferenti a questa tipologia.

¹ A cura di Dario Briscolini e Davide Moretti.

² Dati della task force congiunta coordinata dal Ministero dell'Economia e delle finanze (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Task force per assicurare l'efficiente e rapido utilizzo delle misure di supporto alla liquidità*).

³ La base dati AnaCredit contiene le segnalazioni individuali di circa 250 istituzioni creditizie residenti e censisce tutti i rapporti per i quali l'esposizione di una banca verso la singola impresa è pari o superiore a 25.000 euro. Da giugno del 2020 sono rilevati separatamente i finanziamenti assistiti da garanzia pubblica erogati alle imprese per fronteggiare le conseguenze economiche della pandemia, oltre alle moratorie concesse sulle esposizioni già in essere. Tra queste ultime non è tuttavia possibile distinguere le moratorie conformi alle linee guida dell'EBA dalle altre (cfr. Banca d'Italia, *Finanziamenti assistiti da garanzie Covid-19 e finanziamenti oggetto di moratoria. Introduzione nella rilevazione AnaCredit di nuove informazioni*, comunicazione dell'11 giugno 2020).

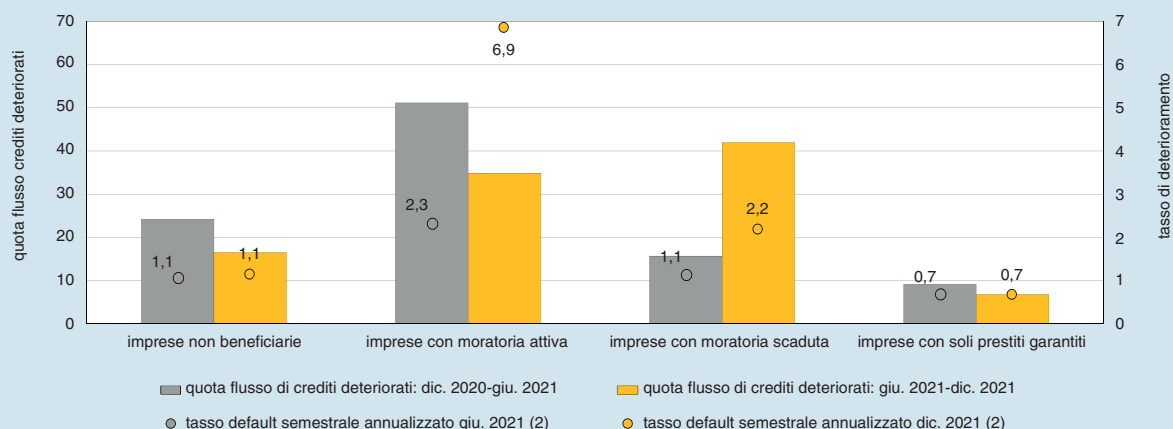
⁴ In particolare si considerano le seguenti categorie: imprese non beneficiarie delle misure, imprese con moratoria attiva, imprese con moratoria scaduta e imprese con soli prestiti garantiti.

⁵ Per il tasso di deterioramento, la classificazione dei prenditori che hanno rapporti con più di un intermediario viene stabilita sulla base della quota complessiva di esposizioni in default presso tutti gli intermediari coinvolti. Si considera inoltre la PD nell'orizzonte temporale di un anno indicata dalle banche che dispongono di modelli interni per la valutazione del rischio di credito ai fini prudenziali. L'informazione è disponibile per circa i tre quarti delle imprese rilevate in AnaCredit, alle quali fa capo più del 90 per cento dell'esposizione complessiva.

⁶ Per questa categoria di prenditori, a febbraio del 2022 l'incidenza degli arretrati di pagamento inferiori a 90 giorni era di circa mezzo punto percentuale.

Figura A

Flussi e tassi di deterioramento per prenditori beneficiari delle misure di sostegno (1)
(valori percentuali)



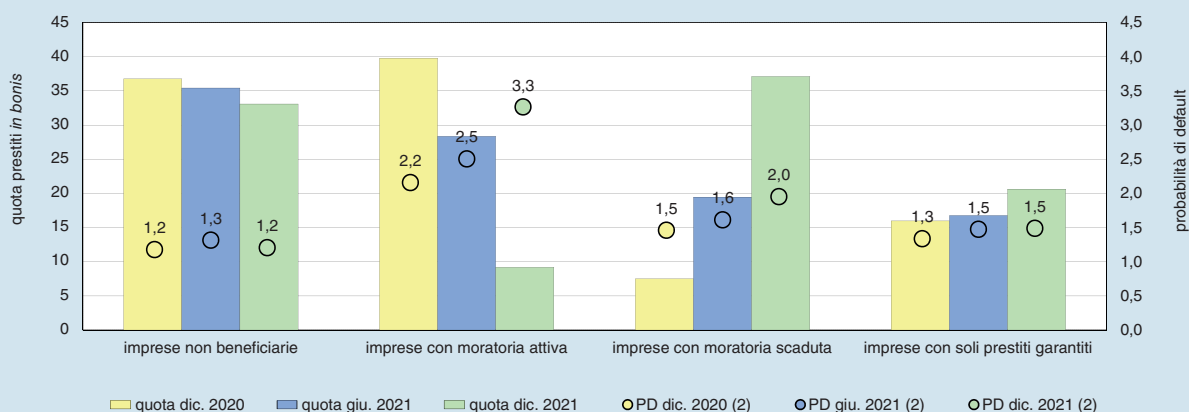
Fonte: AnaCredit.

(1) Campione chiuso a livello di impresa *in bonis* all'inizio del semestre di riferimento. – (2) Scala di destra.

Alla fine di dicembre le aspettative delle banche rispetto alla rischiosità delle imprese beneficiarie di misure di sostegno risultavano coerenti con quanto osservato nei tassi di deterioramento realizzati (figura B). In particolare i prenditori con moratoria ancora attiva alla fine dell'anno erano stati valutati dalle banche come i più rischiosi in termini di PD. Di contro le imprese con soli prestiti garantiti si confermavano le meno rischiose tra quelle beneficiarie di misure di sostegno.

Figura B

Esposizione e PD dei prestiti *in bonis* per categoria di misura (1)
(valori percentuali)



Fonte: AnaCredit.

(1) Sono state incluse le imprese *in bonis* secondo lo stato di default segnalato e a ciascuna di queste è stata associata la PD attribuita dalle banche dotate di modelli interni per la valutazione del rischio di credito. Per le imprese affidate da più banche è stata considerata la media delle PD segnalate dalle diverse banche, ponderata per il rispettivo ammontare del prestito accordato. Sono state escluse le imprese e le relative esposizioni creditizie prive di almeno una PD segnalata. – (2) Scala di destra.

Nel secondo semestre del 2021, ipotizzando prudenzialmente un tasso di recupero pari a zero, le perdite attese stimate per i crediti *in bonis*⁷ sono rimaste complessivamente invariate rispetto alla prima parte dell'anno (circa 9 miliardi). A ciò è tuttavia corrisposta una ricomposizione tra le diverse categorie di imprese: l'aumento della perdita attesa relativa alle aziende con moratoria scaduta ha compensato la diminuzione di quella associata ai prenditori con sospensioni ancora attive, per effetto del graduale *phase out*.

⁷ La massima perdita attesa è stata stimata come prodotto tra la PD media della categoria di misura di sostegno e la relativa esposizione creditizia in termini di importo utilizzato. Implicitamente si assume una perdita completa del valore del credito in caso di default (*loss given default* pari al 100 per cento). Per le esposizioni verso le imprese in sofferenza il tasso medio di recupero realizzato nel 2020 era del 34,1 per cento; cfr. A.L. Fischetto, I. Guida, A. Rendina, G. Santini e M. Scotto di Carlo, *I tassi di recupero delle sofferenze nel 2020*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 27, 2021.

La crisi in Ucraina, le sanzioni imposte alla Russia e la possibilità di un'estensione del conflitto determinano un vasto insieme di rischi per le banche, con impatti attualmente incerti ma potenzialmente rilevanti. Tra questi rientrano, in primo luogo, quelli di natura creditizia, derivanti sia dalle esposizioni dirette verso i paesi interessati dalla guerra, sia dagli effetti indiretti dovuti ai legami tra le banche e le imprese più penalizzate (cfr. il riquadro: *I rischi per gli attivi delle banche derivanti dalla guerra in Ucraina*); ai rischi creditizi si aggiungono quelli di mercato e di controparte, connessi con la volatilità dei mercati finanziari (cfr. i parr. 1.1 e 1.3), i rischi di natura macroeconomica (cfr. il par. 1.1), quelli operativi, legali e reputazionali, legati all'aumento della probabilità di attacchi cibernetici e all'attuazione delle sanzioni adottate nei confronti della Russia.

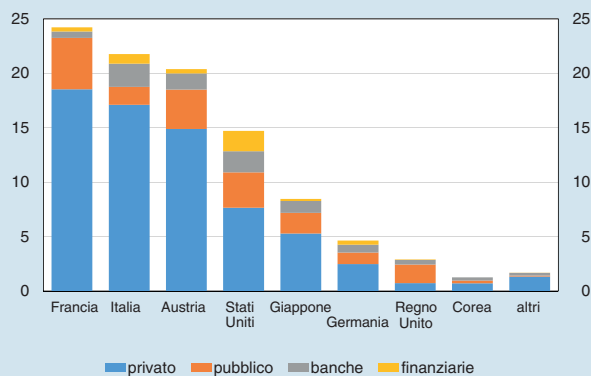
I RISCHI PER GLI ATTIVI DELLE BANCHE DERIVANTI DALLA GUERRA IN UCRAINA¹

La guerra in Ucraina, iniziata alla fine di febbraio, espone gli attivi delle banche italiane a nuovi rischi che potrebbero concretizzarsi attraverso molteplici canali.

In primo luogo, gli intermediari italiani detengono esposizioni dirette nella forma di prestiti, titoli, derivati e garanzie verso controparti residenti in Russia, Bielorussia e Ucraina, i paesi direttamente coinvolti nel conflitto o interessati dalle sanzioni economiche. Alla fine del 2021 queste esposizioni ammontavano complessivamente a 29,1 miliardi di euro, pari allo 0,7 per cento del totale delle attività finanziarie, di cui 20,6 miliardi sotto forma di attività finanziarie per cassa e il resto in attività fuori bilancio (garanzie, derivati e impegni irrevocabili). La quasi totalità delle esposizioni era verso controparti russe ed era concentrata nei primi due gruppi bancari, che hanno filiazioni in questi paesi. Secondo i dati della Banca dei regolamenti internazionali (BRI; figura A), a settembre del 2021 l'Italia e la Francia erano i paesi con la più alta incidenza di esposizioni verso Russia, Bielorussia e Ucraina, in larga misura concentrate nel settore privato.

Figura A

Esposizioni bancarie verso Russia, Bielorussia e Ucraina (1)
(valori percentuali; settembre 2021)



Fonte: elaborazioni su dati BRI.

(1) Dati relativi ai paesi membri della BRI, elaborati sulla base del debitore ultimo, al netto della traslazione del rischio attuata mediante gli strumenti di mitigazione del rischio di credito. Quota delle esposizioni del singolo paese sul totale delle esposizioni dei paesi membri.

¹ A cura di Francesco Ciarniello e Francesco Palazzo.

Tavola

Esposizioni bancarie per cassa verso Russia, Bielorussia e Ucraina
(milioni di euro; dicembre 2021)

SETTORE	Attività	Passività	Attività nette
Famiglie	2.071	4.760	-2.689
Imprese	14.569	6.855	7.714
Settore finanziario	2.711	901	1.810
Settore pubblico	1.288	420	868
Totale	20.639	12.936	7.704

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

Tenendo conto anche delle passività bancarie riconducibili a controparti residenti in questi paesi (12,9 miliardi alla fine del 2021 e riferibili per oltre l'85 per cento alle filiazioni estere dei gruppi italiani), le esposizioni nette per cassa erano poco meno di 8 miliardi (tavola). A livello

settoriale l'esposizione netta più significativa era verso le imprese russe (7,7 miliardi), per effetto della rilevante presenza di prestiti transfrontalieri concessi a grandi gruppi energetici e industriali.

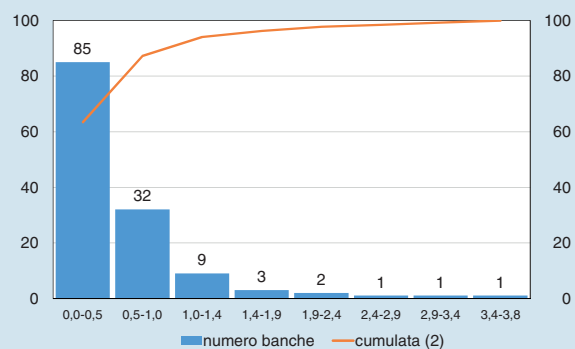
Un secondo canale attraverso cui gli effetti del conflitto possono trasmettersi alla qualità degli attivi delle banche italiane è rappresentato dalle imprese italiane che esportano verso Russia, Bielorussia e Ucraina e che potrebbero incorrere in difficoltà nel rimborso dei prestiti. In seguito all'adozione di sanzioni economiche nei confronti della Russia nel 2014², le imprese che ricavano almeno il 10 per cento del proprio fatturato da questo paese avevano avuto una maggiore difficoltà a onorare i propri finanziamenti, a causa del calo dei ricavi. In un orizzonte di tre anni queste imprese avevano una probabilità di insolvenza di 2 punti percentuali più elevata rispetto alle altre.

Alla fine del 2021 gli esportatori con un'esposizione verso Russia, Bielorussia e Ucraina superiore al 10 per cento del fatturato (circa 1.500 imprese) ricevevano finanziamenti da parte delle banche italiane per 4,6 miliardi, lo 0,5 per cento del totale dei prestiti alle imprese; per tutti gli intermediari l'incidenza era molto contenuta (figura B). Circa il 50 per cento di queste aziende, cui facevano capo anche la metà dei finanziamenti alla fine del 2021, ricadeva nelle classi di rischio migliori, una quota superiore alla media delle altre imprese.

Gli effetti del conflitto potrebbero inoltre trasmettersi attraverso l'aumento dei prezzi dei prodotti energetici, ulteriormente saliti a seguito della guerra, che si è riflesso sui costi operativi delle imprese, in

Figura B

Incidenza dei prestiti a imprese con elevata esposizione ai mercati di Russia, Bielorussia e Ucraina sul totale dei prestiti alle imprese (1)
(unità e valori percentuali; dicembre 2021)



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Dogane e Centrale dei rischi.
(1) L'incidenza è calcolata sul totale dei prestiti delle banche alle imprese segnalati nella Centrale dei rischi da ciascun intermediario alla fine di dicembre del 2021. L'asse di sinistra indica il numero di intermediari in ciascuna categoria. La linea riporta la percentuale cumulativa di banche con un'incidenza inferiore o uguale a quella della categoria corrispondente. –
(2) Scala di destra.

² In seguito all'annessione della Crimea nel 2014, l'effetto immediato delle sanzioni economiche imposte alla Russia e le successive controsanzioni fu un calo del 35 per cento delle esportazioni italiane tra il 2013 e il 2015. La diminuzione fu generalizzata per tutti i paesi esportatori e non si limitò ai prodotti colpiti dalle controsanzioni russe (cfr. M. Crozet e J. Hinz, *Friendly fire: the trade impact of the Russia sanctions and counter-sanctions*, "Economic Policy", 35, 101, 2020, pp. 97-146).

primo luogo di quelle operanti in settori che più utilizzano energia³. Alla fine del 2021 le aziende di questi comparti rappresentavano l'8,5 per cento dei prestiti *in bonis* alle imprese; solo un numero limitato di intermediari presentava un'incidenza significativamente più elevata del dato medio (figura C). I prestiti a tali imprese avevano una probabilità di default media a un anno segnalata in AnaCredit pari all'1,2 per cento, un valore inferiore a quello medio degli altri settori (1,9 per cento). Inoltre alcuni di questi settori (ad es. la raffinazione di petrolio) non hanno subito ripercussioni negative sui loro corsi azionari a seguito del conflitto; tuttavia le quotazioni relative alle imprese operanti nella fabbricazione della carta e nel trasporto aereo – i cui prestiti erano inferiori all'1 per cento del totale di quelli alle aziende – sembrano al momento più vulnerabili all'attuale contesto macroeconomico.

Il prolungarsi della guerra in Ucraina potrebbe avere effetti pervasivi non solo sulle imprese maggiormente colpite dal rialzo dei prezzi energetici, ma su tutte le aziende a valle delle catene di valore e, in ultima istanza, sulla domanda aggregata. In particolare un ulteriore 5,8 per cento dei prestiti alle imprese è riconducibile a settori i cui consumi intermedi provengono per oltre il 10 per cento dal settore metallurgico⁴, tra quelli a più alto consumo energetico.

In questa fase la profonda incertezza, sia sulla durata del conflitto sia sulle sue conseguenze a medio e a lungo termine, rende particolarmente difficile una valutazione complessiva. In prospettiva il perdurare di elevati costi per l'approvvigionamento delle materie prime potrebbe comportare un significativo cambiamento strutturale in alcuni settori produttivi, con la conseguente uscita dal mercato da parte delle imprese che hanno maggiori difficoltà a riorientare i propri processi produttivi e modelli di business.

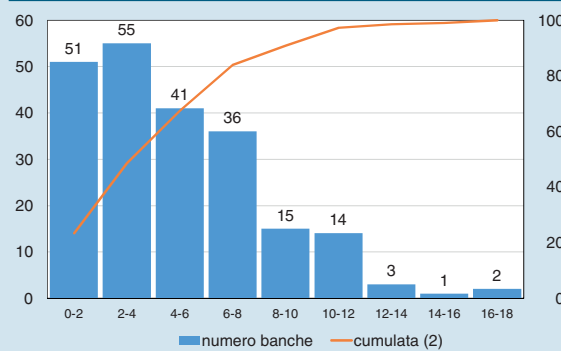
La Banca d'Italia, in collaborazione con la BCE, monitora le banche italiane esposte a questi rischi e valuta le misure organizzative adottate per una loro adeguata gestione.

³ Per l'individuazione di questi settori si considera un indicatore di intensità energetica (utilizzato in G. Greca e G. Vetrella, *Intensità energetica: analisi strutturale ed economica del sistema produttivo*, in Ministero della Transizione ecologica, *La situazione energetica nazionale nel 2020*, Roma, 2021, pp. 138-152) che mette in relazione l'ammontare di energia consumata dal comparto (misurata in tonnellate di petrolio equivalente) per milione di euro di valore aggiunto generato. Si considerano ad alta intensità energetica le imprese operanti nei settori che presentano valori di questo indicatore superiori alle 500 unità; per i settori al di sotto della soglia l'indicatore assume valori molto più contenuti. I settori, elencati in nota alla figura C, assorbono circa la metà del consumo energetico delle attività produttive. L'indicatore non include la trasformazione di beni energetici in prodotti non energetici (ad es. la trasformazione di petrolio in plastica nel settore chimico, che rappresenta l'1,4 per cento dei prestiti alle imprese); se la metodologia di classificazione fosse estesa a questo utilizzo, anche altri settori sarebbero considerati ad alta intensità energetica.

⁴ Sono inclusi i settori della fabbricazione di prodotti in metallo, di apparecchiature elettriche e le altre industrie manifatturiere.

Figura C

Incidenza dei prestiti a imprese in settori ad alta intensità energetica sul totale dei prestiti alle imprese (1)
(unità e valori percentuali; dicembre 2021)



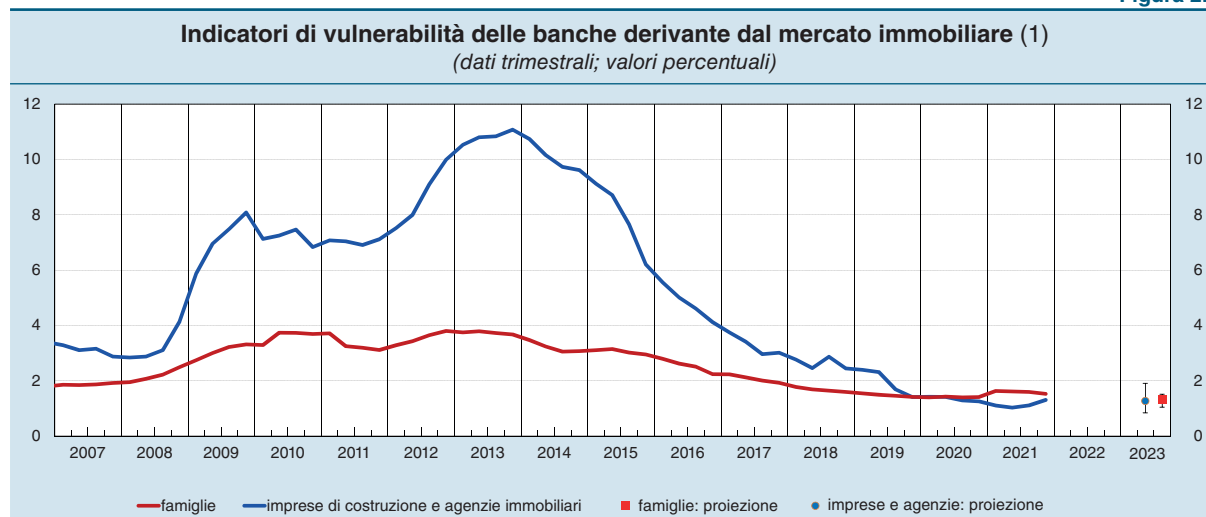
Fonte: elaborazioni su dati AnaCredit.

(1) L'incidenza è calcolata sul totale dei prestiti *in bonis* delle banche alle imprese dei seguenti settori: fabbricazione di carta e di prodotti di carta; fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio; fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi; metallurgia; produzione, trasmissione e distribuzione di energia elettrica; trasporto marittimo; trasporto aereo. – (2) Scala di destra.

Nel secondo semestre del 2021 la vulnerabilità delle banche italiane derivante dalle esposizioni immobiliari si è mantenuta su livelli storicamente contenuti (fig. 2.5). Secondo nostre proiezioni, nel 2023 i flussi annuali di nuovi crediti deteriorati relativi sia ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sia ai finanziamenti alle imprese del settore immobiliare si manterrebbero stabili in rapporto al capitale. La rischiosità dei prestiti relativi al settore immobiliare commerciale resta comunque più elevata sia

rispetto alla media del totale dei prestiti alle imprese, sia nel confronto europeo (cfr. il riquadro: *L'analisi dei prestiti bancari relativi al settore commercial real estate*).

Figura 2.5



(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. Le proiezioni sono rappresentate graficamente dai valori mediani e dai 10° e 90° percentili. Per la metodologia, cfr. F. Ciocchetta, W. Cornacchia, R. Felici e M. Loberto, *Assessing financial stability risks arising from the real estate market in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 323, 2016, e F. Ciocchetta e W. Cornacchia, *Assessing financial stability risks from the real estate market in Italy: an update*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 493, 2019.

L'ANALISI DEI PRESTITI BANCARI RELATIVI AL SETTORE *COMMERCIAL REAL ESTATE*¹

La Banca d'Italia ha recentemente sviluppato un quadro analitico di valutazione dei rischi per il sistema finanziario provenienti dalle esposizioni verso il settore immobiliare commerciale (*commercial real estate*, CRE), in base a quanto richiesto nella raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) relativa alle misure per colmare le lacune nei dati sugli immobili². Gli indicatori riguardano i prestiti alle imprese non finanziarie "garantiti da" o "per l'acquisto di" immobili commerciali (prestiti CRE) calcolati attraverso le informazioni presenti nella base dati AnaCredit a partire dal dicembre 2018.

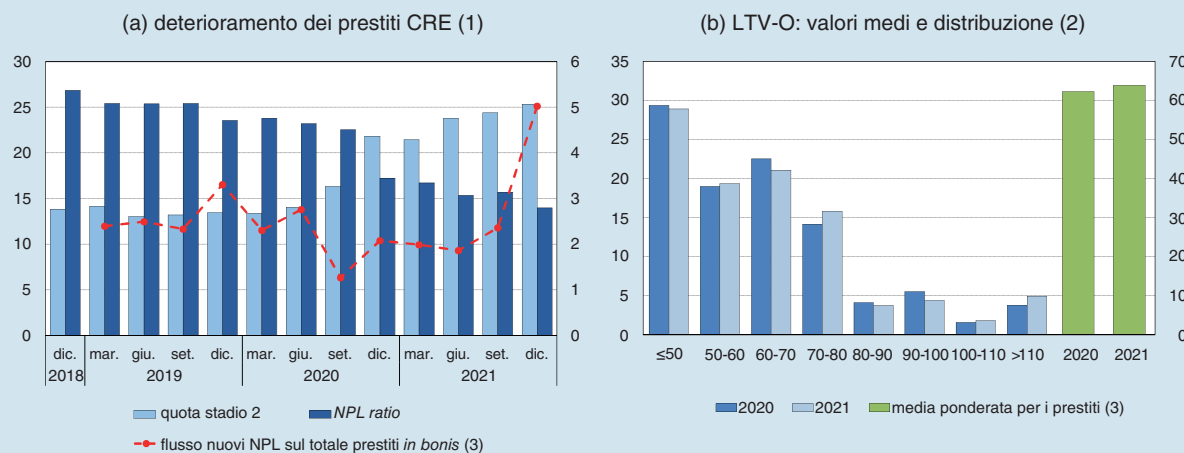
Dall'inizio della segnalazione i prestiti CRE si sono ridotti di quasi un terzo, in seguito al calo delle nuove erogazioni e alle cessioni di crediti deteriorati. A dicembre del 2021 ammontavano a 121 miliardi, ossia il 21 per cento dei finanziamenti alle società non finanziarie, un valore simile a quello medio europeo ma inferiore al dato della Germania (30 per cento).

La quota dei prestiti CRE deteriorati sul totale (*non-performing loans ratio*, *NPL ratio*) era pari, al lordo delle rettifiche di valore, al 14 per cento (figura, pannello a), circa il doppio sia rispetto al complesso del credito alle imprese non finanziarie, sia nel confronto con la media dell'area dell'euro. Per quasi tutto il periodo dell'analisi l'incidenza dei nuovi prestiti deteriorati sul totale di quelli *in bonis* all'inizio del periodo corrispondente è rimasta intorno al 2 per cento, un valore poco più elevato di quello per il complesso delle imprese non finanziarie; nell'ultimo trimestre del 2021 è salita al 5 per cento anche in relazione al graduale *phase out* dalle misure di sostegno (cfr. il riquadro: *Il phase out dalle misure di sostegno e la qualità degli attivi bancari*). La quota dei finanziamenti per i quali gli intermediari rilevano una significativa crescita del rischio di credito

¹ A cura di Alessandra Albanese e Federica Ciocchetta.

² Raccomandazione ESRB/2019/03, che modifica la precedente raccomandazione ESRB/2016/14.

Caratteristiche dei prestiti CRE (valori percentuali)



Fonte: AnaCredit.

(1) Il tasso di ingresso in default è calcolato come il flusso di nuovi prestiti deteriorati sui prestiti *in bonis* all'inizio del periodo. Il tasso è annualizzato. – (2) L'indicatore LTV all'erogazione (*LTV at origination*, LTV-O) è calcolato sulla base delle erogazioni nell'anno, individuate dalla data di regolamento, e include solo i prestiti cui sono associate garanzie reali di tipo immobiliare. In base alla classificazione AnaCredit le garanzie reali immobiliari includono: immobili residenziali, uffici e locali per il commercio, altri immobili commerciali. Il valore medio dell'indicatore è calcolato come una media ponderata per l'importo dei prestiti. Al denominatore del rapporto viene utilizzato il valore di protezione assegnato al prestito e non il valore iniziale della protezione. Il valore di protezione assegnato al prestito rappresenta la misura in cui una garanzia è collegata a un determinato strumento e sembra quindi più informativo sull'effettivo utilizzo nel caso di inadempimento del prestatore rispetto al valore della garanzia, che potrebbe assistere più prestiti. Se si considerasse una definizione alternativa dell'indicatore con al denominatore il valore della protezione, l'LTV-O medio sarebbe intorno al 45-50 per cento. – (3) Scala di destra.

rispetto al momento dell'erogazione (crediti in stadio 2) ha raggiunto il 25 per cento del totale dei prestiti a dicembre 2021 (era del 14 per cento a dicembre 2018). Il tasso di copertura dei prestiti CRE classificati come deteriorati si è mantenuto pressoché costante nel periodo considerato, intorno al 40 per cento.

Un indicatore generalmente utilizzato per valutare i rischi è il rapporto tra il valore del prestito e quello dell'immobile posto a garanzia (*loan-to-value ratio*, LTV). Un incremento della quota dei prestiti con un LTV elevato potrebbe essere associato a una maggiore vulnerabilità di questi finanziamenti: analisi empiriche infatti mostrano che l'indicatore è correlato sia alla probabilità che il prestito non venga ripagato, sia alle perdite sul credito in caso di insolvenza della clientela³.

Il dato medio dell'LTV relativo alle nuove erogazioni effettuate nel 2021 era di circa il 64 per cento, quasi 2 punti percentuali in più rispetto all'anno precedente (figura, pannello b). La quota dei finanziamenti con LTV maggiore dell'80 per cento è rimasta stabile al 15 per cento; di questi, i prestiti con LTV maggiore del 100 per cento sono lievemente saliti, dal 6 al 7 per cento⁴.

Nel complesso, la rischiosità dei prestiti CRE resta più elevata sia rispetto alla media del totale dei prestiti alle imprese, sia nel confronto europeo. A fronte del permanere di una situazione di incertezza sulle prospettive economiche, dovuta alla pandemia e al conflitto in Ucraina, vi è il rischio di un peggioramento della capacità di rimborso dei prestiti e di un conseguente deterioramento della qualità del credito. È quindi fondamentale che gli intermediari valutino con attenzione l'esposizione ai rischi verso questo comparto, attuando prudenti politiche di accantonamento.

³ Per approfondimenti, cfr. J. Gaudêncio, A. Mazany e C. Schwartz, *The impact of lending standards on default rates of residential real estate loans*, European Central Bank, Occasional Paper Series, 220, 2019.

⁴ Una buona parte dei prestiti CRE con LTV superiore all'80 per cento beneficia di garanzie personali che, in aggiunta a quelle reali immobiliari, ne attenuano la rischiosità.

Tra i rischi che le banche devono fronteggiare per le possibili implicazioni sulla qualità dei loro attivi rientrano, in misura sempre più rilevante, quelli legati al cambiamento climatico. In particolare il rischio fisico² accresce l'intensità e la frequenza di danni alle infrastrutture, all'attività economica e al capitale materiale (come immobili e impianti di produzione), riducendo la capacità dei prenditori di rimborsare i prestiti e il valore delle garanzie, con potenziali significative ripercussioni sulla qualità del credito (cfr. il riquadro: *L'esposizione del sistema bancario ai rischi fisici derivanti dai cambiamenti climatici*).

L'ESPOSIZIONE DEL SISTEMA BANCARIO AI RISCHI FISICI DERIVANTI DAI CAMBIAMENTI CLIMATICI¹

Gli effetti del rischio fisico sulla qualità del credito alle imprese possono dipendere sia da un aumento della probabilità di default, sia dalla diminuzione del valore delle garanzie reali. Una recente ricerca conferma come le imprese italiane insediate in comuni colpiti da frane o alluvioni abbiano una maggiore probabilità di uscire dal mercato o, comunque, di registrare un peggior andamento dei ricavi e dell'occupazione rispetto alle altre².

Combinando diverse fonti informative che consentono di localizzare a livello provinciale la posizione delle sedi operative delle imprese debtrici³ e degli immobili prestati a garanzia si ottiene⁴ una quantificazione dei prestiti delle banche italiane alle società non finanziarie maggiormente esposte al rischio fisico derivante dal cambiamento climatico (misurato secondo l'indicatore di impatto utilizzato nel *Piano nazionale di adattamento ai cambiamenti climatici*)⁵.

Le stime presentate vanno considerate come un limite superiore dell'esposizione al rischio fisico, dal momento che all'intero territorio provinciale è attribuito il massimo livello di rischio osservato al suo interno, senza considerare le eventuali diversità morfologiche tra aree della stessa provincia.

È possibile stimare che il 28 per cento dei prestiti alle imprese sia stato concesso ad aziende localizzate (o con sedi operative) in province che hanno un indicatore di rischio fisico definito come "alto" o "molto alto" (figura A, pannello a). Il 58 per cento del valore di questi prestiti è coperto da garanzie (figura A, pannello b). Poiché si riscontra un'ampia sovrapposizione tra la localizzazione delle imprese debtrici e quelle degli immobili posti a garanzia dei prestiti, anche le garanzie reali potrebbero subire impatti dal medesimo evento climatico, riducendo quindi la capacità di mitigazione del rischio ottenuta per mezzo di questo strumento. Considerando uno scenario più conservativo, basato sulle sole garanzie personali, il tasso

¹ A cura di Giorgio Meucci e Francesca Rinaldi.

² S. Clò, F. David e S. Segoni, *The impact of hydro-geological hazards on Italian firms*, Banca d'Italia, mimeo, 2022. Il lavoro utilizza una nuova base dati sviluppata dal Dipartimento di Scienze della Terra dell'Università di Firenze, che localizza gli eventi idrogeologici a livello comunale attraverso un algoritmo di *web scraping*.

³ Le informazioni presenti nell'archivio AnaCredit sono integrate con quelle della base dati Cerved e del Registro delle imprese.

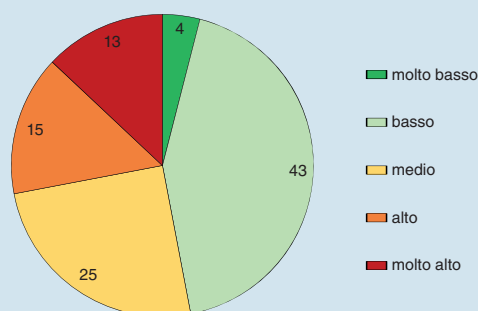
⁴ G. Meucci e F. Rinaldi, *Bank exposure to climate-related physical risk in Italy: a first assessment based on AnaCredit data on loans to non-financial corporates*, Banca d'Italia, mimeo, 2022.

⁵ In particolare vengono presi in considerazione gli effetti dello scenario Representative Concentration Pathway 4.5 (RCP 4.5) per il periodo 2021-2050, nel quale il profilo di crescita delle emissioni porterebbe a una stabilizzazione della concentrazione di gas serra entro il 2100. La metodologia di calcolo dell'indicatore è descritta in J. Mysiak, S. Torresan, F. Bosello, M. Mistry, M. Amadio, S. Marzi, E. Furlan e A. Sperotto, *Climate risk index for Italy*, "Philosophical Transactions of The Royal Society A: Mathematical Physical and Engineering Sciences", 376, 2018, pp. 1-17. L'indicatore riflette misure che riguardano: (a) la possibile frequenza e intensità con cui una determinata area geografica può essere colpita da fenomeni climatici estremi; (b) la quantità di capitale a rischio in quel territorio.

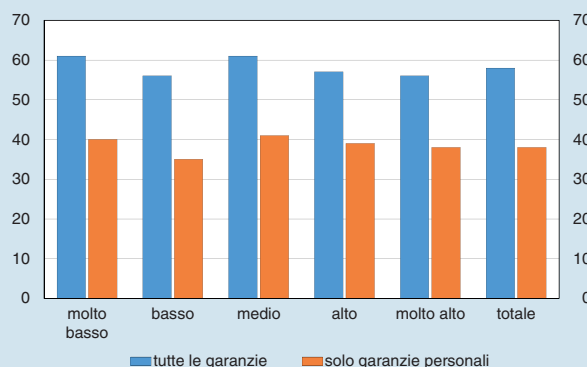
² Per una definizione del rischio fisico e del rischio di transizione, cfr. il riquadro: *L'esposizione del sistema bancario ai rischi connessi con i cambiamenti climatici*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020.

Esposizione al rischio fisico dei prestiti alle imprese (valori percentuali)

(a) prestiti alle imprese per grado di rischio fisico



(b) quota dei prestiti alle imprese coperti da garanzia per grado di rischio fisico



Fonte: AnaCredit, Cerved e Infocamere.

di copertura scenderebbe al 38 per cento⁶. Una protezione dal rischio alternativa è offerta dalla copertura assicurativa. Tuttavia la disponibilità di dati granulari su questo tipo di copertura è al momento scarsa.

Il credito esposto al rischio fisico non presenta una concentrazione superiore a quella osservata per il credito totale alle imprese. Agli intermediari che hanno almeno la metà del proprio credito a rischio fa capo il 4 per cento dei prestiti erogati dall'intero sistema bancario. Si tratta principalmente di intermediari di piccola dimensione e in particolare di banche di credito cooperativo, la cui esposizione è spesso concentrata in una singola area geografica.

⁶ Per un'analisi a livello aggregato del grado di copertura offerto dalle garanzie reali, cfr. ECB/ESRB Project Team on climate risk monitoring, *Climate-related risk and financial stability*, luglio 2021.

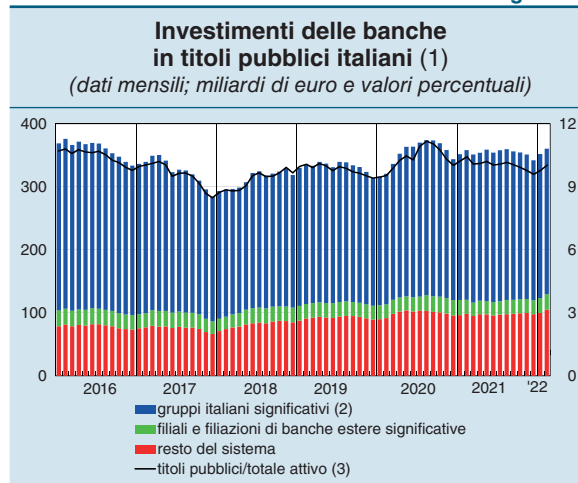
Tra settembre del 2021 e febbraio del 2022 l'ammontare dei titoli pubblici sul totale delle attività delle banche è rimasto stabile, al 10 per cento (fig. 2.6). La quota di questi titoli allocata nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato è aumentata al 64,6 per cento per le banche significative; è diminuita al 77,1 per quelle meno significative. Per queste attività un'eventuale variazione dei corsi non si rifletterebbe sul patrimonio di vigilanza.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

È proseguita la riduzione del *funding gap*³ (a -12,1 per cento in febbraio, in lieve calo

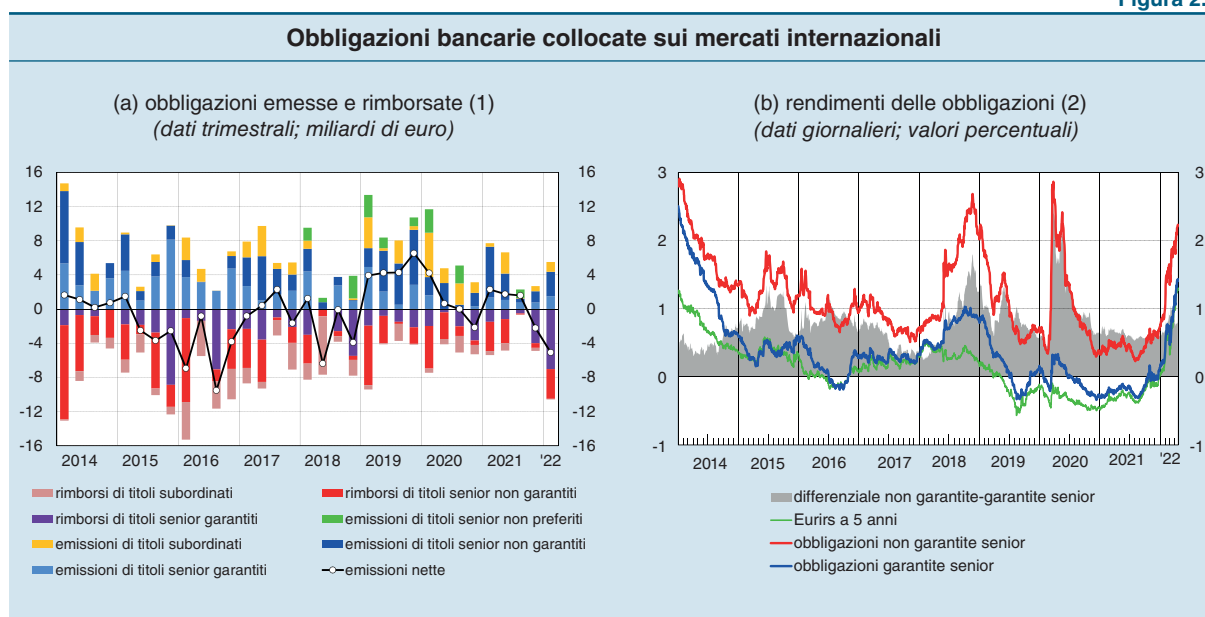
³ Il *funding gap* è misurato come differenza tra il valore dei prestiti e la raccolta al dettaglio, in percentuale dei prestiti.

Figura 2.6



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. – (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.



Fonte: Bloomberg e Dealogic.

(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.

rispetto all'11,8 per cento di settembre del 2021), per effetto della crescita più contenuta dei prestiti rispetto a quella della raccolta.

L'aumento dei depositi e l'abbondante liquidità messa a disposizione dall'Eurosistema hanno permesso alle banche di fare un ricorso limitato ai mercati obbligazionari all'ingrosso, diversamente da quanto avvenuto per le imprese non finanziarie (cfr. il par. 1.5): nel primo trimestre del 2022 le emissioni nette sono state infatti negative per circa 5 miliardi (fig. 2.7.a) con tassi di interesse in rialzo (fig. 2.7.b). Il persistere dell'aumento dei tassi potrebbe determinare un incremento del costo della raccolta complessivo, considerato che entro la fine del 2022 giungerà a scadenza il 16 per cento del valore delle obbligazioni bancarie in essere, per un importo di circa 38 miliardi.

La posizione di liquidità delle banche si è mantenuta robusta sia sulle scadenze a breve sia in un orizzonte di medio termine. Alla fine di dicembre il coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR) per le banche italiane era in media del 134 per cento; per nessuna banca il coefficiente era inferiore al minimo regolamentare. La provvista stabile disponibile era composta prevalentemente da depositi della clientela al dettaglio e da finanziamenti di altri intermediari o banche centrali; il fabbisogno di provvista stabile era in larga parte riconducibile ai prestiti alla clientela.

Nel periodo compreso tra la fine di settembre del 2021 e la fine di febbraio del 2022 l'indice medio di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*, LCR) per il totale del sistema bancario è rimasto sostanzialmente invariato e ampiamente superiore al limite regolamentare del 100 per cento, beneficiando ancora dell'ingente liquidità immessa nel sistema bancario attraverso le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema (tav. 2.2).

La liquidità in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria depositata presso la Banca d'Italia si mantiene elevata: nel periodo di mantenimento terminato in aprile è stata in media di 394 miliardi (fig. 2.8), un valore molto superiore alla quota esclusa dal pagamento dei tassi negativi (113 miliardi).

Indicatori di liquidità delle banche italiane (1)
(valori percentuali)

VOCI	LCR (2)	Posizione netta di liquidità a 1 mese (3)	NSFR (4)
Banche significative	190,1	25,5	131,6
Banche meno significative	318,8	23,1	158,9
Totale sistema	203,2	24,2	134,5

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a un gruppo.

(1) Dati aggiornati a febbraio 2022 per l'LCR a un mese, a dicembre 2021 per i dati sull'NSFR. – (2) L'indice medio di copertura della liquidità è dato dal rapporto tra il totale delle attività liquide di elevata qualità e il totale dei deflussi di cassa netti calcolato per un orizzonte futuro di 30 giorni di calendario (cfr. Comitato di Basilea, *Basilea 3. Il liquidity coverage ratio e gli strumenti di monitoraggio del rischio di liquidità*, Banca dei regolamenti internazionali, gennaio 2013). – (3) La posizione netta di liquidità è pari alla somma delle attività prontamente liquidabili e dei deflussi netti in rapporto al valore totale delle attività. Per il gruppo di banche significative e meno significative il dato è calcolato come media semplice delle posizioni di liquidità riferite ai singoli intermediari. – (4) L'NSFR è dato dal rapporto tra la provvista stabile disponibile, calcolata moltiplicando le passività e i fondi propri dell'ente per coefficienti che riflettono il loro grado di stabilità sull'orizzonte di un anno, e il fabbisogno di provvista stabile, ottenuto moltiplicando le attività e le esposizioni fuori bilancio dell'ente per coefficienti che riflettono le loro caratteristiche di liquidità e le loro durate residue nel medesimo orizzonte temporale. Questo requisito è volto a garantire che le banche dispongano di finanziamenti stabili sufficienti a soddisfare le proprie esigenze di finanziamento su un orizzonte temporale di un anno, sia in condizioni normali sia in condizioni di stress, come stabilito dal regolamento UE/2019/876 (Capital Requirements Regulation 2, CRR2).

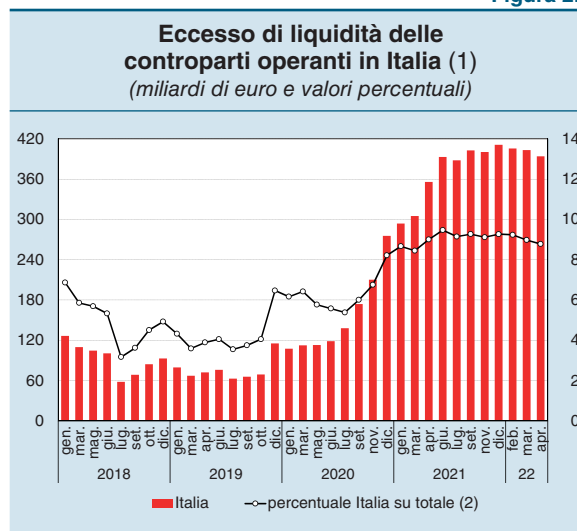
Tra settembre del 2021 e marzo del 2022 l'ammontare del rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia è rimasto pressoché invariato, a 453 miliardi. I tassi favorevoli applicati alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO3*), in particolare nel periodo compreso tra giugno del 2020 e giugno del 2022 e nel caso in cui i prestiti siano almeno uguali al livello di riferimento⁴, riducono l'incentivo al rimborso anticipato fino a giugno del 2022.

Entro giugno del 2023 giungerà a scadenza il 60 per cento dell'ammontare delle TLTRO3 in essere, per un importo di circa 270 miliardi. La quasi totalità delle banche italiane sarebbe in grado di rispettare il requisito minimo regolamentare di NSFR anche senza l'apporto positivo delle TLTRO3. Tuttavia l'eventuale esigenza di sostituire parte dell'ammontare in scadenza delle TLTRO3 con finanziamento di mercato a medio e a lungo termine potrebbe generare un aumento dei costi della raccolta.

In linea con la stabilità del ricorso al rifinanziamento, il valore delle attività conferite come garanzia nelle operazioni presso l'Eurosistema è rimasto sostanzialmente invariato, a 510 miliardi, come la sua composizione (figg. 2.9.a e 2.9.b). Per evitare ripercussioni negative sulla disponibilità di garanzie a copertura delle operazioni di rifinanziamento, a partire da luglio del 2022 saranno gradualmente rimosse le misure di allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle attività conferite in garanzia, adottate in

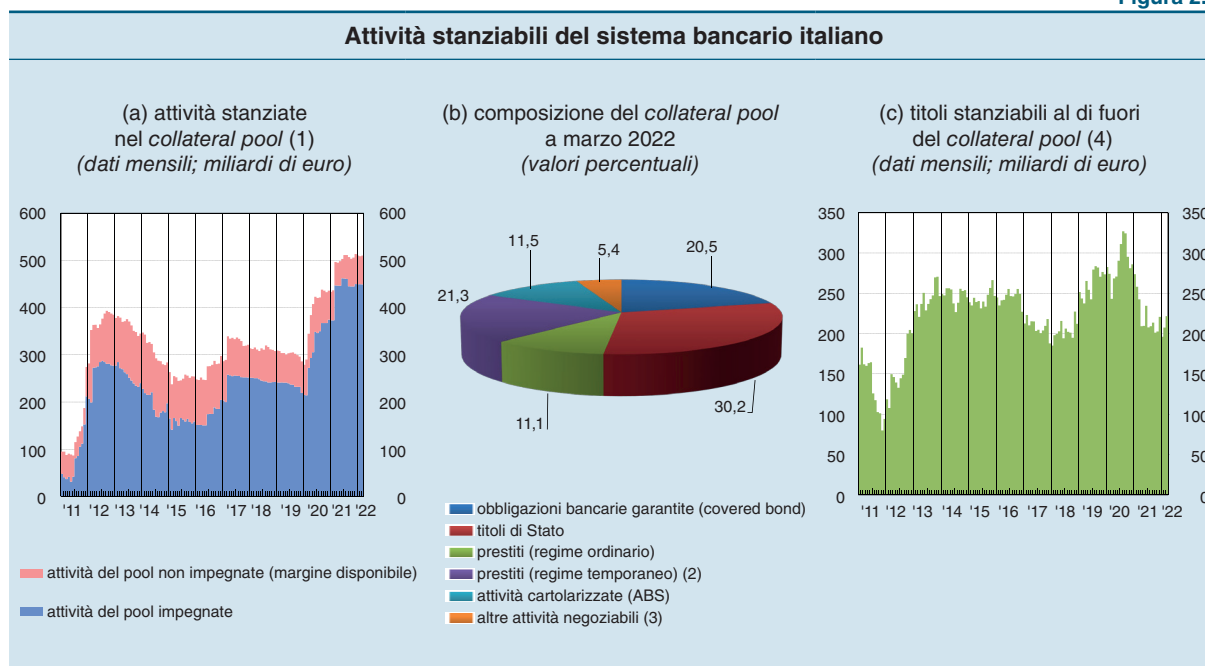
⁴ Il tasso di interesse per ciascuna operazione è pari al tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema per la durata dell'operazione; se i prestiti concessi dalle banche sono superiori a un valore di riferimento precedentemente fissato, le TLTRO3 beneficiano di un tasso di interesse inferiore.

Figura 2.8



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

(1) La data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento. 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.



risposta all'emergenza pandemica⁵. Queste misure contribuiscono per 77 miliardi, il 15 per cento delle attività conferite dalle banche italiane.

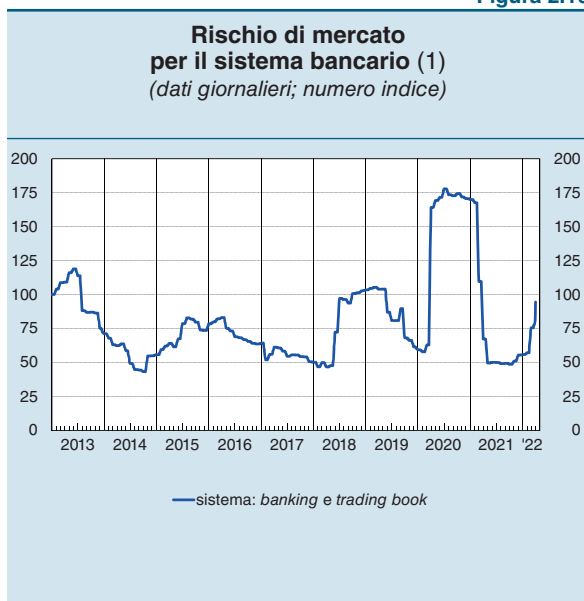
Complessivamente l'incidenza delle attività utilizzate come garanzia sul totale (*asset encumbrance*) è pari al 29,8 per cento, in diminuzione dal massimo storico di settembre del 2021 (31,1 per cento). Le banche italiane dispongono di 222 miliardi di titoli stanziabili al di fuori del *collateral pool*, costituiti per l'85 per cento da titoli di Stato (fig. 2.9.c). La disponibilità di attività impegnabili presso l'Eurosystema rimarrebbe ampia anche in seguito a un aumento parallelo di 100 punti base della curva dei rendimenti: il valore dei titoli stanziati in garanzia si ridurrebbe di 29 miliardi (il 5,8 per cento del totale), mentre quello dei titoli potenzialmente conferibili di 11 miliardi (il 5,0 per cento del totale).

I rischi di mercato e di tasso di interesse

Le condizioni di elevata volatilità sui mercati finanziari, da ricondurre all'avvio della normalizzazione delle politiche monetarie nelle principali aree valutarie e alle tensioni geopolitiche connesse con la guerra in Ucraina, hanno determinato un incremento dell'esposizione delle banche ai rischi di mercato e di tasso di interesse.

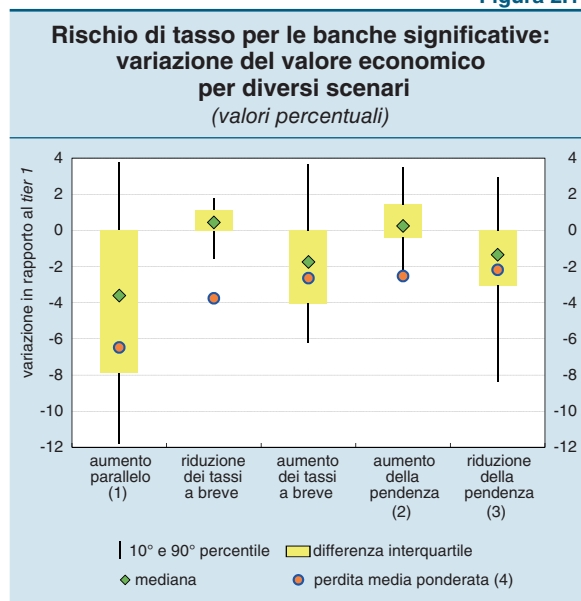
⁵ BCE, *ECB announces timeline to gradually phase out temporary pandemic collateral easing measures*, 24 marzo 2022.

Figura 2.10



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli, Matrice dei conti e Refinitiv.
(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 sulle consistenze e sulle 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 250 giorni lavorativi.

Figura 2.11



Fonte: dati *Short Term Exercise* al 31 dicembre 2021 relativi agli 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 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.

Relativamente al rischio di mercato, nostre stime indicano che alla fine di marzo il *Value at Risk* (VaR) per l'intero portafoglio titoli (*banking e trading book*) era quasi raddoppiato rispetto al minimo raggiunto nel 2021 (50 punti; fig. 2.10). L'incremento è attribuibile principalmente alla volatilità degli spread creditizi e dei tassi di interesse. Nel complesso il contributo al rischio riconducibile ai titoli di capitale e ai tassi di cambio è contenuto.

Per quanto riguarda l'esposizione al rischio di tasso di interesse, simulazioni basate sul portafoglio di titoli di Stato valutati al *fair value* alla fine di febbraio del 2022 mostrano che un innalzamento di 100 punti base dell'intera curva dei rendimenti governativi ridurrebbe mediamente il rapporto tra il capitale di classe 1 e le attività ponderate per il rischio (*tier 1 ratio*) di 22 punti base (21 per le banche significative, 41 per quelle meno significative)⁶. L'impatto è in linea con quello stimato a settembre del 2021.

Valutazioni condotte dalle banche significative sul complesso delle attività e passività comprese nel portafoglio bancario alla fine del 2021⁷ mostrano inoltre che un aumento parallelo di 200 punti base della curva dei tassi di interesse privi di rischio determinerebbe una variazione mediana del valore del portafoglio bancario di -4 per cento circa del tier 1 (fig. 2.11). Considerando solo le banche con variazioni negative, la perdita media ponderata sarebbe del 6,5 per cento, in leggero aumento rispetto a

⁶ Le stime da un lato non considerano i titoli di Stato detenuti dalle controllate estere e dalla componente assicurativa dei gruppi bancari italiani (il cui ammontare in alcuni casi è rilevante), dall'altro non tengono conto di elementi che potrebbero attenuare l'impatto, quali la presenza di operazioni di copertura. Sono invece considerati gli effetti di natura fiscale che riducono l'impatto di circa 4 punti base.

⁷ L'esposizione al rischio di tasso di interesse a fini prudenziali è calcolata dalle banche secondo le linee guida dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA); cfr. EBA, *Orientamenti sulla gestione del rischio di tasso di interesse derivante da attività diverse dalla negoziazione (non-trading activities)*, luglio 2018.

quella stimata sulle esposizioni alla fine di giugno, ma ben al di sotto della soglia di attenzione definita dall'EBA (15 per cento). Le perdite sarebbero inferiori negli altri scenari previsti dalle linee guida dell'EBA, che considerano variazioni solo dei tassi a breve o della pendenza della curva.

Stime condotte per l'intero sistema bancario sulla base della metodologia semplificata per la determinazione dell'esposizione al rischio di tasso definita dalla Banca d'Italia⁸ indicano infine che, considerando l'aumento dei tassi privi di rischio dall'inizio dell'anno e quello previsto per i prossimi due anni sulla base delle aspettative implicite nelle curve dei tassi di interesse di mercato⁹, la variazione mediana del valore economico del portafoglio bancario sarebbe di -3 e -2 per cento circa del *tier 1*, rispettivamente, per le banche significative e per quelle meno significative. Considerando solo gli intermediari con variazioni negative, le perdite medie sarebbero pari, rispettivamente, al 5 e al 10 per cento del *tier 1*. Le riduzioni di valore, pur accentuandosi, continuerebbero a essere sostenibili per gli intermediari anche se si ipotizzasse una riduzione della durata media dei depositi considerati stabili (*core deposits*), che sarebbe coerente con un aumento della preferenza della clientela per investimenti alternativi alla liquidità (per proteggerne il valore in un contesto di più elevata inflazione).

Il patrimonio e la redditività

Nel secondo semestre dell'anno l'adeguatezza patrimoniale delle banche italiane è rimasta su livelli analoghi a quelli del primo semestre del 2021. A dicembre il rapporto tra il capitale migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) e le attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA) dell'intero sistema era pari al 15,3 per cento: oltre la metà delle banche aveva un *CET1 ratio* superiore al 18,8 per cento, mentre per tre quarti era superiore al 15,4.

A fronte di una lieve contrazione del *CET1 ratio* medio per le banche significative (9 punti base, al 15,3 per cento), quello delle banche meno significative è aumentato (19 punti base), portandosi al 17,9 per cento. Per le prime, le iniziative di natura straordinaria di alcuni intermediari, condotte dopo la scadenza della raccomandazione sulla distribuzione di dividendi e il riacquisto di azioni proprie, hanno più che compensato il contributo positivo del risultato economico del periodo e gli effetti della riduzione degli RWA. Per le banche meno significative l'aumento delle riserve di utili e la riduzione delle attività immateriali hanno ampiamente bilanciato l'effetto negativo derivante dall'incremento degli RWA e della quota di partecipazioni da dedurre dal capitale.

Alla fine di dicembre del 2021 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 delle banche significative italiane era di 20 punti base (stabile nel semestre). Il rapporto di leva finanziaria (*leverage ratio*), che misura l'adeguatezza del capitale rispetto alle attività non ponderate per il rischio, era invece più elevato per gli intermediari italiani (6,1 per cento) rispetto alla media europea (6 per cento) a fronte di un requisito minimo del 3 per cento, vincolante dallo scorso giugno. Il *leverage ratio* ha beneficiato della previsione regolamentare adottata a livello europeo nel corso della pandemia e scaduta alla fine dello scorso marzo di non computare nel calcolo del requisito le esposizioni verso le banche centrali. Non considerando questa esenzione, alla fine dello scorso anno il rapporto sarebbe stato pari al 5,7 per cento.

⁸ Per ulteriori dettagli, cfr. la circolare della Banca d'Italia [285/2013](#) (Disposizioni di vigilanza per le banche), parte prima, titolo III, capitolo 1, allegato C.

⁹ In particolare lo scenario considerato prefigura, nei due anni successivi alla fine del 2021, un aumento superiore ai 200 punti base per le scadenze fino a due anni, fra 160 e 190 punti per quelle fra tre e dieci anni e di circa 100 punti per quelle con durata più lunga.

Dall'inizio del 2022 anche il requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) è divenuto vincolante¹⁰. Per facilitare una transizione graduale è stato previsto un valore intermedio da rispettare sino alla fine del 2023, mentre quello definitivo entrerà a regime dal 1° gennaio del 2024. A dicembre del 2021, per le banche significative assoggettabili a risoluzione, la media ponderata del rapporto tra le passività idonee a soddisfare il requisito MREL (fondi propri, passività subordinate e passività senior rispondenti ad alcune caratteristiche) e gli RWA si è collocata al 27,8 per cento, a fronte di valori medi dei requisiti intermedio e finale pari rispettivamente al 23,3 e al 24,6 per cento degli RWA. Le banche di maggiore dimensione (con totale attivo superiore a 100 miliardi) sono inoltre tenute a rispettare una parte del requisito con strumenti subordinati, inclusi gli strumenti senior *non preferred*; per i sei intermediari rientranti in questa categoria, la dotazione di fondi propri e strumenti subordinati rispetto agli RWA è risultata in media del 21 per cento, rispetto a requisiti intermedio e finale pari, rispettivamente, al 17,3 e al 19,3 per cento degli RWA.

Pur a fronte di una situazione media complessivamente adeguata, tra le banche assoggettabili a risoluzione alcune non risultano ancora in linea con i requisiti richiesti: per queste la carenza aggregata di passività idonee per i requisiti MREL complessivo e subordinato, da conseguire entro il 2024, ammontava rispettivamente a 4,9 e 3,8 miliardi¹¹.

Nel 2021 la redditività delle banche italiane è sensibilmente aumentata nel confronto con lo scorso anno. Il ROE, al netto delle componenti straordinarie, è salito dal 2,0 al 6,0 per cento (fig. 2.12). Circa i tre quarti delle banche del campione hanno migliorato la propria redditività rispetto al 2020; solo il 6 per cento degli intermediari ha conseguito un risultato negativo (14 per cento nel 2020).

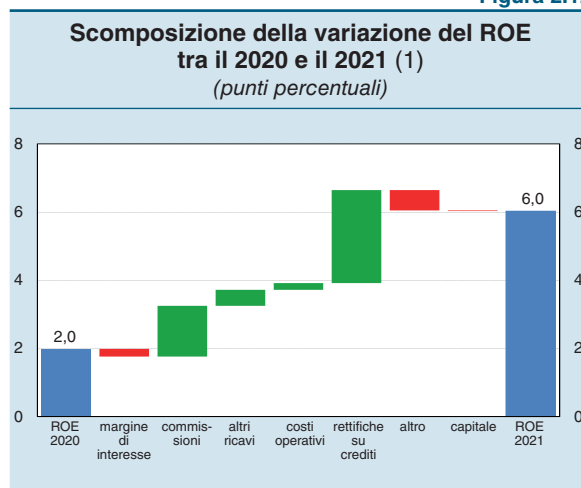
La riduzione del flusso di rettifiche su crediti (-37 per cento su base annua, prevalentemente concentrata nel primo semestre del 2021) è stato il fattore che ha maggiormente contribuito all'aumento del ROE, determinandone una crescita di 2,7 punti percentuali.

Il margine di intermediazione è salito del 5,4 per cento, principalmente grazie al contributo delle commissioni nette, aumentate dell'11,7 per cento rispetto all'anno precedente (del 7,2 sul 2019). La crescita del margine di intermediazione è stata più intensa nella prima metà dell'anno, beneficiando anche dell'incremento dei ricavi da negoziazione, in prevalenza nel primo trimestre del 2021.

¹⁰ Il requisito MREL è composto da due importi: (a) uno per assorbire le perdite nella risoluzione; (b) uno di ricapitalizzazione volto ad assicurare il rispetto dei requisiti patrimoniali dopo l'attuazione della strategia di risoluzione. Quest'ultima componente potrebbe includere anche le risorse ritenute necessarie per garantire che l'entità sia in grado di sostenere una sufficiente fiducia del mercato dopo la risoluzione. Per ulteriori dettagli, cfr. la direttiva UE/2019/879 (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD), artt. 45 e ss., nonché SRB, *Minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL). SRB policy under the banking package*, 2020.

¹¹ La carenza di strumenti subordinati si riferisce alle banche di maggiore dimensione, le uniche alle quali sia richiesto di soddisfare almeno in parte il requisito MREL con questo tipo di passività.

Figura 2.12



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.

(1) Le variazioni sono calcolate al netto delle componenti straordinarie e in rapporto al capitale proprio e alle riserve e contribuiscono positivamente (barra in verde) o negativamente (barra in rosso) al ROE di partenza del 2020, determinando il valore finale del ROE del 2021.

Il margine di interesse si è ridotto dell'1,4 per cento su base annua, contribuendo negativamente alla variazione del ROE; la diminuzione è stata concentrata principalmente nel primo semestre. Nel complesso il calo dei tassi attivi sui prestiti e sui titoli è stato solo in parte compensato dall'ampliamento dei volumi di credito. Il costo della raccolta è sceso per effetto dell'apporto positivo delle operazioni TLTRO3 e della riduzione dei tassi passivi sui depositi e sui titoli di debito in circolazione. Secondo nostre stime, nel 2021 il risparmio associato all'utilizzo delle TLTRO3 rispetto a fonti alternative di finanziamento, al netto dei costi relativi alla liquidità in eccesso depositata presso la Banca d'Italia, è stato di circa l'8 per cento del margine di interesse.

Anche il calo dei costi operativi (-0,8 per cento), guidato dalla riduzione delle spese per il personale, ha contribuito al miglioramento del ROE.

In prospettiva la redditività delle banche dovrebbe risentire dell'effetto positivo dell'aumento dei tassi di mercato sul margine di interesse. L'incertezza sul quadro economico potrebbe tuttavia incidere negativamente.

Alle condizioni di complessiva ripresa della redditività dell'intero sistema bancario si accompagnano situazioni di fragilità, soprattutto tra le banche di dimensione medio-piccola e con un modello di attività tradizionale; per queste ultime la bassa qualità del credito si affianca a difficoltà nel contenere i costi e fare fronte alle sfide dell'innovazione tecnologica. Più in generale su tali intermediari e su quelli meno significativi si è indirizzata l'azione della Banca d'Italia per stimolare l'adozione di un modello di business sostenibile e l'attenta gestione del rischio di credito (cfr. il riquadro: *Le iniziative di vigilanza sulla sostenibilità del modello di business e sul rischio di credito delle banche meno significative*).

LE INIZIATIVE DI VIGILANZA SULLA SOSTENIBILITÀ DEL MODELLO DI BUSINESS E SUL RISCHIO DI CREDITO DELLE BANCHE MENO SIGNIFICATIVE¹

Alla luce dell'intensificarsi del contesto competitivo e delle sfide poste dall'evoluzione digitale, accelerate anche dalla pandemia, a novembre del 2020 la Banca d'Italia ha chiesto a un ampio campione di banche meno significative (*less significant institutions*, LSI), a operatività prevalentemente tradizionale, di effettuare un'autovalutazione della sostenibilità del proprio modello di business. Le banche sono state chiamate a indicare le iniziative strategiche per rilanciare la redditività e a fornire le proprie valutazioni sull'evoluzione attesa delle principali variabili economiche e patrimoniali nel biennio 2021-22, in relazione all'attuazione di queste iniziative. Alla funzione di revisione interna degli intermediari è stato chiesto di condurre un esame delle principali posizioni di rischio, inclusi i prestiti in moratoria, insieme a una valutazione dei processi di gestione del credito.

Le banche hanno individuato un'ampia gamma di possibili interventi per accrescere i margini reddituali. Dal lato dei proventi: (a) favorire lo sviluppo dei servizi di investimento e assicurativi (19 per cento delle azioni di rilancio previste); (b) promuovere l'offerta di prodotti del credito specializzato (15 per cento); (c) conseguire una maggior crescita degli impieghi attraverso la focalizzazione su specifici segmenti di clientela e settoriali (11 per cento); (d) beneficiare del ricorso alla digitalizzazione (11 per cento). Sul fronte del contenimento dei costi, le principali tipologie di azioni segnalate riguardano: (a) la riduzione delle altre spese amministrative (24,3 per cento dei casi, con particolare riferimento alla rinegoziazione dei contratti di fornitura e di affitto degli stabili e alla riduzione delle spese per consulenza); (b) il ridimensionamento delle

¹ A cura di Vanessa Manzi e Giacomo Ceccobelli.

spese per il personale (20,4 per cento, attuando piani di esubero e di incentivazione all'esodo e ricambio generazionale, con conseguente riduzione della retribuzione annua media lorda); (c) la razionalizzazione della rete commerciale (12,6 per cento).

In generale il rilancio della redditività sarebbe fondato più sull'incremento dei ricavi che sul contenimento dei costi. A seguito dell'attuazione delle strategie prospettate, si osserverebbe inoltre una complessiva ricomposizione dei ricavi, con un incremento del peso relativo delle commissioni nette e una concomitante contrazione dell'incidenza del margine di interesse. La realizzazione di azioni per la diminuzione dei costi comporterebbe una riduzione del peso di questi ultimi sul margine di intermediazione (*cost-income ratio*) di circa 4 punti percentuali alla fine del 2022 rispetto allo scenario in assenza di interventi; l'indicatore continuerebbe a rimanere tuttavia su un valore medio superiore al 65 per cento, con una forte variabilità tra le banche.

Le analisi condotte dalla funzione di revisione interna degli intermediari hanno fatto emergere in alcune circostanze elementi che potrebbero dare luogo a una rappresentazione non adeguata dei rischi (ad es. per effetto di carenze nei meccanismi di monitoraggio e classificazione), o a una sottovalutazione delle perdite.

I risultati dell'autovalutazione hanno mostrato elementi di debolezza delle stime condotte. In considerazione di ciò, nel corso del 2021 la Banca d'Italia ha condotto ulteriori approfondimenti da cui è emerso che, a fronte di una situazione nel complesso equilibrata per la maggior parte delle LSI, una quota non marginale delle banche del campione (il 15 per cento circa) mostra incertezze sul piano strategico, talvolta associate a debolezze sotto il profilo patrimoniale. Per alcuni intermediari, meno proattivi e che presentano carenze manageriali, gli aspetti di debolezza individuati possono mettere a repentaglio la sostenibilità del modello di business fino a degenerare in situazioni di crisi. A queste banche è stato quindi chiesto di valutare ogni opzione possibile per il superamento delle criticità. Dove necessario può inoltre essere valutata l'assegnazione di obiettivi in termini di *cost-income ratio*, da conseguire entro il 2023, e la richiesta di piani di azione funzionali al loro conseguimento.

A fronte delle evidenze rilevate dai revisori interni, la Banca d'Italia ha inoltre condotto su un campione di LSI analisi approfondite sulle principali posizioni oggetto di moratoria, da cui sono emersi potenziali problemi di classificazione; i risultati sono stati comunicati alle banche interessate per un attento riesame.

Nel confronto tra gli intermediari e la funzione di vigilanza la sostenibilità del modello di business rimarrà centrale nei mesi a venire; incertezze e ritardi nell'assumere le necessarie iniziative correttive potranno determinare l'adozione di azioni di vigilanza maggiormente incisive. Un'indagine statistica avviata la scorsa estate su tutte le LSI, avente ad oggetto i finanziamenti che hanno beneficiato di moratorie concesse a fronte dell'emergenza sanitaria, consentirà di continuare a osservare l'evoluzione del rischio di credito su queste esposizioni e di condurre i conseguenti interventi qualora emergano segnali di sottovalutazione dei rischi.

L'attenzione della Banca d'Italia è molto elevata anche sui rischi di tipo operativo (come quelli di tipo legale e informatico) e reputazionale, in relazione sia a dinamiche di natura strutturale (ad es. connesse con la crescente digitalizzazione dei servizi finanziari), sia a quelle congiunturali poste dalla guerra in Ucraina.

Nell'ambito del regolare monitoraggio dei rischi di natura tecnologica basato su metodologie di analisi e prassi di supervisione in continuo affinamento, che comprendono il sistema segnaletico dei gravi

incidenti operativi o di sicurezza¹², si presta crescente attenzione al fenomeno dell'esternalizzazione dei servizi informatici. Tra il 2020 e il 2021 sono state svolte ispezioni tematiche su alcuni dei principali fornitori di servizi informatici per le banche meno significative, per valutare i rischi connessi con la prestazione dei servizi resi agli intermediari, la capacità dei fornitori di sostenere l'evoluzione del modello di business delle banche clienti e la sussistenza di processi idonei a presidiare i rischi di natura cibernetica¹³. Gli approfondimenti hanno consentito di identificare alcune aree di miglioramento riguardanti, tra l'altro, le prassi e le metodologie di controllo dei rischi di natura tecnologica e i presidi di sicurezza informatica, a fronte delle quali i fornitori hanno pianificato specifiche iniziative; i risultati sono stati condivisi con le banche, alle quali è stato chiesto di rafforzare il presidio sui propri fornitori.

Per quanto riguarda i rischi connessi con la guerra in Ucraina, si sta intensificando l'attenzione sui possibili attacchi cibernetici. Pur non avendone rilevato un aumento, la Banca d'Italia ha avviato specifiche attività di monitoraggio sul sistema finanziario italiano e richiamato gli intermediari a intensificare i controlli e le misure di mitigazione dei rischi, con particolare riguardo ai piani di continuità operativa e di ripristino dei servizi critici¹⁴. È stata inoltre richiamata l'attenzione dei soggetti vigilati al pieno rispetto delle misure restrittive decise dall'Unione europea nei confronti della Russia.

2.2 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Le assicurazioni

Alla fine del 2021 l'indice di solvibilità¹⁵ del settore assicurativo ha raggiunto il 260 per cento (era al 243 nel dicembre del 2020; fig. 2.13.a) e la raccolta premi complessiva è salita del 4 per cento. Il ROE medio del settore (circa il 9 per cento) è in flessione rispetto all'anno precedente; nel comparto vita è rimasto sostanzialmente stabile, in quello danni invece la redditività è diminuita (fig. 2.13.b) anche a causa dell'aumento del rapporto tra oneri e spese di gestione e premi di competenza (*combined ratio*; fig. 2.13.c).

Le turbolenze sui mercati finanziari derivanti dallo scoppio del conflitto in Ucraina hanno avuto un effetto limitato sulla patrimonializzazione delle compagnie. L'impatto della diminuzione dei corsi azionari e obbligazionari è stato compensato dalla maggiore disponibilità di fondi propri derivante dal rialzo della curva dei tassi di interesse privi di rischio utilizzata dalle assicurazioni per calcolare le riserve tecniche¹⁶.

¹² La segnalazione dei gravi incidenti operativi o di sicurezza alla Banca d'Italia da parte delle banche è prevista dalle disposizioni di vigilanza (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Comunicazione di gravi incidenti operativi o di sicurezza: banche, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica*).

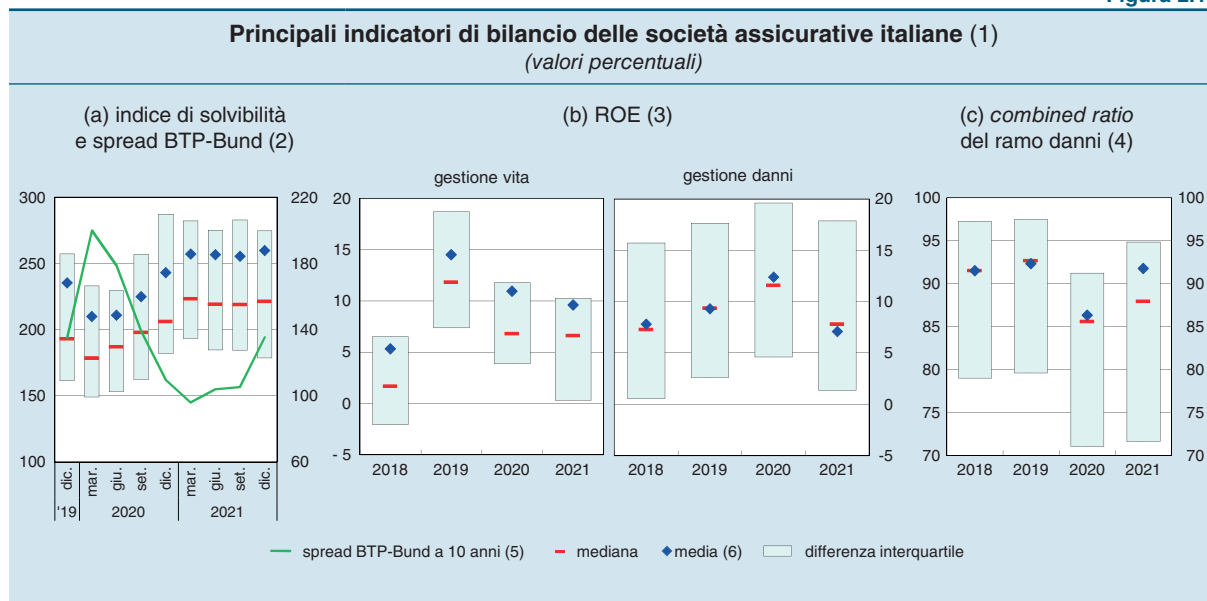
¹³ Il rafforzamento dei presidi sugli accordi di esternalizzazione e il raggiungimento di una migliore resilienza nei confronti delle minacce cibernetiche sono considerati un obiettivo strategico dall'SSM (cfr. sul sito della BCE: *Vigilanza bancaria della BCE: le priorità di vigilanza dell'MMS per il 2022-2024*, 7 dicembre 2021).

¹⁴ Banca d'Italia, Consob, Ivass e UIF, *Richiamo al rispetto delle misure restrittive adottate dalla UE in risposta all'aggressione militare russa in Ucraina*, comunicato stampa del 7 marzo 2022.

¹⁵ Per la definizione dell'indice di solvibilità, cfr. la nota 2 della fig. 2.13. La normativa prevede che l'indice sia pari o superiore al 100 per cento.

¹⁶ Rispetto alla fine del 2021, alla fine di marzo 2022 si osserva un innalzamento della curva di 90 punti base in media; i tassi di interesse privi di rischio sono positivi a partire dalla scadenza dei 2 anni, mentre a dicembre del 2021 i tassi erano negativi fino alla scadenza dei 7 anni.

Figura 2.13

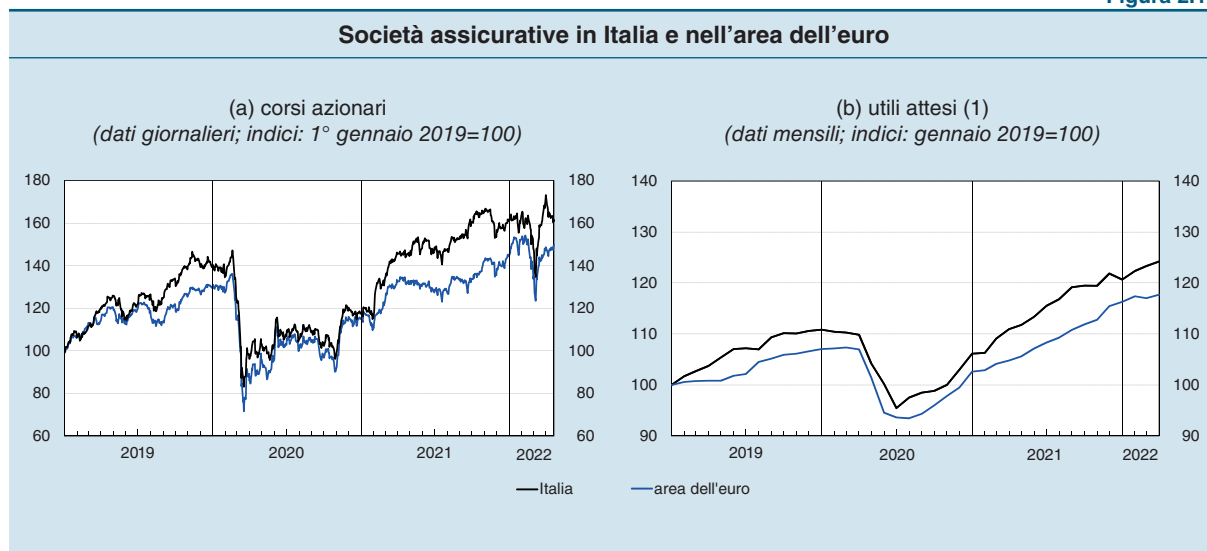


Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) I dati relativi alla fine del 2021 sono preliminari. – (2) L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale Solvency II. I dati provengono dalle segnalazioni trimestrali di vigilanza Solvency II (*Quantitative reporting template*). – (3) Rapporto tra utile e patrimonio netto. – (4) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (5) Lo spread BTP-Bund si riferisce alla fine di ciascun periodo. Scala di destra. – (6) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

Dall'inizio della guerra si osserva una forte volatilità delle quotazioni delle compagnie italiane che ad aprile erano comunque tornate ai livelli della fine del 2021, superiori a quelli antecedenti la pandemia. Gli utili attesi dagli analisti hanno proseguito nella crescita e sono più elevati rispetto alla fine dell'anno precedente. Le variazioni risultano sostanzialmente in linea con quelle osservate in media per il complesso delle compagnie dell'area dell'euro (fig. 2.14).

Figura 2.14



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. L'Italia comprende Assicurazioni Generali, Mediolanum Assicurazioni, Poste Italiane, Società Cattolica Assicurazioni, UnipolSai. L'area dell'euro comprende le principali società incluse nell'indice di Datastream del settore assicurativo dell'area.

Da un'indagine condotta dall'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) emerge che anche nelle valutazioni prospettiche di breve periodo, le compagnie si attendono un impatto medio-basso degli effetti del conflitto sulla loro profittabilità e solvibilità (cfr. il riquadro: *I potenziali rischi del settore assicurativo a seguito della guerra in Ucraina*).

I POTENZIALI RISCHI DEL SETTORE ASSICURATIVO A SEGUITO DELLA GUERRA IN UCRAINA¹

La crisi generata dal conflitto in Ucraina ha finora avuto conseguenze limitate sul mercato assicurativo italiano. L'elevata incertezza sulla durata e sulla portata delle ostilità, delle sanzioni e delle ritorsioni russe rendono difficile valutare gli impatti sul settore in modo prospettico.

Dall'indagine sulle potenziali vulnerabilità delle assicurazioni italiane, condotta dall'Ivass nel marzo 2022, è emerso che i rischi di solvibilità, di profittabilità degli investimenti e di liquidità sono in generale valutati medio-bassi e ritenuti stabili nei successivi tre mesi.

In particolare le strategie di diversificazione degli investimenti per area geografica e settore industriale hanno limitato le esposizioni, dirette e indirette, delle compagnie verso emittenti russi, bielorussi e ucraini che a dicembre del 2021 erano 1,2 miliardi (0,1 per cento del totale degli investimenti delle assicurazioni italiane) e a febbraio si erano ridotte del 39 per cento per effetto sia di dismissioni, sia delle turbolenze dei mercati finanziari. Anche gli investimenti nei settori ad alta intensità energetica² erano contenuti (15 miliardi a dicembre del 2021; 1 per cento degli investimenti complessivi). Le compagnie italiane restano comunque soggette ai rischi di variazione degli spread obbligazionari, privati e pubblici, che potrebbero aumentare.

Dall'indagine emerge inoltre che i rischi sulla redditività risultano medio-bassi date le esigue coperture assicurative a persone o cose collocate nei paesi più coinvolti nel conflitto; nei portafogli delle compagnie italiane sono contenuti anche i rischi per i quali si sono già manifestati o si attendono significativi aumenti della frequenza e dell'entità dei sinistri. Si tratta in particolare di coperture per: (a) credito e cauzioni; (b) veicoli aerei, marittimi e merci trasportate; (c) perdite pecuniarie di vario genere, fra cui quelle contro attacchi informatici o per interruzioni di attività lavorative (che complessivamente rappresentano circa il 5 per cento del totale della raccolta premi danni).

Nel breve termine, gli ulteriori aumenti dell'inflazione e dei costi delle materie prime, il rallentamento dell'attività economica e la propagazione della crisi su altri settori potrebbero comportare flessioni della redditività.

Oltre al generale rialzo dei costi di gestione, nel comparto danni sono attesi incrementi degli oneri per sinistri in particolare nel ramo RC auto (che in termini di premi rappresenta il 34 per cento del settore danni), anche a seguito dei rincari dei pezzi di ricambio.

Nel comparto vita, il rialzo dei tassi di interesse ha ridotto i rischi di copertura delle garanzie finanziarie e potrebbe indurre un rilancio dei prodotti vita tradizionali. Tuttavia sono attesi

¹ A cura di Teresa Griffo (Ivass) e di Federica Pallante (Ivass).

² Per l'individuazione di questi settori si considera un indicatore di intensità energetica (utilizzato in G. Greca e G. Vetrella, 2021, op. cit.) che mette in relazione l'ammontare di energia consumata dal settore (misurata in tonnellate di petrolio equivalente) per milione di euro di valore aggiunto generato. Si considerano ad alta intensità energetica le imprese operanti nei settori che presentano valori di questo indicatore superiori alle 500 unità; per i settori al di sotto di tale soglia l'indicatore assume valori molto più contenuti. I settori individuati sono: fabbricazione di carta e di prodotti di carta; fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio; fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi; metallurgia; produzione, trasmissione e distribuzione di energia elettrica; trasporto marittimo; trasporto aereo. Questi settori assorbono circa la metà del consumo energetico delle attività produttive.

incrementi dei riscatti e riduzioni della raccolta premi (in particolare dei contratti unit linked), per la minore capacità di risparmio dovuta all'inasprimento delle condizioni macroeconomiche.

La capacità di tenuta patrimoniale del settore assicurativo è emersa anche dagli stress test condotti nel 2021 a livello nazionale ed europeo sui dati di fine 2020. Gli esercizi hanno considerato shock particolarmente avversi e uno scenario complessivamente più sfavorevole rispetto a quello finora generato dall'attuale crisi (cfr. il riquadro: *I risultati degli stress test sul settore assicurativo*).

I RISULTATI DEGLI STRESS TEST SUL SETTORE ASSICURATIVO¹

Lo scorso dicembre l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) ha pubblicato i risultati dello stress test sulle 44 maggiori entità assicurative europee, tra le quali Assicurazioni Generali, Unipol Gruppo, Intesa Sanpaolo Vita e Poste Vita². L'esercizio, svolto in collaborazione con le autorità di vigilanza nazionali, ha valutato la vulnerabilità del mercato assicurativo europeo sulla base dei dati di bilancio rilevati alla fine del 2020. Come di consueto, l'Ivass ha esteso lo stress test ad altre 8 entità assicurative italiane, per un'analisi più completa sulla resilienza del sistema assicurativo nazionale³.

Gli esercizi hanno stimato l'impatto di shock – di natura finanziaria e assicurativa – sia sulla solvibilità delle entità assicurative sia, per la prima volta, sulla loro posizione di liquidità (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021)⁴. Lo scenario, caratterizzato dal protrarsi degli effetti negativi derivanti dalla pandemia, prevedeva un forte calo istantaneo dei prezzi delle attività finanziarie, una maggiore frequenza dei riscatti, un innalzamento temporaneo della mortalità nei portafogli vita e un aumento di frequenza e severità dei sinistri nel comparto danni.

Lo stress test aveva anche l'obiettivo di valutare il rischio sistemico del settore e le potenziali ricadute⁵, consentendo pertanto ai partecipanti di incorporare gli effetti sull'indice di solvibilità e sulla liquidità di specifici interventi di rimedio (approccio *constrained balance sheet*); rimane la consueta valutazione senza l'uso di queste azioni (approccio *fixed balance sheet*).

I risultati mostrano, a livello nazionale ed europeo, una riduzione significativa della posizione patrimoniale del settore assicurativo, che nel complesso manterrebbe un indice di solvibilità superiore al minimo regolamentare, grazie anche all'uso delle azioni di rimedio. In particolare, senza l'attivazione di queste ultime, l'indice medio delle entità italiane si ridurrebbe dal 228 al 101 per

¹ A cura di Federica Pallante (Ivass).

² Si tratta di 43 gruppi e un'impresa, appartenenti a 20 Stati membri che rappresentano circa il 75 per cento degli attivi del mercato europeo. Per una sintesi dei risultati e una descrizione degli scenari dello stress test, cfr. sul sito dell'EIOPA: *Insurance stress test 2021*.

³ Assicurazioni con attivi superiori a 2 miliardi di euro.

⁴ Con riferimento alle variabili finanziarie, lo scenario prevede, tra l'altro: (a) un incremento dei rendimenti dei titoli di Stato (ad es. un rialzo di 88 punti base per i titoli di Stato italiani a 10 anni; i rendimenti dei titoli tedeschi rimangono, invece, invariati); (b) un aumento dei rendimenti delle obbligazioni private differenziate per classi di rating, settore e area geografica; (c) una diminuzione del valore delle azioni (ad es. un calo del 45 per cento per le azioni dell'Unione europea); (d) una riduzione della curva dei tassi swap su tutte le scadenze. Tuttavia con l'aggiustamento per la volatilità (*volatility adjustment*) pari a 60 punti base nello scenario stressato, la curva usata per calcolare le riserve tecniche risulta maggiore rispetto a quella della fine del 2020 per le prime sette scadenze. Lo stress test assicurativo non ha la finalità di individuare misure di rafforzamento patrimoniale: l'indice di solvibilità post-stress è utilizzato come mero indicatore di resilienza al pari di altri indicatori (ad es. l'eccesso di attività sulle passività patrimoniali).

⁵ EIOPA, *Methodological principles of insurance stress testing*, 4 dicembre 2019.

cento; quello del campione europeo dal 218 al 126. L'impatto sulla solvibilità è invece più contenuto nell'approccio *constrained balance sheet*: l'indice arriverebbe al 116 e al 139 per cento, rispettivamente, per il campione italiano e per quello europeo.

In entrambi gli approcci, la diminuzione è attenuata dall'utilizzo delle misure per garanzie di lungo termine (*long-term guarantees, LTG*); senza la loro applicazione l'indice di solvibilità medio sia del campione europeo sia di quello italiano scenderebbe sotto il requisito regolamentare.

La maggiore vulnerabilità delle assicurazioni italiane rispetto a quelle europee deriva principalmente dalla più elevata esposizione in titoli governativi domestici e in obbligazioni private con rating BBB.

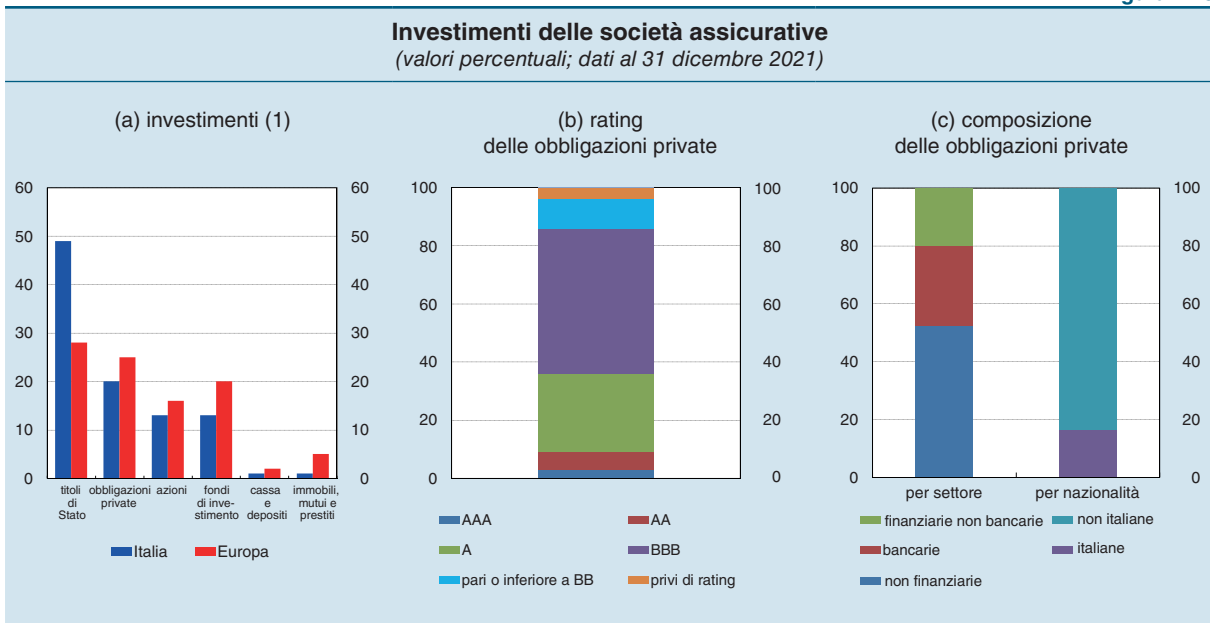
Lo scenario avverso sulla liquidità non farebbe emergere criticità: le disponibilità di cassa iniziali, unitamente alla vendita di attivi liquidi, risulterebbero sufficienti a coprire i maggiori fabbisogni di liquidità generati dagli shock a livello europeo e nazionale.

Le azioni di rimedio più comuni indicate dalle assicurazioni consisterebbero in: (a) iniezioni di capitale intragruppo; (b) riduzioni della rischiosità del portafoglio degli attivi con operazioni di vendita e di acquisto titoli; (c) sospensione della distribuzione dei dividendi. Tuttavia la portata limitata (anche sotto il profilo quantitativo) delle azioni prospettate negli esercizi non ha fatto emergere univocamente effetti di secondo ordine sui mercati.

L'EIOPA ha raccomandato alle autorità nazionali di verificare sia l'effettiva possibilità e la tempestività di utilizzo delle azioni di rimedio indicate dalle assicurazioni al verificarsi di situazioni avverse, sia le motivazioni nei casi di mancata attuazione⁶.

⁶ EIOPA, *2021 Insurance stress test recommendations*, 21 marzo 2022.

Figura 2.15



Fonte: EIOPA e Ivass.

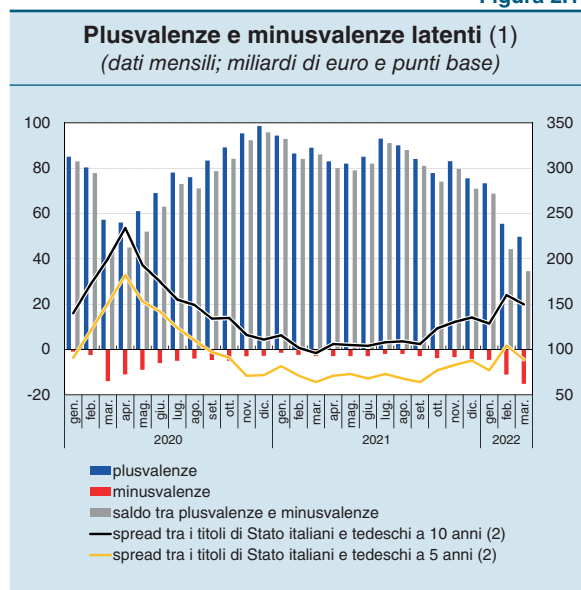
(1) I dati per l'Europa, aggiornati al 30 settembre 2021, sono riferiti allo Spazio economico europeo.

Alla fine del 2021 gli investimenti con rischio a carico delle compagnie italiane rimanevano concentrati in titoli pubblici in misura largamente superiore alle imprese assicurative europee (49 per cento, a fronte del 28; fig. 2.15.a). Gli investimenti in obbligazioni private, stabili al 20 per cento del portafoglio, continuavano a essere costituiti prevalentemente da titoli emessi da società estere e imprese non finanziarie (fig. 2.15.c); il 26 per cento con rating A, il 51 con BBB, il 10 per cento con un rating non *investment grade* (fig. 2.15.b).

Il peggioramento delle condizioni macroeconomiche si è riflesso sulle plusvalenze latenti nette delle compagnie italiane che alla fine del primo trimestre del 2022 erano pari a 35 miliardi, in forte diminuzione rispetto a dicembre del 2021 (71 miliardi; fig. 2.16).

Inoltre, nel comparto vita il rapporto tra l'onere per riscatti e i premi – un indicatore di potenziali tensioni di liquidità – a marzo del 2022 era salito al 53 per cento, a fronte del 43 dell'anno precedente (fig. 2.17.b). L'incremento deriva da aumenti dei riscatti (11 per cento) e da contrazioni della raccolta premi (9 per cento), diminuita sia per i prodotti tradizionali sia per i contratti unit linked (fig. 2.17.a).

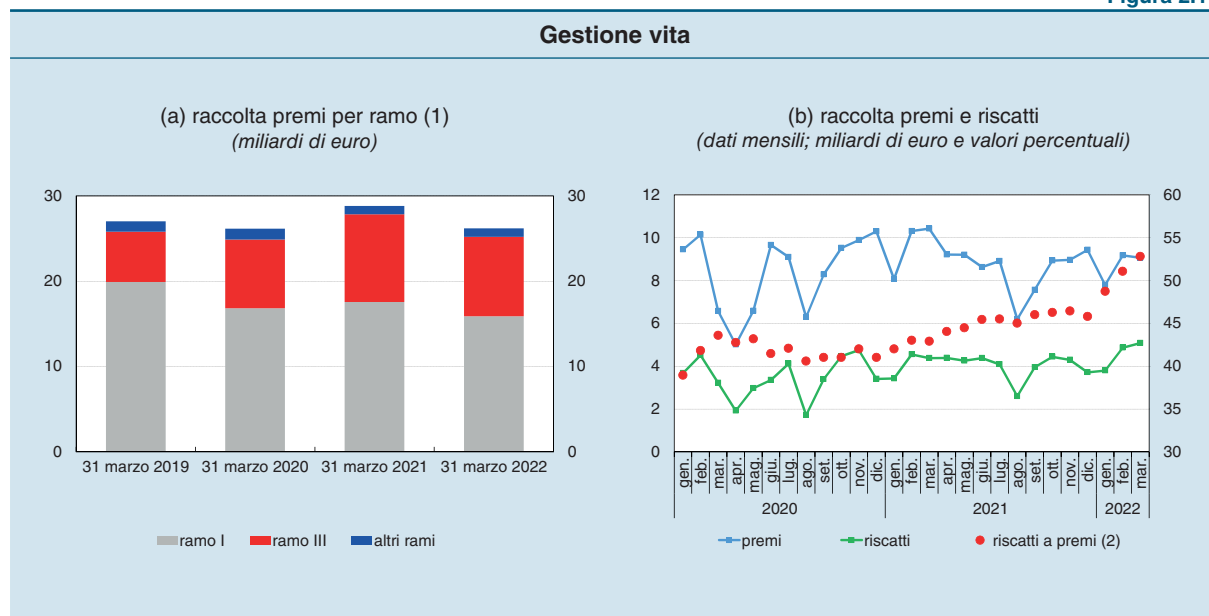
Figura 2.16



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati 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 2.17



Fonte: Ivass.

(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 tutti gli altri prodotti vita. – (2) L'indicatore riscatti a premi è calcolato come rapporto tra gli oneri per i riscatti e i premi. I dati sono cumulati. Scala di destra.

L'industria del risparmio gestito

Nel quarto trimestre del 2021 la raccolta netta dei fondi comuni aperti italiani è risultata nel complesso positiva (per un ammontare di 7,6 miliardi; fig. 2.18). Gli afflussi hanno interessato principalmente i fondi azionari, bilanciati e obbligazionari, mentre vi sono stati deflussi tra i fondi monetari. Nel primo trimestre del 2022 la raccolta netta è rimasta positiva (6,0 miliardi; fig. 2.18), anche dopo l'inizio del conflitto in Ucraina (255 milioni a marzo). Le sottoscrizioni positive hanno riguardato i fondi azionari, bilanciati e monetari, mentre i fondi obbligazionari hanno registrato deflussi.

Il grado di liquidità¹⁷ è cresciuto tra settembre e marzo dal 6,7 al 7,4 per cento, mantenendosi su valori elevati nel confronto storico. Nello stesso periodo non vi sono state variazioni di rilievo nelle linee di credito disponibili e nell'indebitamento¹⁸.

La quota di fondi italiani vulnerabili a richieste di rimborso particolarmente elevate (con un indicatore di liquidità inferiore all'unità)¹⁹ è scesa da luglio del 2021 a gennaio del 2022, passando dal 4,3 al 3,4 per cento (fig. 2.19.a)²⁰. L'esposizione in strumenti derivati resta contenuta. A gennaio i fondi vulnerabili al rischio di liquidità derivante dalle variazioni dei margini di garanzia rappresentavano il 2,1 per cento del patrimonio complessivo, in diminuzione rispetto a luglio (2,6 per cento; fig. 2.19.b).

Nonostante il leggero incremento degli ultimi anni, in linea con quanto osservato a livello globale (cfr. il riquadro: *Il comparto dei fondi che investono in obbligazioni societarie: gli interventi delle banche centrali dopo la pandemia e il rafforzamento della regolamentazione*), l'esposizione al rischio di credito e quella al rischio di tasso di interesse sono rimaste contenute. Tra il 2019 e il 2021 la quota di obbligazioni *high yield* detenuta dai fondi italiani è salita dall'8,0 al 9,4 per cento del totale dell'attivo, mentre la durata finanziaria media del complessivo portafoglio obbligazionario è passata da 5,4 a 5,8 anni, un valore comunque inferiore alla media europea (7,3 anni nel 2021). L'aumento della quota di titoli rischiosi e della durata finanziaria media dei portafogli ha riflesso soprattutto la ricerca di rendimenti più elevati in un contesto di bassi tassi di interesse. Alla crescita della rischiosità ha contribuito anche la riduzione del merito creditizio medio degli emittenti a causa degli effetti della crisi pandemica.

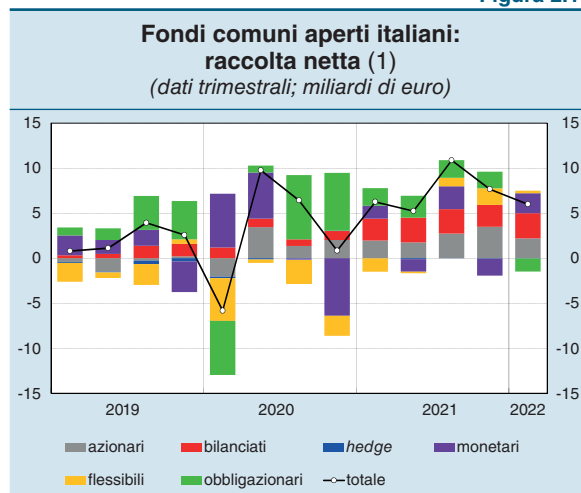
¹⁷ Il grado di liquidità è definito come il rapporto tra la giacenza sui conti correnti – al netto delle operazioni di acquisti, vendite e sottoscrizioni da regolare – e il patrimonio netto.

¹⁸ La normativa italiana prevede che i fondi aperti italiani possano assumere prestiti solo temporaneamente, in relazione a esigenze di investimento o disinvestimento dei beni del fondo, ed entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo stesso.

¹⁹ L'indicatore di liquidità è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità delle sue componenti e i riscatti netti in uno scenario di stress (cfr. la nota 1 della fig. 2.19).

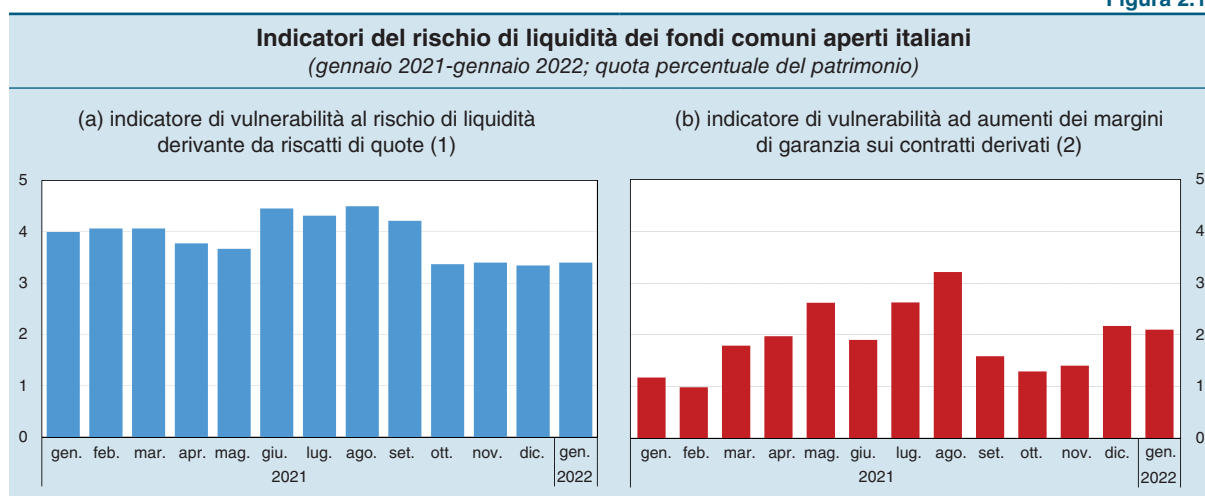
²⁰ A gennaio i fondi vulnerabili erano specializzati principalmente nei comparti delle obbligazioni caratterizzate da basso merito creditizio (*high yield*) e dei mercati emergenti. Tra i fondi vulnerabili, escludendo quelli in scadenza, nessuno ha subito negli ultimi mesi riscatti netti significativi.

Figura 2.18



Fonte: Assogestioni.

(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 1° trimestre 2022 sono provvisori.



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

(1) Patrimonio dei fondi con indicatore del rischio di liquidità inferiore a 1 in rapporto al patrimonio complessivo del comparto. Sono inclusi i fondi comuni aperti appartenenti ai comparti obbligazionario, flessibile e misto. L'indicatore del rischio di liquidità è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità di ciascuna esposizione e i riscatti netti in uno scenario di stress. Gli scenari di stress sono pari alla media dei valori superiori al 99° percentile delle distribuzioni dei riscatti netti mensili in rapporto al patrimonio relativi a ciascuno dei comparti analizzati tra gennaio 2008 e novembre 2020 (*high yield* e paesi emergenti: 14 per cento; area dell'euro: 30 per cento; Stati Uniti e globale: 24 per cento; fondi misti: 24 per cento). – (2) Patrimonio dei fondi vulnerabili in rapporto al patrimonio complessivo del comparto. I fondi vulnerabili sono quelli per i quali il rapporto tra le attività liquide e i margini di garanzia, determinati nello scenario di stress, applicati alle posizioni future è inferiore a 1. Lo scenario di stress è pari al 1° percentile della distribuzione dei margini di variazione nel periodo compreso tra gennaio 2008 e novembre 2020. Tra le attività liquide sono inclusi i conti correnti bancari, i titoli governativi dei paesi dell'area dell'euro e quelli di paesi non appartenenti all'area dell'euro con rating uguale o superiore alla categoria AA.

IL COMPARTO DEI FONDI CHE INVESTONO IN OBBLIGAZIONI SOCIETARIE: GLI INTERVENTI DELLE BANCHE CENTRALI DOPO LA PANDEMIA E IL RAFFORZAMENTO DELLA REGOLAMENTAZIONE¹

La crisi innescata dalla pandemia ha evidenziato la presenza di vulnerabilità nel settore dei fondi specializzati in obbligazioni societarie, a causa sia dell'elevato disallineamento tra la liquidità degli attivi e quella delle passività, sia dell'incertezza sul valore dei loro investimenti nelle fasi di stress dei mercati (cfr. il riquadro: *Le tensioni sui mercati finanziari nel 2020: le indicazioni per l'intermediazione non bancaria e la stabilità finanziaria*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021). Le condizioni finanziarie del comparto sono migliorate soprattutto in seguito agli interventi delle autorità monetarie, che hanno ristabilito efficacemente il regolare funzionamento dei mercati.

Le misure delle banche centrali, in particolare i programmi di acquisto di titoli, hanno contribuito ad accrescere la liquidità nei mercati obbligazionari, riducendo l'incertezza sulla valutazione del patrimonio dei fondi e il rischio di elevate richieste di rimborso da parte degli investitori. Il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari potrebbe tuttavia avere influenzato anche le decisioni di investimento dei fondi obbligazionari, incentivando i gestori a incrementare la rischiosità degli attivi per ottenere rendimenti più elevati.

Un'analisi condotta sulle scelte di investimento nel 2020 dei fondi europei e statunitensi che investono in obbligazioni societarie evidenzia che gli intermediari hanno in media aumentato la loro esposizione ai rischi di credito e di liquidità successivamente all'avvio dei programmi di acquisto di titoli delle banche centrali².

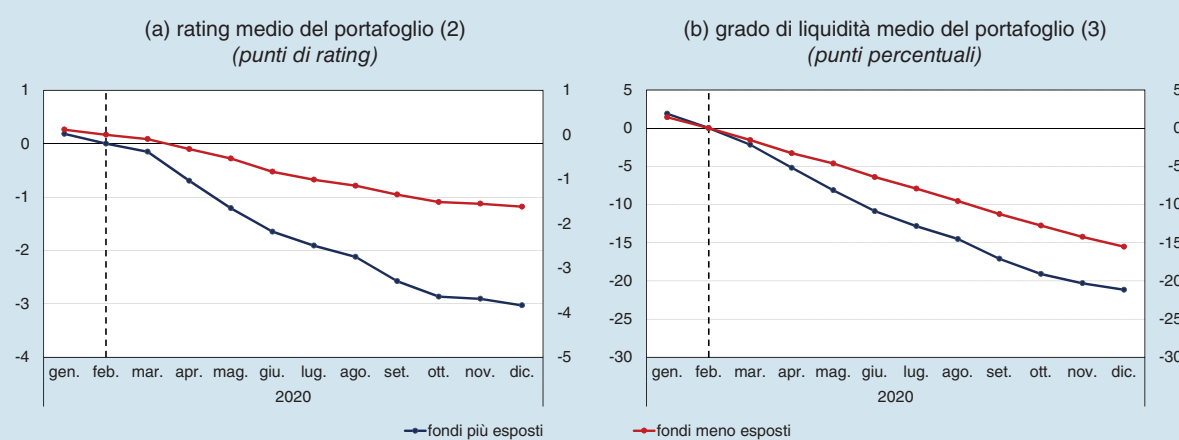
¹ A cura di Giovanni di Iasio e Raffaele Gallo.

² N. Branzoli, R. Gallo, A. Ilari e D. Portioli, *Financial fragilities and risk-taking in the aftermath of market stress: corporate bond funds and policy interventions after the outbreak of the Covid-19 pandemic*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

In particolare, i fondi più esposti a questi interventi – ossia quelli che subito prima della crisi pandemica detenevano una quota elevata di titoli oggetto dei programmi di acquisto – hanno ridotto sia il rating creditizio sia il grado di liquidità³ dei propri portafogli in misura maggiore di quelli meno esposti (figura). Inoltre, i fondi più esposti alle misure hanno mediamente aumentato la rischiosità del portafoglio in caso di rendimenti inferiori a quelli dei propri concorrenti. Questa evidenza è in contrasto con quanto normalmente rilevato in letteratura, secondo cui i fondi obbligazionari con rendimenti inferiori alla media tendono a ridurre la rischiosità dei titoli in portafoglio in previsione di un possibile incremento dei riscatti (cosiddetto *reverse tournament*)⁴.

Figura

Variatione media del rischio di credito e di liquidità dei portafogli dei fondi obbligazionari in base all'esposizione verso i programmi di acquisto delle banche centrali (1)



Fonte: elaborazioni su dati BCE (Centralised Securities Database) e Morningstar.

(1) Le variazioni sono cumulate rispetto a febbraio 2020. I fondi più esposti sono quelli che a febbraio 2020 detenevano una quota del portafoglio in titoli oggetto dei programmi di acquisto di titoli delle principali banche centrali (BCE, Federal Reserve e banche centrali di Canada, Giappone, Inghilterra e Svezia) superiore alla mediana. – (2) Il rating creditizio è stato convertito in valore numerico utilizzando una scala a 22 livelli. – (3) Il grado di liquidità medio del portafoglio è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità di ciascuna esposizione e l'attivo totale.

Un'altra analisi, basata su un modello di equilibrio generale calibrato sull'area dell'euro, mostra che i fondi tendono a detenere disponibilità liquide basse. I gestori, che sono costretti a vendere obbligazioni societarie a prezzi scontati (*fire sales*) quando le richieste di rimborso da parte degli investitori superano le loro disponibilità liquide, non tengono conto delle esternalità negative associate a queste vendite⁵. Il modello indica che l'introduzione di un requisito di liquidità migliorerebbe il welfare. Il requisito si collocherebbe intorno all'8 per cento degli attivi gestiti, un valore significativamente superiore alle effettive disponibilità liquide (circa il 2 per cento degli attivi, in media tra il 2015 e il 2019). L'analisi mostra inoltre che un requisito di tale entità sarebbe anche in grado di limitare le conseguenze di un repentino incremento delle richieste di rimborsi simile a quello osservato a marzo del 2020.

Entrambe le analisi sottolineano la necessità di introdurre regole prudenziali in grado di prevenire l'eccessiva assunzione di rischi da parte dei fondi di investimento.

³ 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), adattata al contesto di riferimento.

⁴ J. Cutura, G. Parise e A. Schrimpf, *Debt de-risking*, BIS Working Papers, 868, 2020.

⁵ G. di Iasio, C. Kaufmann e F. Wicknig, *Macroprudential regulation of investment funds*, European Central Bank, Working Paper Series, di prossima pubblicazione.

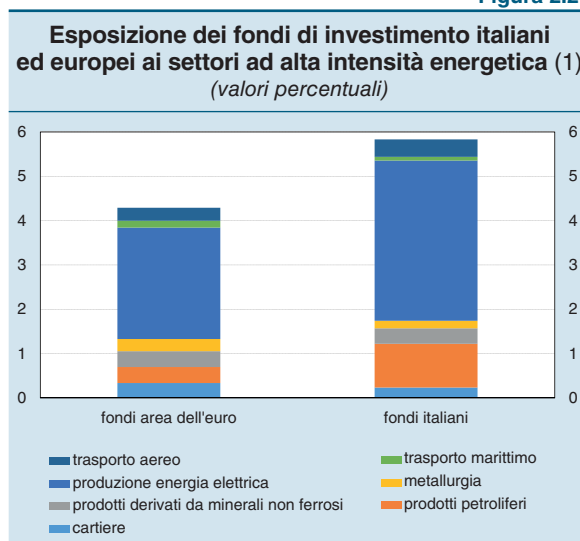
La vulnerabilità dei fondi italiani alle tensioni innescate dal conflitto in Ucraina è ridotta. A dicembre del 2021 la quota di titoli di emittenti residenti in Russia, Bielorussia e Ucraina era pari allo 0,3 per cento del patrimonio, un valore molto contenuto e vicino a quello dei fondi europei. La quota dei titoli emessi da imprese operanti in settori ad alta intensità energetica ammontava al 5,8 per cento (fig. 2.20), leggermente superiore a quella rilevata per i fondi europei (4,3 per cento); questa esposizione si concentrava in titoli di società attive nei settori di produzione di energia elettrica e di derivati del petrolio, di cui il 60 per cento relativi a imprese italiane.

Il patrimonio dei fondi di investimento alternativi (FIA) mobiliari ha continuato a crescere a ritmi sostenuti (21,9 per cento nel 2021), sebbene le dimensioni del settore rimangano ridotte. L'espansione del comparto è riconducibile principalmente agli intermediari che investono nel capitale di rischio delle imprese (private equity) e a quelli specializzati nell'erogazione diretta di finanziamenti o nell'acquisto di crediti originati da altri intermediari; il patrimonio di questi fondi ammontava, a dicembre del 2021, rispettivamente a 19,4 e a 5,4 miliardi. Alla stessa data risultavano attivi 16 piani individuali di risparmio (PIR) alternativi²¹, per un patrimonio complessivo pari a 1,7 miliardi.

Un recente intervento normativo ha ridefinito le soglie di ingresso nei FIA italiani riservati, per consentire l'accesso a queste forme di investimento alternativo a una platea di clientela più ampia, disposta a investire nel medio e lungo periodo in attivi illiquidi allo scopo di diversificare il proprio portafoglio finanziario²². Attualmente la clientela al dettaglio detiene una porzione limitata del patrimonio netto di fondi alternativi (12,0 per cento per i fondi alternativi mobiliari e 0,3 per i fondi alternativi immobiliari).

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi alternativi mobiliari, che alla fine del 2021 rappresentavano il 10,5 per cento del patrimonio netto complessivo dei fondi italiani, rimangono contenuti. La leva è nel complesso modesta (102,9 per cento del patrimonio netto; fig. 2.21.a) e inferiore

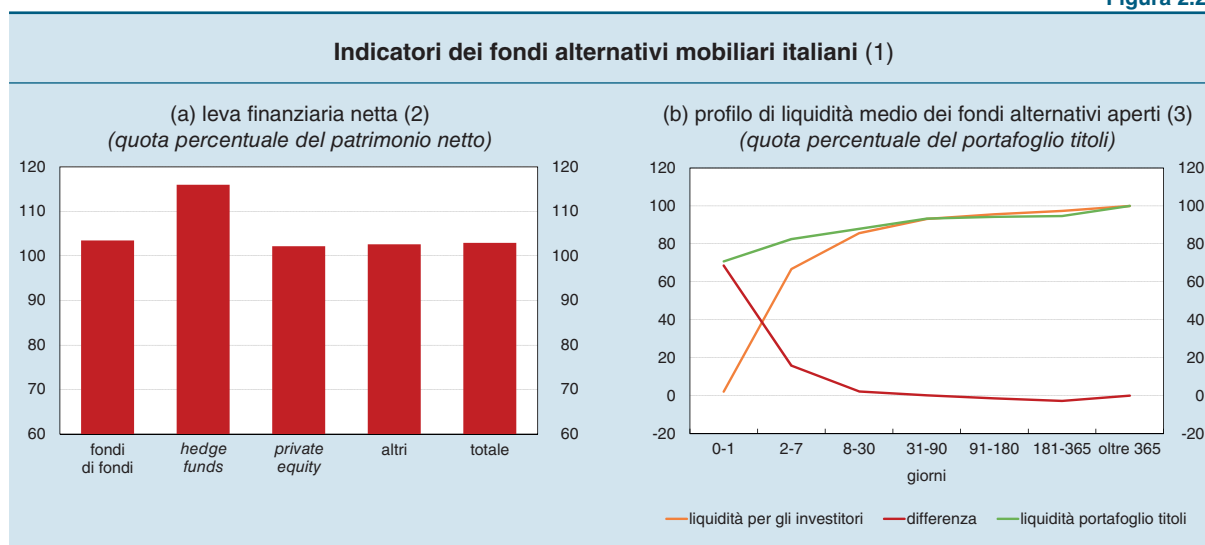
Figura 2.20



Fonte: BCE (Centralised Securities Database e Securities Holding Statistics). (1) Dati relativi ai fondi non monetari. L'analisi considera le sole esposizioni dirette (tramite obbligazioni o azioni). Non sono considerate le esposizioni indirette (mediante quote di fondi). Per individuare i settori ad alta intensità energetica sono state considerate le tonnellate di petrolio equivalente per milione di euro di valore aggiunto a prezzi di mercato. L'indicatore è ricavato da G. Greca e G. Vetrella, 2021, op. cit. I seguenti settori, caratterizzati da un indice superiore alla soglia di 500 tonnellate di petrolio per milione di euro di valore aggiunto, sono stati inclusi nella categoria degli energivivori: fabbricazione di carta e di prodotti di carta; fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio; fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi; metallurgia; produzione, trasmissione e distribuzione di energia elettrica; trasporto marittimo; trasporto aereo.

²¹ Il DL 34/2020 (decreto "rilancio") ha esteso i benefici fiscali previsti dalla normativa sui PIR ordinari ai PIR alternativi, ossia ai piani di risparmio che investano almeno il 70 per cento del valore complessivo degli attivi in strumenti finanziari, anche non quotati, emessi da società non incluse negli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap di Borsa Italiana o in indici equivalenti (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020). Il DL 104/2020 (decreto "agosto") ha successivamente innalzato il limite di investimento annuo per i PIR alternativi da 150.000 a 300.000 euro. La legge di bilancio per il 2022 (L. 234/2021) ha eliminato il vincolo di un solo PIR alternativo per le persone fisiche ed esteso ai nuovi PIR il credito di imposta per le minusvalenze realizzate sugli investimenti effettuati nell'anno solare 2022 per un ammontare che non ecceda il 10 per cento delle somme investite.

²² Il decreto del Ministero e dell'Economia e delle finanze 19/2022 ha introdotto la possibilità per gli investitori non professionali di sottoscrivere FIA riservati con un investimento minimo di 100.000 euro a condizione che la somma investita rappresenti non oltre il 10 per cento del portafoglio finanziario del sottoscrittore e che l'investimento sia effettuato nell'ambito della prestazione di un servizio di consulenza. Il decreto prevede inoltre che i gestori di portafogli possano acquistare quote di FIA riservati per conto di investitori non professionali, purché la somma investita sia pari ad almeno 100.000 euro.



Fonte: segnalazioni di vigilanza e dati trasmessi in base alla direttiva AIFMD.

(1) La figura è costruita sulla base delle segnalazioni di vigilanza e dei dati trasmessi in base alla direttiva UE/2011/61 sui gestori di fondi di investimento alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD); la direttiva richiede ai gestori di questi fondi di fornire periodicamente alle autorità competenti informazioni sulle principali attività ed esposizioni. – (2) Esposizione complessiva calcolata con il metodo basato sugli impegni in rapporto al patrimonio netto dei fondi alternativi mobiliari gestiti da società di gestione del risparmio italiane. La categoria “altri” comprende i fondi che erogano direttamente finanziamenti o acquistano crediti originati da altri intermediari e quelli che non sono inclusi nelle altre categorie secondo i criteri adottati dall’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA). – (3) Per ogni periodo è indicata la differenza tra la liquidità del portafoglio titoli, pari alla quota media del portafoglio titoli che i fondi alternativi aperti possono liquidare entro quella data, e la liquidità per gli investitori, pari alla quota media dell’attivo che gli investitori di tali fondi possono riscattare nello stesso periodo.

a quella europea (139,0 per cento nel 2020). Non emergono rischi di liquidità a breve termine per i fondi alternativi aperti (fig. 2.21.b); in caso di persistenti deflussi su un orizzonte temporale tra tre e sei mesi si potrebbe verificare un lieve disallineamento, di circa l’1,4 per cento del portafoglio titoli, tra la liquidità dell’attivo e il profilo di rimborso degli investitori; su un orizzonte temporale tra sei mesi e un anno il disallineamento sarebbe pari invece al 2,7 per cento²³. I potenziali rischi connessi con la scarsa liquidità degli attivi sono inoltre attenuati dalla normativa, che impone ai fondi che investono una quota superiore al 20 per cento del proprio patrimonio in attività illiquide di costituirsi in forma chiusa.

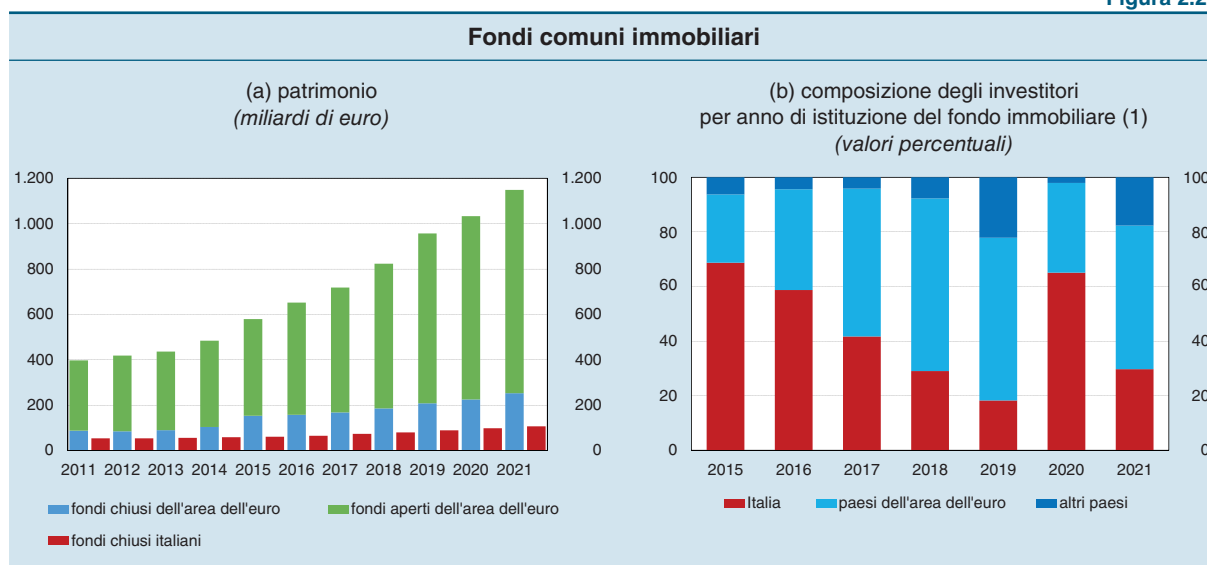
Il patrimonio dei fondi immobiliari italiani nel 2021 è aumentato dell’8,3 per cento, raggiungendo 106 miliardi (fig. 2.22.a). La crescita ha riguardato esclusivamente i fondi riservati a investitori professionali e, diversamente da quanto accaduto nel 2020, è stata sostenuta principalmente da investitori esteri (fig. 2.22.b)²⁴. Circa metà dei nuovi investimenti effettuati nel corso dell’anno ha interessato la provincia di Milano.

I fondi immobiliari nel 2021 hanno segnato una rivalutazione netta del loro portafoglio grazie alla dinamica favorevole dei relativi prezzi (fig. 2.23.a). I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall’attività in questo comparto restano limitati; i fondi italiani infatti non sono soggetti al rischio di liquidità derivante da elevate richieste di rimborso in quanto la normativa prevede che siano costituiti in forma chiusa.

²³ Il disallineamento medio di liquidità in ogni periodo è calcolato come la differenza tra la quota media del portafoglio titoli che i fondi possono liquidare entro quella data e la quota media dell’attivo che gli investitori di questi fondi possono riscattare nello stesso periodo (cfr. la nota 2 della fig. 2.21). La stima non tiene conto di eventuali giacenze sui conti correnti.

²⁴ A giudizio degli operatori le condizioni di incertezza originate dalla pandemia nel corso del 2020 hanno incentivato gli investitori esteri di tipo istituzionale, quali i fondi pensione e i fondi sovrani, a rinviare le decisioni di investimento.

Figura 2.22

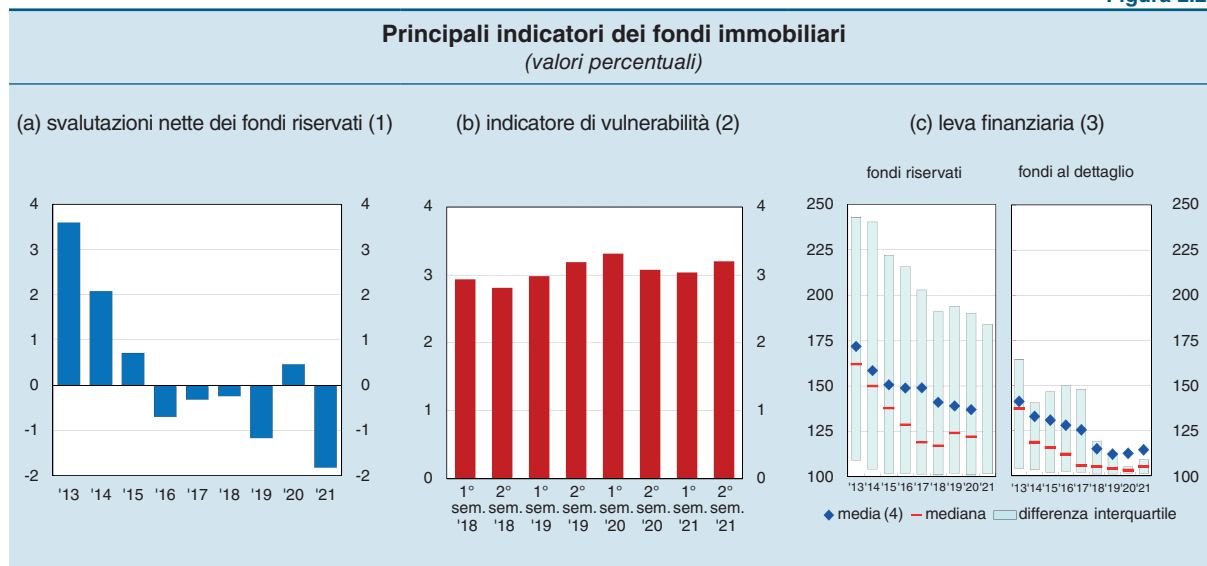


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Quota del patrimonio netto sottoscritta dalle diverse categorie di investitori.

Il rischio che alla scadenza le valutazioni del portafoglio immobiliare contabilizzate nei rendiconti dei fondi divergano in modo significativo dai valori di mercato rimane ridotto: a dicembre i fondi per cui si stima una differenza tra il valore contabile e quello di mercato dell'attivo superiore al patrimonio netto rappresentavano il 3,2 per cento del patrimonio complessivo dei fondi esaminati (fig. 2.23.b). La leva

Figura 2.23



Fonte: segnalazioni di vigilanza ed elaborazioni su dati Istat e OMI.

(1) Svalutazioni di bilancio al netto delle rivalutazioni dei fondi riservati in rapporto alla media del totale dell'attivo alla fine dell'anno di riferimento e dell'anno precedente. – (2) Quota del patrimonio complessivo del comparto rappresentata dai fondi immobiliari per cui si stima una differenza tra la valutazione contabile dell'attivo e il valore di mercato degli immobili superiore al patrimonio netto. Per ogni fondo si calcola la differenza tra le svalutazioni nette cumulate del fondo in rapporto all'attivo e le variazioni cumulate di un indice teorico dei prezzi degli immobili in portafoglio. L'indice è calcolato come media ponderata degli indici dei prezzi degli immobili (distinti tra residenziali e commerciali) delle diverse regioni italiane, con pesi pari alle quote dell'attivo di ciascun fondo investite nei mercati cui si riferiscono i diversi indici di prezzo considerati. Il calcolo delle svalutazioni e delle variazioni degli indici è effettuato dall'anno di istituzione di ciascun fondo o dal 2009 (anno a partire dal quale sono disponibili i dati) se il fondo è stato istituito prima di tale data. Sono esclusi i fondi in liquidazione e quelli istituiti nel semestre precedente a quello di riferimento. – (3) Totale dell'attivo in rapporto al patrimonio netto. – (4) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

finanziaria si mantiene su livelli storicamente bassi (fig. 2.23.c); l'esposizione del sistema finanziario nei confronti del settore resta moderata (1,0 per cento dei prestiti totali).

Il comparto dei fondi immobiliari offerti alla clientela al dettaglio, che rappresenta poco più dell'1 per cento del totale dell'attivo dell'intero settore dei fondi immobiliari, è stato interessato sul finire dell'anno da un nuovo provvedimento legislativo che consente di prorogare in via straordinaria sino alla fine del 2023 la durata dei fondi prossimi alla scadenza allo scopo di completare le vendite dei beni ancora in portafoglio.

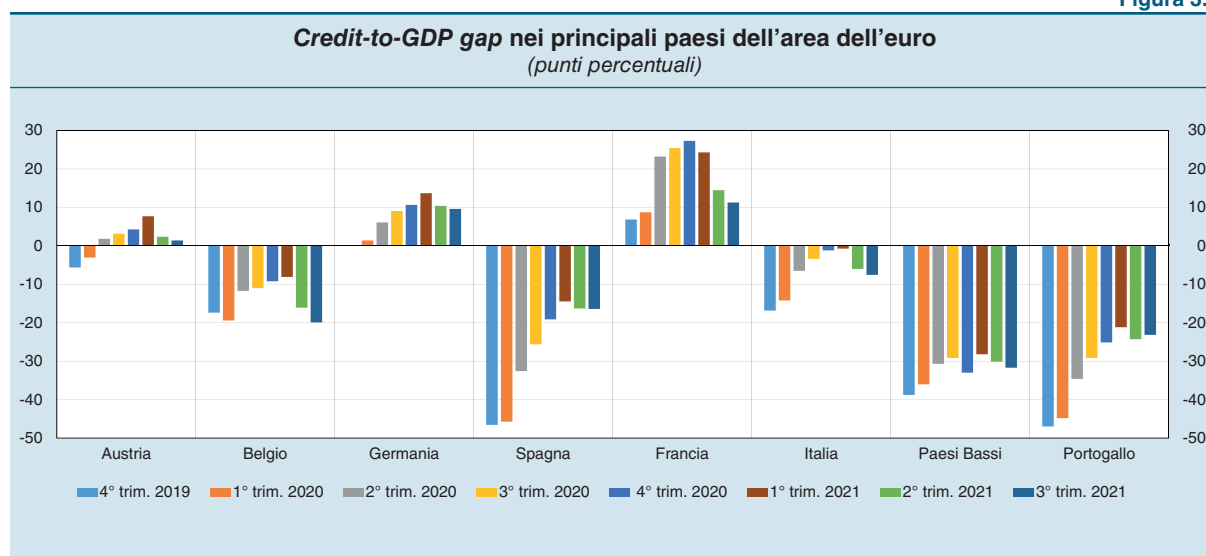
3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

La politica macroprudenziale

La Banca d'Italia ha mantenuto allo zero per cento il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB; tav. 3.1)¹ per il secondo trimestre del 2022, in assenza di rischi per la stabilità finanziaria derivanti da una crescita eccessiva del credito. In linea con le attese, nel quarto trimestre del 2021 il *credit-to-GDP gap* era negativo e si era ulteriormente ampliato (cfr. il par. 1.2). Anche gli altri indicatori connessi con l'evoluzione delle condizioni macrofinanziarie non segnalavano l'accumularsi di vulnerabilità.

Il *credit-to-GDP gap* risulta molto eterogeneo nell'area dell'euro: positivo in Austria, Francia e Germania; negativo negli altri principali paesi (fig. 3.1). Questa situazione si riflette in livelli diversi del CCyB: positivo in Francia e Germania dal 2023, nullo altrove (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A10).

Figura 3.1



Fonte: BCE.

Lo scorso dicembre la Banca d'Italia ha confermato la designazione del gruppo bancario UniCredit come G-SII²: sulla base dei dati al 31 dicembre 2020, il gruppo è rimasto nella prima sottocategoria

¹ Per informazioni sui principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario, cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A9.

² La metodologia di identificazione e classificazione, stabilita dalla normativa europea, si basa su una pluralità di indicatori, tra cui la dimensione, la complessità delle banche e il loro grado di interconnessione e internazionalizzazione. Per maggiori dettagli, cfr. il regolamento delegato UE/2014/1222 della Commissione europea, che contiene previsioni coerenti con quanto stabilito dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) e dal Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB).

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

DATA	Decisione	Coefficiente della riserva di capitale per l'anno in corso (valori percentuali)	Coefficiente della riserva di capitale a regime (2) (valori percentuali)
10.12.2021	Identificazione del gruppo bancario UniCredit come istituzione a rilevanza sistemica globale e determinazione del relativo coefficiente della riserva di capitale (3)	1,00	1,00 (2023)
17.12.2021	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il primo trimestre del 2022	0,00	–
14.01.2022	Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale adottata dall'Haut Conseil de stabilité financière della Francia	–	–
21.03.2022	Risposta della Banca d'Italia alla consultazione della Commissione europea sulla revisione delle disposizioni macroprudenziali	–	–
25.03.2022	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il secondo trimestre del 2022	0,00	–

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

di rilevanza sistemica globale (quella che prevede il requisito più contenuto)³. Pertanto a partire dal 1° gennaio 2023 dovrà continuare a mantenere una riserva di capitale aggiuntiva pari all'1,0 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio.

All'inizio di quest'anno la Banca d'Italia ha valutato la richiesta dell'autorità macroprudenziale francese di riconoscere una misura che stabilisce un limite alle esposizioni delle banche con rilevanza sistemica verso grandi società o gruppi di società non finanziarie altamente indebitate con sede in Francia. L'Istituto ha deciso di non introdurre in Italia la misura francese poiché nessuna banca sistemica italiana ha esposizioni superiori alla soglia di rilevanza; continuerà a svolgere verifiche periodiche sulle esposizioni rilevanti degli intermediari italiani verso la Francia e potrà modificare questa decisione se le circostanze lo richiederanno.

La Banca d'Italia ha recentemente risposto alla consultazione pubblica della Commissione europea sulla revisione delle disposizioni macroprudenziali dell'Unione europea per il settore bancario. Anche alla luce dell'esperienza della crisi pandemica, l'Istituto ritiene utile accrescere la quota di buffer patrimoniali effettivamente rilasciabili dalle autorità in caso di shock esogeni indipendenti dal ciclo economico o finanziario. A tal fine, ad esempio, potrebbe essere prevista la possibilità per le autorità di rilasciare (in tutto o in parte) in circostanze particolarmente avverse la riserva di conservazione del capitale (*capital conservation buffer*). Nella risposta alla consultazione viene considerato favorevolmente l'impiego di una maggiore flessibilità nella fissazione del CCyB, purché il coefficiente continui a rimanere ancorato a indicatori del rischio ciclico di natura quantitativa; si raccomanda inoltre di non utilizzare questa specifica riserva di capitale per fare fronte a rischi non ciclici. La Banca d'Italia valuta inoltre con favore un'armonizzazione a livello europeo, per quanto minima, degli strumenti

³ Le O-SII attualmente identificate sono i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena. Per informazioni sui rispettivi livelli di riserva, cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2021.

macroprudenziali basati sulle caratteristiche dei debitori o dei prestiti (*borrower based*)⁴, da conseguire sulla base delle raccomandazioni già emanate dal Consiglio europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB). Il disegno, la fissazione e l'attivazione di questi strumenti dovrebbero rimanere di esclusiva competenza delle autorità nazionali.

Uno dei temi maggiormente discussi in ambito internazionale, specie a seguito della pandemia e delle relative misure di intervento delle autorità, riguarda l'effettiva utilizzabilità dei buffer patrimoniali delle banche. Oltre a una serie di fattori esterni alla regolamentazione (ad es. l'effetto stigma che si produrrebbe sugli intermediari che decidessero di avvalersi della prevista flessibilità) rileva l'architettura stessa dei buffer e la loro interazione con gli altri requisiti patrimoniali (cfr. il riquadro: *L'effettiva utilizzabilità del requisito combinato di riserva di capitale per le banche italiane: un approccio olistico*).

L'EFFETTIVA UTILIZZABILITÀ DEL REQUISITO COMBINATO DI RISERVA DI CAPITALE PER LE BANCHE ITALIANE: UN APPROCCIO OLISTICO¹

L'attuale quadro regolamentare richiede alle banche di rispettare contemporaneamente diversi requisiti patrimoniali minimi: quello prudenziale basato sulle ponderazioni per il rischio (*risk weights*, RW); quello, pure prudenziale, in termini di leva finanziaria (*leverage ratio*, LR); quello relativo al quadro di risoluzione, per garantire che le banche dispongano del requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL), formulato in termini sia di attività ponderate per il rischio (MREL-RW) sia di leva finanziaria (MREL-LR).

Poiché il requisito combinato di riserva di capitale (*combined buffer requirement*, CBR) è richiesto solo in aggiunta ad alcuni requisiti², può accadere che il capitale di qualità primaria (*common equity tier 1*, CET1) possa essere utilizzato simultaneamente per il rispetto del CBR in un ambito e per il rispetto del requisito minimo in un altro. In questi casi si parla di sovrapposizione (*overlap*) che rende inutilizzabile (in tutto o in parte) il CBR per assorbire le perdite, poiché si incorrerebbe nella violazione di uno dei requisiti minimi³.

¹ A cura di Wanda Cornacchia e Giulio Guerra.

² Il CBR è pari, per ciascuna banca, alla somma della riserva di conservazione del capitale, della riserva di capitale anticiclica, delle riserve per le banche sistemiche a livello globale o nazionale e della riserva per il rischio sistemico. Nella regolamentazione il CBR è richiesto solo in aggiunta ai requisiti ponderati – cioè quelli minimi di capitale (RW) e quelli di MREL basati sui RW (MREL-RW) – ma non anche in aggiunta ai requisiti basati sulla nozione di leva finanziaria, ossia l'LR e il MREL non ponderati (MREL-LR).

³ Le conseguenze delle violazioni sono proporzionate alla loro gravità: quelle relative ai requisiti minimi possono determinare la dichiarazione di dissesto (o rischio di dissesto) dell'intermediario e il possibile avvio delle procedure di liquidazione o risoluzione; quelle relative al CBR possono portare, fra l'altro, a limitazioni nella distribuzione di dividendi.

⁴ Questi strumenti (come ad es. i limiti al rapporto tra l'ammontare del prestito erogato e il valore della garanzia prestata) sono stati recentemente introdotti nell'ordinamento nazionale; cfr. la circolare della Banca d'Italia 285/2013 per le banche; la circolare della Banca d'Italia 288/2015 per gli intermediari finanziari; le Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica.

Per misurare l'utilizzabilità del CBR è stato impiegato un approccio metodologico olistico⁴. Questo approccio si discosta da quello recentemente adottato dall'ESRB⁵ poiché fornisce una visione completa dell'effettiva utilizzabilità del CBR, considerando che lo stesso è richiesto non solo nell'ambito del requisito RW, ma anche in aggiunta al requisito MREL-RW. Qualora il requisito MREL-RW sia più elevato di quello RW, il CBR potrebbe essere più utilizzabile di quanto non risulti dall'approccio basato unicamente sul requisito RW. Ciò spiega la ragione per cui, tenendo conto anche dei requisiti regolamentari previsti dal quadro di risoluzione, l'utilizzabilità del CBR aumenti.

Tavola

Utilizzabilità del CBR delle banche italiane
(in percentuale del CBR; dati al 31 dicembre 2020)

	Approccio basato solo su requisiti prudenziali (RW)	Approccio olistico
Banche con requisiti MREL	10,8	69,0
Totale sistema bancario	26,7	73,6

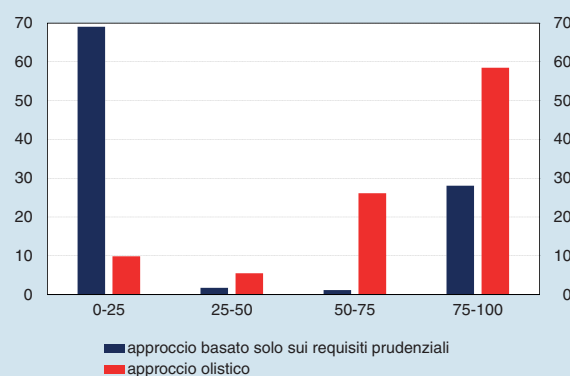
Fonte: segnalazioni di vigilanza.

Le sovrapposizioni interessano circa un quarto delle banche italiane (alle quali è riconducibile quasi il 75 per cento del totale attivo di sistema). La tavola mostra il contributo dell'approccio olistico per la quantificazione dell'utilizzabilità del CBR: per le banche italiane che hanno requisiti MREL (che rappresentano l'80 per cento dell'attivo complessivo) l'effettiva utilizzabilità è mediamente pari al 69,0 per cento, rispetto al 10,8 risultante dall'approccio RW. Per il complessivo sistema bancario italiano l'utilizzabilità sarebbe pari in media al 73,6 per cento, a fronte del 26,7 in base all'approccio RW.

La differenza tra i due approcci per la misurazione dell'utilizzabilità del CBR emerge anche dalla distribuzione delle attività ponderate per il rischio delle banche italiane (*risk-weighted assets*, RWA) per livello di utilizzabilità del CBR (figura). In particolare secondo l'approccio RW quasi il 70 per cento degli RWA di sistema farebbe capo a banche con un'utilizzabilità molto limitata del CBR (compresa tra 0 e 25 per cento). Secondo l'approccio olistico invece l'85 per cento degli RWA sarebbe riconducibile a banche con un'utilizzabilità medio-alta del CBR (superiore al 50 per cento).

Figura

Distribuzione degli RWA del sistema bancario italiano in funzione dell'utilizzabilità del CBR (1)
(valori percentuali; dati al 31 dicembre 2020)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Quota degli RWA di sistema per classi di utilizzabilità del CBR.

⁴ Per ulteriori dettagli sull'approccio metodologico proposto, cfr. W. Cornacchia e G. Guerra, *Overlaps between minimum requirements and capital buffers: the usability of the CBR for Italian banks*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, di prossima pubblicazione.

⁵ Per approfondimenti, cfr. ESRB, *Report of the Analytical Task Force on the overlap between capital buffers and minimum requirements*, dicembre 2021.

Il potere di intervento

Tra gli strumenti a disposizione della Banca d'Italia per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale rientrano quelli previsti dal regolamento UE/2014/600 (MiFIR), che ha attribuito alle autorità di vigilanza nazionali, e in alcuni casi all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) e all'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA), il potere di vietare o limitare: (a) la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di strumenti finanziari e depositi strutturati; (b) determinate attività e pratiche finanziarie collegate. L'art. 7-bis del Testo unico della finanza, recependo quanto previsto dal regolamento MiFIR, attribuisce alla Banca d'Italia il "potere di intervento sui prodotti" per finalità di stabilità finanziaria⁵. Gli interventi perseguono un obiettivo differente rispetto ai controlli che la Banca d'Italia svolge regolarmente in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali e di correttezza degli intermediari nei rapporti con la clientela⁶. Eventuali misure possono essere indirizzate nei confronti delle banche, delle imprese di investimento e dei gestori del mercato, e possono avere natura temporanea o permanente. Prima di esercitare il potere le autorità sono tenute a verificare che non sia possibile fronteggiare i rischi attraverso altre misure di vigilanza e che l'intervento ipotizzato sia proporzionato e non discriminatorio. Sulla base delle analisi e delle valutazioni più recenti, alla fine del 2021 i rischi per la stabilità finanziaria connessi con gli strumenti finanziari in circolazione in Italia appaiono contenuti (cfr. il riquadro: *Il "potere di intervento" della Banca d'Italia e la valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria*).

IL "POTERE DI INTERVENTO" DELLA BANCA D'ITALIA E LA VALUTAZIONE DEI RISCHI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA¹

La Banca d'Italia conduce regolarmente, a sostegno dell'eventuale esercizio del potere di intervento, analisi sui rischi per la stabilità del sistema finanziario italiano che possono derivare dagli strumenti finanziari commercializzati, distribuiti o venduti in Italia o a partire dall'Italia². I prodotti considerati nell'analisi sono molteplici, suddivisi nelle macrocategorie di titoli e derivati, e ulteriormente ripartiti tra complessi e non complessi³.

¹ A cura di Arianna Miglietta.

² Per maggiori informazioni sul quadro utilizzato dalla Banca d'Italia per l'esercizio del potere di intervento, cfr. Banca d'Italia, *Il potere di intervento della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate. Quadro giuridico, analitico e metodologico*, aprile 2022.

³ Relativamente ai titoli, sono considerati complessi: cartolarizzazioni, autocartolarizzazioni, *certificates*, *credit linked notes*, obbligazioni strutturate, obbligazioni subordinate, obbligazioni subordinate sugli strumenti di capitale aggiuntivo (*additional tier 1*, AT1); sono considerati non complessi, oltre alle tipologie residuali: azioni, *commercial papers*, covered bond, diritti, *exchange traded funds* (ETF), fondi aperti, fondi chiusi, altre tipologie di fondi, altre obbligazioni, titoli di Stato italiani ed esteri. Con riferimento ai derivati, sono considerati non complessi: *forward*, *futures*, *forward rate agreements* (FRA), opzioni *plain-vanilla* e *interest rate swaps*; sono considerati complessi: credit default swap, altre opzioni (non *plain-vanilla*), altri contratti derivati, altri derivati creditizi (tra cui *credit default options*).

⁵ La stessa facoltà è anche assegnata alla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), con l'obiettivo di tutelare gli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari e delle merci. Per maggiori informazioni sul potere di intervento sui prodotti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Il "potere di intervento" della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate*.

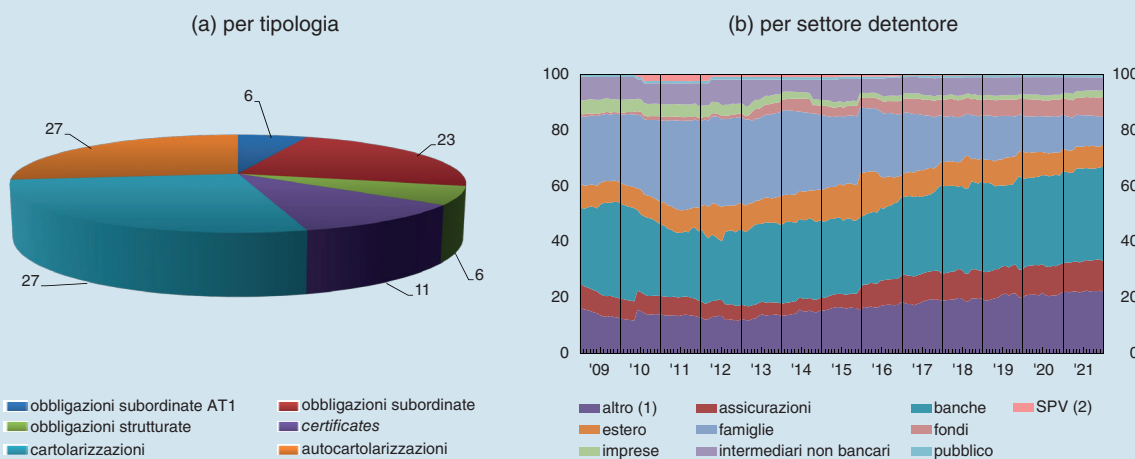
⁶ I controlli in materia di trasparenza e correttezza di competenza della Banca d'Italia riguardano esclusivamente i prodotti e i servizi bancari e finanziari (come conti correnti, depositi, finanziamenti, servizi di pagamento) e non anche quelli aventi finalità di investimento, soggetti ai controlli della Consob.

Sulla base delle valutazioni più recenti, alla fine del 2021 in Italia erano in circolazione titoli di debito per un valore complessivo di circa 2.400 miliardi⁴. Il 16 per cento di questi era rappresentato da strumenti complessi, di cui i più comuni erano costituiti da: (a) cartolarizzazioni, anche nella forma di autocartolarizzazioni (27 per cento in entrambi i casi; figura, pannello a); (b) obbligazioni subordinate (23 per cento); (c) *certificates* (11 per cento)⁵. Il valore totale dei titoli complessi, circa 389 miliardi, è rimasto pressoché invariato negli ultimi cinque anni. Il nozionale dei derivati complessi, pari al 5 per cento del totale dei derivati, ammontava a 295 miliardi; di questi circa il 70 per cento era rappresentato da credit default swap⁶.

Anche le quote di mercato dei settori detentori si sono mantenute relativamente stabili negli ultimi cinque anni (figura, pannello b). Alla fine del 2021 le banche italiane detenevano titoli complessi per circa 134 miliardi, mentre le famiglie ne possedevano 40 miliardi (pari, rispettivamente, al 34 e al 10 per cento dei titoli complessi in circolazione). Tra i prodotti rientranti in questa categoria nei portafogli delle famiglie, i *certificates* sono lo strumento più rappresentato (quasi 26 miliardi), seguiti dalle obbligazioni subordinate (7 miliardi) e da quelle strutturate (5 miliardi).

Figura

Ripartizione dei titoli complessi
(valori percentuali; dati al 31 dicembre 2021)



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli, Matrice dei conti e segnalazioni ex art. 129 del TUB.

(1) La categoria altro è residuale e include: (a) altri settori di detentori rispetto a quelli riportati; (b) il caso in cui il settore del detentore non sia noto. – (2) Società veicolo (*special purpose vehicle*, SPV).

Alla fine del 2021 gli strumenti finanziari valutati potenzialmente rischiosi per la stabilità finanziaria erano: (a) le cartolarizzazioni, anche nella forma di autocartolarizzazioni; (b) le obbligazioni subordinate AT1 (note anche come *contingent convertibles*, CoCos); (c) i *certificates*. Le prime due categorie sono state identificate in base alla crescita dei volumi negli scorsi anni, l'ultima invece per le ampie oscillazioni

⁴ I titoli considerati comprendono le diverse tipologie di obbligazioni e gli strumenti finanziari cartolarizzati con caratteristiche tipiche dei contratti derivati, come ad esempio i *certificates* e i *covered warrants*; sono escluse le azioni e le quote di fondi comuni di investimento.

⁵ Per l'elenco e le definizioni di tutti gli strumenti finanziari analizzati nell'ambito del potere di intervento, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Glossario delle tipologie di strumenti finanziari analizzati dalla Banca d'Italia nell'ambito del potere di intervento*.

⁶ L'analisi è limitata agli strumenti derivati detenuti dalle banche.

dei prezzi cui possono essere soggetti i relativi titoli. L'elevato ammontare di cartolarizzazioni riflette le operazioni di cessione di crediti deteriorati da parte delle banche a investitori specializzati, mentre quello delle autocartolarizzazioni risente del loro utilizzo nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. Per quanto riguarda le obbligazioni subordinate AT1, sebbene la quantità in circolazione sia cresciuta negli ultimi anni, il volume è modesto. Per entrambe le categorie di prodotti i rischi per la stabilità finanziaria appaiono contenuti.

I *certificates* sono titoli di debito particolarmente rischiosi in quanto includono una componente derivativa; il loro valore di mercato può essere soggetto ad ampie variazioni indotte dai cambiamenti di prezzo dei prodotti finanziari sottostanti. I potenziali effetti avversi sulla stabilità del sistema finanziario sono tuttavia limitati, dato il peso contenuto dei *certificates* sulla ricchezza finanziaria delle famiglie (lo 0,5 per cento, di cui quasi la metà rappresentato da titoli a capitale totalmente o parzialmente protetto). La Banca d'Italia tuttavia segue gli sviluppi in questo segmento, in quanto eventuali perdite potrebbero ripercuotersi sulle famiglie, che detengono la maggior parte di tali prodotti.

APPENDICE

INDICE

Tav. A1	Indicatori di sostenibilità finanziaria	75
Tav. A2	Incidenze e coperture dei crediti deteriorati delle banche italiane per modello di business	76
Tav. A3	Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte	77
Tav. A4	Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte	78
Tav. A5	Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza	79
Tav. A6	Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza	80
Tav. A7	Composizione delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (<i>collateral pool</i>)	81
Tav. A8	Posizione netta di liquidità delle banche italiane	82
Tav. A9	Principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario	83
Tav. A10	Riserve macroprudenziali di capitale nei paesi dello Spazio economico europeo	84
Fig. A1	Indicatore del rischio sistemico di liquidità dei mercati finanziari italiani	86
Fig. A2	Profilo dei rimborsi di titoli di Stato a medio e a lungo termine	86
Fig. A3	Scambi repo, tassi e posizione debitoria netta sul mercato MTS	86
Fig. A4	Margini applicati dalle controparti centrali e volatilità degli strumenti finanziari	87

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

PAESI	PIL (1) (tasso di crescita annuo)		Caratteristiche del debito pubblico (2)				Avanzo primario delle Ammi- nistrazioni pubbliche (2)	Indicatore di sostenibilità delle finanze pubbliche S2 (3)	Debiti finanziari del settore privato (4)		Statistiche verso l'estero (5)	
	2022	2023	livello	vita media residua dei titoli di Stato (anni)	quota detenuta da non residenti (in percentuale del debito)	2022	2021	2021	famiglie	imprese non finanziarie	2021	2021
			2022	2023	2021				2021	2021			2021
Italia	2,3	1,7	150,6	148,7	7,1	32,6	-1,7	2,1	43,5	72,8	3,8	6,0
Germania	2,1	2,7	70,9	67,7	6,3	47,2	-1,5	2,6	57,5	72,9	7,4	65,5
Francia	2,9	1,4	112,6	112,9	8,2	53,4	-3,9	1,8	67,2	163,7	-0,8	-32,7
Spagna	4,8	3,3	116,4	115,9	7,9	48,0	-3,2	2,2	59,8	104,8	1,0	-77,3
Paesi Bassi	3,0	2,0	55,3	54,8	8,0	35,8	-1,8	5,3	102,1	148,3	9,3	88,1
Belgio	2,1	1,4	107,5	108,9	9,3	62,0	-3,3	7,8	63,3	146,9	2,2	54,5
Austria	2,6	3,0	80,7	76,6	11,5	68,6	-2,3	3,5	52,7	99,6	-0,2	12,2
Finlandia	1,6	1,7	67,1	67,2	7,2	58,2	-2,7	3	68,5	118,9	2,1	-2,4
Grecia	3,5	2,6	185,4	178,7	....	....	-1,3	....	56,8	67,3	-4,6	-176,0
Portogallo	4,0	2,1	121,6	117,9	7,2	51,5	-0,8	0	68,8	104,2	-0,9	-99,7
Irlanda	5,2	5,0	53,3	50,3	11,2	53,0	-2,5	5,7	31,3	165,9	16,6	-142,7
Area dell'euro	2,8	2,3	95,2	93,4	....	....	-2,3	2,9	60,7	110,4	2,8	-2,3
Regno Unito	3,7	1,2	87,8	82,7	14,6	35,6	-4,6	....	87,7	73,7	-2,6	-22,1
Stati Uniti	3,7	2,3	125,6	123,7	5,9	25,0	-5,6	....	78,5	81,1	-3,5	-69,9
Giappone	2,4	2,3	262,5	258,3	8,1	12,8	-3,6	....	66,9	115,7	2,9	69,3
Canada	3,9	2,8	101,8	98,5	5,7	22,9	-2,1	....	108,8	124,5	0,1	55,9

Fonte: BCE, BRI, Commissione europea e FMI.

(1) FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2022. – (2) FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2022. – (3) Commissione europea, *Fiscal Sustainability Report 2021*, aprile 2022. S2 è un indicatore di sostenibilità definito come l'aumento immediato e permanente dell'avanzo primario strutturale necessario perché sia soddisfatto il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche. – (4) Prestiti e titoli. I dati per i paesi dell'area dell'euro sono tratti da BCE, Statistical Data Warehouse e sono riferiti alla fine del 3° trimestre 2021; i dati per Regno Unito e i paesi extraeuropei sono tratti dalle statistiche della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) e sono riferiti alla fine del 3° trimestre 2021. – (5) I dati per i paesi dell'area dell'euro sono tratti da BCE, Statistical Data Warehouse e sono riferiti alla fine del 3° trimestre 2021; i dati per per Regno Unito e i paesi extraeuropei sono tratti da FMI, Data Warehouse e sono riferiti alla fine del 3° trimestre 2021.

Incidenze e coperture dei crediti deteriorati delle banche italiane per modello di business
(valori percentuali)

VOCI	Deteriorati			Sofferenze			Inadempienze probabili			Scaduti		
	incidenza lorda	incidenza netta	tasso di copertura	incidenza lorda	incidenza netta	tasso di copertura	incidenza lorda	incidenza netta	tasso di copertura	incidenza lorda	incidenza netta	tasso di copertura
Dicembre 2021 (1)												
Banche significative	3,1	1,4	55,0	1,2	0,4	70,8	1,8	1,0	46,2	0,1	0,1	30,2
Banche meno significative	5,1	3,3	36,5	2,6	1,5	41,6	2,2	1,5	34,2	0,3	0,3	11,3
Banche tradizionali	3,9	2,1	47,5	1,7	0,7	60,8	1,9	1,2	40,2	0,3	0,2	13,0
Banche specializzate nella gestione degli NPL	23,0	21,7	8,2	15,0	14,3	7,3	7,1	6,5	10,4	0,9	0,9	5,1
Altre banche specializzate	4,6	2,7	42,7	2,5	1,0	61,0	1,1	0,7	33,5	1,1	1,0	9,2
Totale sistema (2)	3,4	1,7	52,0	1,4	0,5	63,9	1,8	1,0	44,8	0,2	0,1	28,7
Giugno 2021												
Banche significative	3,8	1,8	53,5	1,5	0,5	67,0	2,1	1,2	45,3	0,2	0,1	28,4
Banche meno significative	5,7	3,5	39,8	3,1	1,7	46,2	2,3	1,5	35,3	0,4	0,3	13,5
Banche tradizionali	4,6	2,4	49,2	2,3	0,9	62,4	2,0	1,2	40,3	0,3	0,3	13,7
Banche specializzate nella gestione degli NPL	22,6	20,9	10,2	15,4	14,4	9,2	6,8	6,1	12,5	0,4	0,4	10,7
Altre banche specializzate	4,7	2,3	51,9	2,5	0,8	67,5	1,4	0,8	46,4	0,8	0,7	12,4
Totale sistema (2)	4,0	2,0	52,0	1,8	0,7	63,0	2,0	1,2	44,4	0,2	0,1	26,8

Fonte: segnalazioni armonizzate Finrep consolidate per i gruppi bancari, individuali per il resto del sistema. Sono comprese tutte le banche del sistema.

(1) Dati provvisori. – (2) Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative né come meno significative italiane.

Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2021)

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	50	7,2	21	3,1	24	10	65,9
<i>di cui:</i> manifattura	10	4,9	3	1,8	3	2	70,4
costruzioni (5)	11	17,5	4	8,0	6	2	68,9
servizi	26	7,0	11	3,2	13	5	62,4
<i>di cui:</i> sofferenze	22	3,1	6	1,0	10	6	77,9
<i>di cui:</i> manifattura	4	2,1	1	0,6	1	1	78,3
costruzioni (5)	5	8,2	2	2,8	3	1	77,1
servizi	11	3,0	3	0,9	5	3	78,0
Famiglie consumatrici							
Crediti deteriorati verso clientela	18	3,3	10	1,8	12	1	65,1
<i>di cui:</i> sofferenze	7	1,3	3	0,5	4	0	73,7
Totale settori (6)							
Crediti deteriorati verso clientela	74	4,8	33	2,2	38	11	63,2
<i>di cui:</i> sofferenze	30	2,0	10	0,6	15	6	75,8

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 dicembre 2021 ammontavano, per il totale dei crediti deteriorati al lordo delle rettifiche, a circa 6 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 sottosectore 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; dicembre 2021)

PAESI/AREE	Settore pubblico	Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	Variazione percentuale del totale rispetto alla fine del precedente semestre	In percentuale del totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2)	In percentuale del totale delle esposizioni (3)
Area dell'euro (esclusa Italia)	186,2	63,2	57,2	221,8	528,4	-1,9	8,8	18,2
Altri paesi industriali	43,1	20,4	33,6	41,1	138,2	17,3	1,0	4,8
<i>di cui:</i> Regno Unito	0,8	5,7	17,3	9,2	33,0	17,2	1,3	1,1
Paesi emergenti e in via di sviluppo	63,6	19,7	4,8	93,7	181,8	0,3	3,8	6,3
Europa	47,0	8,9	3,5	81,7	141,1	-1,4	13,9	4,9
<i>di cui:</i> Russia	1,2	2,2	0,4	16,4	20,2	3,5	22,1	0,7
Turchia	0,5	3,0	0,3	1,5	5,2	-1,7	4,1	0,2
Africa e Medio Oriente	11,2	2,9	0,1	6,6	20,9	6,6	3,5	0,7
Asia e Pacifico	3,7	5,6	1,1	3,1	13,5	14,3	0,6	0,5
Centro e Sud America	1,7	2,3	0,1	2,2	6,3	-5,5	0,7	0,2
<i>di cui:</i> Argentina	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Brasile	0,1	2,1	0,0	0,8	3,0	-16,9	1,3	0,1
Messico	0,6	0,0	0,1	1,1	1,8	11,5	0,5	0,1
Centri offshore	0,4	0,5	2,9	4,6	8,3	-1,1	0,3	0,3
Totale	293,3	103,7	98,5	361,2	856,6	1,3	3,2	29,5
<i>per memoria:</i>								
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia (4)	7,7	4,8	0,5	19,2	32,2	4,2	6,0	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 rettifiche di valore. Sono esclusi BancoPosta e Cassa depositi e prestiti. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere segnalate alla BRI da un ampio gruppo di intermediari internazionali; numeratore e denominatore si riferiscono al 30 settembre 2021. –

(3) Gli impieghi sono dati dal totale delle esposizioni verso residenti e non residenti. Il numeratore e il denominatore sono riferiti al 31 dicembre 2021. – (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	1.370.728	6.792	4,4
2015	364.361	-20.898	10,6	1.295.539	-67.495	4,2
2016	333.329	-26.646	9,8	1.205.130	-89.282	3,9
2017	283.742	-46.708	8,5	1.074.168	-119.982	3,5
2018	318.449	43.974	9,7	1.054.143	-8.157	3,4
2019	313.699	-17.420	9,4	1.030.973	-44.657	3,2
2020 – gen.	316.251	-875	9,5	1.027.968	-9.501	3,1
feb.	320.600	6.890	9,5	1.037.546	13.050	3,1
mar.	336.121	19.791	9,9	1.084.606	55.092	3,1
apr.	352.400	18.992	10,3	1.158.270	77.910	3,3
mag.	363.171	7.711	10,5	1.214.418	50.143	3,5
giu.	363.563	-3.016	10,3	1.224.174	3.950	3,5
lug.	369.916	3.438	10,9	1.210.063	-18.098	3,4
ago.	373.878	4.562	11,2	1.222.794	10.433	3,5
set.	373.340	-2.950	11,0	1.227.113	143	3,5
ott.	369.089	-5.054	10,7	1.201.212	-27.574	3,4
nov.	358.243	-12.564	10,3	1.185.250	-18.702	3,3
dic.	343.615	-14.725	10,0	1.145.291	-40.446	3,3
2021 – gen.	351.549	9.135	10,2	1.155.880	12.240	3,2
feb.	358.094	8.047	10,4	1.174.160	21.943	3,3
mar.	351.040	-8.552	10,1	1.199.215	-11.179	3,3
apr.	353.866	4.938	10,1	1.173.985	-22.447	3,2
mag.	358.733	4.829	10,2	1.181.023	6.319	3,2
giu.	353.977	-5.250	10,0	1.158.769	-23.451	3,2
lug.	357.700	2.145	10,1	1.146.802	-15.957	3,1
ago.	359.647	2.461	10,2	1.151.468	4.745	3,1
set.	355.949	-2.600	10,0	1.132.866	-16.343	3,1
ott.	354.220	1.132	9,9	1.111.654	-16.550	3,0
nov.	351.040	-6.788	9,8	1.112.201	-3.495	2,9
dic.	342.001	-7.225	9,6	1.092.366	-16.627	3,0
2022 – gen.	351.938	10.511	9,8	1.098.122	8.375	2,9
feb.	360.383	11.647	10,0	1.114.399	22.535	2,9

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. – (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; febbraio 2022)

DETENTORE	Scadenza				Totale
	entro il 2022	tra il 2023 e il 2024	tra il 2025 e il 2029	oltre il 2030	
Famiglie (2)	7.133	11.040	16.569	1.507	36.250
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	9	44	6	59
subordinate	1.307	769	2.605	333	5.013
Banche del gruppo (3)	3.658	4.580	13.911	1.704	23.853
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	–	–	–	–
subordinate	60	450	123	600	1.233
Altre banche residenti	4.924	8.710	12.391	1.760	27.785
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	366	1.222	127	1.715
subordinate	76	106	798	452	1.433
Altri investitori	25.555	43.701	74.564	25.302	169.122
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	2.238	6.239	1.352	9.829
subordinate	2.091	3.928	9.765	10.787	26.571
Totale	41.271	68.031	117.434	30.273	257.009
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	2.613	7.505	1.485	11.603
subordinate	3.534	5.252	13.292	12.172	34.250

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

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

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

VOCI	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021			2022
								giugno	dicembre	marzo	
Totale	283,5	253,7	297,3	321,2	310,5	285,8	436,1	503,1	513,5	510,3	
Titoli di Stato	119,8	97,6	88,8	105,8	78,0	68,1	129,4	166,9	156,9	154,3	
Titoli di Amministrazioni locali e regionali	2,9	2,6	1,7	1,9	1,3	0,5	0,8	1,8	2,0	1,6	
Obbligazioni bancarie non garantite	10,4	5,8	5,3	5,4	5,0	3,3	5,4	7,0	7,4	7,2	
Obbligazioni bancarie garantite dallo Stato	15,0	0,4	0,3	1,3	2,5	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	
Obbligazioni bancarie garantite (covered bond)	49,8	46,4	76,3	76,8	91,3	86,1	99,8	102,5	107,3	104,5	
Obbligazioni di emittenti non bancari	1,0	2,5	3,0	3,0	4,3	3,7	4,9	9,3	10,0	10,1	
Attività cartolarizzate (<i>asset-backed securities</i>)	40,0	35,5	44,0	49,9	49,7	47,7	45,5	54,9	61,8	58,7	
Altre attività negoziabili	0,4	0,6	0,8	2,8	1,3	1,8	2,6	3,8	6,3	7,9	
Attività non negoziabili (prestiti bancari)	44,3	62,4	77,1	74,3	77,1	73,6	147,1	156,3	161,2	165,4	

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)
2018 – gen.	0,8	12,1	12,9	-0,5	16,1	15,6
feb.	0,3	13,2	13,5	-1,0	16,7	15,8
mar.	0,6	13,5	14,1	-2,0	18,7	16,7
apr.	0,7	13,5	14,2	-3,0	19,9	16,8
mag.	-0,2	14,1	13,9	-5,3	21,3	16,0
giu.	-1,2	14,1	12,9	-5,5	20,7	15,2
lug.	-1,3	13,9	12,5	-4,3	20,0	15,7
ago.	-0,9	13,9	13,0	-5,2	20,8	15,6
set.	-0,2	13,7	13,5	-5,9	21,9	16,0
ott.	-0,1	13,4	13,3	-4,9	20,5	15,6
nov.	0,1	13,5	13,6	-4,7	20,0	15,2
dic.	0,1	13,6	13,7	-5,9	20,2	14,3
2019 – gen.	-0,5	13,8	13,3	-6,6	20,2	13,6
feb.	-0,5	14,6	14,1	-5,9	19,1	13,1
mar.	-0,6	15,0	14,4	-5,8	19,5	13,7
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.	-	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
nov.	0,3	18,2	18,5	-3,8	21,5	17,7
dic.	-1,0	19,2	18,2	-5,6	21,9	16,3
2020 – gen.	-1,1	18,6	17,5	-5,9	21,4	15,5
feb.	-0,4	18,7	18,2	-5,9	22,1	16,1
mar.	-0,8	18,5	17,7	-4,8	22,3	17,5
apr.	-1,4	19,6	18,3	-4,4	22,6	18,2
mag.	-2,8	22,6	19,8	-6,5	25,3	18,7
giu.	-4,2	24,4	20,3	-7,3	26,1	18,8
lug.	-0,9	21,9	21,1	-4,5	25,0	20,5
ago.	-0,9	22,4	21,6	-4,0	25,6	21,3
set.	-0,4	22,6	22,1	-3,6	25,1	21,5
ott.	0,1	21,1	21,2	-2,7	23,7	21,0
nov.	0,1	21,9	22,0	-1,9	23,3	21,5
dic.	-0,5	22,0	21,5	-2,1	23,6	21,4
2021 – gen.	-1,0	21,7	20,7	-3,0	23,6	20,6
feb.	-0,7	22,0	21,3	-1,2	23,0	21,8
mar.	0,2	21,6	21,8	-0,2	24,7	24,5
apr.	0,5	21,0	21,5	1,4	25,3	26,7
mag.	0,2	22,0	22,2	0,2	26,3	26,5
giu.	-0,0	22,3	22,3	-0,3	26,7	26,4
lug.	0,2	22,2	22,4	-0,3	25,3	25,0
ago.	-0,2	23,1	22,9	-0,7	25,6	24,9
set.	-0,3	22,9	22,6	-1,7	26,5	24,8
ott.	-0,7	22,3	21,6	-1,5	25,0	23,5
nov.	-0,2	22,4	22,2	-1,4	24,6	23,1
dic.	-0,4	21,8	21,4	-2,2	25,4	23,2
2022 – gen. (4)	-1,0	25,8	24,8	-2,5	25,3	22,8
feb.	-1,5	26,3	24,8	-3,4	26,1	22,7
mar.	-1,8	26,9	25,2	-2,9	25,7	22,8

Fonte: dati trasmessi alla Banca d'Italia da un campione di intermediari bancari nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.

(1) Medie mensili delle rilevazioni settimanali per le banche significative (vigilate direttamente dalla BCE) e per un campione di 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. – (4) Dal 1° gennaio 2022 Fineco e Mediolanum sono uscite dal campione LSI e sono entrate nel campione SI.

Principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario (1)

Strumento	Finalità
Strumenti armonizzati a livello europeo (2)	
Riserva di capitale anticiclica (CCyB)	Riduzione della prociclicità del sistema finanziario, attraverso la costituzione di riserve di capitale nelle fasi di espansione del ciclo finanziario, da utilizzare in quelle di contrazione per assorbire eventuali perdite
Riserve di capitale per le istituzioni a rilevanza sistemica globale o nazionale (G-SII e O-SII)	Aumento della capacità di assorbimento delle perdite da parte delle istituzioni a rilevanza sistemica
Riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (SyRB)	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.

Tavola A10

Riserve macroprudenziali di capitale nei paesi dello Spazio economico europeo

(valori percentuali; dati al 1° aprile 2022)

PAESI	Requisito combinato di riserva di capitale (CBR) in vigore (1)	Riserva di capitale anticiclica (CCyB)				Riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica globale (G-SII)		Riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica nazionale (O-SII)		Riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (SyRB)	
		Data entrata in vigore	Tasso in vigore	Data a regime	Tasso a regime	Data entrata in vigore	Descrizione	Data entrata in vigore	Descrizione	Data entrata in vigore	Descrizione
Austria	2,50-4,50	1° gen. 2016	0,00					1 gen. 2022	9 banche: 0,50-1,00	3 giu. 2021	12 banche (incluse 8 O-SII): 0,50-1,00
Belgio	2,50-4,00	1° apr. 2020	0,00					1° dic. 2021	8 banche: 0,75-1,50		– (3)
Bulgaria	6,00-7,00	1° apr. 2020	0,50	1° gen. 2023	1,50			1° gen. 2022	8 banche: 0,50-1,00	3 dic. 2021	3,00 (4)
Cipro	2,50-2,50	1° gen. 2016	0,00					1° gen. 2022	0 banche		
Croazia	4,00-6,00	1° gen. 2016	0,00	1° mar. 2023	0,50			1° gen. 2022	7 banche: 0,50-2,00	29 dic. 2020	1,50
Danimarca	2,50-5,50	12 mar. 2020	0,00	1° dic. 2022	2,00			28 dic. 2020	7 banche: 1,00-3,00		
Estonia	2,50-4,50	1° gen. 2016	0,00	1° dic. 2022	1,00			1° gen. 2019	4 banche: 1,00-2,00	1° mag. 2020	0,00
Finlandia	2,50-4,50	16 mar. 2015	0,00					29 giu. 2021	3 banche: 0,50-2,00	6 apr. 2020	0,00
Francia	2,50-4,00	1° apr. 2020	0,00	1° apr. 2023	0,50	1° gen. 2022	4 banche: 1,00-1,50 (2)	1° gen. 2022	7 banche: 0,25-1,50		
Germania	2,50-4,50	1° apr. 2020	0,00	1° feb. 2023	0,75	1° gen. 2022	1 banca: 1,50	1° gen. 2022	14 banche: 0,25-2,00		– (3)
Grecia	2,50-3,25	1° gen. 2016	0,00					1° gen. 2022	4 banche: 0,75 (2)		
Irlanda	2,50-4,00	1° apr. 2020	0,00					1° gen. 2022	6 banche: 0,50-1,50		
Islanda	2,50-7,50	18 mar. 2020	0,00					8 apr. 2020	3 banche: 2,00	8 apr. 2020	8 banche (incluse le O-SII): 3,00 (4)
Italia	2,50-3,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2022	1 banca: 1,00	1° gen. 2022	4 banche: 0,25-1,00		
Lettonia	2,50-4,50	1° feb. 2016	0,00					8 dic. 2020	4 banche: 1,25-2,00		

Fonte: autorità di vigilanza macroprudenziale ed ESRB.

(1) Il CBR è pari, per ciascuna banca, alla somma di CCoB (pari al 2,5 per cento), CCyB, delle riserve per le G-SII e per le O-SII, e del SyRB, ex art. 128(6) della CRD4. Qualora un gruppo sia soggetto, su base consolidata, alle seguenti riserve, si applica soltanto la riserva più elevata: (a) una riserva per le G-SII e una riserva per le O-SII; (b) una riserva per le G-SII, una riserva per le O-SII e un SyRB, ex art. 131(14) della CRD4. Nei casi in cui il SyRB si applichi con riferimento alle sole esposizioni domestiche, questo si cumula con la riserva per le O-SII o le G-SII, ex art. 133(5) della CRD4. Nei paesi in cui le modifiche introdotte dalla CRD5 sono state recepite nella legislazione nazionale, il SyRB è sempre cumulato al maggiore tra i buffer G-SII e O-SII ai sensi degli artt. 131(15) e 133(1), (7) e (8.c) CRD4. – (2) La Francia ha previsto l'innalzamento della riserva massima di capitale G-SII al 2,0 per cento a partire da gennaio 2023. La Grecia ha previsto il completamento del *phase in* della riserva O-SII con un livello massimo all'1,0 per cento a gennaio 2023. – (3) Il Belgio e la Germania hanno previsto l'introduzione di un SyRB settoriale, rispettivamente da maggio 2022 (pari al 9,0 per cento) e da febbraio 2023 (pari al 2,0) per le esposizioni garantite da immobili residenziali. – (4) Il SyRB si applica alle sole esposizioni domestiche.

Continua

Riserve macroprudenziali di capitale nei paesi dello Spazio economico europeo

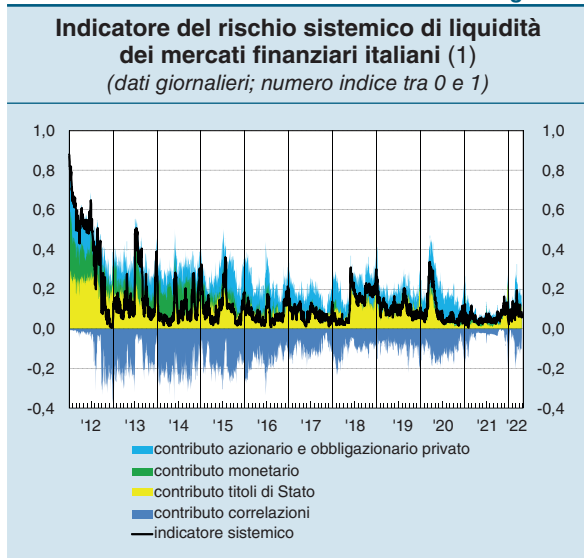
(valori percentuali; dati al 1° aprile 2022)

PAESI	Requisito combinato di riserva di capitale (CBR) in vigore (1)	Riserva di capitale anticiclica (CCyB)				Riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica globale (G-SII)		Riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica nazionale (O-SII)		Riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (SyRB)	
		Data entrata in vigore	Tasso in vigore	Data a regime	Tasso a regime	Data entrata in vigore	Descrizione	Data entrata in vigore	Descrizione	Data entrata in vigore	Descrizione
Liechtenstein	2,50-4,50	1° lug. 2019	0,00					1° gen. 2022	3 banche: 2,00	1° gen. 2020	5 banche, (incluse le O-SII): 1,00-2,00
Lituania	2,50-4,50	1° apr. 2020	0,00					31 dic. 2021	3 banche: 1,00-2,00		– (3)
Lussemburgo	3,00-4,00	1° gen. 2021	0,50					1° gen. 2022	7 banche: 0,50-1,00		
Malta	2,50-4,50	1° gen. 2016	0,00					1° gen. 2022	4 banche: 0,125-2,00		
Norvegia	6,50-10,00	13 mar. 2020	1,00	31 mar. 2023	2,50			1° gen. 2021	2 banche: 1,00-2,00	31 dic. 2020	3,00-4,50 (4) (5)
Paesi Bassi	2,50-5,00	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2022	1 banca: 1,00	1° gen. 2022	5 banche: 1,00-2,50		
Polonia	2,50-3,50	1° gen. 2016	0,00					29 ott. 2021	10 banche: 0,10-1,00		
Portogallo	2,50-3,50	1° gen. 2016	0,00					1° gen. 2022	6 banche: 0,25-1,00		
Repubblica Ceca	3,00-5,50	1° lug. 2020	0,50	1° apr. 2023	2,50			1° ott. 2021	5 banche: 0,50-2,50		
Romania	2,50-4,50	1° gen. 2016	0,00	17 ott. 2022	0,50			1° gen. 2022	9 banche: 0,50-2,00	1° gen. 2022	0,00-2,00
Slovacchia	3,50-5,50	1° ago. 2020	1,00					1° gen. 2022	5 banche: 0,25-2,00		
Slovenia	2,50-3,50	1° gen. 2016	0,00					1° gen. 2022	6 banche: 0,25-1,00 (2)		
Spagna	2,50-3,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2022	1 banca: 1,00	1° gen. 2022	4 banche: 0,25-1,00		
Svezia	2,50-6,50	16 mar. 2020	0,00	29 set. 2022	1,00			1° gen. 2022	4 banche: 0,00-1,00	29 dic. 2020	3 O-SII: 3,00
Ungheria	2,50-3,00	1° gen. 2016	0,00					1° gen. 2022	7 banche: 0,125-0,50	18 mar. 2020	0,00 (4)

Fonte: autorità di vigilanza macroprudenziale ed ESRB.

(1) Il CBR è pari, per ciascuna banca, alla somma di CCoB (pari al 2,5 per cento), CCyB, delle riserve per le G-SII e per le O-SII, e del SyRB, ex art. 128(6) della CRD4. Qualora un gruppo sia soggetto, su base consolidata, alle seguenti riserve, si applica soltanto la riserva più elevata: (a) una riserva per le G-SII e una riserva per le O-SII; (b) una riserva per le G-SII, una riserva per le O-SII e un SyRB, ex art. 131(14) della CRD4. Nei casi in cui il SyRB si applichi con riferimento alle sole esposizioni domestiche, esso si cumula con la riserva per le O-SII o le G-SII, ex art. 133(5) della CRD4. Nei paesi in cui le modifiche introdotte dalla CRD5 sono state recepite nella legislazione nazionale, il SyRB è sempre cumulato al maggiore tra i buffer G-SII e O-SII ai sensi degli artt. 131(15) e 133(1), (7) e (8.c) CRD4. – (2) In Slovenia la riserva per le O-SII massima salirà all'1,25 per cento da gennaio 2023. – (3) La Lituania ha previsto l'introduzione di un SyRB settoriale da luglio 2022 pari al 2,0 per cento per le esposizioni garantite da immobili residenziali. – (4) Il SyRB si applica alle sole esposizioni domestiche. – (5) Per le istituzioni che non utilizzano l'approccio IRB avanzato, la riserva è fissata al 3,0 per cento fino al 31 dicembre 2022. Dopo tale data sarà fissata al 4,5 per cento come per tutte le altre banche.

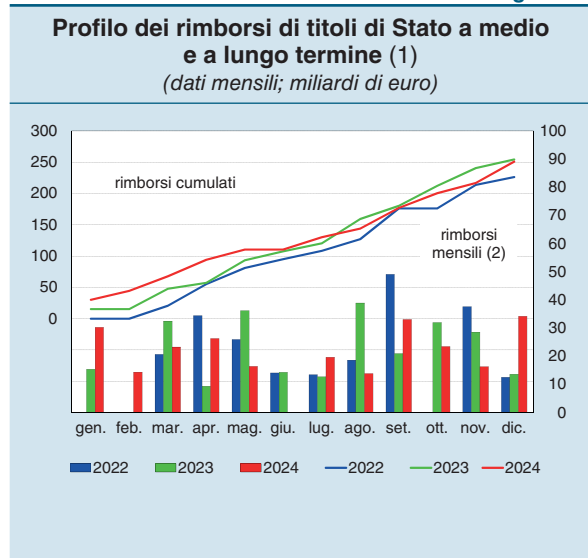
Figura A1



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Bloomberg, Moody's Analytics, MTS spa e Refinitiv.

(1) L'indicatore sistemico misura il rischio congiunto nei mercati monetario, secondario dei titoli di Stato, azionario e obbligazionario privato. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). Il grafico mostra anche i contributi all'indicatore sistemico dei singoli mercati e delle correlazioni esistenti tra essi. Per la metodologia di costruzione cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2014.

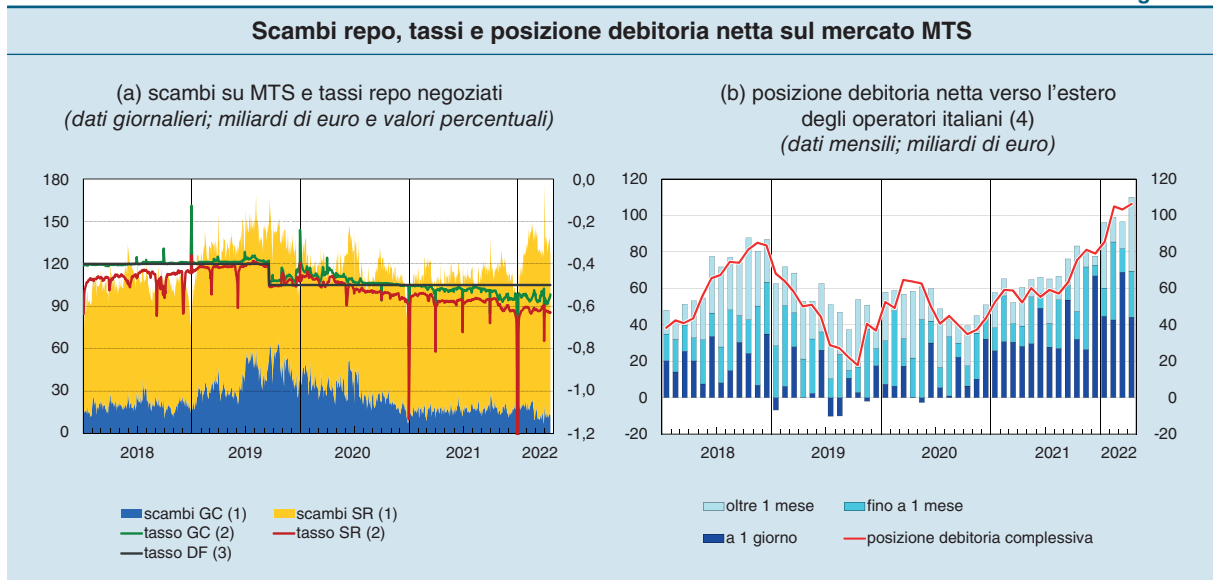
Figura A2



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), aggiornati a marzo 2022.

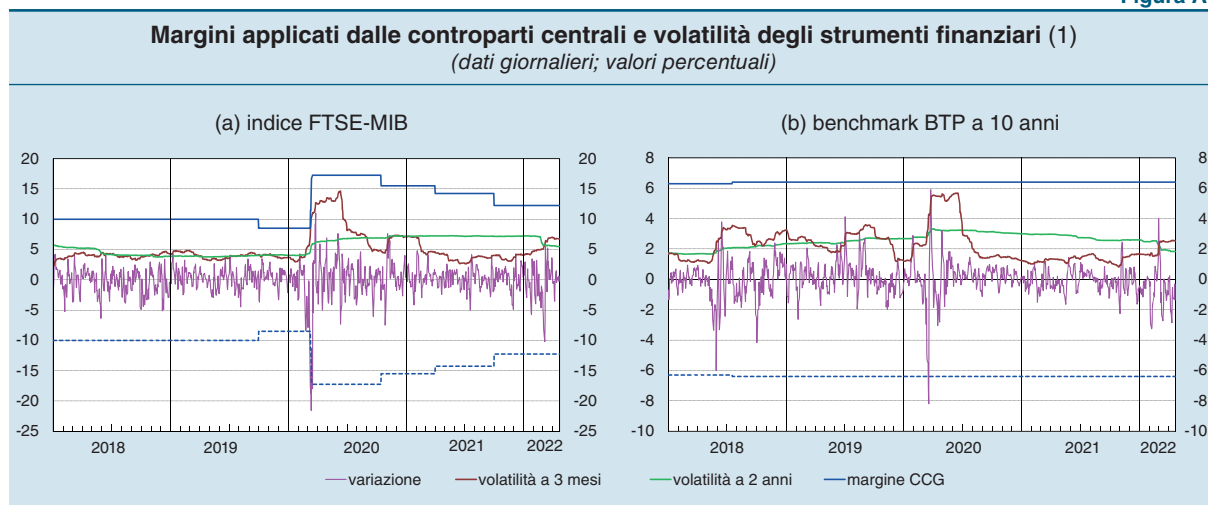
(1) Titoli di Stato (inclusi quelli collocati sui mercati internazionali) con scadenza all'emissione superiore a un anno, con l'esclusione delle tranche emesse dal MEF per la costituzione di un proprio portafoglio titoli da utilizzare esclusivamente in operazioni di pronti contro termine (repo). I rimborsi dei BTP indicizzati non sono rivalutati per l'inflazione. – (2) Scala di destra.

Figura A3



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

(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 su MTS repo. Scala di destra. – (3) Tasso di remunerazione sui depositi overnight presso l'Eurosistema (*deposit facility*, DF). – (4) 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. A partire da maggio 2021, l'indicatore riflette anche l'attività in pronti contro termine condotta dal MEF sul mercato MTS repo.



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Cassa di compensazione e garanzia (CCG) e Reuters.

(1) Variazioni a 5 giorni del prezzo del BTP benchmark a 10 anni e variazioni a 3 giorni dell'indice FTSE-MIB. Gli indicatori di volatilità sono 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. Le linee tratteggiate, speculari a quelle dei margini, sono riportate per indicare l'adeguatezza dei livelli dei margini a fronte delle variazioni negative dei prezzi effettivamente registrate sul mercato.

