



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

novembre 2022

2 | 2022



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 2 / 2022
Novembre

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

Relazione annuale

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

Bollettino economico

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

Una miscellanea di studi su 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, Salvatore Cardillo, Alberto Coco, Antonio De Socio, Leonardo Del Vecchio, Maddalena Galardo, Nicolò Gnecato, Teresa Griffo (Ivass), Davide Moretti, Valentina Nigro, Stefano Nobili, Federica Pallante (Ivass), Onofrio Panzarino, Tommaso Perez, Dario Portioli, Anna Maria Rinaldi, Gabriele Zinna

Riquadri

Giulia Avola (Ivass), Paolo Bisio, Nicola Branzoli, Valeria Calicchia, Umberto Caragnano, Fadi Hassan, Emilia Luisa Leone, Massimo Molinari, Angelo Nunnari, Raffaella Pico, Anna Rendina, Dario Ruzzi, Francesco Sciarretta (Ivass)

Aspetti editoriali

Daniela Falcone, Valentina Anna Elda 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 18 novembre 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	12
1.3 I mercati finanziari	13
1.4 I mercati immobiliari	19
1.5 Le famiglie e le imprese	20
2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI	27
2.1 Le banche	27
2.2 Le assicurazioni e l'industria del risparmio gestito	43
3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA	53
APPENDICE	57

INDICE DEI RIQUADRI

Le esposizioni in derivati energetici delle controparti italiane	9
L'esposizione delle famiglie al rischio di tasso nei mutui abitativi	21
La dotazione MREL per le banche significative italiane	34
L'esercizio di valutazione della resilienza del sistema bancario italiano	40
L'impatto delle dinamiche inflative sul comparto danni	44
Il recente ricorso al CCyB nei paesi aderenti all'SSM	53

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

L'attività economica globale è rallentata nel periodo estivo e le stime di crescita nelle principali economie sono state riviste al ribasso per il prossimo anno. Il ciclo economico mondiale rimane fortemente condizionato dall'elevata inflazione, dalle difficoltà di approvvigionamento energetico e alimentare causate dal protrarsi del conflitto in Ucraina e acuite dalla siccità, nonché dal rallentamento dell'economia cinese. Le banche centrali di molti paesi stanno proseguendo nel processo di normalizzazione della politica monetaria per contrastare le pressioni inflazionistiche.

Le condizioni sui mercati finanziari globali sono peggiorate dalla scorsa primavera. In un contesto di progressivo rallentamento dell'attività economica e di rapido rialzo dei tassi di interesse a lungo termine, nelle principali economie avanzate si sono manifestati episodi di elevata volatilità e deterioramento della liquidità, anche sui mercati dei titoli di Stato. Le tensioni nel comparto delle materie prime, ormai in corso da quasi un anno, hanno comportato difficoltà per alcuni intermediari finanziari e per diverse imprese energetiche operanti sul mercato dei derivati su commodity. Potrebbero ancora verificarsi tensioni, nonostante alcuni paesi siano intervenuti per contenere le criticità.

I rischi per la stabilità finanziaria sono aumentati anche in Italia, sebbene il sistema bancario, le famiglie e le imprese siano nell'insieme più solidi rispetto a passati episodi di turbolenza. Come per gli altri paesi dell'area dell'euro, l'incremento dei rischi è principalmente determinato dalla persistente instabilità geopolitica, dai rincari delle materie prime energetiche, dalle pressioni inflative e dal peggioramento delle prospettive di crescita, riviste al ribasso per il 2023.

Le condizioni della finanza pubblica hanno beneficiato della ripresa economica del 2021 e dei primi nove mesi del 2022. Per consolidare la tendenza alla riduzione dell'indebitamento netto e del debito pubblico rispetto al PIL sarà importante mantenere il controllo della spesa pubblica e

conseguire un significativo e stabile aumento del potenziale di crescita, facendo leva anche sull'efficace e tempestiva attuazione del PNRR. Il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi, dopo un rilevante ampliamento negli ultimi mesi, è tornato sui livelli della scorsa primavera.

Prosegue la ripresa del mercato immobiliare. I prezzi nel comparto residenziale sono cresciuti con maggiore intensità rispetto al 2021, ma meno sia di quanto osservato in altri paesi dell'area, sia rispetto al contemporaneo rialzo dell'inflazione. Nel comparto non residenziale il calo dei prezzi si è attenuato.

I rischi per la stabilità finanziaria connessi con la situazione delle famiglie si mantengono contenuti. Dopo il favorevole andamento del reddito disponibile nella prima parte dell'anno, le prospettive sono peggiorate nel secondo semestre a causa del persistere di un'elevata inflazione. L'indebitamento rimane tuttavia stabile e basso nel confronto internazionale. Il costo medio dei prestiti in essere è lievemente aumentato ma resta su valori molto bassi. Il rientro dall'accomodamento monetario si sta trasmettendo sul costo delle nuove erogazioni, senza tuttavia esporre l'onere del servizio del debito a significativi rischi di rialzo.

La situazione finanziaria delle imprese risente del rallentamento dell'attività economica, dei rincari dei prodotti energetici e dell'aumento dei tassi di interesse. La capacità di servizio del debito permane tuttavia elevata. L'indebitamento è aumentato nei mesi estivi soprattutto per le imprese di maggiore dimensione, mentre sono diminuiti i finanziamenti verso le aziende più piccole. Nella seconda parte dell'anno il peggioramento delle condizioni di mercato si è riflesso negativamente sui costi del finanziamento obbligazionario.

La situazione delle banche è nel complesso solida, ma l'indebolimento delle condizioni macroeconomiche, le pressioni inflazionistiche e alcuni effetti dell'incremento dei tassi di interesse

potrebbero incidere sui loro bilanci. Nel terzo trimestre la qualità degli attivi si è mantenuta buona e il tasso di deterioramento dei prestiti è rimasto su livelli storicamente bassi. La redditività nel primo semestre dell'anno è migliorata, soprattutto per l'aumento del margine di interesse. La patrimonializzazione si mantiene superiore a quanto osservato nel periodo pre-pandemico, seppure in calo sia per operazioni di riacquisto di azioni proprie, sia per la riduzione del valore di mercato dei titoli in portafoglio. In prospettiva la maggiore onerosità del debito potrà incidere sulla capacità di rimborso dei prestiti da parte di famiglie e imprese, con potenziali ricadute sulla qualità del credito. Potranno inoltre manifestarsi pressioni al rialzo sul costo della raccolta, anche a seguito della necessità di sostituire i fondi acquisiti attraverso la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO3) e di emettere strumenti idonei a soddisfare il requisito minimo di fondi propri e passività soggette a bail-in (MREL). Il livello di patrimonializzazione del sistema rimarrebbe

comunque complessivamente adeguato anche se si realizzasse uno scenario macroeconomico peggiore di quello atteso, corrispondente allo scenario avverso pubblicato nel Bollettino economico di ottobre.

La patrimonializzazione del comparto assicurativo è in moderata flessione, rimanendo comunque su livelli elevati. La redditività nella prima metà del 2022 è stata negativa nella gestione vita, per le minusvalenze sui titoli in portafoglio. La posizione di liquidità del settore è stabile ed elevata nel confronto europeo. Nel comparto vita si osserva tuttavia un progressivo aumento del rapporto tra l'onere per i riscatti e i premi.

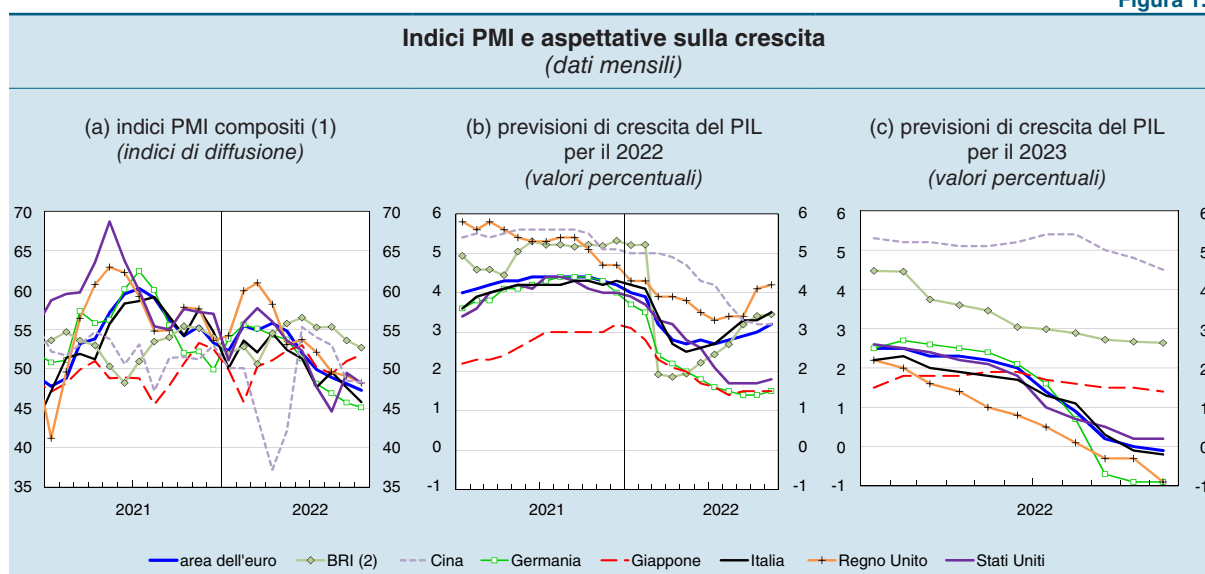
È proseguita la dinamica positiva della raccolta netta dei fondi comuni italiani, con una ricomposizione dei flussi da quelli obbligazionari a quelli azionari e monetari. Il grado di liquidità è ulteriormente migliorato, restando su valori elevati nel confronto storico. I rischi del comparto si confermano contenuti.

1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI GLOBALI E DELL'AREA DELL'EURO

L'attività economica globale è rallentata durante i mesi estivi (fig. 1.1.a) e le stime di crescita nei principali paesi sono state riviste al ribasso, sia per l'anno in corso (fig. 1.1.b) sia, soprattutto, per il 2023 (fig. 1.1.c). Il ciclo economico ha risentito di un insieme di fattori che condizioneranno l'attività anche nei prossimi mesi: l'inflazione elevata e la politica monetaria restrittiva in molte giurisdizioni; le difficoltà dell'approvvigionamento energetico e alimentare legate al protrarsi del conflitto in Ucraina e acuite dalla siccità; il rallentamento della crescita in Cina dovuto alle misure di contenimento della pandemia e alla crisi del settore immobiliare; il rafforzamento del dollaro, che determina un inasprimento delle condizioni finanziarie in un contesto di accresciuta incertezza e volatilità dei mercati.

Figura 1.1



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

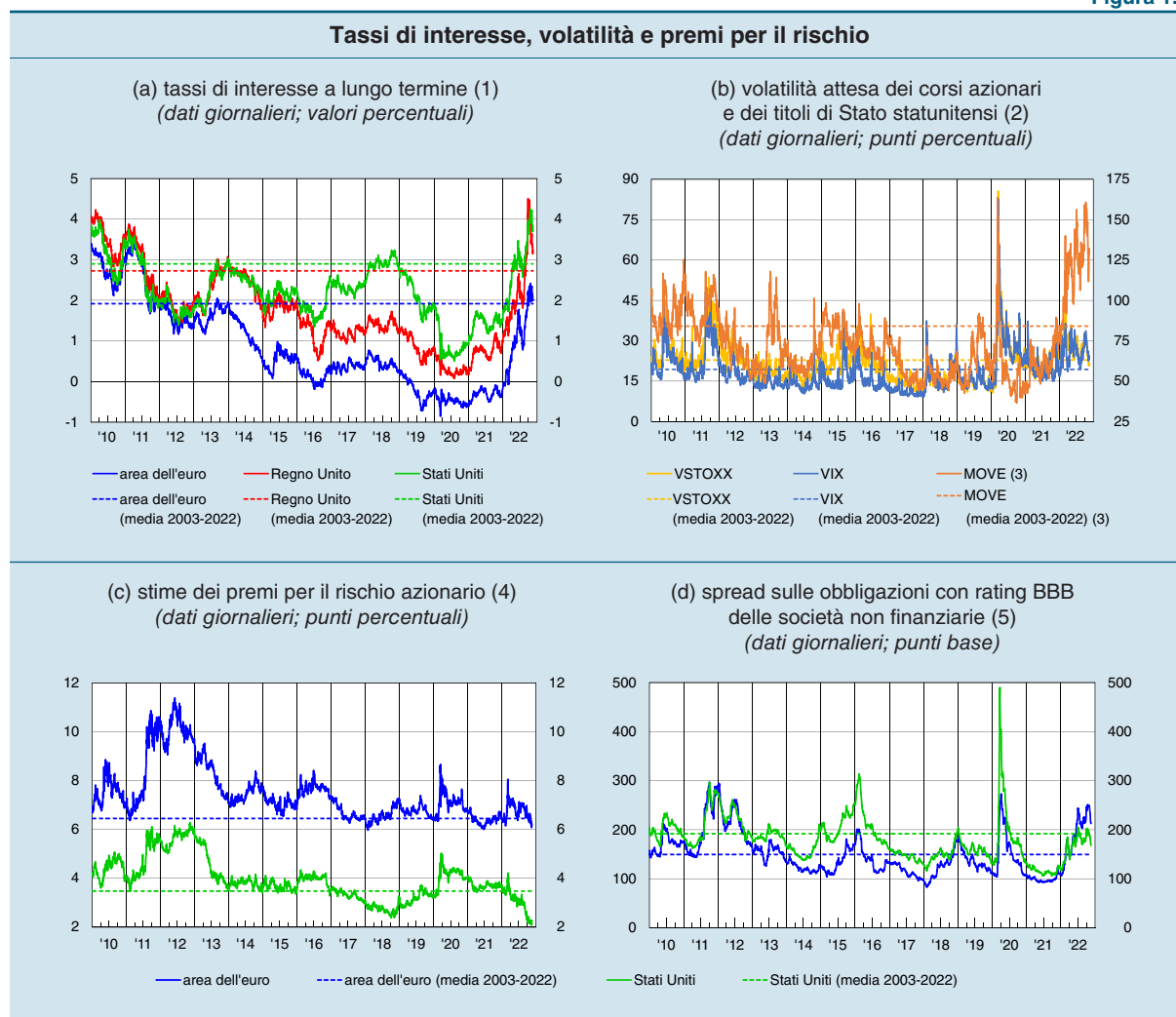
(1) Indici compositi di diffusione desumibili dagli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) relativi all'attività economica nei diversi settori. Valori superiori (inferiori) a 50 sono coerenti con un'espansione (contrazione) dell'attività rispetto al mese 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*, ottobre 2022).

Le pressioni inflazionistiche rimangono elevate sia negli Stati Uniti, dove sono condizionate dall'incremento dei salari e degli affitti immobiliari, sia in Europa, a causa dello shock energetico e nonostante la recente moderazione dei prezzi del gas, per il quale sono stati superati gli obiettivi di stoccaggio. Le aspettative di inflazione nel medio termine si sono mantenute prossime agli obiettivi delle banche centrali, grazie agli interventi di politica monetaria che hanno aumentato i tassi di interesse più velocemente di quanto inizialmente previsto. I principali analisti finanziari prevedono che il rientro dall'accomodamento monetario, particolarmente pronunciato negli Stati Uniti, si protrarrà almeno fino all'inizio del prossimo anno.

Le condizioni sui mercati finanziari globali sono peggiorate in misura marcata dalla fine della primavera, con una temporanea ripresa nel corso dell'estate. I progressivi segnali di rallentamento dell'attività economica hanno determinato forti ribassi nei prezzi delle attività finanziarie, che sono però tornati ad aumentare dal mese di ottobre.

L'incremento dei tassi di politica monetaria e le prospettive di riduzione degli acquisti di attività finanziarie da parte delle banche centrali nelle maggiori economie avanzate hanno indotto una forte crescita dei tassi di interesse a lungo termine (fig. 1.2.a), soprattutto nella loro componente reale¹. Tali dinamiche hanno

Figura 1.2



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

(1) Rendimento sul tasso decennale tedesco per l'area dell'euro, rendimento sul tasso decennale statunitense e rendimento sul tasso decennale del Regno Unito. – (2) Indici della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici azionari (VSTOXX per l'area dell'euro e VIX per gli Stati Uniti) e sui titoli di Stato (indice MOVE per gli Stati Uniti). Quest'ultimo è un indice ponderato delle volatilità implicite desunte dalle opzioni a un mese sui tassi di interesse dei titoli di Stato del Tesoro statunitense di diversa scadenza. – (3) Scala di destra. – (4) 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). A tale rapporto, 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. – (5) Gli spread si riferiscono alle obbligazioni con rating BBB emesse dalle società non finanziarie.

¹ Il tasso di interesse reale decennale è calcolato come differenziale tra quello nominale desunto dagli *overnight indexed swaps* e il tasso di inflazione attesa implicito negli *inflation swaps* di pari scadenza.

generato episodi di tensione sui mercati dei titoli di Stato (cfr. il par. 1.3), con un deterioramento della liquidità e un aumento della volatilità, che ha raggiunto in alcuni casi i picchi osservati allo scoppio della pandemia (fig. 1.2.b). Ulteriori rapide variazioni al rialzo dei tassi di interesse a lungo termine potrebbero generare nuove spirali di volatilità e di illiquidità dei titoli pubblici, amplificando le tensioni finanziarie, con effetti destabilizzanti sui mercati dei titoli di Stato.

Dalla fine di settembre l'annuncio di un programma fiscale quadriennale fortemente espansivo da parte del governo del Regno Unito ha determinato un brusco incremento dei rendimenti dei titoli pubblici britannici e un significativo deprezzamento della sterlina (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2022). Le tensioni si sono trasmesse ai mercati delle maggiori economie. La situazione è successivamente migliorata grazie alle misure adottate dalla Bank of England, alla decisione di ritirare i provvedimenti di politica fiscale annunciati e alla formazione di un nuovo governo. Ne sono conseguiti una sensibile discesa dei rendimenti e della volatilità, oltre che un apprezzamento della sterlina.

Gli indici azionari hanno subito forti oscillazioni a livello globale, mostrando per lo più una tendenza al ribasso, seppure in misura diversa tra mercati. I premi per il rischio azionario sono tuttavia scesi nei principali paesi sviluppati per effetto dell'aumento dei tassi di interesse reali a lungo termine (fig. 1.2.c), raggiungendo valori particolarmente contenuti in ragione dei molteplici elementi di vulnerabilità. Ciò segnalerebbe la possibilità di nuove correzioni al ribasso dei corsi azionari, in particolare nei settori più esposti all'incremento dei tassi di interesse, al rallentamento della crescita economica e alla crisi energetica connessa con il conflitto in Ucraina.

Gli spread sulle obbligazioni private nelle principali aree valutarie hanno registrato rialzi moderati. Si è ulteriormente ampliato il divario tra i premi per il rischio dell'area dell'euro e quelli statunitensi (fig. 1.2.d), anche a causa della maggiore esposizione dell'area alla crisi energetica. Nonostante il tasso di insolvenza delle imprese sia salito in misura contenuta, le principali agenzie di rating prevedono un aumento significativo nei prossimi mesi, soprattutto qualora si manifestasse un sostanziale peggioramento delle condizioni di finanziamento e della profittabilità. Le imprese più a rischio sono sia quelle del comparto *high yield*, sia quelle *investment grade* con rating basso e a rischio di declassamento, essendo queste ultime particolarmente sensibili alle prospettive di una rimozione dell'accomodamento monetario² (cfr. il par. 1.5).

Le tensioni sui mercati delle materie prime, già emerse prima dell'invasione dell'Ucraina, si sono inasprite con l'acuirsi della crisi energetica. Ne sono derivate difficoltà per alcuni intermediari finanziari operanti in questi mercati, i quali hanno dovuto versare ingenti margini a copertura delle proprie posizioni in derivati, a fronte di prezzi dell'energia elevati e fortemente volatili. Le tensioni si sono propagate anche a imprese non finanziarie che utilizzano i derivati sulle materie prime per la copertura dei rischi e non per finalità speculative. Alcuni paesi, tra cui l'Italia, sono intervenuti per evitare che crisi di liquidità si tramutassero in crisi di solvibilità; le esposizioni delle controparti italiane sono tuttavia limitate (cfr. il riquadro: *Le esposizioni in derivati energetici delle controparti italiane*).

LE ESPOSIZIONI IN DERIVATI ENERGETICI DELLE CONTROPARTI ITALIANE¹

L'aumento straordinariamente elevato e la forte volatilità dei prezzi dell'energia hanno determinato un incremento delle richieste di margini (*margin calls*) sui mercati globali dei derivati sulle materie prime

¹ A cura di Fadi Hassan e Dario Ruzzi.

² V.V. Acharya, R. Banerjee, M. Crosignani, T. Eisert e R. Spigt, *Exorbitant privilege? Quantitative easing and the bond market subsidy of prospective fallen angels*, BIS Working Papers, 1002, 2022.

energetiche (per lo più futures). In alcuni paesi l'aumento dei rischi di liquidità per gli operatori attivi su questi mercati ha indotto le autorità a intervenire attraverso l'offerta di garanzie, come in Finlandia e in Svezia², oppure mediante misure di salvaguardia anche non strettamente connesse con l'attività in derivati, come in Germania e in Svizzera³. In Italia l'accesso alle garanzie rilasciate da SACE è stato esteso alle imprese che presentano esigenze di liquidità collegate agli obblighi di fornire collaterale per l'attività di commercio nel mercato dell'energia⁴.

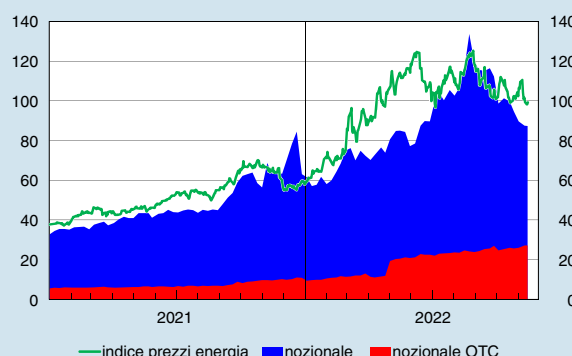
Da un'analisi delle posizioni in derivati energetici emerge che l'esposizione delle banche italiane risulta essere molto limitata, mentre è più alta quella delle imprese del settore energetico: a metà novembre il nozionale lordo complessivamente detenuto ammontava a 87 miliardi di euro, in forte crescita rispetto ai 60 dell'anno precedente⁵; l'incremento riflette in parte il rincaro dei prodotti energetici sottostanti (figura A).

Le controparti italiane attive sono più di 200⁶, di cui le prime 20 detengono oltre il 95 per cento del nozionale lordo. Nel corso dell'ultimo anno il numero di controparti è salito di circa il 50 per cento, soprattutto per l'ingresso di società non finanziarie spinte dall'aumentata esigenza di copertura dei rischi. Tuttavia a questi nuovi operatori è attribuibile solo il 2 per cento dell'incremento annuo di nozionale lordo dei derivati energetici.

Oltre due terzi delle esposizioni lorde sono compensati con una controparte centrale (*central counterparty*, CCP). Rispetto allo scorso anno, la quota di transazioni compensata centralmente si è ridotta di 16 punti percentuali, in relazione all'aumento del nozionale lordo negoziato *over-the-counter* (OTC). I derivati OTC⁷, a rischio più elevato di quelli compensati con una CCP, consistono in larga parte in *commodity swaps*; di regola questi contratti sono stipulati tra una banca e un'impresa non finanziaria per consentire a quest'ultima di versare i soli margini di variazione e non quelli iniziali, riducendo di conseguenza le sue esigenze di liquidità. Ai contratti OTC è riconducibile il 36 per cento dell'incremento annuo di nozionale lordo dei derivati energetici.

Figura A

Nozionale lordo di esposizioni in derivati energetici e indice dei prezzi dell'energia (1)
(miliardi di euro e indice)



Fonte: elaborazioni su dati EMIR e Refinitiv.

(1) Valori settimanali del nozionale lordo delle esposizioni delle controparti italiane sul mercato dei derivati energetici e valori giornalieri dell'indice dei prezzi dell'energia Bloomberg Energy Subindex Total Return in euro.

² In questi paesi sono stati offerti 33 miliardi di dollari di garanzie alle compagnie attive nei derivati energetici sul mercato Nasdaq Nordic per fronteggiare le richieste di margini e prevenire una crisi del sistema di compensazione.

³ In Germania si è intervenuto ricapitalizzando con 15 miliardi di euro l'azienda energetica Uniper e in Svizzera è stato creato un fondo pubblico di 10 miliardi di franchi per linee di credito di emergenza destinate a imprese del settore energetico.

⁴ DL 144/2022 (decreto "aiuti ter"), art. 3, comma 5.

⁵ Dati disponibili secondo il regolamento UE/2012/648 (European Market Infrastructure Regulation, EMIR). Il nozionale lordo somma i valori depurati per eliminare le duplicazioni (ovvero un contratto segnalato da entrambe le controparti viene conteggiato solo una volta) di posizioni lunghe e corte consolidate a livello di gruppo, nei casi in cui la capogruppo sia residente in Italia. Il consolidamento si basa sulle informazioni riportate dalla Global Legal Entity Identifier Foundation (GLEIF), istituita dal Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) nel giugno 2014, per favorire la diffusione dell'utilizzo degli identificativi delle persone giuridiche.

⁶ Di cui 8 banche, 5 istituzioni finanziarie non bancarie e 203 imprese non finanziarie.

⁷ Per contratti OTC si intendono quelli non scambiati su una piattaforma di negoziazione, sia essa un mercato regolamentato, una *multilateral trading facility* (MTF) o una *organised trading facility* (OTF).

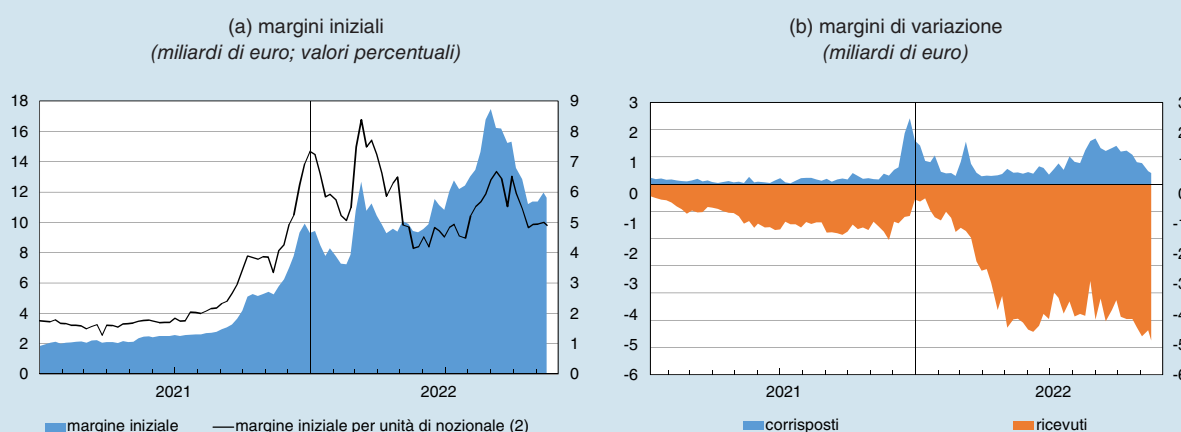
Le banche italiane rappresentano almeno una delle due controparti nel 40 per cento dei contratti in termini di nozionale lordo; le posizioni compensate centralmente si riferiscono in prevalenza al ruolo di intermediazione svolto tra imprese non finanziarie e CCP. Il portafoglio di derivati su prodotti energetici delle banche è nel complesso ben bilanciato tra posizioni lunghe e corte e rappresenta solo lo 0,3 per cento delle loro esposizioni in derivati.

Le imprese non finanziarie italiane sono una controparte nel 66 per cento del nozionale lordo totale dei contratti in essere⁸, di cui la quasi totalità è relativa a società che operano nel mercato dell'energia. In media il nozionale lordo delle imprese coinvolte è pari al 30 per cento del loro fatturato alla fine del 2021 per le aziende del settore energetico e al 7 per cento per le altre.

I margini iniziali richiesti a garanzia per l'apertura di posizioni in derivati sono aumentati in aggregato nel corso del 2022 raggiungendo i 12 miliardi di euro e collocandosi al 5 per cento del nozionale, rispetto ai 5 miliardi dell'anno precedente (3,8 per cento del nozionale; figura B, pannello a)⁹. Anche i margini di variazione ricevuti e corrisposti giornalmente in base al valore dei contratti derivati sono cresciuti e diventati più volatili, contribuendo a un maggiore rischio di liquidità per la gestione dei portafogli di derivati (figura B, pannello b). Gli importi ricevuti superano quelli corrisposti riflettendo nel complesso la copertura degli operatori da rialzi dei prezzi energetici.

Figura B

Margini a copertura di posizioni in derivati energetici (1)



Fonte: elaborazioni su dati EMIR.

(1) Valori settimanali aggregati dei margini iniziali corrisposti e dei margini di variazione corrisposti e ricevuti da parte delle 20 principali controparti italiane per nozionale lordo di esposizioni in derivati energetici a metà novembre 2022. I valori dei margini sono riportati a livello di *collateral portfolios*; ai fini delle analisi sono considerati i *collateral portfolios* che includono almeno un contratto derivato energetico. – (2) Rapporto percentuale tra margine iniziale corrisposto e nozionale lordo dei contratti derivati inclusi all'interno dei *collateral portfolios* che rilevano per le analisi. Scala di destra.

A fronte delle tensioni che hanno caratterizzato il mercato dei derivati energetici, il Consiglio dei ministri economici e finanziari (Ecofin) ha invitato la Commissione europea a formulare

⁸ Un contratto derivato tra una banca e un'impresa viene conteggiato sia all'interno del 66 per cento relativo alle imprese, sia nel 40 per cento ascrivibile alle banche.

⁹ La normativa EMIR prevede che i margini siano calcolati e segnalati relativamente alle posizioni nette di un insieme di contratti (*collateral portfolios*) non necessariamente appartenenti a un'unica attività finanziaria. Essendo l'informazione riportata a livello complessivo e non di singolo contratto derivato, ai fini delle analisi vengono considerati i margini relativi ai *collateral portfolios* che includono almeno un contratto in derivati energetici.

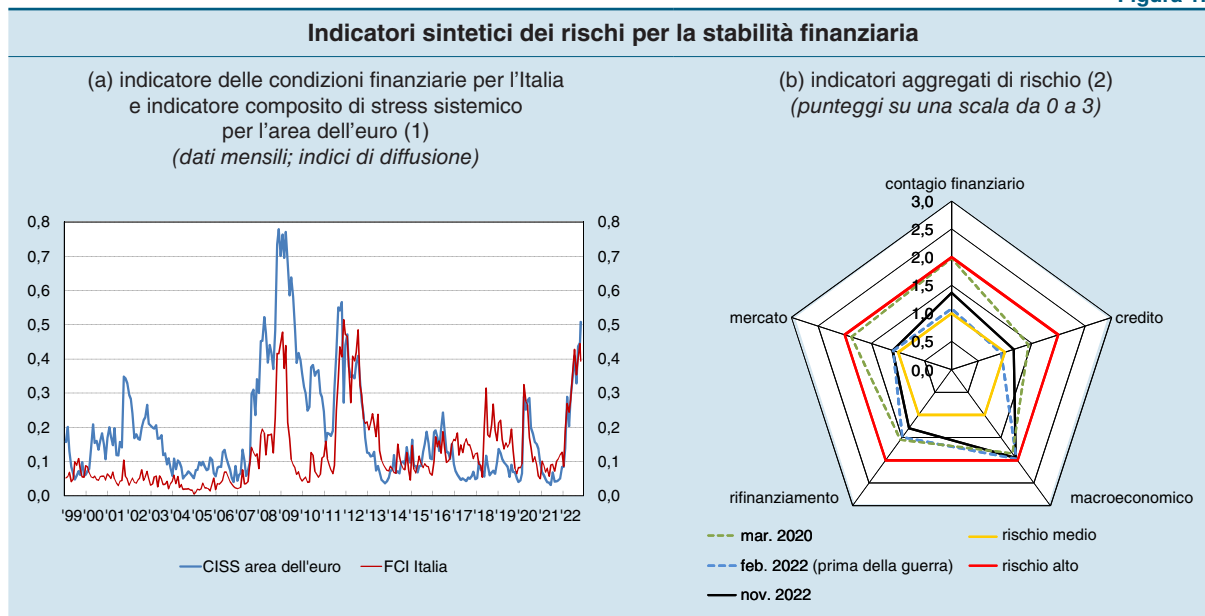
proposte di modifiche regolamentari per preservare l'ordinato funzionamento di questo mercato. Interpellata dalla Commissione, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) ha ribadito la validità del quadro normativo riguardante la compensazione centralizzata e ha sostenuto la possibilità di introdurre in via temporanea meccanismi per la sospensione delle negoziazioni di derivati energetici in caso di variazioni significative dei prezzi, al fine di contenerne i picchi di volatilità. L'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) ha ritenuto che un allentamento del quadro normativo prudenziale potrebbe accrescere i rischi per la stabilità finanziaria; ha inoltre sottolineato come le banche stiano già fornendo ampio supporto alle imprese energetiche attraverso linee di credito e servizi di trasformazione delle garanzie.

1.2 LA CONDIZIONE MACROFINANZIARIA DELL'ITALIA

In Italia i rischi per la stabilità finanziaria sono aumentati negli ultimi mesi, principalmente a causa della persistente instabilità geopolitica, dell'incremento delle pressioni inflative e del peggioramento delle prospettive di crescita.

Anche se banche, famiglie e imprese sono nel complesso più solide rispetto a passati episodi di turbolenza, l'indicatore delle condizioni finanziarie si è portato dall'inizio dell'anno su valori molto alti in connessione con la forte volatilità dei mercati (cfr. il par. 1.3), che risentono di una congiuntura internazionale particolarmente tesa (fig. 1.3.a; cfr. il par. 1.1 e *Bollettino economico*, 4, 2022).

Figura 1.3



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

(1) I valori sono compresi tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). I due indicatori sono comparabili in quanto basati sulla stessa metodologia di stima. Per maggiori dettagli sull'indicatore delle condizioni finanziarie (*financial conditions index*, FCI) per l'Italia, cfr. A. Miglietta e F. Venditti, *An indicator of macro-financial stress for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 497, 2019. Per maggiori dettagli sull'indicatore composito di stress sistemico (*composite indicator of systemic stress*, CISS) per l'area dell'euro, cfr. D. Holló, M. Kremer e M. Lo Duca, *CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system*, European Central Bank, Working Paper Series, 1426, 2012. – (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 rischio elevato. I dati di febbraio 2022 sono antecedenti all'inizio del conflitto in Ucraina.

Nel medio periodo il quadro complessivo resta condizionato dalle prospettive di evoluzione di questi fattori di instabilità; permangono inoltre criticità legate all'elevato debito pubblico e al rischio di un ritorno a una condizione strutturale di bassa crescita.

Il peggioramento congiunturale si riflette sulla crescita attesa per il prossimo biennio. Nostre elaborazioni indicano che il prodotto aumenterebbe dello 0,3 per cento nel 2023 e dell'1,4 nel 2024, in forte calo rispetto a quanto previsto per il 2022³. Le stime non si discostano in misura significativa da quelle tendenziali contenute nella *Nota di aggiornamento al Documento di economia e finanza 2022* (NADEF 2022) pubblicata all'inizio di novembre (0,3 per cento nel 2023 e 1,8 nel 2024) e da quelle degli altri principali analisti.

Le proiezioni della finanza pubblica contenute nella NADEF 2022 mostrano che nell'anno in corso sia l'indebitamento netto sia il debito pubblico si ridurrebbero in rapporto al prodotto rispettivamente al 5,6 e 145,7 per cento, nonostante il deterioramento delle condizioni macroeconomiche e il varo delle misure di sostegno (circa 71 miliardi, pari al 3,7 per cento del prodotto) per contrastare gli effetti dell'aumento dei prezzi energetici⁴.

Il finanziamento di ulteriori interventi di supporto alle famiglie e alle imprese più esposte ai rincari dell'energia, atteso con la prossima manovra di bilancio, comporterà, rispetto al quadro a legislazione vigente, un incremento dell'indebitamento netto di 1,1 punti percentuali nel 2023 (nel successivo biennio, l'impatto sul disavanzo sarà trascurabile).

Il rapporto tra debito e PIL continuerebbe a contrarsi anche nel prossimo triennio ma a un ritmo più moderato, fino al 141,2 per cento nel 2025. Nel complesso il calo sarebbe quasi interamente determinato dal differenziale favorevole tra crescita del prodotto nominale e onere del debito (in media pari al 4,3 e al 3 per cento, rispettivamente).

Per consolidare questa tendenza negli anni seguenti sarà importante conseguire un significativo e stabile aumento del potenziale di crescita in un contesto di prudenti politiche di bilancio, facendo anche leva sull'efficace e tempestiva attuazione del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR), con riferimento al quale la NADEF 2022 stima investimenti di circa 15 miliardi per l'anno in corso, poco più della metà di quanto pianificato.

1.3 I MERCATI FINANZIARI

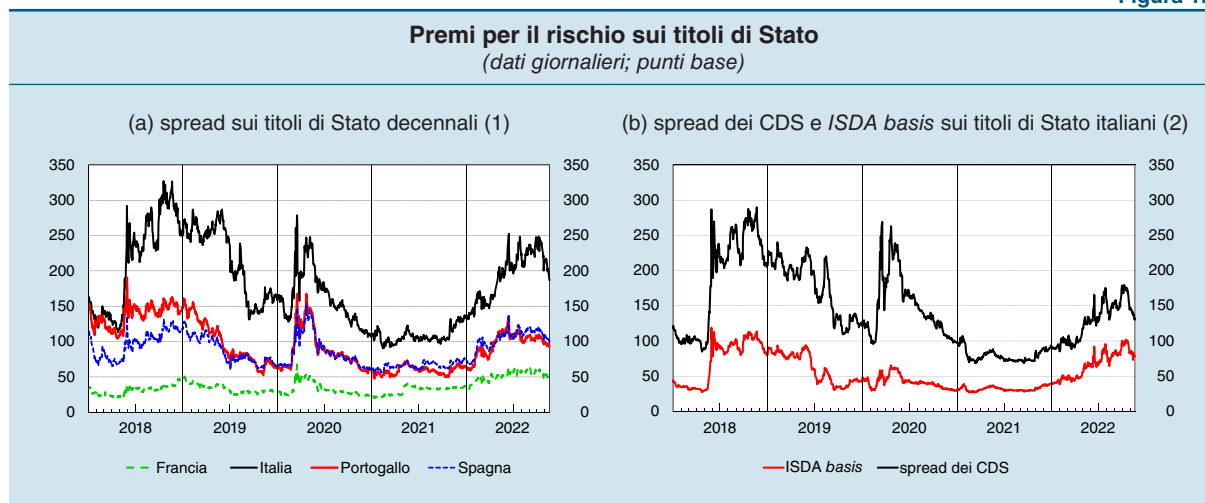
Il mercato secondario dei titoli di Stato

Dalla fine di aprile il differenziale fra titoli di Stato italiani e quelli tedeschi è progressivamente aumentato, raggiungendo durante l'estate circa 250 punti base (fig. 1.4.a), livello prossimo a quello toccato all'inizio della pandemia e nei mesi seguenti le elezioni politiche del 2018, ma comunque molto distante da quanto osservato durante la crisi del debito sovrano. Dalla metà di ottobre si è assistito a una progressiva riduzione del differenziale, sceso al di sotto di 190 punti base. Il premio

³ Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 13 ottobre 2022. Le stime non incorporano il dato sul PIL del terzo trimestre (in aumento dello 0,5 per cento), superiore alle attese, che porterebbe a una leggera revisione al rialzo delle previsioni per il 2023.

⁴ Memoria della Banca d'Italia per la Commissione speciale per l'esame degli atti urgenti presentati dal Governo, *Indagine conoscitiva sulla Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2022*, Senato della Repubblica, Roma, 9 novembre 2022.

Figura 1.4



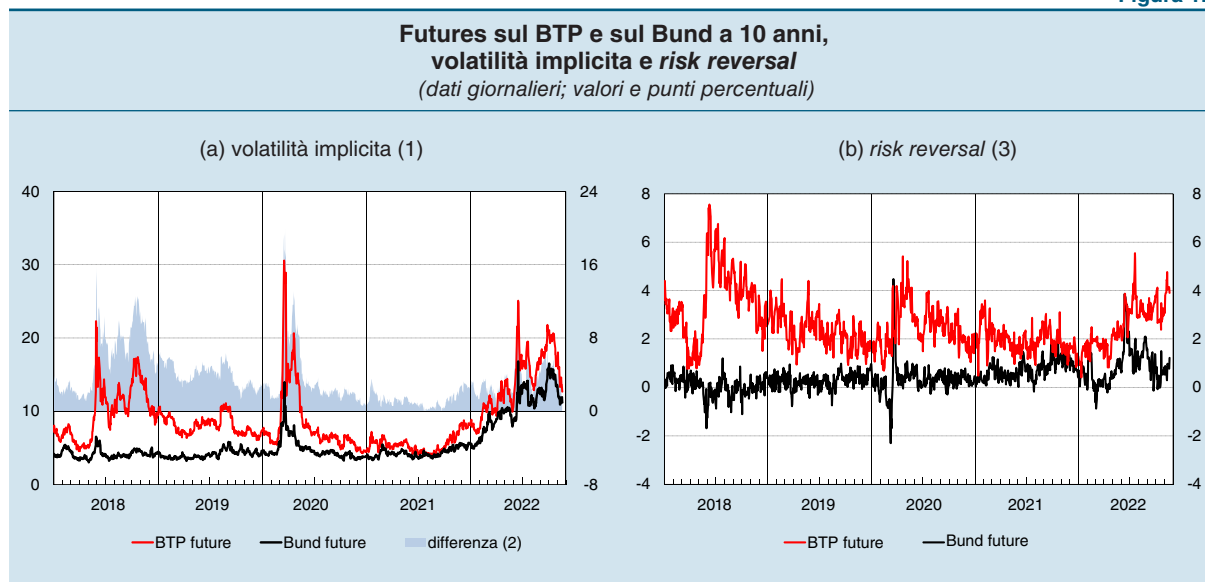
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(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.

per il rischio di insolvenza e l'*ISDA basis* sul mercato dei credit default swap (CDS) hanno seguito un andamento simile (fig. 1.4.b).

Nel mese di giugno le prospettive di una politica monetaria meno accomodante hanno comportato un aumento del costo per assicurarsi contro variazioni dei prezzi, misurato dalla volatilità implicita (fig. 1.5.a); anche l'indicatore *risk reversal* ha registrato marcate oscillazioni (fig. 1.5.b). Le tensioni sono rientrate in seguito all'annuncio dello strumento di protezione del meccanismo di trasmissione

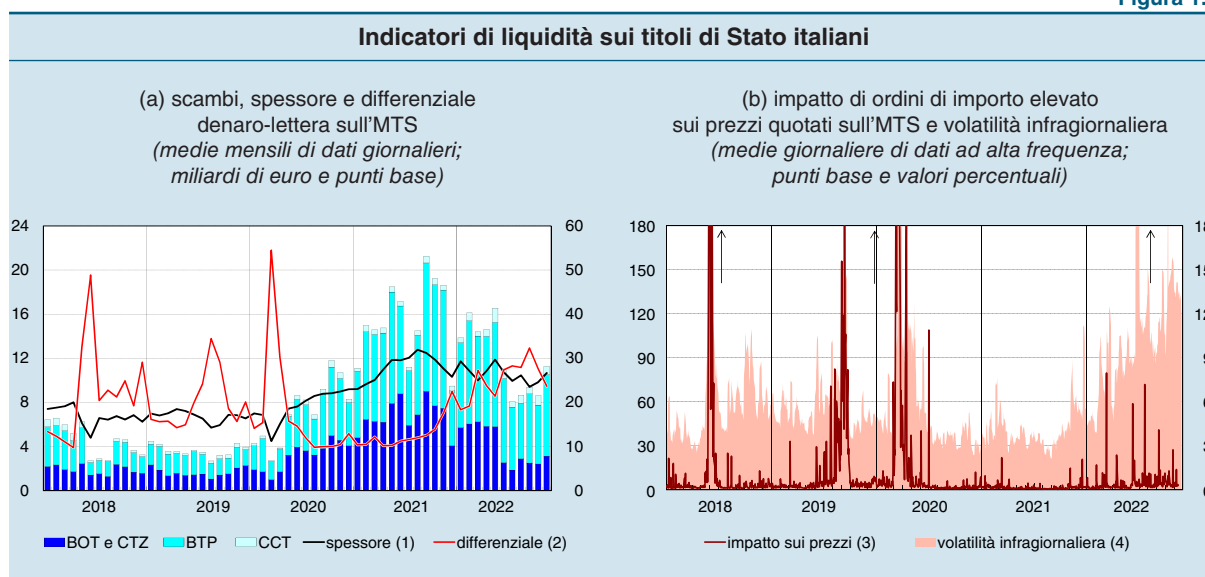
Figura 1.5



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni *at-the-money* sui futures sul BTP e sul Bund a 10 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 sui titoli di Stato a 10 anni che presentano il medesimo scostamento relativo del prezzo di esercizio rispetto al prezzo del sottostante (*moneyness*) e pari scadenza (un mese).

Figura 1.6



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'indicatore è riferito al BTP benchmark decennale ed è basato 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.

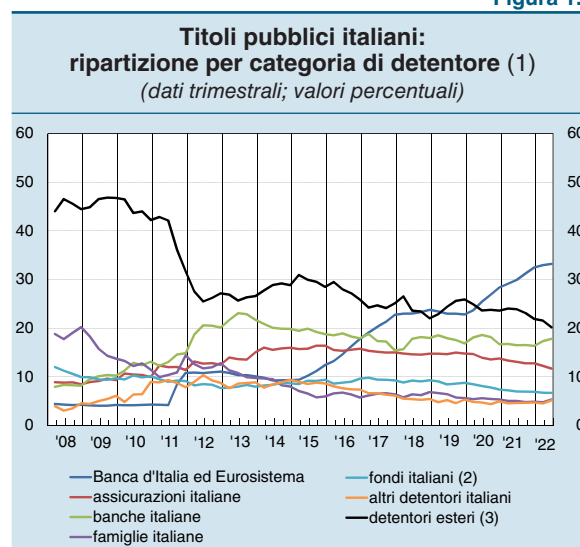
della politica monetaria (*Transmission Protection Instrument*, TPI) della Banca centrale europea⁵.

Dallo scorso aprile le condizioni di liquidità sul mercato secondario dei titoli di Stato si sono indebolite (fig. 1.6), proseguendo la tendenza iniziata alla fine dello scorso anno (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022); sono tuttavia rimaste su livelli più distesi di quelli rilevati nella fase acuta della crisi pandemica e in altri precedenti episodi di elevata tensione.

Sul mercato MTS la volatilità infragiornaliera è aumentata, soprattutto in seguito alla pubblicazione dei dati sull'inflazione e agli annunci di politica monetaria. Le contrattazioni, seppure in calo, si sono mantenute su livelli sostenuti; sulla piattaforma continuano a essere negoziati ordini di importo elevato, senza che essi abbiano un impatto significativo sui prezzi.

Nella prima metà del 2022 è salita la quota di titoli di Stato italiani detenuta da Banca d'Italia e da banche e famiglie italiane (fig. 1.7), mentre si è ridotta quella di assicurazioni e di investitori

Figura 1.7



Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari e stime basate su dati 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*.

⁵ BCE, *Dichiarazione a seguito della riunione ad hoc del Consiglio direttivo della BCE*, comunicato stampa del 15 giugno 2022.

esteri. Nostre evidenze basate sulle negoziazioni effettuate dagli operatori specialisti in titoli di Stato (*primary dealers*) sul mercato secondario indicano che a partire dall'inizio dell'anno si è intensificata l'attività dei fondi di investimento e di quelli speculativi (*hedge funds*) non residenti. Questi ultimi in particolare hanno realizzato vendite cospicue nel mese di giugno, in concomitanza con una fase di intenso dibattito sulle prospettive di politica monetaria e di elevata volatilità, come avvenuto in precedenti episodi di tensione (cfr. il riquadro: *Il comportamento degli investitori nel mercato dei titoli di Stato italiani*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020). Le operazioni di disinvestimento si sono concentrate nella prima metà del mese, quando nei paesi con debito pubblico più alto si è registrato un rapido incremento dei premi per il rischio, rendendo più difficile l'attività dei *market makers*. Il movimento è rientrato dopo il 15 giugno, in seguito all'annuncio del TPI.

Il mercato primario dei titoli di Stato

Sul mercato primario dei titoli di Stato l'attività di collocamento è proseguita con regolarità, pur con rendimenti all'emissione in deciso aumento (fig. 1.8). I volumi di titoli a medio e a lungo termine collocati in asta si sono mantenuti costanti; i prezzi di aggiudicazione, in prossimità della chiusura dell'asta, sono stati superiori a quelli del mercato secondario in media di 5 punti base; la volatilità dei prezzi è rimasta su valori contenuti.

In virtù dell'elevata vita media residua dei titoli di Stato (stabile a circa sette anni), i maggiori rendimenti all'emissione si rifletteranno solo gradualmente sul costo medio dei titoli in circolazione. Un rialzo permanente di un punto percentuale dei rendimenti dei titoli pubblici di tutte le scadenze comporterebbe un aumento dell'onere medio di 0,4 punti percentuali dopo tre anni.

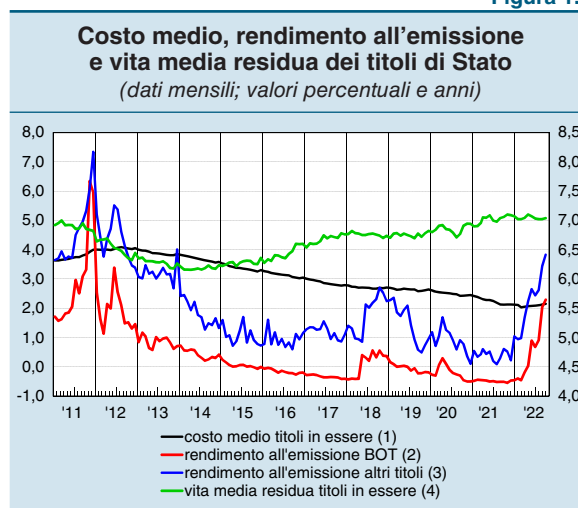
I rimborsi di titoli a medio e a lungo termine, pari a 226 miliardi nel 2022, si porteranno a 254 nel 2023 e a 257 nel 2024.

I mercati azionari e obbligazionari privati

I differenziali di rendimento tra i titoli emessi dalle imprese e i tassi privi di rischio (asset swap spread) si sono ampliati rispetto ai valori di fine aprile (fig. 1.9.a). Questo andamento si riscontra sia per i titoli italiani sia per quelli dell'area dell'euro. Se le attese sull'evoluzione dei tassi di interesse venissero confermate nei prossimi mesi, le imprese si troverebbero a rifinanziare il debito a condizioni significativamente più onerose (fig. 1.9.b).

Proseguono le emissioni obbligazionarie i cui proventi sono destinati a migliorare lo stato dell'ambiente (green bond); i volumi in circolazione, in rapporto al PIL, risultano tuttavia ancora inferiori a quelli degli altri maggiori paesi europei (1,5 contro 4,0 per cento). Sul mercato secondario il rendimento dei green bond emessi dalle società non finanziarie italiane è inferiore in media di circa 5 punti base rispetto a quello dei titoli convenzionali di simile scadenza (*greenium*).

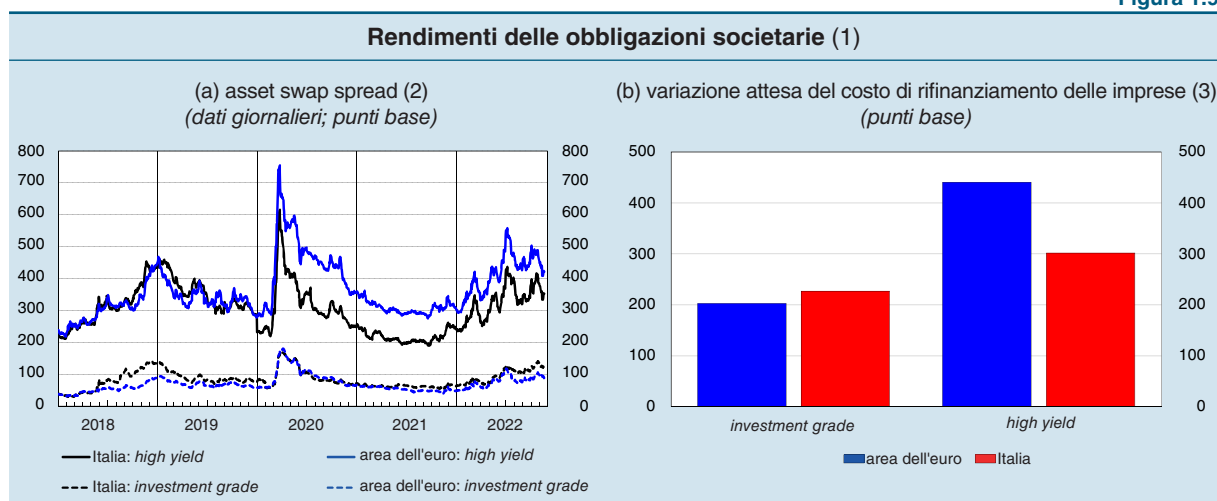
Figura 1.8



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

Figura 1.9

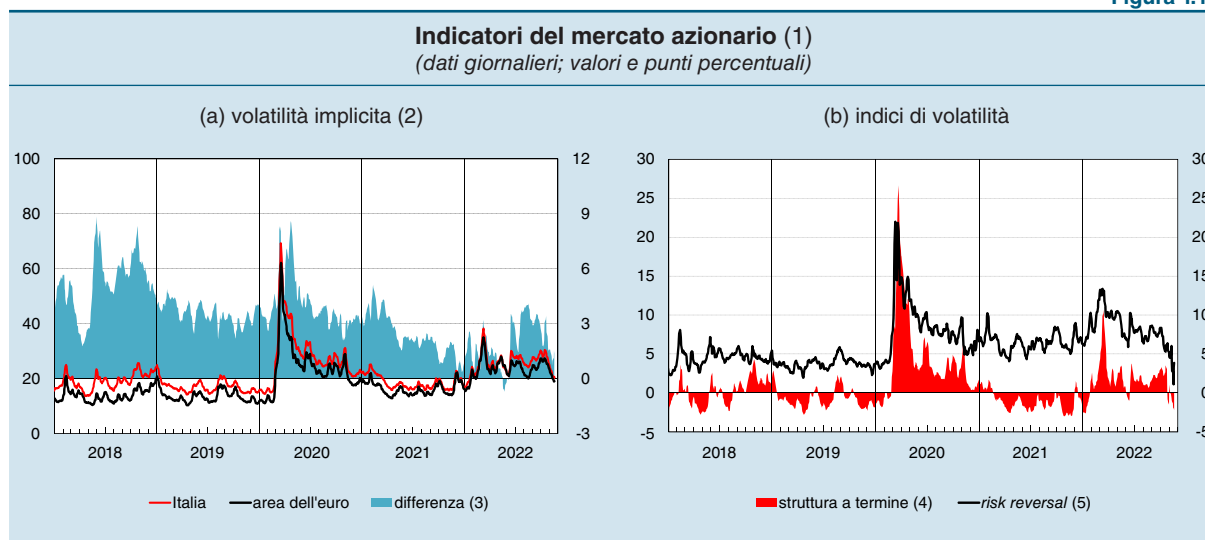


Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch (BofAML) e Bloomberg.

(1) Gli indici BofAML per l'area dell'euro sono stati rielaborati escludendo l'Italia. – (2) Asset swap spread ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli di società non finanziarie. – (3) L'analisi include solo titoli obbligazionari in euro di imprese non finanziarie residenti nei paesi dell'area con scadenza non superiore a 10 anni. Per ogni titolo obbligazionario, la variazione attesa del costo di rifinanziamento è pari alla differenza tra: (a) la somma tra il tasso swap a termine relativo a una operazione che ha inizio il giorno della scadenza del titolo in esame e di durata pari alla durata originaria del titolo stesso e il differenziale tra il rendimento a scadenza del titolo e il tasso swap a pronti relativo a una operazione di durata pari alla vita residua del titolo e (b) il tasso cedolare annuo corrisposto dal titolo in esame. I valori ottenuti sono ponderati per le rispettive capitalizzazioni di mercato e aggregati distinguendo tra titoli emessi da società italiane e dell'area dell'euro e società ad alto (*investment grade*) e basso (*high yield*) merito di credito.

Seguendo un percorso in linea con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, lo scorso luglio la BCE ha annunciato – in relazione al piano d'azione per integrare considerazioni di rischio climatico nell'assetto di politica monetaria dell'Eurosistema – una misura di graduale decarbonizzazione dei portafogli di obbligazioni societarie detenute nell'ambito del programma di acquisto di titoli obbligazionari emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro (*Corporate Sector Purchase*

Figura 1.10



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) Scala di destra. – (4) Differenza delle volatilità implicite su opzioni put e call *at-the-money* con scadenza a 2 e a 12 mesi sull'indice di borsa italiano FTSE MIB. – (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 pari scadenza (2 mesi). L'indicatore misura il prezzo relativo delle opzioni che proteggono da una discesa dell'indice azionario rispetto a quelle che traggono profitto da un suo aumento.

Programme, CSPP) e di quello di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP). A tal fine da ottobre 2022 l'Eurosistema ha cominciato a orientare gli acquisti a favore di emittenti con migliori risultati dal punto di vista della sostenibilità ambientale⁶.

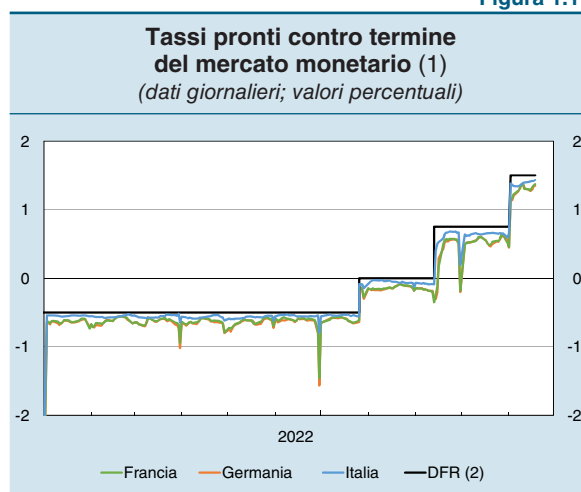
Gli indicatori di volatilità implicita dei mercati azionari in Italia e nell'area dell'euro (fig. 1.10) sono rimasti su valori elevati fino a settembre del 2022, mostrando successivamente segnali di distensione. A livello settoriale nell'area dell'euro si sono verificate variazioni significative al rialzo della volatilità implicita per i titoli azionari appartenenti ai comparti di gas e petrolio, delle public utility e del settore automobilistico.

Il mercato monetario

Dalla fine del 2021 i rendimenti a un giorno sul mercato dei pronti contro termine (fig. 1.11) si sono mantenuti su livelli prossimi ma inferiori al tasso sui depositi presso l'Eurosistema, riflettendo premi connessi con la relativa scarsità di titoli, in analogia con quanto accaduto in altri paesi dell'area dell'euro. Negli ultimi anni la domanda di collaterale di buona qualità, principalmente titoli pubblici, è significativamente aumentata per diversi motivi, quali ad esempio la conduzione di programmi di acquisto di titoli su larga scala per fini di politica monetaria, l'adozione di requisiti regolamentari prudenziali⁷, la diffusione di prassi più avanzate nella gestione dei rischi, il maggiore ricorso allo scambio di margini a garanzia delle negoziazioni. Questa domanda è stata sostenuta anche dalla richiesta di titoli in prestito collegata all'apertura di posizioni ribassiste sul comparto obbligazionario, a causa delle aspettative di rialzo dei tassi di interesse di politica monetaria. L'attività in pronti contro termine condotta dalla Banca d'Italia ha mirato a evitare che improvvisi aumenti del costo per il prestito di titoli specifici (*specialness*) potessero ripercuotersi sull'attività di negoziazione; quest'ultima ha continuato a svolgersi in maniera ordinata e a collocarsi su valori elevati, in particolare nel segmento *special repo*. Anche le operazioni condotte dal Ministero dell'Economia e delle finanze sullo stesso mercato, principalmente per esigenze di gestione della propria liquidità, hanno contribuito ad accrescere la disponibilità di titoli in prestito e ad attenuare l'impatto di tensioni specifiche.

L'incremento dei tassi di riferimento della politica monetaria si è trasmesso, con frizioni temporanee, a quelli del mercato monetario garantito: in occasione delle variazioni dei tassi ufficiali si è osservato un indebolimento delle condizioni di liquidità e una più ampia dispersione dei tassi repo negoziati.

Figura 1.11



Fonte: elaborazioni su dati CME Group.

(1) Tassi repo a un giorno su titoli di Stato dell'area dell'euro, negoziati nel segmento *general collateral*, sulle piattaforme BrokerTec o MTS. – (2) Tasso sui depositi presso l'Eurosistema.

⁶ Questi risultati sono misurati in termini di quantità di emissioni di gas serra, di ambiziosità degli obiettivi di riduzione dell'impronta carbonica e di qualità dell'informativa resa al mercato in relazione agli aspetti climatici; cfr. BCE, *La BCE adotta ulteriori misure per integrare il cambiamento climatico nelle proprie operazioni di politica monetaria*, comunicato stampa del 4 luglio 2022, e sul sito della BCE: *FAQ on incorporating climate change considerations into corporate bond purchases*.

⁷ Il *liquidity coverage ratio* (LCR) incentiva ad esempio le istituzioni finanziarie a detenere titoli di buona qualità non impegnati nei propri bilanci.

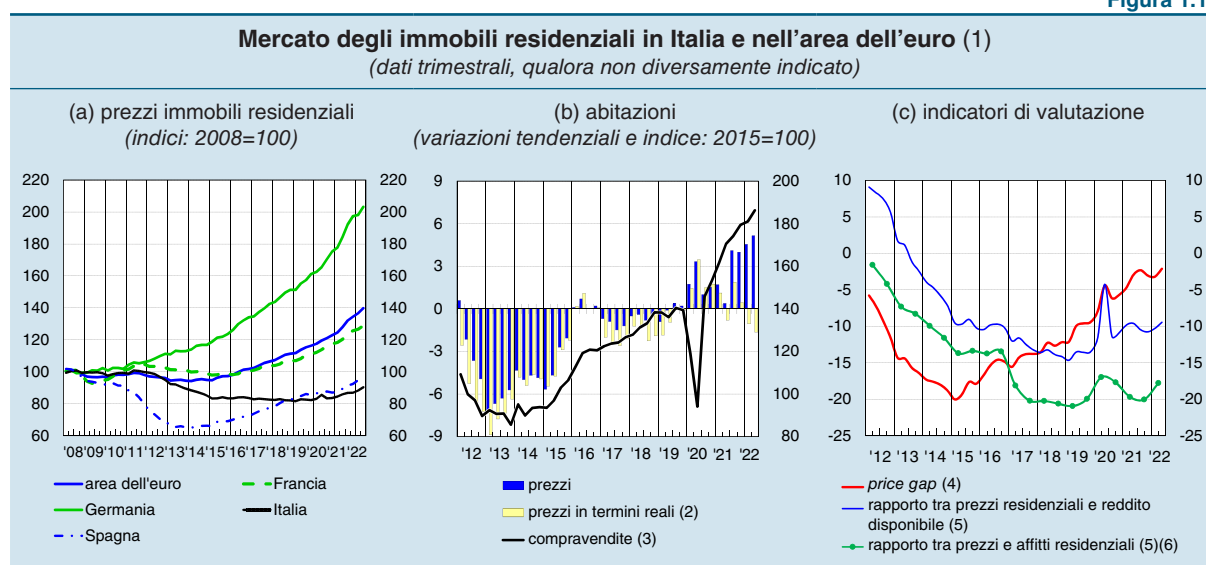
Il differenziale tra il tasso *general collateral* (GC) italiano e quello di remunerazione sui depositi overnight presso l'Eurosistema (*deposit facility rate*, DFR) si è ampliato in maniera non trascurabile; il fenomeno è stato più marcato a seguito del rialzo di 75 punti base attuato in settembre, quando il tasso GC italiano si è mantenuto per alcune giornate oltre 20 punti base al di sotto di quello DFR (rispetto a circa 6 punti base rilevati in media nel corso del primo semestre; fig. 1.11). Lo stesso fenomeno si è verificato anche in altri paesi dell'area, come Francia e Germania, dove il disallineamento è stato più rilevante e persistente.

1.4 I MERCATI IMMOBILIARI

Nella prima metà dell'anno la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli immobili residenziali è rimasta in media sostenuta nell'area dell'euro (sopra il 9 per cento). Le quotazioni hanno rallentato in Germania, accelerato lievemente in Italia e marcatamente in Spagna, continuando a crescere a tassi stabili in Francia (fig. 1.12.a). Anche nel comparto commerciale vi è stato in media un incremento delle quotazioni nell'area (dell'1,7 per cento), sostenute dall'aumento in Germania a fronte di un lieve calo in Francia e in Italia.

Nello stesso periodo in Italia le compravendite nel mercato residenziale hanno accelerato. I prezzi delle abitazioni sono cresciuti con maggiore intensità rispetto a quanto osservato nella seconda metà del 2021, ma meno dei prezzi al consumo (fig. 1.12.b). Elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it mostrano che la domanda di abitazioni è rimasta su livelli relativamente elevati anche nei mesi estivi. Gli agenti immobiliari, intervistati lo scorso ottobre nell'ambito delle nostre inchieste congiunturali, prospettano tuttavia un deterioramento delle condizioni del mercato, ritenendo che l'andamento dell'inflazione al consumo inciderà negativamente sulla domanda di abitazioni. Secondo nostre stime⁸, i prezzi nominali delle case continuerebbero a salire a un ritmo più sostenuto fino alla fine del 2022 per poi rallentare.

Figura 1.12



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

(1) I pannelli (b) e (c) si riferiscono all'Italia. – (2) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (3) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra. – (4) Il *price gap* è definito come deviazione percentuale dell'indice dei prezzi delle abitazioni in termini reali dal suo trend di lungo periodo. – (5) I dati sono espressi in deviazione percentuale rispetto alla media di lungo periodo. – (6) Dati semestrali.

⁸ Le stime sono basate sui modelli descritti in S. Emiliozzi, E. Guglielminetti e M. Loberto, *Forecasting house prices in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 463, 2018.

Considerando le tendenze di lungo periodo, gli indicatori che consentono di valutare le dinamiche del mercato residenziale continuano a non evidenziare rischi di sopravvalutazione (fig. 1.12.c). Tuttavia, sebbene l'andamento delle quotazioni nelle principali città e macroaree sia risultato sostanzialmente in linea con il dato nazionale, i prezzi della città di Milano hanno registrato una notevole crescita già dal 2015.

Nel comparto non residenziale le compravendite sono rimaste stabili; nella prima metà del 2022 si è attenuato il calo dei prezzi (-0,9 per cento, da -2,0), a causa di una riduzione più contenuta delle quotazioni di negozi e capannoni e di un lieve aumento di quelle degli uffici (fig. 1.13).

Figura 1.13



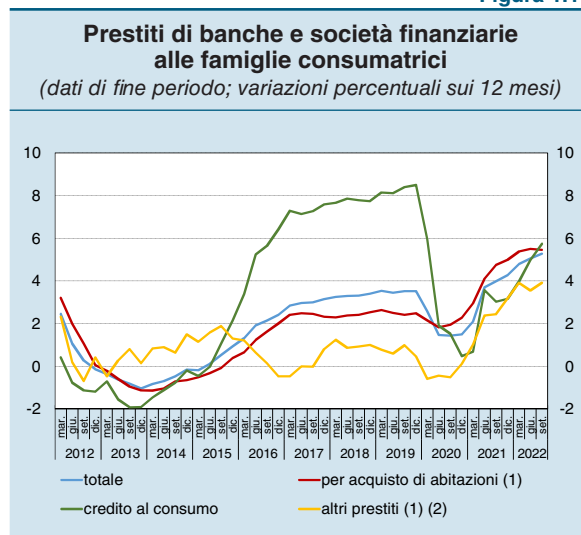
1.5 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

Le famiglie

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal settore delle famiglie si mantengono nel complesso contenuti. Nel primo semestre del 2022 la situazione finanziaria dei nuclei familiari è stata sostenuta dalla crescita del reddito disponibile e dall'elevata liquidità accumulata durante la pandemia. L'impatto dei rincari dei beni energetici e, in misura minore, di quelli alimentari sul potere d'acquisto è stato mitigato dalle misure di sostegno introdotte dal Governo. Nella seconda parte dell'anno le prospettive sulla situazione economica generale sono peggiorate, risentendo dell'accentuata incertezza macroeconomica e del protrarsi del conflitto in Ucraina (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2022). In base alla rilevazione *Consumer Expectations Survey* (CES) della BCE riferita a settembre del 2022, è aumentata la quota delle famiglie italiane che prefigurano un deterioramento della propria condizione finanziaria nei prossimi dodici mesi rispetto a quanto rilevato lo scorso aprile; l'incremento è stato più intenso di quelli registrati nei principali paesi dell'area dell'euro.

A giugno la propensione al risparmio era ancora superiore ai livelli pre-pandemici, risentendo del perdurare di una significativa componente precauzionale. In base a elaborazioni sull'indagine CES, nel confronto con la fine del 2021 la quota dei nuclei che prevedono di risparmiare nei prossimi dodici mesi è tuttavia scesa tra quelli

Figura 1.14



meno abbienti, verosimilmente a causa della maggiore incidenza dell'aumento della spesa per utenze domestiche e beni alimentari. La ricchezza finanziaria lorda, dopo la sostenuta crescita osservata nel biennio 2020-21, è diminuita del 6,5 per cento, riflettendo il calo dei prezzi delle attività; in rapporto al reddito disponibile ammonta a circa quattro volte, un valore pressoché invariato rispetto al periodo precedente l'emergenza sanitaria e superiore a quello medio dell'area dell'euro. Gli investimenti finanziari, pur riducendosi, sono rimasti positivi, continuando a indirizzarsi verso attività relativamente poco rischiose (titoli pubblici, polizze assicurative e depositi).

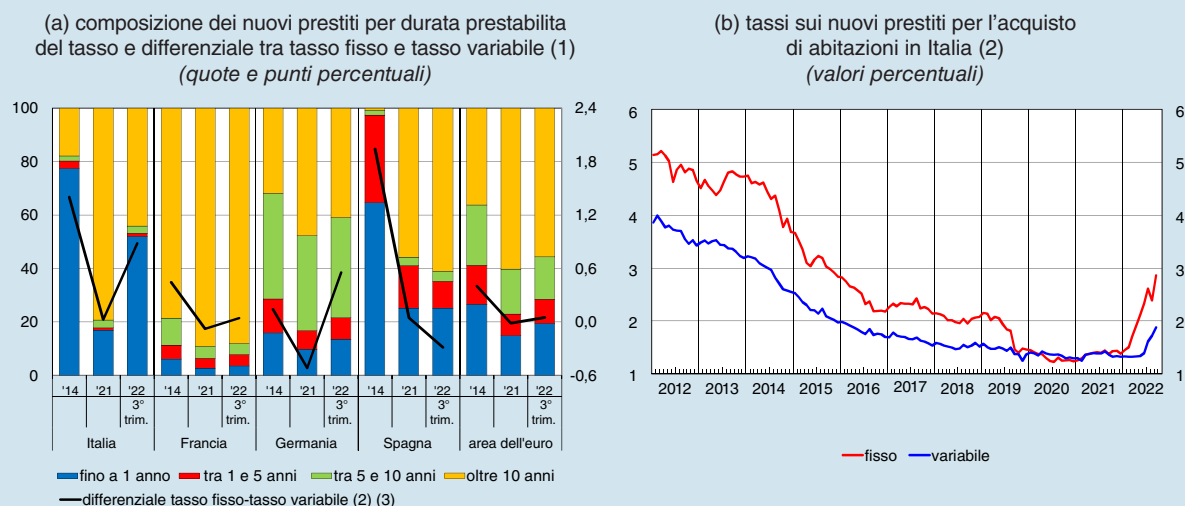
L'indebitamento si è mantenuto stabile al 64 per cento del reddito disponibile, grazie all'incremento del reddito che ha compensato quello del debito; il valore rimane molto inferiore alla media dell'area (97 per cento). La crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni è proseguita a ritmi sostenuti (5,5 per cento in settembre; fig. 1.14). Il costo medio dei prestiti in essere è lievemente aumentato restando comunque su livelli molto bassi (1,8 per cento). Il rientro dall'accomodamento monetario si è tuttavia riflesso sui tassi dei nuovi mutui, saliti di circa 90 punti base dall'1,4 per cento del dicembre scorso (cfr. il riquadro: *L'esposizione delle famiglie al rischio di tasso nei mutui abitativi*).

L'ESPOSIZIONE DELLE FAMIGLIE AL RISCHIO DI TASSO NEI MUTUI ABITATIVI¹

L'esposizione al rischio di un aumento dell'onere del servizio del debito sui prestiti per l'acquisto di abitazioni è contenuta. A settembre del 2022 la quota dei mutui a tasso variabile (solitamente parametrizzati a un tasso di mercato come l'Euribor) non raggiungeva il 40 per cento del complesso di quelli in essere, un livello basso in prospettiva storica. Prima della crisi finanziaria del 2008 la quota oscillava intorno all'80 per cento; si è poi ridotta gradualmente dalla seconda metà del 2015. A partire da quell'anno, anche in seguito alle politiche monetarie divenute più accomodanti, il divario tra i tassi fissi e quelli variabili applicati ai nuovi mutui si è progressivamente attenuato, fino a raggiungere un livello analogo a quello dell'area dell'euro (figura, pannello a). Questa dinamica ha riflesso la maggiore

Figura

Nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni e tassi di interesse



Fonte: BCE.

(1) I dati si riferiscono alla media del periodo di riferimento. – (2) Il tasso fisso è quello applicato ai mutui con periodo di determinazione del tasso di interesse superiore a 10 anni; il tasso variabile è quello applicato ai mutui con periodo di determinazione del tasso di interesse inferiore a un anno. – (3) Scala di destra.

¹ A cura di Angelo Nunnari e Raffaella Pico.

riduzione del costo dei finanziamenti a tasso fisso che, unitamente al beneficio derivante dalla protezione dal rischio di futuri rialzi dei rendimenti di mercato, ha portato le famiglie a preferire questa tipologia di mutui.

Dalla primavera dell'anno in corso il differenziale tra i tassi fissi e quelli variabili è tornato ad ampliarsi (figura, pannello b), raggiungendo quasi 90 punti base nella media del terzo trimestre; nello stesso periodo meno della metà dei nuovi mutui è stato erogato a tasso fisso (a fronte dell'80 per cento nel primo trimestre). Un analogo andamento non si rileva invece negli altri principali paesi dell'area, dove le nuove erogazioni a tasso variabile sono rimaste contenute, su livelli simili a quelli osservati nel complesso del 2021. Il rischio di futuri rialzi dell'onere del servizio del debito è tuttavia mitigato dall'ampio ricorso a un *cap* sul tasso di interesse, presente nel 40 per cento circa dei nuovi mutui a tasso variabile erogati nel trimestre terminante a settembre del 2022.

L'ampliamento del divario tra i tassi è in parte riconducibile all'esigenza degli intermediari di compensare l'incremento, attuale e prospettico, del costo delle passività bancarie². La velocità con cui la ricomposizione delle nuove erogazioni si è realizzata riflette anche fattori di domanda. Alcuni studi mostrano infatti che la scelta delle famiglie italiane è legata principalmente al livello iniziale dei pagamenti; ciò può spiegare la preferenza per un mutuo a tasso variabile qualora la rata iniziale dovuta sia inferiore a quella del mutuo a tasso fisso³.

Secondo una stima basata sui dati della Centrale dei rischi, un aumento di 2 punti percentuali del costo dei mutui a tasso variabile in essere ad agosto del 2022 determinerebbe una crescita del 17 per cento della rata mensile mediana; l'incremento sarebbe simile per le rate di piccolo importo, che verosimilmente sono in capo ai nuclei con redditi più bassi. La mediana dell'incidenza del servizio del debito sul reddito disponibile salirebbe di circa 2 punti percentuali (oltre 4 per le famiglie meno abbienti).

² G. Foà, L. Gambacorta, L. Guiso e P.E. Mistrulli, *The supply side of household finance*, "The Review of Financial Studies", 32, 10, 2019, pp. 3762-3798.

³ M. Paiella e A.F. Pozzolo, *Choosing between fixed- and adjustable-rate mortgages*, in S. Agarwal e B.W. Ambrose (a cura di), *Household credit usage*, New York, Palgrave Macmillan, 2007, pp. 219-236; M. Ehrmann e M. Ziegelmeyer, *Household risk management and actual mortgage choice in the euro area*, European Central Bank, Working Paper Series, 1631, 2014.

Il ricorso al credito al consumo si è ampliato nel corso dell'anno, ma l'espansione resta contenuta nel confronto con il periodo precedente la pandemia; in rapporto al reddito disponibile l'incidenza del debito è rimasta invariata. Il costo complessivo dei nuovi prestiti è cresciuto di circa 120 punti base dalla fine del 2021, raggiungendo l'8,8 per cento in settembre; l'esposizione del settore al rischio di rialzo dei tassi è mitigata da una quota rilevante di erogazioni a tasso fisso oltre i cinque anni (circa il 60 per cento nel corso del 2022), un valore superiore a quello della media dell'area dell'euro (55 per cento).

Nonostante l'indebolimento del potere d'acquisto delle famiglie, l'aumento del reddito nominale e il livello ancora limitato dei tassi di interesse hanno contribuito a mantenere il tasso di deterioramento dei prestiti su livelli storicamente bassi (0,6 per cento in settembre; cfr. il par. 2.1); anche il tasso di deterioramento relativo ai soli prestiti per finalità di consumo è rimasto contenuto (1,2 per cento lo scorso aprile)⁹. Secondo un nostro sondaggio sperimentale condotto tra giugno e luglio di quest'anno su 1.700 famiglie, nel 2022 resta nel complesso invariata rispetto allo scorso anno la quota di nuclei che ha segnalato ritardi superiori a 90 giorni nel pagamento di una rata del debito.

⁹ Assofin, Crif e Prometeia, *Osservatorio sul credito al dettaglio*, 52, giugno 2022.

Il Governo ha varato un ampio ventaglio di misure volte a mitigare gli effetti dei rincari energetici per famiglie e imprese, per circa 71 miliardi a partire dal 2021. Nostre analisi indicano che gli interventi a sostegno del potere d'acquisto delle famiglie avrebbero avuto un impatto maggiore per i nuclei appartenenti al quinto di reddito più basso, la cui spesa è particolarmente concentrata sulle voci maggiormente colpite dall'inflazione¹⁰.

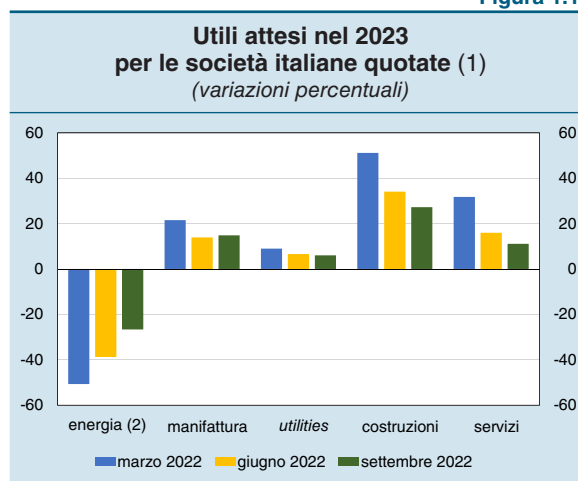
Secondo le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia basate su uno scenario coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, che includono rialzi del reddito disponibile nominale nell'anno in corso e nel prossimo, alla fine del 2023 la quota di famiglie vulnerabili e l'incidenza dei loro debiti sul totale salirebbero di 0,7 e di 1,5 punti percentuali, rispettivamente al 2,4 e al 9,1 per cento¹¹. Nel caso di andamenti più sfavorevoli dei tassi di interesse¹², il debito a rischio raggiungerebbe il 9,9 per cento del totale. In uno scenario particolarmente avverso¹³, caratterizzato da variazioni del reddito e del costo del debito fortemente svantaggiose rispetto allo scenario di base, la quota crescerebbe al 10,6 per cento, rimanendo comunque su valori inferiori a quelli rilevati nel corso della crisi dei debiti sovrani.

Le imprese

La situazione finanziaria delle imprese risente del rallentamento dell'attività economica, dell'incremento dei tassi di interesse e dei rincari energetici. La capacità di rimborso dei debiti resta finora buona, in ragione del recupero della redditività, dell'elevata liquidità e della leva finanziaria contenuta. In prospettiva, la vulnerabilità del settore rimarrebbe limitata, a meno di un deterioramento delle condizioni economiche molto maggiore delle attese.

Si è attenuata la forte ripresa della redditività che ha caratterizzato lo scorso anno. In giugno il margine operativo lordo (MOL) è aumentato dell'1,6 per cento (6,8 alla fine del 2021). Secondo i dati del sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia tra settembre e ottobre su un campione di imprese con almeno 20 addetti, la quota di aziende che prevede di chiudere l'anno in utile è pari al 75 per cento, un valore simile a quello realizzato nel 2021 e leggermente più alto del periodo antecedente la pandemia. L'incidenza di imprese che hanno dichiarato di avere aumentato i prezzi di vendita nei nove mesi precedenti, in risposta ai

Figura 1.15



Fonte: Bloomberg.

(1) Variazioni dell'indice degli utili attesi dagli analisti per il 2023 rispetto al 2022. Elaborazioni su un campione chiuso di 181 imprese quotate a settembre 2022, rappresentative del 93 per cento della capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie. – (2) Il settore comprende i produttori di energia e di impianti di produzione dell'energia.

¹⁰ N. Curci, M. Savegnago, G. Zevi e R. Zizza, *The redistributive effects of inflation: a microsimulation analysis for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

¹¹ Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito equivalente inferiore al valore mediano. I dati sono basati sul nuovo aggiornamento al 2020 dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*. Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. C.A. Attinà, F. Franceschi e V. Michelangeli, *Modeling households' financial vulnerability with consumer credit and mortgage renegotiations*, "International Journal of Microsimulation", 13, 2020, pp. 67-91, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 531, 2019.

¹² Rispetto allo scenario di base, 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 100 punti base.

¹³ Rispetto allo scenario di base si assumono un rialzo dei tassi di interesse di 200 punti base e una flessione del tasso di crescita del reddito nominale di 4 punti percentuali (circa due deviazioni standard delle variazioni annuali registrate nel periodo 2003-2021).

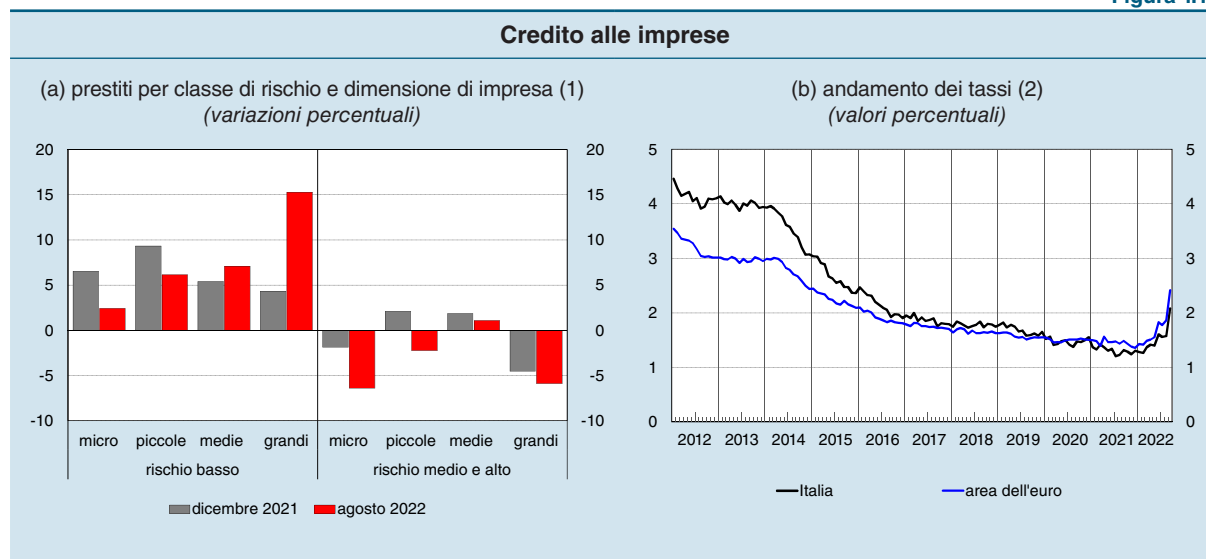
rincari energetici, è più ampia nei settori caratterizzati da un elevato consumo di energia; ciò ha contribuito ad attenuare le pressioni sulla redditività. Gli utili delle società quotate previsti dagli analisti per il 2023 restano superiori a quelli relativi al 2022, ad eccezione del settore dell'energia (fig. 1.15); le attese sono tuttavia state riviste progressivamente al ribasso, in particolare nei comparti delle costruzioni e dei servizi.

La liquidità delle imprese rimane sui livelli elevati raggiunti alla fine del 2020: a giugno di quest'anno il valore era pari al 28,4 per cento del PIL, quasi il doppio rispetto al decennio precedente e significativamente al di sopra di quello pre-pandemia (21,6 per cento). I risultati del sondaggio congiunturale confermano una diffusa disponibilità di cassa: solo il 6 per cento delle imprese ritiene che la liquidità non sia sufficiente a sostenere l'operatività corrente sino alla fine dell'anno.

La struttura finanziaria si mantiene più equilibrata rispetto al passato. A giugno del 2022 la leva finanziaria, misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato, era pari al 39,9 per cento, inferiore di 10 punti percentuali rispetto al picco del 2011. L'incremento di circa 2 punti rispetto allo scorso anno è stato determinato unicamente dal calo dei corsi azionari; al netto della contrazione di valore del patrimonio, la leva è rimasta pressoché invariata. Per la fine dell'anno le imprese intervistate nel sondaggio congiunturale, soprattutto quelle operanti nel comparto dei servizi, si attendono una diminuzione della leva.

Il debito delle imprese ha accelerato nei mesi estivi (al 3,8 per cento in settembre). Questo andamento è tuttavia eterogeneo: già dai primi mesi dell'anno la crescita è aumentata per quelle di maggiore dimensione, sospinta da una domanda più elevata per investimenti e capitale circolante, mentre si sono ridotti i finanziamenti verso le aziende più piccole (5,0 e -1,5 per cento, rispettivamente). La variazione dei prestiti ha riflesso, tra l'altro, un'accresciuta selettività da parte degli intermediari: tra le imprese più solide la crescita è stata infatti positiva per tutte le classi dimensionali, mentre tra quelle rischiose è stata negativa anche per le grandi società (fig. 1.16.a).

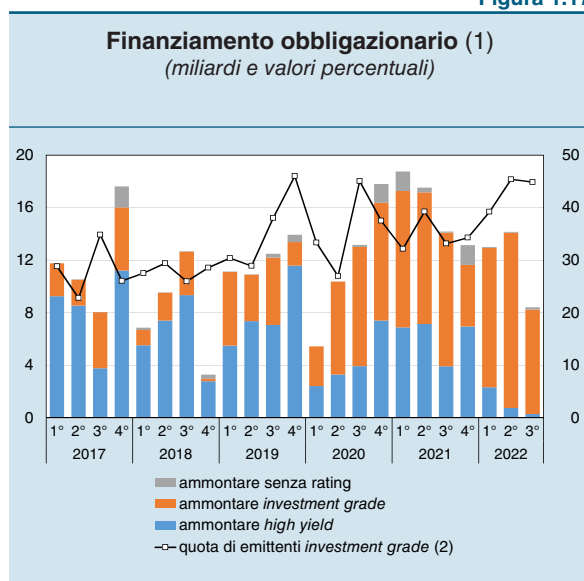
Figura 1.16



Fonte: Banca d'Italia, BCE e Cerved.

(1) Dati riferiti alla variazione annuale dei prestiti per un campione di circa 510.000 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 (medio e 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) Tassi di interesse armonizzati sui nuovi prestiti alle società non finanziarie; sono inclusi i finanziamenti in conto corrente.

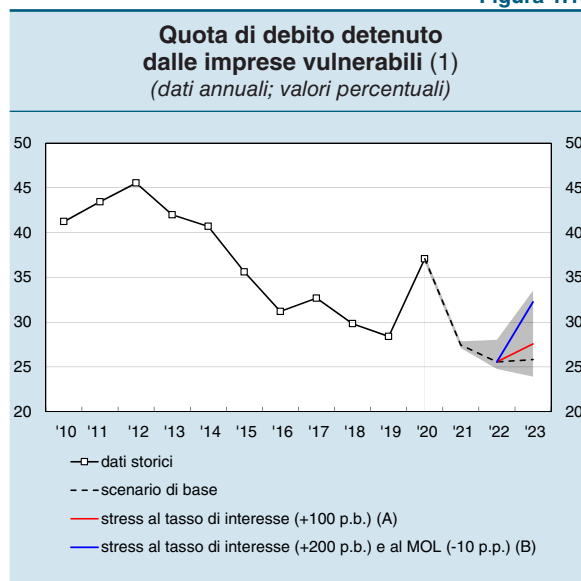
Figura 1.17



Fonte: Anagrafe titoli, Cerved e Dealogic.

(1) Obbligazioni emesse da imprese e gruppi non finanziari italiani. La classe di rischio *investment grade* include emittenti con rating CeBi-Score da 1 a 4, mentre quella *high yield* gli emittenti con rating superiori a 4. Gli importi sono calcolati al lordo dei rimborsi. – (2) Scala di destra.

Figura 1.18



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 2023: (A) il tasso di interesse nominale è più elevato di 100 punti base; (B) il tasso di interesse nominale è più elevato di 200 punti base e la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali.

Le condizioni di offerta del credito stanno diventando più restrittive (fig. 1.16.b). Il tasso medio applicato sui nuovi prestiti bancari, vicino ai minimi storici alla fine del 2021, ha iniziato ad aumentare dal mese di giugno. La dinamica è stata simile, ma più marcata, nell'area dell'euro.

Per il secondo semestre le imprese intervistate nel sondaggio congiunturale prefigurano un incremento della domanda di finanziamenti, in particolare nel comparto dell'energia e tra le società più grandi, nonostante le attese di irrigidimento delle condizioni generali previste in ogni settore e in tutte le classi dimensionali; queste aspettative risultano confermate anche dagli intermediari italiani che partecipano all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS).

Nella seconda parte dell'anno il peggioramento delle condizioni di mercato ha influenzato negativamente il ricorso al finanziamento obbligazionario. A fronte di un andamento positivo nel primo semestre, con un valore delle emissioni superiore alla media degli anni antecedenti la pandemia, nel terzo trimestre l'ammontare è sceso ai livelli osservati nella prima metà del 2020 (fig. 1.17). È salita la quota delle società con bilanci più solidi, i cui collocamenti hanno costituito la quasi totalità delle emissioni, proseguendo la tendenza iniziata durante l'emergenza sanitaria.

Per le maggiori imprese il rischio di rialzo del costo della raccolta obbligazionaria è tuttavia più alto rispetto alla media dell'area: all'inizio di novembre la quota dei titoli obbligazionari con merito di credito nella classe di rating BBB, più esposta al rischio di declassamento a *speculative grade*, ammontava in Italia all'86,5 per cento del totale del comparto *investment grade*, a fronte del 60,9 nell'area dell'euro¹⁴.

¹⁴ 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.

La capacità delle imprese italiane di fare fronte ai propri debiti resta per ora in media elevata, grazie a una situazione finanziaria relativamente solida. In giugno il rapporto tra oneri finanziari e MOL è rimasto sui minimi storici (6,1 per cento). Il tasso di deterioramento era pari all'1,7 per cento in settembre, il valore più basso degli ultimi 15 anni, e non particolarmente alto anche per le aziende che hanno fatto ricorso alle moratorie (cfr. il par. 2.1).

In prospettiva i rischi legati al rallentamento dell'attività economica, ai rincari dell'energia e alle variazioni dei tassi di interesse sono in aumento. In presenza di una crescita della redditività operativa ancora positiva, la vulnerabilità delle imprese nel 2023 dipenderà soprattutto dalla dinamica del costo del debito. Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia indicano che, in uno scenario di base coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili rimarrebbe nel complesso contenuta, al 26 per cento (fig. 1.18); salirebbe nel settore delle costruzioni e nel comparto immobiliare¹⁵. Nel caso di andamenti più sfavorevoli dei tassi di interesse, il debito a rischio raggiungerebbe il 28 per cento del totale. In uno scenario particolarmente avverso, caratterizzato da variazioni fortemente negative della redditività e da un significativo incremento del costo del debito, la quota salirebbe al 32 per cento, un valore comunque inferiore rispetto a quelli raggiunti durante la pandemia e la crisi dei debiti sovrani¹⁶.

¹⁵ Le stime tengono conto delle prospettive dei prezzi all'interno delle previsioni macroeconomiche del MOL e dei tassi di interesse, entrambi espressi in termini nominali. Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, "Journal of Policy Modeling", 39, 2017, pp. 147-168, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 293, 2015.

¹⁶ Rispetto allo scenario di base, in quello avverso si assume un rialzo del tasso di interesse nominale di 100 punti base (superiore a quelli verificatisi nel 2007 e nel 2011); in quello particolarmente avverso si assumono un rialzo del tasso di interesse nominale di 200 punti base e una riduzione del tasso di crescita del MOL nominale di 10 punti percentuali, circa due deviazioni standard delle variazioni annuali registrate nel periodo 2003-2021.

2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

2.1 LE BANCHE

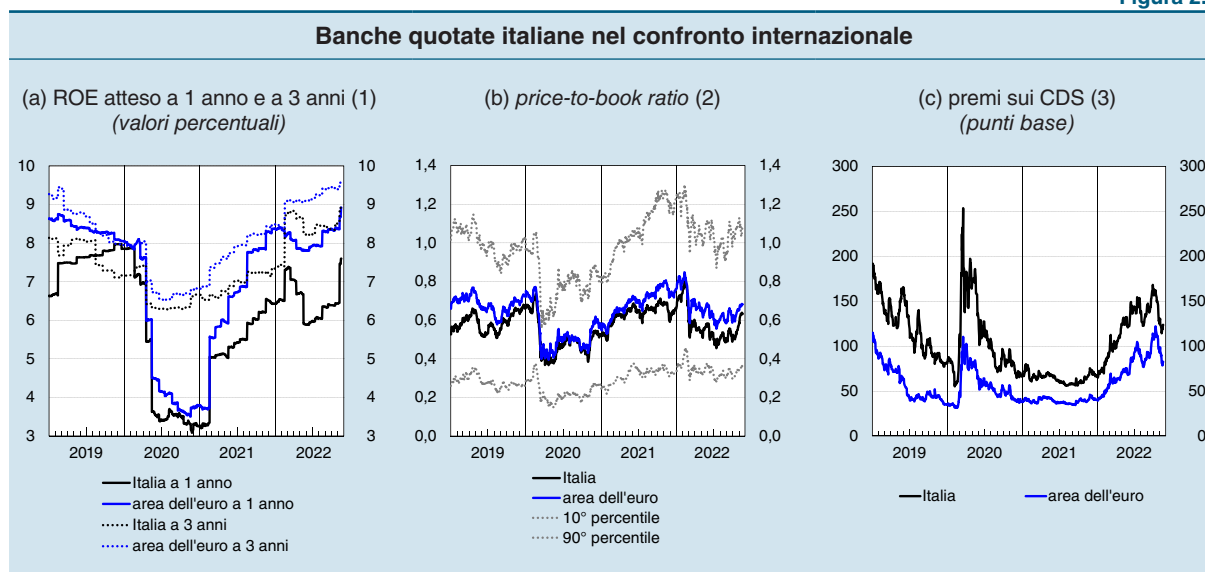
Nel corso dell'anno il peggioramento delle condizioni macrofinanziarie (cfr. il par. 1.2) e il graduale venire meno delle misure di sostegno a famiglie e imprese adottate per contrastare gli effetti della pandemia non si sono riflessi sulla qualità degli attivi bancari. Il tasso di deterioramento dei prestiti si è lievemente ridotto, mantenendosi su livelli bassi, e la consistenza dei crediti deteriorati ha continuato a diminuire. L'incidenza dei prestiti per i quali le banche rilevano un significativo aumento del rischio (classificati nello stadio 2 previsto dal principio IFRS 9) sul totale dei crediti *in bonis* è lievemente diminuita, seppure eterogenea tra intermediari. Questi ultimi sono stati sensibilizzati dalla Banca d'Italia ad adeguare i propri modelli contabili per la stima delle perdite attese, al fine di incorporare tempestivamente le valutazioni sui rischi.

La progressiva normalizzazione della politica monetaria favorisce la crescita del margine di interesse, contribuendo al miglioramento della redditività. La patrimonializzazione si mantiene su livelli elevati e superiori al periodo pre-pandemico, sebbene risulti in flessione sia per le operazioni straordinarie di riacquisto di azioni proprie, sia per la discesa del valore di mercato dei titoli in portafoglio valutati al *fair value*.

L'indebolimento delle condizioni macroeconomiche, le pressioni inflazionistiche e l'aumento dei tassi di interesse potranno avere nei prossimi mesi conseguenze rilevanti per i bilanci bancari. L'accresciuta onerosità del debito inciderà sulla capacità di rimborso dei prestiti da parte di famiglie e imprese, con potenziali ricadute sulla qualità del credito. Potranno inoltre manifestarsi pressioni al rialzo sul costo della raccolta, anche a seguito della necessità di sostituire una parte dei fondi acquisiti attraverso le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO) in scadenza nei prossimi mesi. Per le banche di maggiore dimensione rileva inoltre l'esigenza di emettere strumenti idonei a soddisfare il requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL). Nel medio termine la redditività degli intermediari italiani rimarrebbe positiva grazie alla crescita del margine di interesse, sebbene essa sia parzialmente controbilanciata da un incremento degli accantonamenti per perdite su crediti e dalla diminuzione dei ricavi da negoziazione.

La volatilità sui mercati finanziari sta condizionando le valutazioni di mercato delle banche. Le aspettative degli analisti sul rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) degli intermediari europei, su un orizzonte temporale di un anno, sono state riviste al rialzo nel corso degli ultimi mesi in concomitanza con l'annuncio della progressiva normalizzazione della politica monetaria da parte della BCE, recuperando il calo riportato dopo l'invasione russa dell'Ucraina. Gli utili attesi nei prossimi tre anni rimangono superiori ai livelli osservati prima della pandemia (fig. 2.1.a). Il rapporto tra il valore di mercato e quello contabile (*price-to-book ratio*) oscilla intorno allo 0,6 e resta marginalmente sotto la media europea (fig. 2.1.b). Le aspettative sulla redditività di medio periodo, implicite nel *price-to-book ratio*, riflettono l'indebolimento delle prospettive di crescita connesse con l'evoluzione del quadro congiunturale. L'incremento dei premi dei credit default swap (CDS) segnala un aumento del rischio di insolvenza sia per i due principali gruppi italiani, sia per le altre grandi banche europee (fig. 2.1.c).

Figura 2.1



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

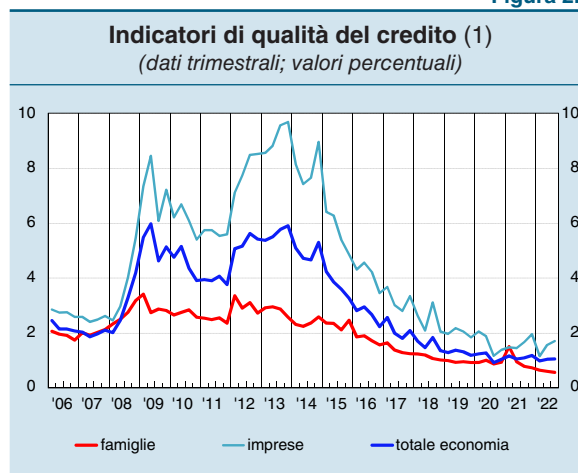
(1) Il ROE è stimato dagli operatori di mercato. Media ponderata per il valore di mercato. Dati relativi alle banche incluse negli indici FTSE Italy Banks e Euro STOXX Banks. – (2) Media ponderata per il valore di mercato. Per le banche incluse nel campione, cfr. la nota 1. – (3) I dati si riferiscono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

I rischi dell'attivo

Nel terzo trimestre il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto a quelli *in bonis* (tasso di deterioramento) era pari all'1,1 per cento in ragione d'anno, in lieve calo rispetto alla fine del 2021 e su livelli particolarmente contenuti nel confronto storico (fig. 2.2). La flessione è stata determinata dai più bassi flussi di crediti deteriorati osservati per le imprese e in misura minore anche per le famiglie.

La scadenza delle moratorie introdotte a seguito della pandemia e la graduale uscita dal periodo di preammortamento per i crediti assistiti da garanzia pubblica¹ non si sono tradotte in un significativo aumento dei prestiti con difficoltà di rimborso. A giugno il tasso di deterioramento delle imprese che hanno usufruito di moratorie è diminuito nel confronto con la fine dello scorso anno a poco più del 2 per cento², rimanendo però più elevato

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.

¹ Dall'inizio della pandemia alla fine del primo semestre di quest'anno, i prestiti erogati alle imprese con il supporto di garanzie pubbliche ammontavano a circa 268 miliardi, riconducibili per oltre il 90 per cento ai programmi introdotti con la crisi e condotti dal Fondo centrale di garanzia (FCG).

² Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *Il phase-out delle misure di sostegno e gli effetti sulla qualità degli attivi bancari*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022.

di quello relativo alle imprese non beneficiarie di alcuna misura di supporto o assistite da soli prestiti garantiti (0,5 e 0,8 per cento, rispettivamente).

Nei primi sei mesi dell'anno i crediti deteriorati ceduti sul mercato secondario ammonterebbero a quasi 9 miliardi (fig. 2.3). La stima del valore che verrà ceduto nell'intero anno (circa 20 miliardi) è in linea con quello osservato nel corso del 2021. L'andamento delle cessioni ha contribuito, congiuntamente al basso flusso di nuovi prestiti deteriorati, al calo dello stock di questa tipologia di attivi.

Alla fine di giugno i crediti deteriorati netti erano pari a 37 miliardi (tav. 2.1), in diminuzione di circa 3 miliardi rispetto alla fine dello scorso anno (73 miliardi su base lorda, in flessione di 11). L'incidenza di questi prestiti sul totale dei finanziamenti (*non-performing loans ratio*, *NPL ratio*) al netto delle rettifiche ha continuato a scendere (1,5 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 praticamente annullato (fig. 2.4.b).

Figura 2.3

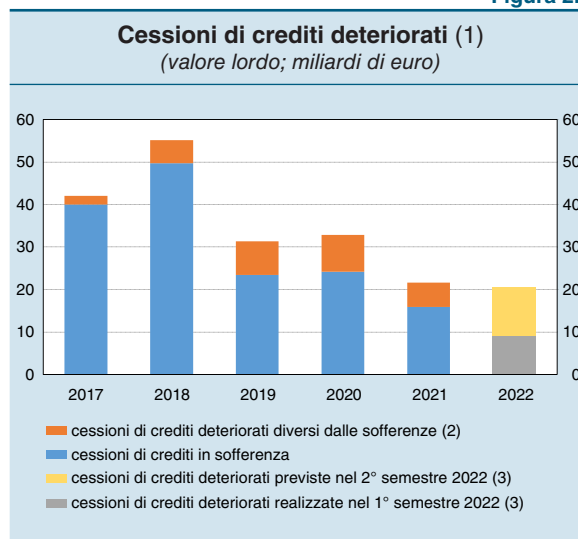


Figura 2.4

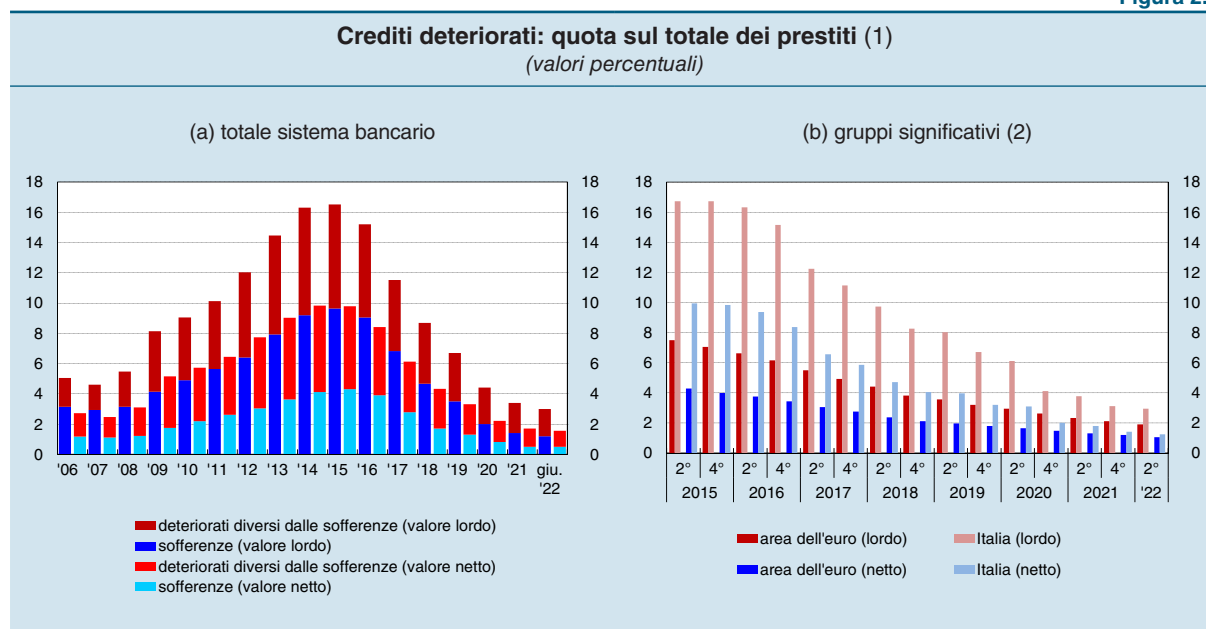


Tavola 2.1

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)
Giugno 2022 (3)															
Finanziamenti (4)	2.015	1.975	100,0	100,0	2,0	197	192	100,0	100,0	2,8	2.484	2.432	100,0	100,0	2,1
<i>In bonis</i>	1.963	1.951	97,4	98,8	0,6	186	184	94,3	96,2	0,9	2.411	2.395	97,1	98,5	0,7
di cui: stadio 2 (5)	221	211	11,0	10,7	4,3	18	17	9,1	9,1	3,3	255	244	10,3	10,0	4,3
Deteriorati	52	24	2,6	1,2	52,7	11	7	5,7	3,9	34,6	73	37	2,9	1,5	49,8
sofferenze	18	5	0,9	0,3	70,9	6	3	2,8	1,7	40,3	28	10	1,1	0,4	62,7
inadempienze probabili	32	17	1,6	0,9	44,6	5	3	2,4	1,7	33,1	41	23	1,6	1,0	43,4
scaduti	3	2	0,1	0,1	29,4	1	1	0,5	0,5	9,9	4	3	0,2	0,1	26,7
Dicembre 2021 (6)															
Finanziamenti (4)	1.987	1.942	100,0	100,0	2,3	199	194	100,0	100,0	2,6	2.457	2.400	100,0	100,0	2,3
<i>In bonis</i>	1.926	1.915	96,9	98,6	0,6	188	187	94,3	96,3	0,6	2.374	2.360	96,6	98,3	0,6
di cui: stadio 2 (5)	220	212	11,1	10,9	3,5	17	16	8,5	8,4	3,6	253	244	10,3	10,2	3,6
Deteriorati	61	28	3,1	1,4	55,0	11	7	5,7	3,7	36,2	84	40	3,4	1,7	52,0
sofferenze	24	14	1,2	0,7	41,5	6	3	2,9	1,7	41,2	35	13	1,4	0,5	63,9
inadempienze probabili	35	19	1,8	1,0	46,1	5	3	2,5	1,7	34,1	44	25	1,8	1,0	44,8
scaduti	3	2	0,1	0,1	30,2	1	1	0,4	0,3	10,7	4	3	0,2	0,1	28,7

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

(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) In base al principio contabile IFRS 9, sono compresi nello stadio 2 i finanziamenti per i quali si è osservato un consistente incremento del rischio di credito rispetto al momento di erogazione. – (6) A seguito dell'ingresso di Mediobanca e FincoBank tra le banche significative, i dati antecedenti al 30 giugno 2022 sono stati ricalcolati pro forma considerando le banche come significative anche nei periodi precedenti.

A giugno il tasso di copertura dei crediti deteriorati era pari al 49,8 per cento, in diminuzione di 2,2 punti percentuali rispetto a sei mesi prima. Per le banche significative il calo fa seguito principalmente a operazioni di cessione di crediti deteriorati caratterizzati da elevati livelli di copertura.

Per le banche meno significative il tasso di copertura rimane decisamente inferiore a quello delle banche significative (34,6 rispetto al 52,7 per cento; tav. 2.1), anche per effetto della presenza, tra le prime, di intermediari specializzati nella gestione di crediti deteriorati che acquistano le posizioni in default e le iscrivono in bilancio al netto delle svalutazioni (cfr. nell'Appendice la tav. A.2); considerando solo le banche meno significative diverse da questi intermediari specializzati, la differenza scende a 7,3 punti percentuali (era 7,7 a dicembre del 2021).

Circa il 54 per cento delle cessioni di sofferenze è stato effettuato con operazioni di cartolarizzazione assistite dalla garanzia pubblica sui titoli di classe senior (garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, Gacs)³. Al 30 giugno 2022 risultavano in essere 46 operazioni, a fronte delle quali erano stati emessi titoli per poco meno di 27 miliardi, di cui circa 22 di tranche senior. I rimborsi sinora effettuati sui titoli senior hanno ridotto l'esposizione dello Stato che alla stessa data ammontava a 13,6 miliardi.

³ Il dato si riferisce alle sofferenze cedute dal 2017 al 2021.

Per 25 operazioni gli incassi effettivi sono stati in media inferiori del 30 per cento a quelli previsti nei piani di recupero originari. Il rallentamento nei processi di recupero appare in larga misura ascrivibile alle conseguenze della pandemia, in relazione alla sospensione dell'attività dei tribunali e alle interruzioni delle aste immobiliari. Nonostante questo rallentamento, sulla base delle informazioni fornite dai *servicers* coinvolti nelle cartolarizzazioni assistite da Gacs, continua a persistere per la quasi totalità delle operazioni un adeguato grado di copertura dei titoli senior rispetto agli incassi futuri attesi indicati nei piani di recupero aggiornati⁴. Il rischio potenziale di escussione della garanzia per lo Stato (relativo a un numero limitato di operazioni) sarebbe coperto dal fondo Gacs, senza la necessità di ulteriori stanziamenti governativi.

L'ammontare dei crediti *in bonis* al settore privato non finanziario classificati nello stadio 2 previsto dal principio contabile IFRS 9 è rimasto pressoché stabile; a fronte del miglioramento della situazione pandemica, si è ridotta in modo rilevante la quota riferibile ai soggetti che hanno beneficiato di moratorie⁵. L'incidenza dei crediti in stadio 2 sul totale dei prestiti *in bonis* è leggermente diminuita al 14,2 per cento, un livello tuttora più elevato di quello osservato prima della pandemia (10,4 per cento a dicembre del 2019). Permane una marcata differenza nella quota di crediti in stadio 2 tra banche significative e meno significative (15,4 e 11,2 per cento, rispettivamente)⁶. I tassi di copertura su questa tipologia di crediti sono cresciuti mediamente di oltre 80 punti base, al 4,6 per cento.

Sull'evoluzione prospettica della qualità degli attivi bancari gravano il rallentamento congiunturale, le conseguenze macroeconomiche del conflitto in Ucraina, il rialzo dei tassi di interesse e le rilevanti tensioni sui mercati dei beni energetici. Dalla fine dello scorso anno è rimasta sostanzialmente stabile l'incidenza dell'esposizione diretta verso controparti residenti in Russia, Bielorussia e Ucraina sul totale delle attività finanziarie del sistema (in giugno 0,7 per cento, corrispondente a 30,9 miliardi; cfr. il riquadro: *I rischi per gli attivi delle banche derivanti dalla guerra in Ucraina*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022) a fronte di un consistente incremento del relativo tasso di copertura.

Per quanto riguarda gli effetti indiretti, si conferma contenuta (5,2 miliardi, pari allo 0,35 per cento dei prestiti) l'esposizione delle banche residenti in Italia verso imprese che, in quanto importatrici ed esportatrici da e verso Russia, Bielorussia e Ucraina, potrebbero essere maggiormente colpite dalle restrizioni al commercio derivanti dalle sanzioni. La qualità del credito di queste controparti risulta per ora comunque migliore di quella relativa alla totalità delle aziende.

L'incremento dei prezzi dei prodotti energetici può avere inoltre effetti negativi sulle imprese non finanziarie, in particolare su quelle operanti nei settori caratterizzati da una più elevata incidenza dei costi dell'energia, in relazione sia ai maggiori costi di approvvigionamento della stessa, sia al rialzo del prezzo degli input non energetici a loro volta colpiti dai rincari⁷. A fronte di un aumento del credito erogato, anche nei settori esposti ai rincari dell'energia non sono ancora emersi a livello aggregato significativi segnali di deterioramento negli indicatori di rischio di credito. Per alcuni grandi intermediari è stato osservato un incremento delle rettifiche a seguito dell'introduzione di aggiustamenti ai modelli

⁴ Per la descrizione della metodologia utilizzata per l'analisi, cfr. il riquadro: *La performance delle operazioni assistite dalla garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021.

⁵ Questo effetto riflette la riduzione dell'utilizzo degli aggiustamenti ai modelli di calcolo delle perdite attese (*management overlays*) introdotti a partire dal 2020 per tenere conto delle conseguenze della pandemia sulla rischiosità dei debitori appartenenti ai settori economici più colpiti.

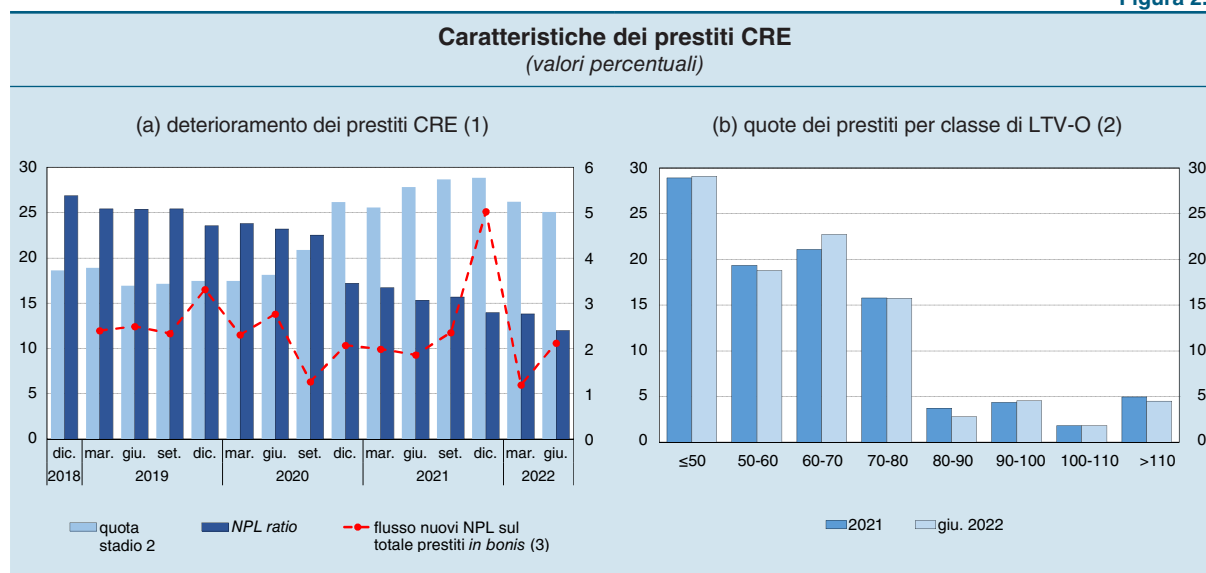
⁶ Per le banche significative l'incidenza di crediti in stadio 2 si è mantenuta di 4,2 punti percentuali superiore alla media dei gruppi significativi dell'area dell'euro.

⁷ Si fa riferimento a settori che non sono produttori netti di energia (settori non energetici), per i quali la stima dell'incidenza dei costi energetici diretti e indiretti si basa sui modelli di *energy input-output* più diffusi in letteratura. Questi modelli combinano le informazioni relative agli input produttivi contenute nelle matrici settoriali di input-output con quelle sull'utilizzo e la produzione di beni energetici presenti nei Conti dei flussi fisici di energia (Physical Energy Flow Accounts, PEFA) del 2018.

di calcolo delle perdite attese per tenere conto delle incertezze originate dal conflitto in corso e dei rischi connessi con i rincari energetici. Per il complesso del sistema le conseguenze della guerra potrebbero riflettersi nelle stime delle perdite attese nei prossimi mesi.

Nella prima metà dell'anno la vulnerabilità delle banche italiane derivante dalle esposizioni immobiliari è rimasta su livelli storicamente contenuti. Per i crediti al settore immobiliare commerciale (*commercial real estate*, CRE)⁸, caratterizzati da un grado di rischio superiore alla media di quelli erogati alle imprese, si è osservato un miglioramento della qualità del credito nel confronto con la fine dello scorso anno (fig. 2.5). Il flusso dei nuovi prestiti deteriorati in rapporto a quelli *in bonis* è ritornato al 2 per cento circa, dopo il rialzo dello scorso dicembre (5 per cento); l'*NPL ratio*, al lordo delle rettifiche di valore, è sceso di 2 punti percentuali, al 12 per cento; si è inoltre ridotta l'incidenza dei crediti in stadio 2 sul totale dei prestiti *in bonis* (dal 29 al 25 per cento). Con riferimento alle erogazioni effettuate nel primo semestre sono rimasti stabili rispetto al 2021 sia il rapporto medio tra l'ammontare del prestito e quello del valore dell'immobile posto a garanzia (*loan-to-value ratio*, LTV; 64 per cento), sia la quota dei finanziamenti con LTV maggiore dell'80 per cento (14 per cento).

Figura 2.5



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. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *L'analisi dei prestiti bancari relativi al settore commercial real estate*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022. – (3) Scala di destra.

Nostre proiezioni⁹ coerenti con i più recenti scenari macroeconomici pubblicati dalla Banca d'Italia¹⁰ indicano che il tasso di deterioramento per le imprese salirebbe gradualmente nel 2023 e in modo più pronunciato nel 2024, raggiungendo alla fine di quest'ultimo periodo valori intorno al 4 per cento nello scenario di base e al 5 in uno scenario avverso. Una dinamica simile si osserverebbe per le famiglie,

⁸ I prestiti CRE sono quelli alle imprese non finanziarie "garantiti da" o "per l'acquisto di" immobili commerciali. La definizione di *commercial real estate* è quella della raccomandazione ESRB/2019/03, che modifica la precedente raccomandazione ESRB/2016/14.

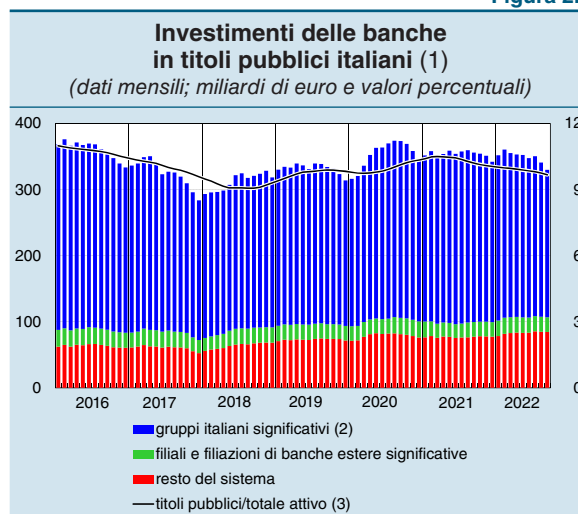
⁹ Per la metodologia, cfr. E. Bonaccorsi Di Patti e G. Cascarino, *Un modello di previsione per la qualità del credito in Italia*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 19, 2020.

¹⁰ Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 13 ottobre 2022.

con un tasso che rimarrebbe prossimo al 2 per cento in entrambi gli scenari. Sulla dinamica del tasso di deterioramento peserebbe l'aumento del costo del credito in termini nominali. Anche a fronte di una crescita rilevante dei flussi di crediti deteriorati per le imprese nello scenario avverso, il tasso di deterioramento rimarrebbe comunque nettamente inferiore a quello registrato in precedenti episodi di crisi.

Tra marzo e settembre del 2022 l'ammontare dei titoli pubblici sul totale delle attività delle banche è lievemente diminuito, al 9,1 per cento (fig. 2.6). La quota di questi titoli allocata nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato è di poco aumentata sia per le banche significative sia per quelle meno significative (al 71,9 e al 72,8 per cento, rispettivamente); per queste attività la variazione dei corsi non si riflette sul patrimonio di vigilanza.

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.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

Per il complesso del sistema bancario l'incremento della raccolta è avvenuto a ritmi più contenuti rispetto a quelli dei prestiti, contribuendo al lieve aumento del *funding gap*¹¹ che in settembre si portava a -11,8 per cento.

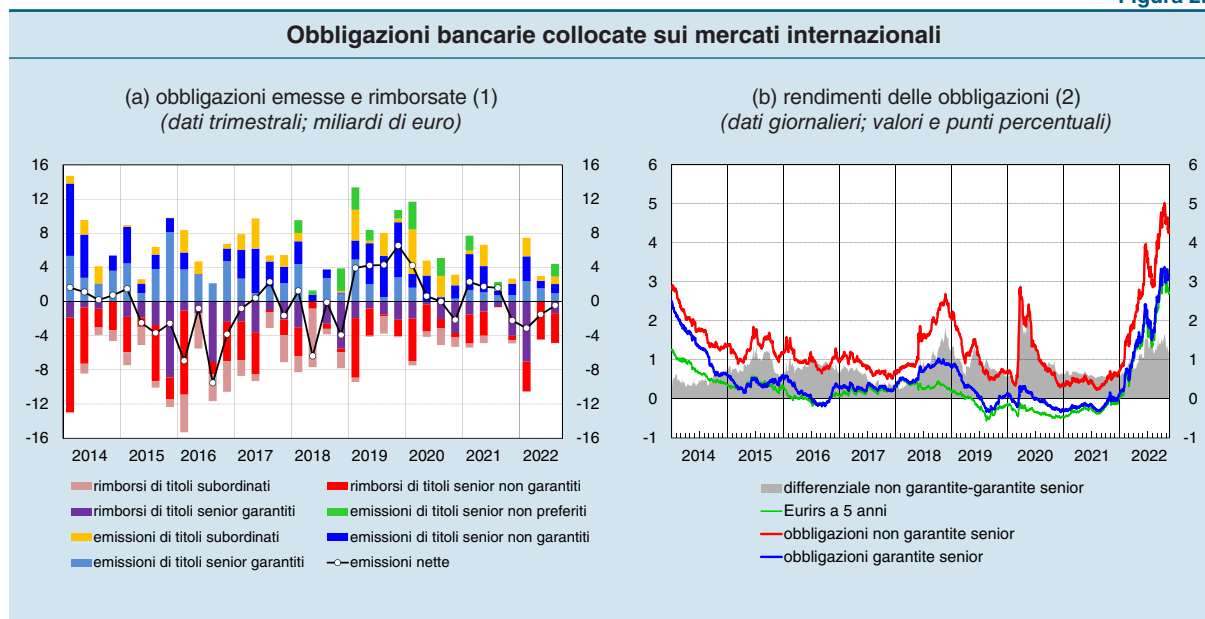
Nonostante i depositi siano ancora in espansione e la liquidità messa a disposizione dall'Eurosistema resti elevata, le banche hanno fatto un crescente ricorso ai mercati obbligazionari all'ingrosso, seppure a condizioni più restrittive. Nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno le emissioni nette sono salite, pur risultando negative per circa mezzo miliardo (fig. 2.7.a), con tassi in progressivo rialzo (fig. 2.7.b). I più alti tassi di interesse potrebbero determinare un incremento del costo complessivo della raccolta considerato che giungeranno a scadenza: (a) entro giugno del 2023, circa la metà della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3); (b) entro la fine del 2023, quasi il 20 per cento del valore delle obbligazioni in essere (per un importo di circa 50 miliardi).

Possibili tensioni sui mercati all'ingrosso potrebbero rendere più complesso il percorso di allineamento delle banche al requisito MREL a regime (in vigore dal 1° gennaio 2024; cfr. il riquadro: *La dotazione MREL per le banche significative italiane*).

Il profilo di liquidità delle banche si è mantenuto robusto sia sulle scadenze a breve, sia in un orizzonte di medio termine. Alla fine di giugno il coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR) era in media del 134,6 per cento; per nessuna banca tale coefficiente era inferiore al minimo regolamentare, pari al 100 per cento. La provvista stabile disponibile risultava composta prevalentemente da depositi verso la clientela al dettaglio e da finanziamenti di altri intermediari o banche centrali; il fabbisogno di provvista stabile era in larga parte determinato dai prestiti.

¹¹ Il *funding gap* è misurato come differenza tra il valore dei prestiti e la raccolta al dettaglio, in percentuale dei prestiti.

Figura 2.7



Fonte: Bloomberg e Dealogic.

(1) I dati si riferiscono all'emissione di titoli di banche italiane sui mercati internazionali. Sono escluse le emissioni trattenute a bilancio e 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.

LA DOTAZIONE MREL PER LE BANCHE SIGNIFICATIVE ITALIANE¹

Nel primo semestre 2022 sono state effettuate emissioni di passività computabili ai fini del requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) per 13,2 miliardi di euro, un livello sostanzialmente analogo a quello dello stesso periodo del 2021 (figura, pannello a). La gran parte delle emissioni è riconducibile alle banche di maggiore dimensione, che tradizionalmente ricorrono ai mercati della raccolta all'ingrosso per soddisfare parte delle proprie esigenze di finanziamento. Rispetto ai semestri precedenti si osserva tra le emissioni un peso crescente di strumenti di minore qualità (quali le note strutturate)².

Nelle emissioni più recenti effettuate sul mercato all'ingrosso si è registrato un sensibile incremento del costo della raccolta, in relazione all'aumento dei tassi di interesse. Costi di finanziamento più elevati potrebbero rendere più complesso il percorso di allineamento delle banche ai target MREL in vigore dal 1° gennaio 2024, soprattutto per quanto attiene alla componente subordinata, tenuto conto che, a fronte di una situazione media complessivamente adeguata, alcune banche significative non risultano ancora in linea con i requisiti richiesti a regime³.

¹ A cura di Valeria Calicchia, Umberto Caragnano ed Emilia Luisa Leone.

² Si tratta di passività derivanti da strumenti di debito che incorporano una componente derivata e che rispettano le condizioni di computabilità previste dall'art. 45-ter della direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD).

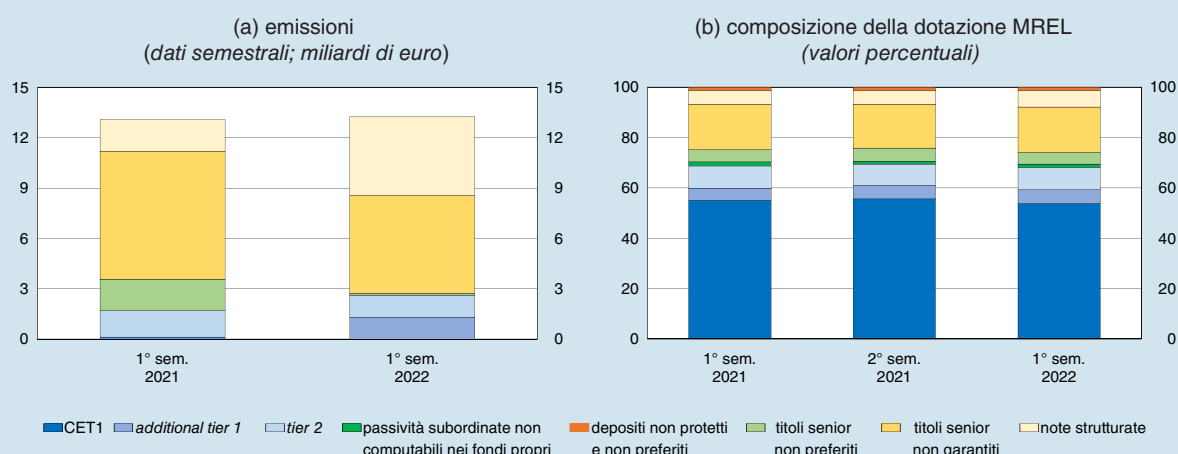
³ La carenza aggregata di passività idonee per soddisfare i requisiti MREL complessivo e subordinato ammontava, rispettivamente, a 5,4 e a 4,8 miliardi.

Al 30 giugno la dotazione di strumenti ammissibili⁴ ai fini dei requisiti MREL delle banche significative italiane ammontava a 278,2 miliardi – un valore pari al 27,6 per cento delle attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA) – stabile rispetto a dicembre del 2021, a fronte di requisiti, intermedio e finale⁵, mediamente pari al 23,3 e al 24,6 per cento degli RWA. Per le banche significative di maggiore dimensione (con totale attivo superiore a 100 miliardi), assoggettate a un requisito di subordinazione, la dotazione di strumenti subordinati era di 179,3 miliardi (il 20,6 per cento degli RWA), in riduzione rispetto al semestre precedente, a fronte di requisiti intermedio e finale pari, rispettivamente, al 18,1 e al 18,5 per cento.

I fondi propri rappresentavano in media il 68 per cento dell'intera dotazione (figura, pannello b). Tenendo conto di passività subordinate non computabili nei fondi propri (1,5 per cento del totale) e degli strumenti senior *non-preferred* (4,6 per cento), la dotazione subordinata rappresentava il 74,1 per cento del totale. Gli strumenti senior non garantiti e le note strutturate erano pari, rispettivamente, al 18,0 e al 6,5 per cento del totale. Per il complesso degli intermediari la quota di depositi non protetti e non preferiti era marginale (1,4 per cento). Le banche significative di maggiore dimensione mostravano un più elevato grado di diversificazione, mentre per quelle minori l'incidenza dei fondi propri, in particolare degli strumenti computabili nel capitale di migliore qualità (*common equity tier1*, CET1) risultava preponderante (76 per cento).

Figura

Strumenti ammissibili ai fini dei requisiti MREL delle banche significative italiane



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di risoluzione per i gruppi bancari.

⁴ La dotazione di strumenti ammissibili ai fini MREL include i fondi propri e le passività che rispettano le condizioni dettate dall'art. 45-ter della BRRD.

⁵ Per garantire una progressiva costruzione della dotazione MREL, a partire dal 1° gennaio 2022 le banche sono tenute a rispettare un requisito intermedio, vincolante fino all'entrata in vigore del requisito finale, prevista per il 1° gennaio 2024.

Nel periodo compreso tra la fine di marzo e la fine di settembre l'indice medio di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*, LCR) si è ridotto di circa 18 punti percentuali, anche per effetto della contrazione delle riserve presso la banca centrale e dei titoli di Stato non impegnati. L'indicatore resta in media ampiamente sopra il limite regolamentare del 100 per cento, collocandosi al 182,7 per cento (tav. 2.2). La composizione delle attività liquide di elevata qualità (*high-quality liquidity assets*, HQLA, il numeratore dell'LCR) è rimasta sostanzialmente invariata, con una quota di titoli di Stato e di liquidità detenuta sotto forma di riserve di banca centrale pari, rispettivamente, al 33 e al 55 per cento delle HQLA.

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

VOCI	LCR (2)	Posizione netta di liquidità a 1 mese (3)	NSFR (4)
Banche significative	176,3	23,0	133,6
Banche meno significative	249,7	17,6	142,9
Totale sistema	182,7	20,1	134,6

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

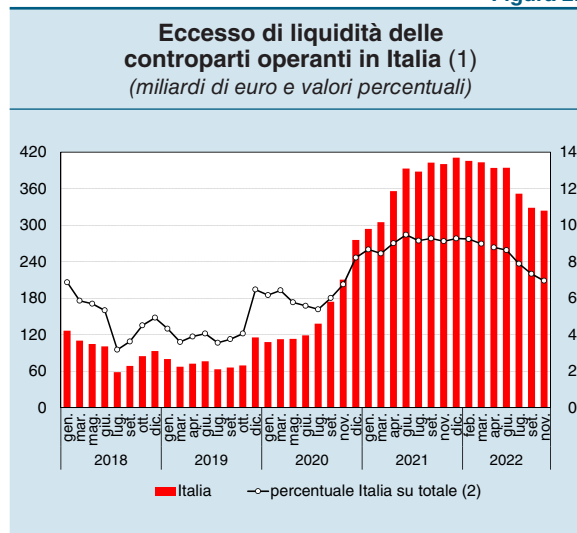
(1) Dati aggiornati a settembre 2022 per l'indice medio di copertura e la posizione netta di liquidità a 1 mese, a giugno 2022 per i dati sul coefficiente netto di finanziamento stabile (NSFR). – (2) L'indice medio di copertura della liquidità è ottenuto dal rapporto tra il totale delle attività liquide 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).

La liquidità in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria depositata presso la Banca d'Italia è progressivamente diminuita: nel periodo di mantenimento terminato il 1° novembre è stata in media di 324 miliardi, 70 in meno nel confronto con aprile (fig. 2.8).

Tra marzo e ottobre del 2022 l'ammontare del rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia è sceso di 22 miliardi (a 431). Circa la metà dei finanziamenti ottenuti attraverso le TLTRO3 giungerà a scadenza entro giugno del 2023, la restante parte entro la fine del 2024. La recente decisione del Consiglio direttivo della BCE di modificare i tassi delle TLTRO3 in essere¹², rendendoli meno favorevoli, potrebbe tuttavia aumentare la quota di finanziamenti che le banche rimborseranno prima della scadenza. Da un'analisi condotta lo scorso ottobre su un ampio campione di intermediari¹³ emerge la volontà delle banche di sostituire poco più della metà dei fondi ottenuti con le TLTRO3 con fonti di raccolta alternative, riconducibili in larga parte al ricorso al mercato e a provvista da clientela.

Il valore delle attività conferite come garanzia nelle operazioni presso l'Eurosistema (*collateral pool*) è diminuito di 30 miliardi, a 482 alla fine di settembre (fig. 2.9.a). I prestiti costituiscono la principale classe di attività stanziata (33,8 per cento del totale; fig. 2.9.b). A luglio del 2022 sono state rimosse alcune

Figura 2.8



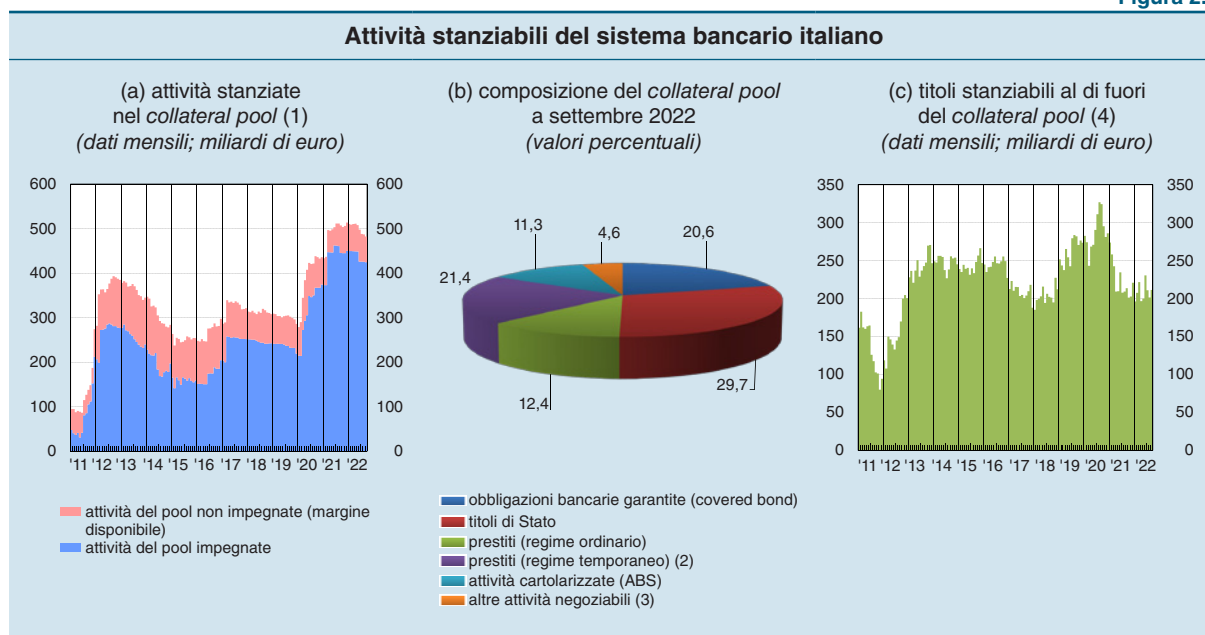
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE.

(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.

¹² BCE, *ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term*, comunicato stampa del 27 ottobre 2022.

¹³ Si considerano tutte le banche italiane ad esclusione di quelle extracomunitarie e di quelle facenti parte di gruppi esteri riconducibili al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM); sono invece incluse le filiazioni di banche non residenti appartenenti a gruppi italiani nell'ambito dell'SSM.

Figura 2.9



Fonte: elaborazioni su dati Eurosystem e su segnalazioni di vigilanza.

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

misure adottate in risposta all'emergenza pandemica che allentavano i criteri di idoneità applicabili alle attività conferite in garanzia¹⁴; ciò ha comportato una riduzione del *collateral pool* di circa 10 miliardi. Le misure ancora in essere continuano ad accrescere la disponibilità di collaterale per 50 miliardi.

Complessivamente l'incidenza delle attività utilizzate come garanzia sul totale degli attivi (*asset encumbrance*) è pari al 29,5 per cento, in diminuzione dal 30,7 del marzo di quest'anno. Le banche italiane dispongono di 211 miliardi di titoli liberi stanziabili al di fuori del *collateral pool*, costituiti per circa l'85 per cento da titoli di Stato (fig. 2.9.c). La disponibilità di titoli impegnabili presso l'Eurosystem rimarrebbe cospicua anche in seguito a un aumento di 100 punti base dell'intera curva dei rendimenti: il valore dei titoli stanziati in garanzia si ridurrebbe di 27,4 miliardi (il 5,7 per cento del totale), mentre quello dei titoli potenzialmente conferibili di 8,1 miliardi (il 4,0 per cento del totale).

I rischi di mercato e di tasso di interesse

Dall'inizio dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e con la progressiva accelerazione del processo di normalizzazione della politica monetaria, i mercati finanziari nelle principali aree valutarie sono stati caratterizzati da condizioni di elevata volatilità. Ne è conseguito un consistente incremento dell'esposizione delle banche ai rischi di mercato.

¹⁴ BCE, *ECB announces timeline to gradually phase out temporary pandemic collateral easing measures*, comunicato stampa del 24 marzo 2022.

Nostre stime indicano che alla fine di settembre l'indice del *Value at Risk* (VaR) per l'intero portafoglio titoli (*banking e trading book*) era di quasi 135 punti, in rialzo di 35 rispetto ai livelli di marzo, nonostante una diminuzione del 7 per cento delle esposizioni (fig. 2.10). L'incremento è attribuibile principalmente alla volatilità degli spread creditizi e dei tassi di interesse. Il contributo al rischio riconducibile ai titoli di capitale e ai tassi di cambio è nel complesso contenuto.

Simulazioni basate sul portafoglio di titoli di Stato valutati al *fair value* alla fine di settembre 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 17 punti base (14 per le banche significative, 41 per quelle meno significative). L'impatto è in linea con quello stimato a febbraio del 2022¹⁵.

Considerando il complesso delle attività e passività comprese nel portafoglio bancario alla fine di giugno del 2022, in uno scenario di crescita dei tassi privi di rischio in linea con le aspettative implicite nelle curve dei tassi di interesse di mercato su un orizzonte di due anni¹⁶, la variazione mediana del valore economico del portafoglio sarebbe positiva sia per le banche significative sia per quelle meno significative (rispettivamente 30 e 14 punti base di *tier 1 ratio*)¹⁷. Limitandosi agli intermediari con variazioni negative, le perdite medie ponderate sarebbero pari, rispettivamente, a 170 e 75 punti base di *tier 1 ratio*. Le riduzioni di valore, pur accentuandosi, sarebbero sostenibili per gli intermediari anche in altri scenari basati su una minore durata media dei depositi considerati stabili, coerenti con un aumento della preferenza della clientela per investimenti alternativi alla liquidità in un contesto di più elevata inflazione.

Figura 2.10

Andamento del VaR delle banche italiane (1)
(dati giornalieri; indice: dicembre 2012=100)



Fonte: elaborazioni su dati Matrice dei conti, Anagrafe titoli 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, alla fine di ogni mese, in base alle informazioni granulari circa le consistenze e le caratteristiche dei titoli in portafoglio di ciascuna banca italiana, tenendo conto delle variazioni dei fattori di rischio occorse negli ultimi 250 giorni lavorativi.

¹⁵ 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.

¹⁶ Le stime sono basate sulla metodologia semplificata per la determinazione dell'esposizione al rischio di tasso definita dalla Banca d'Italia; cfr. circolare della Banca d'Italia 285/2013 (Disposizioni di vigilanza per le banche), parte prima, titolo III, capitolo 1, allegato C (Rischio di tasso di interesse sul portafoglio bancario in termini di variazione di valore economico); tale metodologia è applicata alle attività/passività del portafoglio bancario segnalate dalle banche per fasce di scadenza. In particolare lo scenario considerato prefigura un aumento superiore a 200 punti base per le scadenze fino a due anni, fra 60 e 120 punti base per quelle fra tre e dieci anni e non superiore a 10 punti base per quelle con durata più lunga.

¹⁷ L'effetto positivo è dovuto alle basse perdite registrate dagli attivi delle banche. Nello specifico, sulla base dei tassi di mercato osservati, si è ridotta la sensibilità delle poste in portafoglio, soprattutto sulle lunghe scadenze; inoltre lo shock (non parallelo) applicato ai tassi di interesse a lungo termine è molto più contenuto rispetto a quello utilizzato nella precedente stima (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022).

Infine l'effetto sul margine di interesse di un rialzo parallelo di 200 punti base¹⁸ della curva dei tassi privi di rischio sarebbe positivo per quasi tutti gli intermediari. Secondo nostre stime¹⁹ l'incremento medio ponderato a dodici mesi per il sistema bancario sarebbe pari a 75 punti base di *tier 1 ratio*. In scenari caratterizzati da una minore stabilità dei depositi a vista il risultato si ridurrebbe in modo significativo.

Il patrimonio e la redditività

Alla fine del primo semestre il *CET1 ratio* medio dell'intero sistema bancario – dato dal rapporto tra capitale di migliore qualità (CET1) e attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA) – era pari al 14,8 per cento, 50 punti base in meno rispetto alla fine del 2021. La diminuzione dei coefficienti patrimoniali ha interessato sia i gruppi significativi sia le banche meno significative, seppure con intensità diverse: il *CET1 ratio* medio si è ridotto, rispettivamente, di 49 e di 139 punti base.

Per le banche significative la flessione del *CET1 ratio* è dipesa esclusivamente dall'andamento del capitale di migliore qualità, il cui calo ha ampiamente compensato la leggera contrazione delle attività ponderate. Sulla riduzione del capitale hanno inciso, in particolare: (a) le iniziative di natura straordinaria condotte da due principali intermediari dopo la scadenza della raccomandazione relativa alla distribuzione di dividendi e al riacquisto di azioni proprie; (b) l'andamento della riserva patrimoniale, a valere sulla redditività complessiva, connesso con la diminuzione del valore di mercato dei titoli in portafoglio valutati al *fair value*; (c) gli effetti di natura transitoria legati all'applicazione del principio IFRS 9. Per le banche meno significative la riduzione del *CET1 ratio* ha fatto seguito sia al calo del capitale sia all'aumento degli RWA; sul primo hanno pesato la flessione della riserva patrimoniale a valere sulla redditività complessiva e gli effetti di natura transitoria relativi all'IFRS 9.

In giugno il divario tra il livello medio di patrimonializzazione delle banche significative italiane e quello degli intermediari dei paesi partecipanti all'SSM era ormai trascurabile (6 punti base)²⁰.

Il rapporto di leva finanziaria (*leverage ratio*), che misura l'adeguatezza del capitale rispetto alle attività non ponderate per il rischio, è sceso nel primo semestre dell'anno di 60 punti base, al 5,6 per cento, principalmente per il venire meno alla fine dello scorso marzo della previsione regolamentare che consentiva di escludere dal calcolo del requisito le esposizioni verso le banche centrali²¹. Il *leverage ratio* degli intermediari significativi italiani (5,4 per cento) era sostanzialmente in linea con la media europea (5,3 per cento), a fronte di un requisito minimo vincolante del 3 per cento.

Il livello di patrimonializzazione del sistema sarebbe complessivamente in grado di sostenere anche il probabile impatto determinato dal materializzarsi di uno scenario macroeconomico avverso che prevede, tra l'altro, un'interruzione completa dei flussi di gas russo verso l'Europa e un significativo rincaro

¹⁸ Gli impatti sono stati stimati utilizzando la metodologia semplificata per la valutazione del rischio di tasso di interesse riportata nella circolare della Banca d'Italia 285/2013 (Disposizioni di vigilanza per le banche), parte prima, titolo III, capitolo 1, allegato C-bis (Rischio di tasso di interesse sul portafoglio bancario in termini di variazione del margine di interesse); tale metodologia consente l'applicazione di scenari relativi a soli shock paralleli della curva dei tassi.

¹⁹ Per la stima si ipotizza il rinnovo a condizioni di mercato delle sole poste che scadono o rivedono il tasso di remunerazione entro il 30 giugno 2023, secondo una logica di bilancio statico che non tiene conto: (a) dell'eventuale futura ricomposizione delle attività e passività riconducibile al cambiamento della politica monetaria; (b) delle condizioni applicate alle TLTRO in essere; (c) delle condizioni di mercato.

²⁰ Il dato include anche le banche italiane significative.

²¹ L'esenzione faceva parte delle misure previste dal regolamento UE/2020/873 (CRR *quick-fix*), adottate nel giugno 2020 a seguito dell'emergenza pandemica.

L'ESERCIZIO DI VALUTAZIONE DELLA RESILIENZA DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO ¹

La Banca d'Italia ha recentemente condotto un esercizio di valutazione della resilienza complessiva del sistema bancario italiano nel biennio 2023-24 a fronte di due scenari (uno di base e uno avverso) coerenti con le più recenti proiezioni macroeconomiche². L'esercizio, che ha caratteristiche diverse rispetto agli stress test svolti dalle autorità di vigilanza con finalità microprudenziali, ha riguardato un ampio campione di banche significative e meno significative rappresentative di circa il 90 per cento dell'attivo totale del sistema bancario³.

Le valutazioni sono state effettuate combinando un approccio di simulazione basato sulle segnalazioni di vigilanza trasmesse dalle banche (*top down*) con un modello di autoregressione vettoriale (VAR) che tiene conto dell'amplificazione dello shock macroeconomico iniziale, causata dall'erosione del capitale bancario (*macroeconomic feedback*). L'impatto sui bilanci degli intermediari considera inoltre i seguenti fattori: (a) la maggiore rischiosità delle imprese operanti in settori ad alta intensità energetica; (b) la potenziale crescita dei costi operativi per effetto dell'inflazione; (c) l'incremento del costo della raccolta conseguente all'innalzamento del tasso di interesse applicato alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine; (d) l'aumento dei tassi sui depositi alla clientela.

I dati di partenza sono quelli dei bilanci del 2021 (l'ultimo anno per il quale si dispone di informazioni complete), aggiornati con le segnalazioni sui titoli in portafoglio relative alla fine dello scorso agosto. Gli andamenti delle principali fonti di costo e di ricavo e delle perdite sui crediti e sui titoli in portafoglio sono stimati considerando l'evoluzione delle variabili economiche e finanziarie nei due scenari⁴.

Nel complesso le banche del campione mostrano una buona capacità di tenuta. Il *CET1 ratio*⁵ a regime (*fully loaded*) rimarrebbe sostanzialmente invariato nello scenario di base, nel quale la maggior parte degli intermediari chiuderebbe in utile. Nello scenario avverso il *CET1 ratio* a regime si ridurrebbe in media di 2,1 punti percentuali alla fine del 2024 (figura); gli

¹ A cura di Paolo Bisio, Nicola Branzoli e Anna Rendina.

² Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 13 ottobre 2022. In particolare, nello scenario avverso si ipotizzano un'interruzione completa dei flussi di gas russo verso l'Europa e prezzi delle materie prime significativamente più elevati, a cui si accompagnerebbero un più marcato rallentamento del commercio internazionale rispetto allo scenario di base e, nel breve termine, una maggiore incertezza.

³ Le banche escluse dall'esercizio sono in gran parte filiazioni e filiali di banche estere. Per i gruppi bancari italiani con filiali o filiazioni all'estero l'analisi è stata svolta solo sulla componente italiana del gruppo.

⁴ Le perdite connesse con il rischio di credito sono state calcolate applicando al portafoglio crediti tassi di default differenziati per macroarea geografica e macrosettore di attività economica; alle imprese a maggiore intensità energetica è stato applicato un fattore di scala prudenziale per tenere conto della loro maggiore fragilità nell'attuale contesto macroeconomico. Le perdite connesse con il rischio di mercato sono state calcolate rivalutando i titoli di debito contabilizzati nei portafogli al *fair value* e applicando un sistema di scarti di garanzia (*haircuts*) ai titoli azionari. L'evoluzione del margine di interesse è stata stimata applicando ai rendimenti unitari delle attività fruttifere e ai costi unitari delle passività onerose shock differenziati in base al settore di appartenenza della controparte, alle caratteristiche contrattuali e alla durata residua dello strumento finanziario; gli shock sono stati definiti tenendo conto dell'evoluzione dei tassi di interesse nell'orizzonte temporale di riferimento degli scenari. Per il rischio operativo, i ricavi da commissioni e le voci di costo del conto economico, la metodologia utilizza un sistema simile a quello impiegato per lo stress test sulle maggiori banche europee coordinato dall'EBA, opportunamente aggiustato per tenere conto della diversa natura dell'esercizio condotto (micro anziché macroprudenziale). Si è assunto infine che i costi operativi aumentino nel biennio 2023-24, coerentemente con: (a) la previsione di incremento della retribuzione unitaria dei dipendenti del settore privato, nel caso delle spese per il personale; (b) la crescita del deflatore del PIL, nel caso delle altre spese.

⁵ Il *CET1 ratio* è dato dal rapporto tra capitale di migliore qualità (CET1) e attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA).

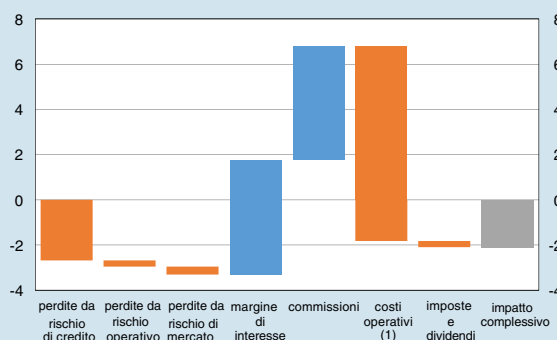
impatti sulle banche meno significative (*less significant institutions*, LSI) sarebbero di poco più severi, con una diminuzione del *CET1 ratio* a regime pari a 2,4 punti percentuali (2,6 nel caso delle sole LSI con modello di business tradizionale).

Per l'insieme degli intermediari le perdite maggiori sono quelle da rischio di credito, che raggiungerebbero 2,7 punti percentuali in termini di RWA nello scenario avverso, mediamente il doppio di quelle stimate per quest'anno in ciascuno dei due anni successivi. Le perdite da rischio di mercato, incluso quello sovrano, sono nel complesso limitate (0,4 punti percentuali in termini di RWA nello scenario avverso). L'aumento dei costi operativi sarebbe compensato dai contributi forniti dal margine di interesse e dalle commissioni, ancorché entrambi in riduzione rispetto ai valori attesi per quest'anno. Gli impatti derivanti dalla maggiore rischiosità stimata per le imprese ad alta intensità energetica e l'effetto di feedback macroeconomico risultano contenuti (0,3 punti percentuali).

I risultati vanno valutati con cautela alla luce dell'elevata incertezza degli scenari macroeconomici. Ciò nonostante, le previsioni di impatto per le banche meno significative costituiscono uno strumento a supporto degli analisti per il monitoraggio del rischio e delle attività di supervisione nei prossimi mesi, in attesa della raccolta di piani industriali aggiornati e della conduzione di un nuovo esercizio di stress test all'inizio del 2023 da utilizzare nel prossimo ciclo del processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP).

Figura

Variazione del *CET1 ratio* a regime nel biennio 2023-24 per le banche italiane nello scenario avverso
(punti percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Include anche altre voci di conto economico.

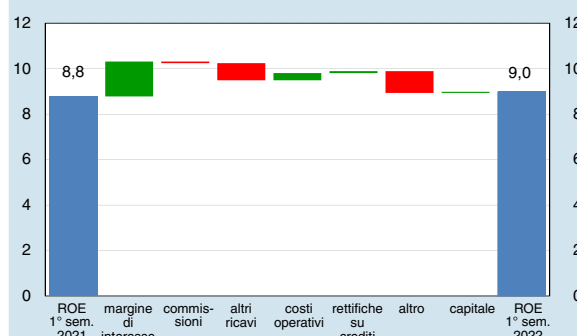
delle materie prime, scenario definito in coerenza con le più recenti proiezioni diffuse dalla Banca d'Italia²² (cfr. il riquadro: *L'esercizio di valutazione della resilienza del sistema bancario italiano*).

Nel primo semestre del 2022 la redditività delle banche italiane è leggermente aumentata rispetto allo stesso periodo dello scorso anno; il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) al netto delle componenti straordinarie è salito dall'8,8 al 9,0 per cento (fig. 2.11). Il rendimento degli attivi (*return on asset*, ROA) è risultato pari allo 0,6 per cento.

Il margine di interesse è cresciuto del 9,2 per cento. L'incremento è derivato principalmente dai maggiori interessi percepiti sulle obbligazioni in portafoglio, soprattutto sui titoli di Stato a

Figura 2.11

Scomposizione della variazione del ROE tra il 1° semestre del 2021 e il 1° semestre del 2022 (1)
(valori e punti percentuali)



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

(1) Le variazioni sono riportate in rapporto al capitale proprio e alle riserve e contribuiscono positivamente (barra verde) o negativamente (barra rossa) al ROE di partenza del 2021, determinando il valore finale del ROE del 2022.

²² Banca d'Italia, 13 ottobre 2022, op. cit.

causa del marcato rialzo degli scorsi mesi. Vi ha contribuito anche l'espansione dei volumi di credito, in particolare verso il settore privato non finanziario. Per le passività, la diminuzione delle consistenze dei titoli di debito emessi ha comportato una riduzione dei relativi interessi. Sono invece aumentati gli interessi passivi sui depositi, soprattutto a causa della loro maggiore onerosità. Infine è rimasto stabile l'effetto positivo determinato dalle TLTRO in essere con l'Eurosistema.

Il margine di intermediazione si è ampliato dell'1,8 per cento; il calo dei ricavi derivanti dall'attività di negoziazione e, in minore misura, quello delle commissioni hanno in parte controbilanciato l'incremento del margine di interesse. Al miglioramento della redditività hanno inoltre contribuito la flessione dei costi operativi (1,3 per cento) e delle rettifiche su crediti (2,4 per cento).

Secondo nostre stime coerenti con lo scenario di base delle più recenti proiezioni macroeconomiche²³, sino alla fine del 2024 il margine di interesse crescerebbe in media di circa un quinto all'anno, beneficiando in misura marcata del rialzo dei tassi di interesse di mercato. Nello stesso periodo, in linea con il previsto deterioramento del merito di credito dei prenditori, anche le rettifiche di valore aumenterebbero fino a raggiungere valori più che doppi rispetto a quest'anno, sia nel 2023 sia nel 2024. L'incremento dei tassi di interesse eserciterebbe un effetto negativo anche sui ricavi netti da negoziazione, che si ridurrebbero nell'anno in corso e nel 2023. I costi operativi salirebbero progressivamente riflettendo l'aumento dell'inflazione. La redditività complessiva dell'insieme delle banche italiane rimarrebbe comunque positiva lungo l'intero orizzonte considerato. I rischi che gravano su queste previsioni sono però orientati prevalentemente al ribasso. Le rettifiche sui crediti potrebbero essere più elevate di quanto prefigurato, qualora l'evoluzione dell'attività economica risultasse meno favorevole di quella attesa e/o l'incidenza dei maggiori oneri finanziari sulla capacità dei debitori di ripagare i debiti bancari fosse più pronunciata. Inoltre l'impatto positivo dei tassi sul margine di interesse potrebbe essere più contenuto, sia a causa di un aggiustamento dei tassi passivi, più rapido e intenso rispetto a quanto incorporato nelle regolarità storiche, sia per effetto della ricomposizione della raccolta a seguito della scadenza delle TLTRO.

Anche sul sistema bancario italiano permane infine il rischio di possibili attacchi cibernetici connessi con il conflitto in Ucraina. La loro eventuale materializzazione potrebbe dare luogo a un significativo incremento dei costi operativi, oltre che a ricadute sul piano reputazionale.

Dall'attività di monitoraggio regolarmente condotta dalla Banca d'Italia²⁴ risulta che il numero di gravi incidenti cibernetici presso gli intermediari bancari italiani si è leggermente ridotto nel 2021 (12 eventi) dopo l'incremento osservato nel 2020 (15, rispetto ai 10 del 2019).

Continua l'azione delle autorità internazionali e di supervisione per la mitigazione di tale tipologia di rischi: di recente i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G7 hanno approvato la pubblicazione di un insieme di principi sulla gestione dei rischi cibernetici di terze parti e sul contrasto ai software dannosi che rendono inaccessibili i dispositivi informatici a scopo estorsivo (*ransomware*)²⁵.

²³ Banca d'Italia, 13 ottobre 2022, op. cit.

²⁴ Questa attività si basa sulle segnalazioni periodiche previste dalla Banca d'Italia relative ai gravi incidenti operativi o alla sicurezza. Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Comunicazione di gravi incidenti operativi o di sicurezza*.

²⁵ Per approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Il G7 adotta nuovi principi per rafforzare la cybersicurezza del sistema finanziario globale*.

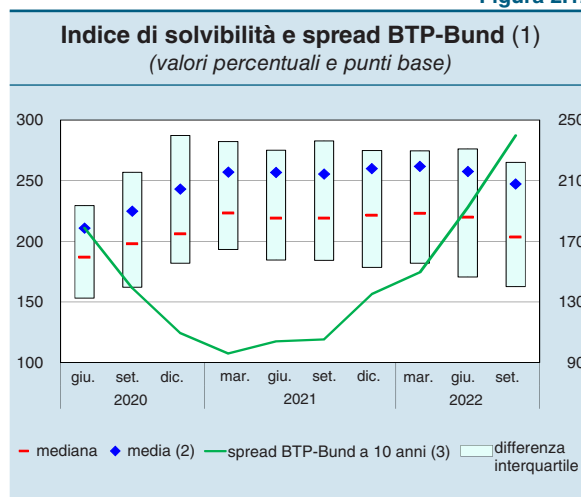
2.2 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Le assicurazioni

Le spinte inflazionistiche e l'aumento dei tassi di interesse hanno avuto finora un effetto moderato sulla patrimonializzazione media delle compagnie (cfr. il riquadro: *L'impatto delle dinamiche inflative sul comparto danni*). L'indice di solvibilità medio²⁶ a settembre del 2022 era sceso al 247 per cento, rimanendo comunque su livelli elevati (fig. 2.12); la diminuzione dei corsi azionari e obbligazionari è stata in parte compensata dalla maggiore disponibilità di fondi propri derivante dal rialzo della curva dei tassi di interesse privi di rischio utilizzata dalle compagnie per calcolare le riserve tecniche.

Il comparto assicurativo italiano, in linea con quello degli altri paesi europei, continua a essere esposto al complesso dei rischi di mercato e di controparte in misura maggiore rispetto ai rischi tecnici assicurativi (rischi di sottoscrizione); alle due categorie, infatti, sono riconducibili rispettivamente il 77 e il 23 per cento del requisito

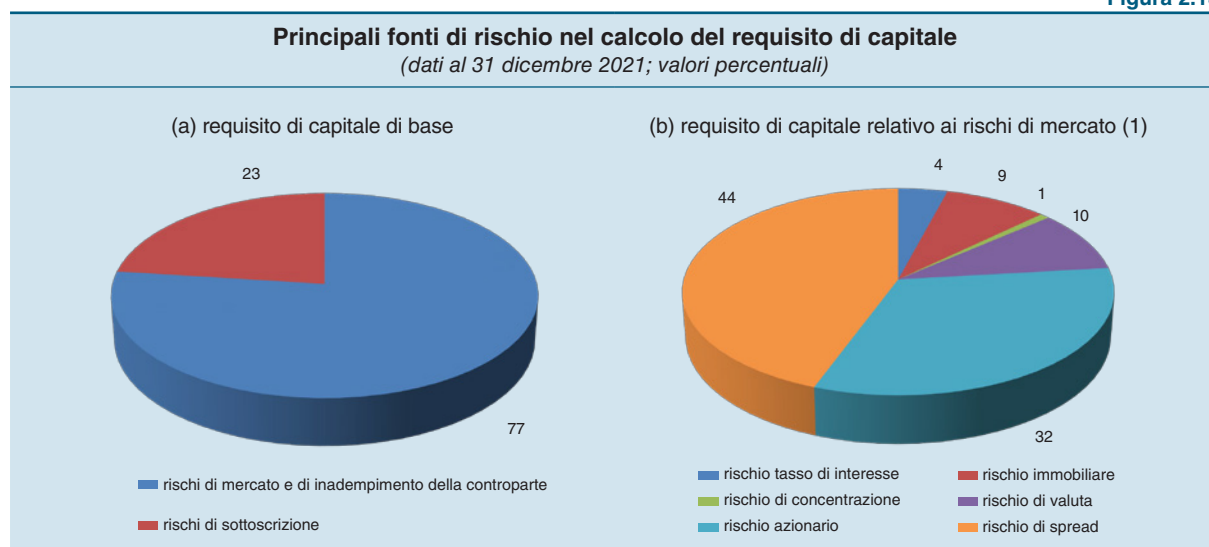
Figura 2.12



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale Solvency II. I dati provengono dalle segnalazioni trimestrali di vigilanza Solvency II (*Quantitative reporting template*). – (2) Media ponderata con pesi pari al requisito patrimoniale di solvibilità. – (3) Lo spread BTP-Bund si riferisce alla fine di ciascun periodo. Scala di destra.

Figura 2.13



Fonte: Ivass.

(1) I dati si riferiscono alle sole imprese che calcolano il requisito patrimoniale di solvibilità (*solvency capital requirement, SCR*) attraverso la formula standard (76 imprese, che rappresentano il 60 per cento del totale degli attivi). Il metodo standard per il rischio di spread non prevede requisiti di capitale per le esposizioni verso uno Stato europeo espresse e finanziate nella valuta nazionale.

²⁶ Per la definizione dell'indice di solvibilità, cfr. la nota 1 della fig. 2.12. La normativa prevede che l'indice sia pari o superiore al 100 per cento.

L'IMPATTO DELLE DINAMICHE INFLATIVE SUL COMPARTO DANNI¹

A livello nazionale e internazionale cresce l'attenzione sui possibili effetti dell'inflazione sulla posizione patrimoniale delle compagnie, in particolare a seguito dell'incremento degli oneri per sinistri (e quindi delle riserve tecniche) connesso con l'aumento dei prezzi².

L'Ivass ha condotto prime analisi per valutare le conseguenze sulle passività del settore assicurativo italiano. L'esercizio stima la variazione delle riserve sinistri della fine del 2021 derivante dall'inflazione attesa e dalla curva dei tassi di interesse privi di rischio osservate alla fine di settembre del 2022³, assumendo che le attività rimangano costanti.

Le analisi hanno riguardato sia il complesso delle riserve sinistri del comparto danni sia, più in dettaglio, quelle delle aree di attività responsabilità civile auto (RC auto) e responsabilità civile generale (RC generale), che in termini di riserve sinistri sono i rami più rilevanti per il mercato assicurativo italiano e sono caratterizzati da oneri per sinistri potenzialmente più esposti all'andamento dell'inflazione⁴.

Nello scenario considerato le riserve per sinistri totali del mercato aumenterebbero del 4 per cento⁵, dando luogo a una contrazione dei fondi propri inferiore al 2 per cento⁶, con effetti limitati sulla patrimonializzazione complessiva del settore.

Anche le analisi sui rami RC auto e RC generale confermano le attese di crescita delle riserve e mostrano che le aree di attività caratterizzate da tempi medi di liquidazione dei sinistri più lunghi⁷ beneficiano maggiormente della mitigazione derivante dal rialzo dei tassi di interesse privi di rischio.

¹ A cura di Giulia Avola (Ivass) e Francesco Sciarretta (Ivass).

² EIOPA, *Financial stability report*, giugno 2022.

³ Ai fini delle analisi sono state utilizzate le ipotesi sull'inflazione futura elaborate da Oxford Economics che alla fine di settembre del 2022 ha previsto un valore del 7,8 e del 4,4 per cento, rispettivamente, per il 2022 e per il 2023. Dal 2024 in poi è stata considerato un livello del 2 per cento. Per la curva dei tassi di interesse privi di rischio è stata utilizzata quella ufficiale dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) del mese di settembre (cfr. sul sito dell'EIOPA: *Risk-free interest rate term structures*).

⁴ I due rami costituiscono il 66 per cento del mercato danni in termini di riserva sinistri. L'analisi è stata condotta su un campione rappresentativo di circa il 93 e il 98 per cento del mercato, rispettivamente, per l'RC auto e l'RC generale in termini di riserva sinistri.

⁵ Nelle valutazioni i flussi di cassa futuri netti del dicembre 2021 sono stati rivalutati sulla base delle ipotesi sull'inflazione futura e scontati applicando i tassi di interesse privi di rischio della fine di settembre del 2022. Non sono state formulate ipotesi sull'inflazione utilizzata dalle compagnie per determinare i flussi di cassa futuri netti della riserva sinistri.

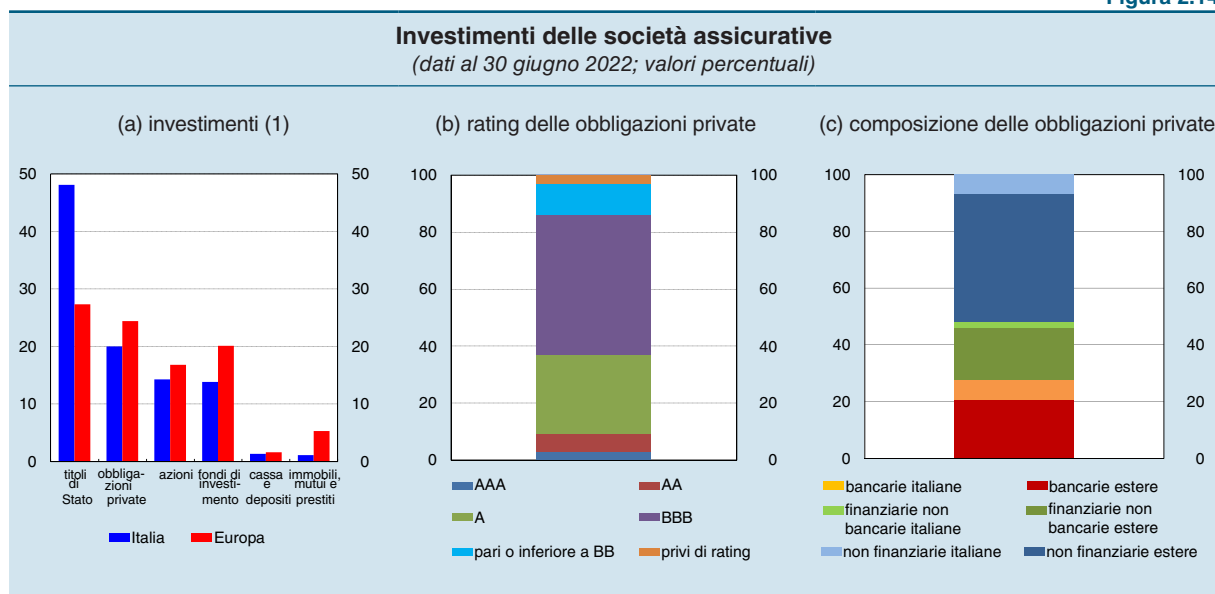
⁶ Si tratta dei fondi propri che alla fine del 2021 erano ammissibili alla copertura del requisito patrimoniale delle compagnie interessate alle analisi.

⁷ I tempi di liquidazione variano in funzione della complessità dei sinistri e dell'entità del danno.

di capitale di base (fig. 2.13.a); fra i rischi di mercato è prevalente quello legato alla variazione degli spread obbligazionari (fig. 2.13.b).

A giugno del 2022 le esposizioni in titoli di Stato delle assicurazioni italiane continuavano a rappresentare circa la metà degli investimenti con rischio a carico delle compagnie, un livello nettamente superiore alla media europea (49 contro 27; fig. 2.14.a). Le quote in obbligazioni private, in azioni e in fondi di investimento erano invece inferiori a quelle degli altri paesi. Le obbligazioni private consistevano prevalentemente in titoli emessi da società non finanziarie, soprattutto di nazionalità estera (fig. 2.14.c); il 49 per cento di queste aveva rating BBB, il 28 per cento A (fig. 2.14.b). L'8 per cento delle obbligazioni private era costituito da investimenti sostenibili sotto i profili ambientale, sociale e di governo societario (*environmental, social and governance*, ESG).

Figura 2.14



Fonte: Ivass ed EIOPA.

(1) I dati per l'Europa, aggiornati al 31 marzo 2022, sono riferiti allo Spazio economico europeo.

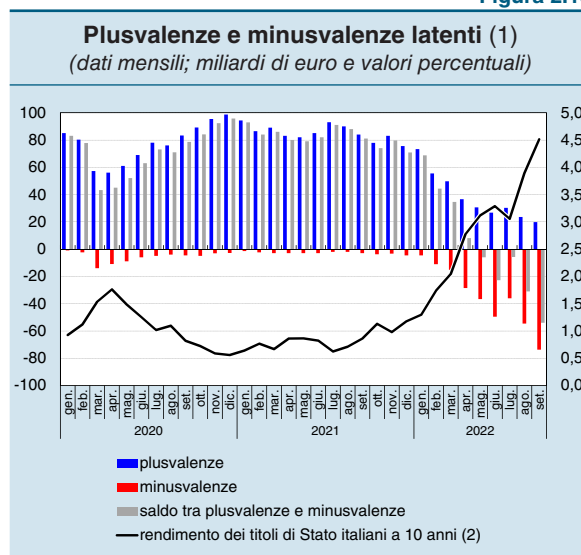
L'esposizione delle compagnie italiane verso strumenti finanziari derivati è molto contenuta e finalizzata in prevalenza ad attività di copertura. Alla fine di giugno il valore di mercato di questi contratti ammontava a 3 miliardi, lo 0,3 per cento degli investimenti complessivi, una quota notevolmente inferiore alla media europea (1,8 per cento a marzo del 2022). Gran parte dei contratti (61 per cento) era rappresentata da swap su tassi di interesse. Le compagnie italiane non hanno segnalato tensioni di liquidità generate da richieste di margini.

Restano trascurabili sia le esposizioni dirette verso Russia, Bielorussia e Ucraina, sia gli investimenti nei settori esposti ai rincari energetici (rispettivamente 0,01 e 1,0 per cento).

La crescita dei rendimenti delle obbligazioni, pubbliche e private, ha comportato da maggio del 2022 un saldo negativo tra le plusvalenze e le minusvalenze latenti sul complesso degli investimenti, pari a -54 miliardi in settembre (fig. 2.15).

Considerata l'eccezionale situazione di volatilità dei mercati finanziari, il legislatore italiano ha consentito alle imprese che non adottano i principi contabili internazionali di sospendere temporaneamente gli effetti sui bilanci delle minusvalenze sui titoli del comparto non durevole²⁷.

Figura 2.15



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

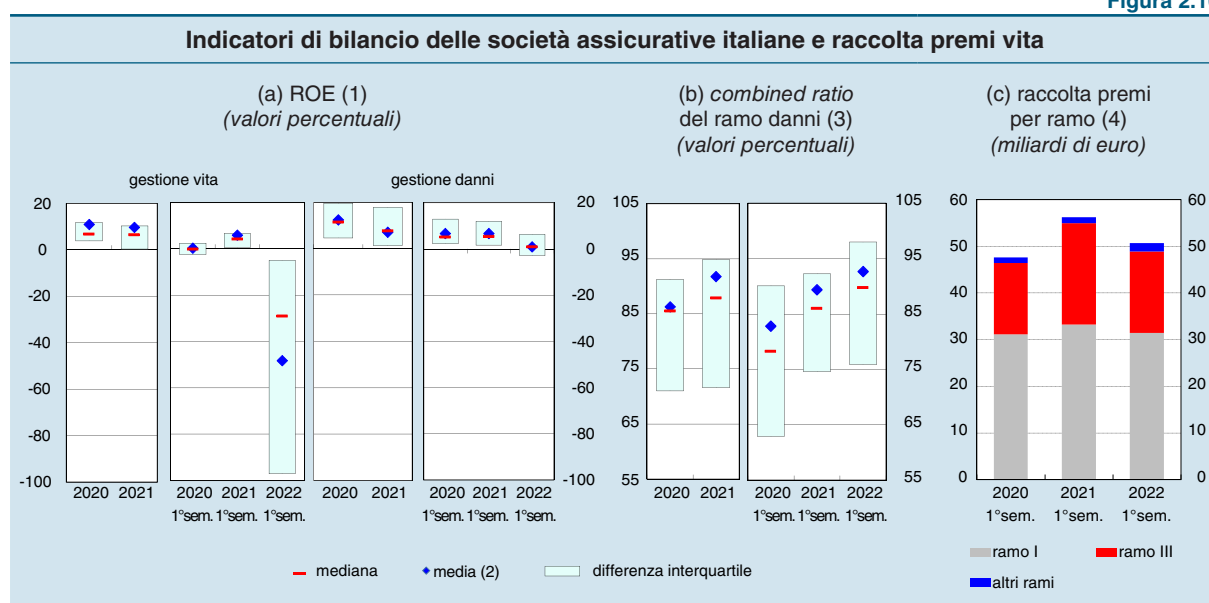
(1) Le plusvalenze e le minusvalenze latenti rappresentano la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio dei titoli in portafoglio. – (2) Scala di destra. Dati di fine periodo.

²⁷ Art. 45, commi 3-octies, 3-novies e 3-decies del DL 73/2022, convertito con modificazioni dalla L. 122/2022. Il regolamento dell'Ivass 52/2022 ha dettato le modalità attuative per le compagnie di assicurazione.

Dalle relazioni semestrali di giugno di quest'anno è peraltro emerso che pochissime imprese si sono avvalse della deroga. Le minusvalenze del periodo si sono pertanto riflesse negativamente sulla redditività: il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) della gestione vita è risultato negativo e in sensibile riduzione rispetto a giugno dello scorso anno (fig. 2.16.a). Al calo ha contribuito anche la flessione della raccolta premi vita (-9 per cento dal giugno 2021); la contrazione maggiore ha riguardato i contratti unit linked, per effetto dell'andamento sfavorevole del mercato azionario (fig. 2.16.c).

Nel comparto danni la redditività ha risentito dell'incremento degli oneri per sinistri, che ha comportato l'aumento del *combined ratio*²⁸ di 2 punti percentuali nel confronto con l'anno precedente (fig. 2.16.b). Il ROE resta comunque positivo: l'impatto delle minusvalenze è più contenuto rispetto alla gestione vita e la raccolta premi è salita del 5 per cento per maggiori richieste di coperture danni, diverse dall'RC auto.

Figura 2.16



Fonte: Ivass.

(1) Rapporto tra utile e patrimonio netto. I dati dei semestri non sono annualizzati e sono basati su un campione rappresentativo delle principali compagnie italiane. — (2) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto. — (3) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. — (4) 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.

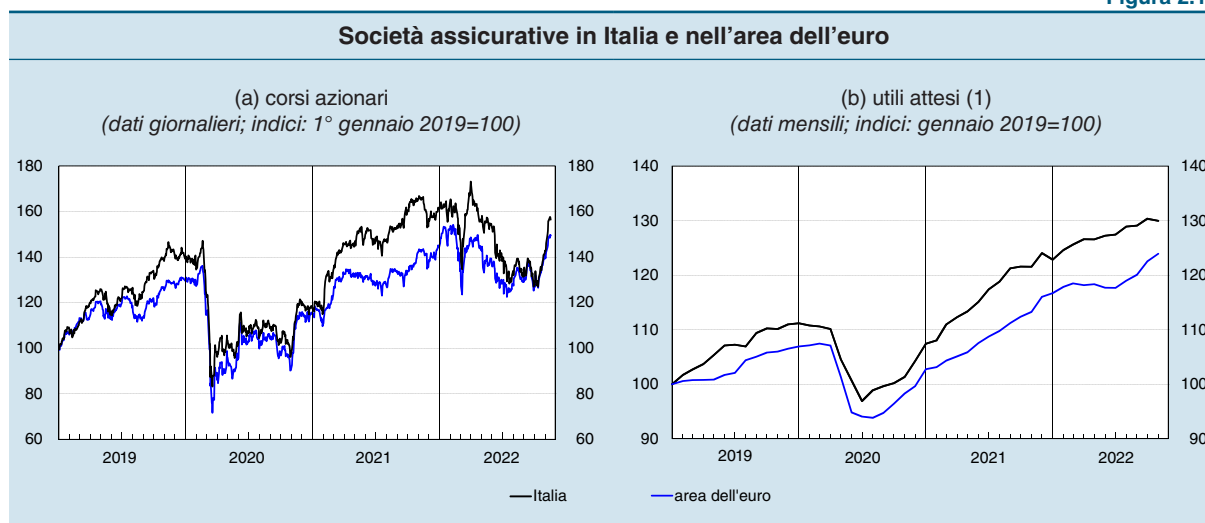
I corsi azionari delle compagnie assicurative italiane ed europee sono diminuiti rispetto ai massimi della prima metà del 2022, tornando sui livelli della fine del 2021 (fig. 2.17.a). Per le compagnie quotate la crescita degli utili attesi dagli analisti riflette i benefici derivanti dal rialzo dei tassi di interesse che controbilancerebbero gli effetti conseguenti agli aumenti dei prezzi (fig. 2.17.b).

Dalla fine del 2021 la posizione di liquidità delle compagnie non ha registrato variazioni significative; l'indicatore del grado di liquidabilità degli attivi, misurato dal rapporto tra le attività liquide e il totale delle attività (*liquid asset ratio*)²⁹, è sostanzialmente stabile e superiore al valore mediano europeo (rispettivamente 66 e 46 per cento).

²⁸ Per la definizione di *combined ratio*, cfr. la nota 3 della fig. 2.16.

²⁹ Gli attivi liquidi sono determinati applicando sconti di garanzia (*haircuts*) alle diverse tipologie di attivo, in analogia con le disposizioni previste per il settore bancario dal regolamento di esecuzione UE/2016/322. A partire dai dati di marzo 2022 è stato ridotto il peso dei fondi di investimento, che è passato dall'80 al 60 per cento.

Figura 2.17

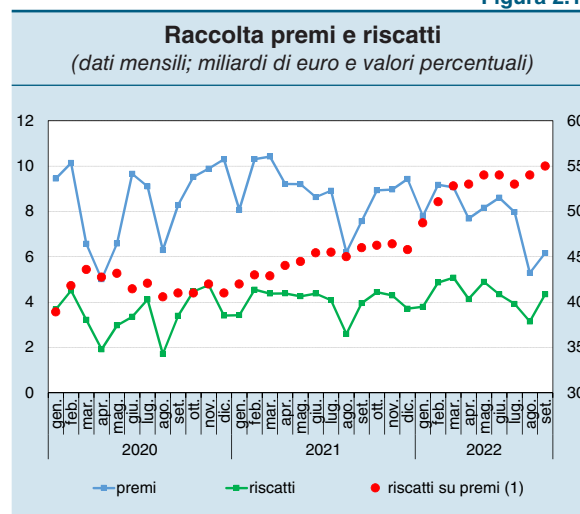


Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

Le compagnie italiane del settore vita sono tuttavia maggiormente esposte, rispetto alla media europea³⁰, ai rischi di tensioni sulla liquidità dovuti alle estinzioni anticipate dei contratti, anche a causa dell'esiguità di vincoli e di disincentivi contrattuali in caso di riscatto³¹. Da febbraio si osserva inoltre che il rapporto tra riscatti e premi delle assicurazioni italiane è aumentato raggiungendo il 55 per cento in settembre, 9 punti percentuali in più nel confronto con l'anno precedente (fig. 2.18). L'incremento deriva sia dalla flessione della raccolta premi, sia dalla crescita dei riscatti (cfr. il riquadro: *I potenziali rischi del settore assicurativo a seguito della guerra in Ucraina*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022). Dall'indagine dell'Ivass sulle potenziali vulnerabilità del settore assicurativo è emerso che il fenomeno è dovuto in gran parte alle maggiori esigenze di liquidità dei contraenti generate dal contesto macroeconomico, ma anche a scelte di reinvestimento in nuovi prodotti finanziari e assicurativi.

Figura 2.18



Fonte: Ivass.

(1) L'indicatore riscatti su 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 secondo e nel terzo trimestre del 2022 la raccolta netta dei fondi comuni aperti gestiti da gruppi italiani è risultata nel complesso positiva (1,3 miliardi; fig. 2.19). In particolare i fondi obbligazionari

³⁰ A dicembre del 2021 il rapporto riscatti su premi per l'Italia era al 44 per cento, contro la media europea del 29.

³¹ EIOPA, *Report on insurers' asset and liability management in relation to the illiquidity of their liabilities*, 16 dicembre 2019.

hanno registrato rilevanti deflussi (-7,8 miliardi), mentre i fondi azionari e monetari sono stati interessati da consistenti afflussi (8,2 e 2 miliardi, rispettivamente). Questa dinamica appare coerente con il quadro macroeconomico contraddistinto da inflazione e incertezza elevate, nonché dai rialzi dei tassi di interesse da parte delle banche centrali. Nei primi due trimestri dell'anno i fondi non ESG sono stati caratterizzati da sottoscrizioni nette negative, mentre gli afflussi si sono concentrati nei fondi ESG (4,5 miliardi), in linea con la crescita di tale comparto negli ultimi anni³².

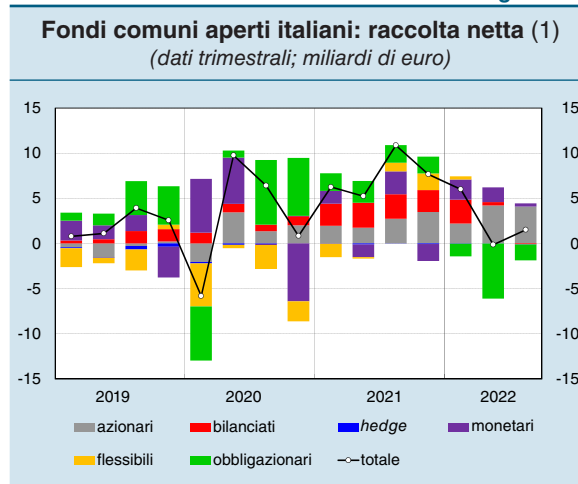
Il grado di liquidità³³ degli attivi dei fondi di diritto italiano tra marzo e settembre è cresciuto (passando dal 7,4 all'8,3 per cento), mantenendosi su valori significativi nel confronto storico. Nello stesso periodo non vi sono state variazioni di rilievo nelle linee di credito disponibili e nell'indebitamento³⁴.

La quota di fondi di diritto italiano vulnerabili a richieste di rimborso particolarmente elevate (con un indicatore di liquidità inferiore all'unità)³⁵ è rimasta sostanzialmente stabile passando dal 3,4 al 3,3 per cento tra gennaio e agosto (fig. 2.20.a). L'esposizione dei fondi a strumenti derivati è contenuta. Tuttavia, la percentuale di quelli vulnerabili al rischio di liquidità conseguente alle variazioni dei margini di garanzia è salita tra gennaio e agosto (dal 2,1 al 3,6 per cento; fig. 2.20.b); l'incremento è principalmente ascrivibile alla diminuzione della liquidità di alcuni fondi, mentre non si è osservato un significativo aumento dell'esposizione ai derivati.

A causa della riduzione dei corsi azionari e obbligazionari, il valore dell'attivo sia dei fondi di investimento nell'area dell'euro sia dei fondi italiani è diminuito nel primo semestre del 2022, rispettivamente dell'11,0 e del 9,7 per cento. Il peggioramento delle prospettive di crescita e la forte volatilità dei rendimenti obbligazionari ha indotto i fondi a ridurre l'esposizione ai rischi di credito e di tasso di interesse. La quota di obbligazioni *high yield* sul totale dell'attivo è scesa dal 9,4 all'8,4 per cento. È rimasta invece costante (all'11,0 per cento) la quota dell'attivo investita in titoli con rating BBB. Per quanto riguarda il rischio di tasso di interesse, la durata finanziaria media del portafoglio obbligazionario è diminuita da 5,8 a 5,2 anni (6,8 la media europea).

L'esposizione dei fondi italiani a titoli emessi da residenti in Russia, Bielorussia e Ucraina si è ulteriormente ridotta (dallo 0,3 allo 0,1 per cento), principalmente per effetto della svalutazione dei titoli stessi. Fino ad ora, nessun fondo italiano ha dovuto attivare strumenti straordinari di gestione della liquidità per affrontare le turbolenze di mercato innescate dall'invasione russa dell'Ucraina.

Figura 2.19



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 3° trimestre 2022 sono provvisori.

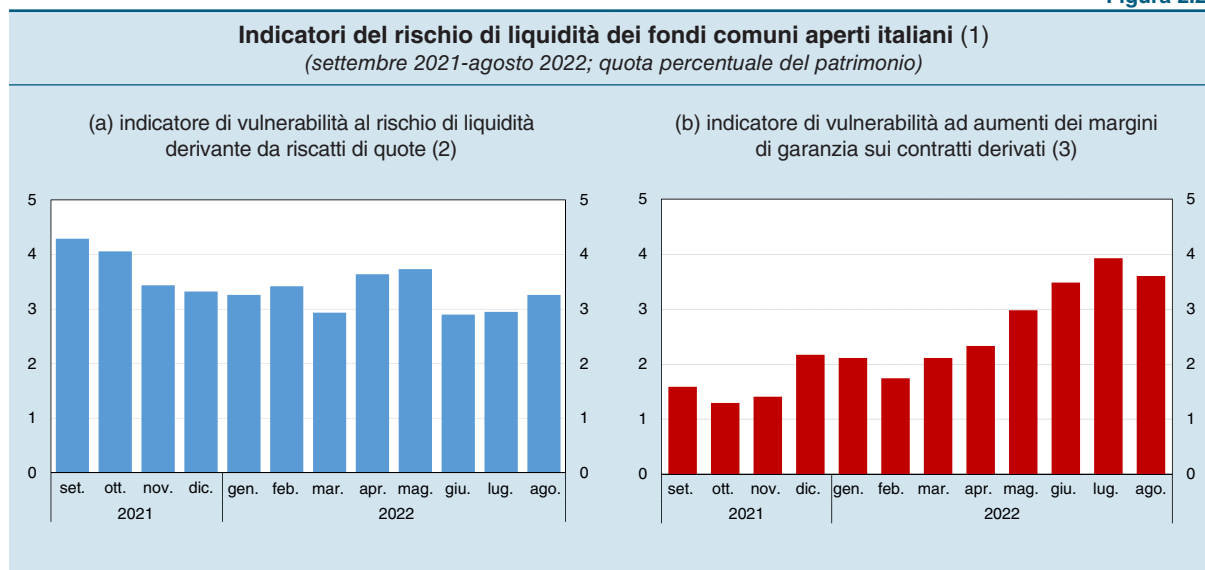
³² Al 30 giugno 2022 il patrimonio dei fondi ESG rappresentava il 32 per cento del patrimonio dei fondi italiani (515 miliardi), rispetto al 26 per cento osservabile a giugno del 2021.

³³ 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.

³⁴ 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.

³⁵ 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. 2.20).

Figura 2.20



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

(1) Un calo (aumento) degli indicatori indica una riduzione (aumento) della quota di patrimonio ascrivibile a fondi vulnerabili. – (2) 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). – (3) 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.

Nel semestre i fondi italiani hanno effettuato vendite nette di titoli per un ammontare pari a 5,5 miliardi, incrementando il proprio grado di liquidità. Le vendite hanno interessato principalmente le quote di fondi (7,1 miliardi) e i titoli di Stato italiani (2 miliardi), mentre gli acquisti netti hanno riguardato soprattutto i titoli di Stato esteri (2 miliardi), le azioni (911 milioni) e, in misura minore, i titoli di debito emessi da società private (450 milioni).

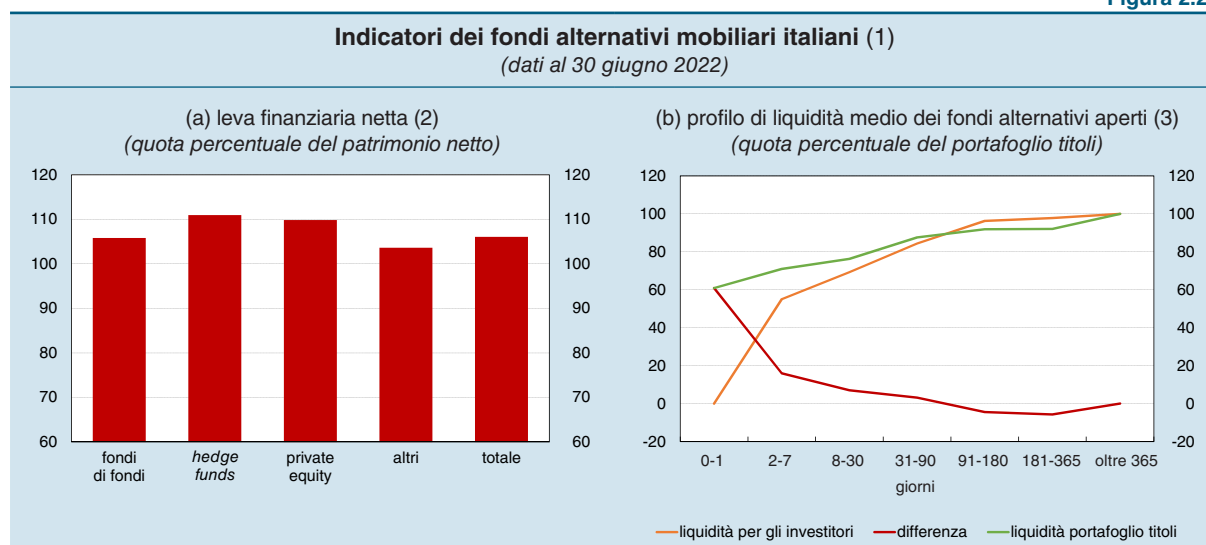
Le variazioni nella composizione del portafoglio di titoli emessi da società private non sembrano nel complesso legate al rialzo dei costi energetici. Si registrano acquisti netti di titoli emessi dai comparti della fabbricazione di prodotti chimici, produzione di software ed elettronica, public utility e società farmaceutiche; sono stati invece oggetto di vendite nette i titoli emessi dai settori della metallurgia, della lavorazione di prodotti non metalliferi e della fabbricazione di carta.

Il patrimonio dei fondi di investimento alternativi (FIA) mobiliari è aumentato (3,1 per cento). I fondi di credito hanno segnato una crescita particolarmente consistente, pari al 6,8 per cento. Alla stessa data risultavano attivi 13 piani individuali di risparmio (PIR) alternativi³⁶, per un patrimonio complessivo di 1,4 miliardi.

³⁶ 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 per le persone fisiche di adesione a un solo PIR alternativo 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.

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi alternativi mobiliari restano contenuti. La leva al 30 giugno 2022 era nel complesso modesta (106 per cento del patrimonio netto; fig. 2.21.a) e inferiore alla media europea (139 per cento nel 2020, ultimo dato disponibile)³⁷. Non emergono rischi significativi di liquidità a breve termine per i fondi alternativi aperti (fig. 2.21.b); in caso di persistenti deflussi su un orizzonte temporale fra tre e sei mesi si potrebbe verificare un disallineamento tra la liquidità dell'attivo e il profilo di rimborso degli investitori pari al 4,4 per cento del portafoglio titoli; su un orizzonte temporale tra i sei mesi e l'anno il disallineamento sarebbe invece del 5,7 per cento³⁸. I potenziali rischi connessi con la scarsa liquidità degli attivi sono 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.

Figura 2.21



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 fondato 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'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.

La Banca d'Italia svolge un'attività di controllo sul livello della leva finanziaria dei fondi alternativi, in conformità con quanto stabilito dalle linee guida dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) sull'art. 25 della direttiva 2011/61/UE³⁹. In particolare, sulla base di un insieme di criteri⁴⁰, la Banca d'Italia identifica i fondi potenzialmente rischiosi, e, se necessario, impone limiti al livello di leva o altre restrizioni. Al momento le rilevazioni hanno individuato rischi contenuti e non sono stati pertanto imposti limiti specifici a singoli FIA o a categorie di FIA. I fondi caratterizzati da un profilo di rischio più elevato sono comunque oggetto di approfondimenti nell'ambito del monitoraggio periodico.

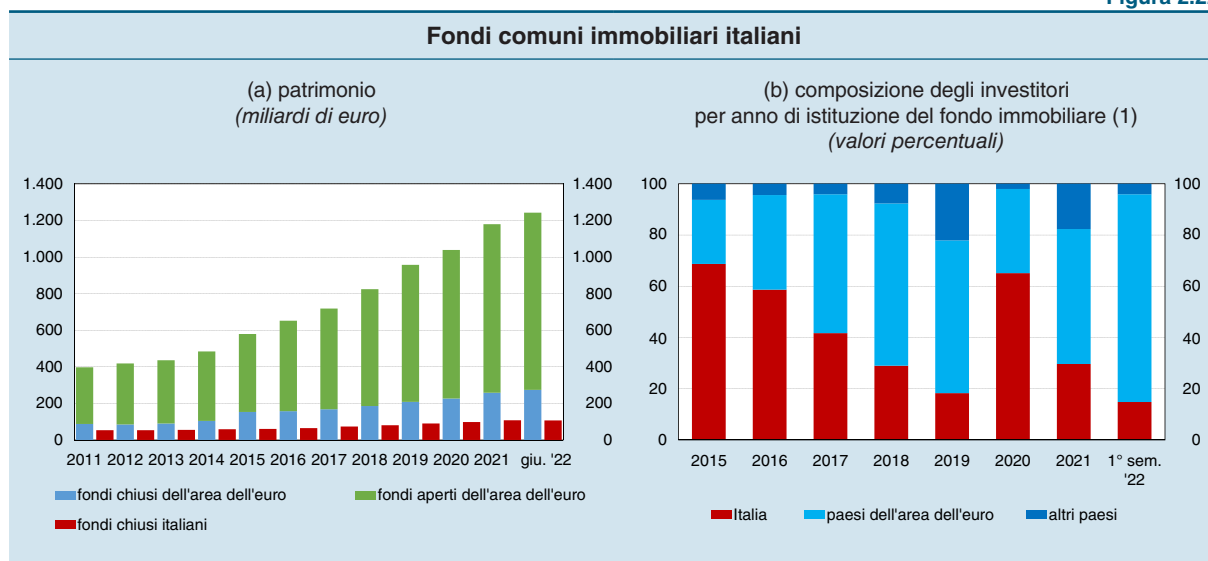
³⁷ La leva finanziaria è definita come il rapporto tra attivi gestiti e patrimonio netto. Sono esclusi i derivati sui tassi di interesse.

³⁸ 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. La stima non tiene conto di eventuali giacenze sui conti correnti.

³⁹ ESMA, *Orientamenti relativi all'articolo 25 della direttiva 2011/61/UE*, 23 giugno 2021.

⁴⁰ Tra i criteri definiti nelle linee guida rientrano il livello di leva finanziaria, la dimensione, e il profilo di liquidità del fondo. Inoltre vengono valutati il peso relativo del fondo nei mercati in cui opera e il potenziale rischio di contagio per istituzioni finanziarie correlate e soggetti finanziati.

Figura 2.22

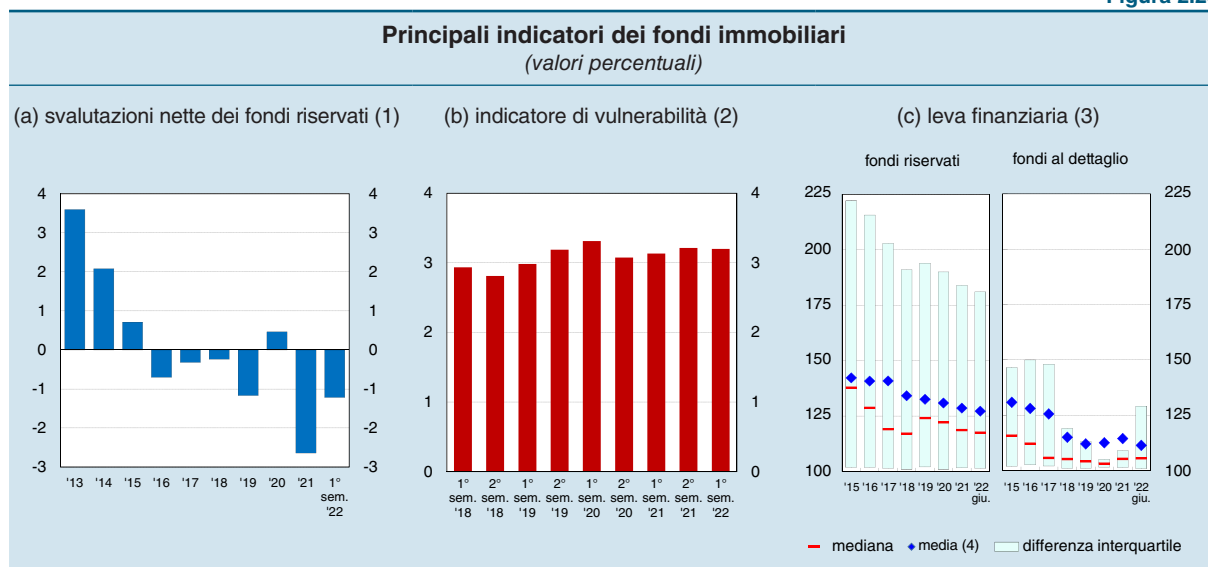


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

Il patrimonio dei fondi immobiliari italiani è rimasto stabile a 107 miliardi (fig. 2.22.a). Le quote dei fondi costituiti nel semestre sono state sottoscritte principalmente da investitori esteri professionali, per operazioni di natura commerciale (fig. 2.22.b). L'85 per cento dei nuovi investimenti è stato effettuato nelle province di Milano e Roma.

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 a cui si riferiscono i diversi indici di prezzo considerati. Il calcolo delle svalutazioni e delle variazioni degli indici è effettuato a partire dall'anno di istituzione di ciascun fondo o dal 2009 (anno 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.

I fondi immobiliari hanno beneficiato di una rivalutazione dell'1,2 per cento (fig. 2.23.a). La quota di quelli per cui la differenza tra il valore attribuito agli attivi secondo le regole contabili e il valore di mercato è superiore al patrimonio netto è pari al 3,1 per cento (fig. 2.22.b). La leva finanziaria si mantiene su livelli storicamente bassi (fig. 2.23.c); i prestiti di banche e società finanziarie al settore sono circa l'1 per cento del credito totale erogato. I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività in questo comparto restano limitati; i fondi immobiliari italiani non sono infatti soggetti al rischio di liquidità determinato da elevate richieste di rimborso, in quanto la normativa prevede che essi siano costituiti in forma chiusa.

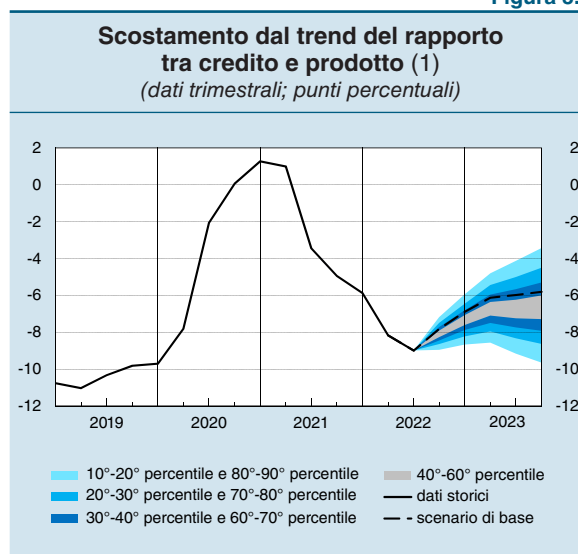
3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

La politica macroprudenziale

La Banca d'Italia ha mantenuto pari a zero il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB; cfr. nell'Appendice la tav. A.10) in assenza di rischi per la stabilità finanziaria derivanti da una crescita eccessiva del credito¹. I finanziamenti bancari a famiglie e imprese continuano a crescere, favorendo il recupero del ciclo finanziario che resta tuttavia debole. Nel secondo trimestre del 2022 lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito totale e prodotto (*credit-to-GDP gap*) si è confermato negativo e, secondo nostre proiezioni, rimarrebbe tale anche nei prossimi trimestri (fig. 3.1).

L'andamento del ciclo del credito e, più in generale, la dinamica delle vulnerabilità del sistema finanziario non sono uniformi nei paesi partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM). Questa eterogeneità si traduce in diversi orientamenti di politica macroprudenziale e in differenti livelli del CCyB (cfr. il riquadro: *Il recente ricorso al CCyB nei paesi aderenti all'SSM*).

Figura 3.1



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 ed E. Sette, *A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015.

IL RECENTE RICORSO AL CCYB NEI PAESI ADERENTI ALL'SSM¹

In base ai dati di settembre 2022, dieci paesi aderenti all'SSM avranno, entro la fine del 2023, una riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB)² positiva, con coefficienti compresi tra lo 0,5 e il 2 per cento (figura).

¹ A cura di Massimo Molinari.

² Il CCyB è uno strumento macroprudenziale introdotto dal Comitato di Basilea (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) per mitigare la prociclicità del sistema finanziario, attraverso l'accumulazione in periodi di crescita eccessiva del credito di una riserva supplementare di capitale da rilasciare al manifestarsi di una crisi.

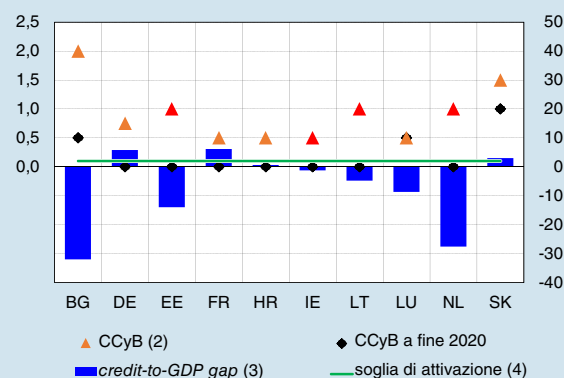
¹ Banca d'Italia, *Coefficiente della riserva di capitale anticiclica (countercyclical capital buffer, CCyB)*, 30 settembre 2022.

Bulgaria, Croazia, Francia, Germania, Lussemburgo e Slovacchia hanno attivato il buffer a fronte di vulnerabilità crescenti segnalate da diversi indicatori della condizione macrofinanziaria (crescita del credito, prezzi degli immobili e indebitamento del settore privato); per Francia, Germania e Slovacchia la necessità di aumentare il CCyB è segnalata anche dal *credit-to-GDP gap*³. Gli altri quattro paesi – Estonia, Irlanda, Lituania e Paesi Bassi – hanno invece attivato il CCyB anche in assenza di un incremento dei rischi, sfruttando la robusta situazione patrimoniale e la favorevole redditività del settore bancario domestico per limitare il rischio di prociclicità connesso con l'aumento del requisito⁴. Anche per accrescere lo spazio macroprudenziale a loro disposizione (cfr. il riquadro: *La creazione di nuovo spazio macroprudenziale*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021), questi quattro Stati hanno modificato la propria metodologia prevedendo un buffer positivo in condizioni normali, ossia un CCyB maggiore di zero quando i rischi non sono né alti né bassi (*positive cycle-neutral CCyB*)⁵. Per individuare il livello appropriato del *positive cycle-neutral CCyB* ogni autorità ha seguito criteri nazionali non armonizzati, che hanno portato a fissare per questo requisito valori che variano dall'1,0 al 2,0 per cento. Il Comitato di Basilea si è recentemente espresso a favore della possibilità di introdurre un *positive cycle-neutral CCyB* per creare maggiore spazio macroprudenziale⁶, sebbene non abbia ritenuto opportuno modificare il quadro regolamentare di Basilea 3 che ha disciplinato l'introduzione del CCyB (cfr. il riquadro: *La politica macroprudenziale in Italia e nell'Unione europea*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2016).

Gli altri undici paesi partecipanti all'SSM hanno mantenuto a zero la riserva di capitale anticiclica. Per Italia, Cipro, Finlandia, Grecia, Lettonia e Slovenia nessun indicatore segnala un aumento dei rischi ciclici rilevanti per l'attivazione del CCyB. Il *credit-to-GDP gap* è invece sopra la soglia di attivazione prevista dal BCBS per la Spagna, che tuttavia lo ritiene un indicatore poco affidabile nell'attuale fase ciclica in quanto guidato dalla forte contrazione del PIL. Austria, Belgio, Malta e Portogallo hanno deciso di mantenere a zero il buffer, nonostante abbiano

Figura

CCyB e *credit-to-GDP gap* (1) (valori e punti percentuali)



(1) Per le sigle dei paesi, cfr. *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali dell'Unione europea*. – (2) La serie riporta i valori del CCyB annunciati o attivati a partire dal 2021; è in rosso per i paesi che hanno adottato un *positive cycle-neutral CCyB*. Per Irlanda e Paesi Bassi, il CCyB deciso è inferiore al valore target del *positive cycle-neutral CCyB*, fissato rispettivamente all'1,5 e al 2,0 per cento. – (3) Per il *credit-to-GDP gap* si riporta l'indicatore che il paese ha identificato come maggiormente affidabile. Bulgaria e Paesi Bassi utilizzano il gap calcolato secondo la metodologia di Basilea. Gli altri paesi impiegano per il calcolo del gap metodologie nazionali. Scala di destra. – (4) Il BCBS ha identificato come valore di attivazione del CCyB un gap pari a 2 punti percentuali. Scala di destra.

³ Francia e Germania hanno fissato la riserva di capitale anticiclica a un livello inferiore rispetto a quanto sarebbe indicato dal *credit-to-GDP gap*. Nei due paesi sono tuttavia attive anche altre misure macroprudenziali che garantiscono un orientamento più rigido di quanto suggerito dal solo CCyB.

⁴ La BCE ha recentemente rimarcato l'importanza delle riserve macroprudenziali per preservare la resilienza del settore bancario, segnalando come queste possano essere costituite anche in fasi non ascendenti del ciclo economico e finanziario, se esistono le condizioni per evitare effetti prociclici. Per maggiori dettagli, cfr. BCE, *Governing Council statement on macroprudential policies*, 2 novembre 2022.

⁵ Il *positive cycle-neutral CCyB* è stato introdotto anche in paesi non partecipanti all'SSM, come Danimarca, Regno Unito e Svezia.

⁶ Per maggiori dettagli, cfr. BCBS, *Newsletter on positive cycle-neutral countercyclical capital buffer rates*, 5 ottobre 2022.

registrato un incremento delle vulnerabilità per il settore creditizio⁷. L'elevata incertezza, connessa soprattutto con gli sviluppi del conflitto in Ucraina, è stata alla base della scelta compiuta da queste giurisdizioni⁸.

⁷ Per l'Austria anche il valore del *credit-to-GDP gap* è compatibile con un buffer positivo.

⁸ Nei quattro paesi sono stati però attivati altri strumenti macroprudenziali (*capital-based e/o borrower-based*) per affrontare rischi provenienti da specifici settori come quello immobiliare residenziale.

La Banca d'Italia ha identificato come paesi terzi rilevanti per il sistema bancario nel 2022 ai fini dell'applicazione del CCyB Russia, Stati Uniti, Svizzera e Regno Unito². L'attività di sorveglianza diretta dei rischi di questi quattro Stati è svolta dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB), che li ha inclusi tra quelli rilevanti per l'intero Spazio economico europeo³; la Banca d'Italia segue attentamente l'evoluzione dei rischi per la stabilità finanziaria (anche diversi da quelli connessi con una crescita eccessiva del credito) derivanti dalle esposizioni degli intermediari italiani verso i paesi coinvolti nel conflitto in Ucraina (cfr. il capitolo 2: *I rischi degli intermediari finanziari*).

Lo scorso settembre la Banca d'Italia ha valutato la richiesta di riconoscere tre misure macroprudenziali norvegesi, una lituana, una olandese e una belga⁴. Le misure norvegesi riguardano l'obbligo di una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB) e due livelli minimi per il coefficiente di ponderazione del rischio. Le misure lituana e belga introducono un SyRB; quella olandese prevede un livello minimo per il coefficiente di ponderazione del rischio. Le esposizioni delle banche italiane ai rischi indicati dalle autorità dei quattro paesi sono estremamente contenute; è stato pertanto deciso di non riconoscere tali misure.

La Banca d'Italia ha anche valutato la richiesta di riconoscere una misura macroprudenziale introdotta dall'autorità tedesca relativa a un SyRB pari al 2 per cento per le esposizioni garantite da immobili residenziali situati in Germania. La misura ha l'obiettivo di ridurre l'esposizione delle banche alle vulnerabilità derivanti dal settore immobiliare residenziale tedesco, caratterizzato dal 2010 da rilevanti incrementi dei prezzi (cfr. il par. 1.4)⁵. L'Istituto ha deciso di riconoscere la misura prevedendone l'applicazione alle sole banche le cui esposizioni verso il mercato residenziale tedesco superino i 10 miliardi di euro a livello consolidato (o individuale per le banche non appartenenti a gruppi)⁶.

La Banca d'Italia ha recentemente confermato l'identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) per il 2023⁷. Per i quattro gruppi bancari sono stati

² Banca d'Italia, *Identificazione dei paesi terzi rilevanti per l'Italia ai sensi della raccomandazione ESRB/2015/1*, 30 giugno 2022.

³ Lo Spazio economico europeo, in aggiunta ai paesi della UE, comprende l'Islanda, il Liechtenstein e la Norvegia.

⁴ Banca d'Italia, *Decisione di non riconoscere tre misure macroprudenziali norvegesi, una lituana, una olandese e una belga*, 2 settembre 2022.

⁵ L'ESRB aveva segnalato già alla fine del 2019 le vulnerabilità del settore residenziale tedesco e raccomandato alle autorità competenti lo scorso dicembre di adottare misure macroprudenziali adeguate.

⁶ Banca d'Italia, *Decisione di riconoscere una misura macroprudenziale tedesca ai sensi della raccomandazione ESRB/2022/4*, 20 ottobre 2022.

⁷ Banca d'Italia, *Identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia*, 25 novembre 2022.

confermati i livelli di riserva già fissati in precedenza, pari all'1,0 per cento per UniCredit, allo 0,75 per Intesa Sanpaolo, e allo 0,25 per Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena⁸.

Tra gli strumenti a disposizione della Banca d'Italia per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale rientra anche il cosiddetto potere di intervento sui prodotti, previsto dal regolamento UE/2014/600 (cfr. il riquadro: *Il "potere di intervento" della Banca d'Italia e la valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022)⁹. Per sostenere l'eventuale esercizio di questo potere l'Istituto svolge regolarmente 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'Italia¹⁰. Sulla base delle analisi più recenti, alla fine di settembre del 2022 gli strumenti valutati come potenzialmente rischiosi per la stabilità finanziaria erano le cartolarizzazioni e i *certificates* per quel che riguarda i titoli, e i *contracts for difference* e le *swaptions* per quel che concerne i derivati. Le analisi indicano che i rischi per la stabilità finanziaria posti da questi strumenti sono al momento contenuti.

⁸ Al gruppo bancario UniCredit si applica, 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) o per le O-SII. Il gruppo mantiene dal 1° gennaio 2022 una riserva di capitale per le G-SII pari all'1,0 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio; in base alla decisione dello scorso anno, tale riserva dovrà essere mantenuta anche dal 1° gennaio 2023.

⁹ La stessa facoltà è anche assegnata alla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) che esercita il potere di intervento con l'obiettivo di tutelare gli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari e delle merci. In base al Codice delle assicurazioni, l'Ivass esercita il potere di intervento sui prodotti di investimento assicurativi con riferimento ai rischi per la stabilità finanziaria, e su tutti i prodotti assicurativi per finalità di tutela dei consumatori.

¹⁰ Per maggiori informazioni sui criteri utilizzati 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. 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*.

APPENDICE

INDICE

Tav. A1	Indicatori di sostenibilità finanziaria	61
Tav. A2	Incidenze e coperture dei crediti deteriorati delle banche italiane per modello di business	62
Tav. A3	Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte	63
Tav. A4	Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte	64
Tav. A5	Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza	65
Tav. A6	Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza	66
Tav. A7	Composizione delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (<i>collateral pool</i>)	67
Tav. A8	Posizione netta di liquidità delle banche italiane	68
Tav. A9	Riserve macroprudenziali di capitale nei paesi dello Spazio economico europeo	69
Tav. A10	Recenti decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia	71
Fig. A1	Indicatore del rischio sistemico di liquidità dei mercati finanziari italiani	72
Fig. A2	Profilo dei rimborsi di titoli di Stato a medio e a lungo termine	72
Fig. A3	Scambi repo, tassi e posizione debitoria netta sul mercato MTS	72
Fig. A4	Margini applicati dalle CCP e volatilità degli strumenti finanziari	73

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)	
			livello		vita media residua dei titoli di Stato (anni)	quota detenuta da non residenti (in percentuale del debito)			famiglie	imprese non finanziarie	saldo	posizione netta sull'estero
	2022	2023	2022	2023	2021	2021	2022	2021	2021	2021	2021	2021
Italia	3,2	-0,2	147,2	147,1	7,0	28,8	-2,1	2,1	42,8	70,1	0,9	5,7
Germania	1,5	-0,3	71,1	68,3	6,4	42,7	-2,7	2,6	55,7	72,1	5,4	75,1
Francia	2,5	0,7	111,8	112,5	8,3	49,6	-3,4	1,8	66,5	164,4	-0,5	-26,7
Spagna	4,3	1,2	113,6	112,1	8,0	43,7	-2,9	2,2	56,5	98,5	0,8	-64,9
Paesi Bassi	4,5	0,8	48,3	46,4	8,5	36,8	-0,6	5,3	98,6	142,1	5,4	90,3
Belgio	2,4	0,4	103,9	105,1	9,8	55,9	-3,6	7,8	61,3	141,0	-2,9	52,9
Austria	4,7	1,0	78,5	77,3	11,6	63,2	-2,2	3,5	50,6	97,8	0,9	18,0
Finlandia	2,1	0,5	66,7	67,4	7,5	51,4	-2,0	3,0	66,1	114,0	-2,6	1,3
Grecia	5,2	1,8	177,6	169,8			-1,8		52,0	61,1	-8,2	-155,7
Portogallo	6,2	0,7	114,7	111,2	6,7	46,4	0,1	0,0	63,6	97,9	-2,1	-90,6
Irlanda	9,0	4,0	47,0	42,8	11,2	53,0	1,1	5,7	28,4	159,9	13,1	-137,7
Area dell'euro	3,1	0,5	93,0	91,3			-2,4	2,9	58,6	107,8	0,6	2,8
Regno Unito	3,6	0,3	87,0	79,9	14,5	34,5	-1,7		84,9	67,9	-4,8	-28,2
Stati Uniti	1,6	1,0	122,1	122,9	6,1	27,4	-2,2		77,2	80,6	-3,9	-70,9
Giappone	1,7	1,6	263,9	261,1	8,0	12,0	-7,6		68,9	117,4	1,4	80,2
Canada	3,3	1,5	102,2	98,7	5,8	23,1	-2,6		105,9	119,1	0,5	40,2

Fonte: BCE, BRI, Commissione europea e FMI.

(1) FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2022. – (2) FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 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 euro sono tratti da BCE, Statistical Data Warehouse e sono riferiti alla fine del 2° trimestre 2022; 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 1° trimestre 2022. – (5) I dati per i paesi dell'area euro sono tratti da BCE, Statistical Data Warehouse e sono riferiti alla fine del 2° trimestre 2022; i dati per il Regno Unito e i paesi extraeuropei sono tratti da FMI, Data Warehouse e sono riferiti per il corrente alla stima dell'anno 2022 e per la posizione netta alla fine del 1° trimestre 2022 rapportato alla stima del PIL 2022.

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
Giugno 2022 (1)												
Banche significative	2,6	1,2	52,7	0,9	0,3	70,9	1,6	0,9	44,6	0,1	0,1	29,4
Banche meno significative	5,7	3,9	34,6	2,8	1,7	40,3	2,4	1,7	33,1	0,5	0,5	9,9
Banche tradizionali	4,3	2,4	46,2	1,9	0,8	60,0	2,1	1,3	39,5	0,3	0,3	12,0
Banche specializzate nella gestione degli NPL	23,0	22,6	8,4	14,4	14,3	7,8	7,3	7,0	10,0	1,3	1,3	6,4
Altre banche specializzate	5,8	4,1	29,8	2,4	1,2	52,1	0,8	0,5	37,8	2,6	2,4	6,2
Totale sistema (2)	2,9	1,5	49,8	1,1	0,4	62,7	1,6	1,0	43,4	0,2	0,1	26,7
Dicembre 2021 (3)												
Banche significative	3,1	1,4	55,0	1,2	0,4	70,8	1,8	1,0	46,1	0,1	0,1	30,2
Banche meno significative	5,7	3,7	36,2	2,9	1,7	41,2	2,5	1,7	34,1	0,4	0,3	10,7
Banche tradizionali	4,4	2,4	47,4	2,0	0,8	60,4	2,1	1,3	40,2	0,3	0,3	12,3
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	42,6	2,5	1,0	60,8	1,1	0,7	33,4	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

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. – (3) A seguito dell'ingresso di Mediolanum e Fineco tra le banche significative, i dati antecedenti al 30 giugno 2022 sono stati ricalcolati pro forma considerando le due banche come significative anche nei periodi precedenti.

Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2022)

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	43	6,1	18	2,7	21	8	60,2
di cui: manifattura	7	3,5	3	1,4	2	1	60,5
costruzioni (5)	9	14,4	4	6,5	5	2	65,4
servizi	23	6,3	11	3,0	12	4	58,3
di cui: sofferenze	17	2,5	5	0,8	8	4	75,0
di cui: manifattura	3	1,5	1	0,4	1	1	74,6
costruzioni (5)	4	6,2	1	2,0	2	1	77,7
servizi	9	2,4	3	0,8	4	2	73,9
Famiglie consumatrici							
Crediti deteriorati verso clientela	16	2,8	8	1,5	10	0	65,0
di cui: sofferenze	6	1,1	2	0,4	3	0	74,8
Totale settori (6)							
Crediti deteriorati verso clientela	63	4,1	29	1,9	32	8	59,1
di cui: sofferenze	24	1,6	8	0,5	12	4	73,5

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

(1) I dati sono tratti dai bilanci non consolidati, che non includono i prestiti erogati dalle società finanziarie appartenenti a gruppi bancari e dalle controllate estere. Sono incluse "le attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione", che a fine giugno 2022 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 sottosettore di riferimento. – (3) L'importo corrisponde all'ammontare dell'esposizione lorda coperto da una garanzia (reale o personale). – (4) Il settore imprese, oltre a manifattura, costruzioni e servizi, comprende anche agricoltura, silvicoltura, pesca e altre attività industriali diverse dalla manifattura. – (5) Comprende anche le attività immobiliari. – (6) Comprende anche i settori "Amministrazioni pubbliche", "Società finanziarie e assicurative", "Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie" e "Unità non classificabili e non classificate".

Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2022)

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)	211,2	68,0	60,4	220,4	560,0	6,0	8,9	19,2
Altri paesi industriali	45,3	19,9	31,1	41,7	138,0	-0,1	1,0	4,7
di cui: Regno Unito	0,6	4,2	13,3	8,9	27,1	-17,9	1,3	0,9
Paesi emergenti e in via di sviluppo	71,0	20,9	4,8	97,8	194,5	7,0	3,8	6,7
Europa	55,3	10,3	3,6	84,9	154,0	9,2	14,5	5,3
di cui: Russia	1,6	4,1	0,3	17,0	23,0	14,0	26,0	0,8
Turchia	0,5	2,8	0,2	1,5	4,9	-5,2	4,6	0,2
Africa e Medio Oriente	11,7	3,3	0,1	7,3	22,3	7,0	3,5	0,8
Asia e Pacifico	3,0	4,8	0,7	3,1	11,6	-13,9	0,6	0,4
Centro e Sud America	1,1	2,5	0,4	2,5	6,5	3,2	0,6	0,2
di cui: Argentina	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Brasile	0,1	2,3	0,0	1,1	3,4	14,3	0,9	0,1
Messico	0,3	0,1	0,2	0,9	1,4	-17,7	0,4	0,0
Centri offshore	0,3	0,3	3,5	6,7	10,8	30,0	0,3	0,4
Totale	327,9	109,2	99,6	366,5	903,3	5,4	3,2	31,0
<i>per memoria:</i>								
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia (4)	7,9	6,9	0,4	20,7	35,9	11,5	5,9	1,2

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 CDP. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere segnalate alla BRI da un ampio gruppo di intermediari internazionali; numeratore e denominatore si riferiscono al 31 marzo 2022. – (3) Gli impieghi sono dati dal totale delle esposizioni verso residenti e non residenti. Il numeratore e il denominatore sono riferiti al 30 giugno 2022. – (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.	351.043	-6.788	9,8	1.112.201	-3.495	2,9
dic.	342.012	-7.225	9,6	1.092.366	-16.627	3,0
2022 – gen.	351.963	10.511	9,8	1.098.168	8.421	2,9
feb.	360.384	11.647	10,0	1.113.970	21.788	2,9
mar.	355.218	-3.354	9,8	1.106.930	-4.569	2,9
apr.	353.032	4.049	9,7	1.087.604	-8.706	2,8
mag.	352.252	4.126	9,6	1.111.733	32.916	2,8
giu.	347.612	-2.558	9,6	1.098.195	-8.883	2,8
lug.	350.444	1.569	9,7	1.100.903	-571	2,8
ago.	340.866	-3.976	9,4	1.080.460	-11.326	2,7
set.	329.744	-5.036	9,1	1.065.957	-2.642	2,6

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; settembre 2022)

DETENTORE	Scadenza				Totale
	entro il 2023	nel 2024	tra il 2025 e il 2029	2030 o oltre	
Famiglie (2)	6.914	5.066	26.619	2.613	41.211
<i>di cui: senior non preferred</i>	5	4	262	7	278
subordinate	684	373	2.392	918	4.366
Banche del gruppo (3)	3.711	2.456	15.808	1.752	23.726
<i>di cui: senior non preferred</i>	-7	–	–	–	-7
subordinate	25	432	140	599	1.196
Altre banche residenti	5.061	4.967	14.951	1.938	26.916
<i>di cui: senior non preferred</i>	192	122	1.545	127	1.986
subordinate	127	31	608	478	1.244
Altri investitori	36.205	20.279	81.012	27.575	165.071
<i>di cui: senior non preferred</i>	1.982	357	7.492	1.350	11.182
subordinate	3.187	2.447	8.419	12.824	26.877
Totale	51.891	32.767	138.390	33.877	256.924
<i>di cui: senior non preferred</i>	2.172	483	9.299	1.484	13.437
subordinate	4.024	3.282	11.559	14.819	33.684

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	
									marzo	settem- bre
Totale	283,5	253,7	297,3	321,2	310,5	285,8	436,1	513,5	510,3	482,2
Titoli di Stato	119,8	97,6	88,8	105,8	78,0	68,1	129,4	156,9	154,3	143,1
Titoli di Amministrazioni locali e regionali	2,9	2,6	1,7	1,9	1,3	0,5	0,8	2,0	1,6	1,4
Obbligazioni bancarie non garantite	10,4	5,8	5,3	5,4	5,0	3,3	5,4	7,4	7,2	5,5
Obbligazioni bancarie garantite dallo Stato	15,0	0,4	0,3	1,3	2,5	1,0	0,6	0,6	0,6	0,5
Obbligazioni bancarie garantite (covered bond)	49,8	46,4	76,3	76,8	91,3	86,1	99,8	107,3	104,5	99,4
Obbligazioni di emittenti non bancari	1,0	2,5	3,0	3,0	4,3	3,7	4,9	10,0	10,1	7,7
Attività cartolarizzate (<i>asset-backed securities</i>)	40,0	35,5	44,0	49,9	49,7	47,7	45,5	61,8	58,7	54,3
Altre attività negoziabili	0,4	0,6	0,8	2,8	1,3	1,8	2,6	6,3	7,9	7,3
Attività non negoziabili (prestiti bancari)	44,3	62,4	77,1	74,3	77,1	73,6	147,1	161,2	165,4	163,0

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.	-2,0	27,0	25,0	-3,0	25,6	22,5
apr.	-3,2	27,7	24,5	-5,0	26,7	21,6
mag.	-3,8	28,4	24,6	-5,6	26,3	20,7
giu.	-4,1	27,9	23,8	-4,6	24,6	20,0
lug.	-4,1	27,5	23,4	-5,4	24,1	18,7
ago.	-3,5	27,1	23,6	-6,4	24,2	17,8
set.	-2,7	26,1	23,4	-6,6	23,8	17,2
ott.	-3,4	26,4	23,0	-7,0	23,5	16,5

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 delle banche meno significative (*less significant institutions*, LSI) e sono entrate nel campione di quelle significative (SI).

Tavola A9

Riserve macroprudenziali di capitale nei paesi dello Spazio economico europeo
(valori percentuali)

PAESI	Requisito combinato di riserva di capitale (CBR) (1)	Riserva di conservazione del capitale (CCoB)	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	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	2,50	1° gen. 2016	0,00					1° gen. 2022	8 banche: 0,50-1,00	3 giu. 2021	11 banche (incluse 7 O-SII): 0,50-1,00
Belgio	2,50-13,00	2,50	1° apr. 2020	0,00					1° dic. 2021	8 banche: 0,75-1,50	1° maggio 2022	9 banche (incluse 6 O-SII) 9,00 (3)
Bulgaria	6,50-7,50	2,50	1° ott. 2022	1,00	1° ott. 2023	2,00			1° gen. 2022	8 banche: 0,50-1,00	3 dic. 2021	3,00 (4)
Cipro	2,50-3,75	2,50	1° gen. 2016	0,00					1° gen. 2022	6 banche: 0,25-1,25 (2)		
Croazia	4,00-6,00	2,50	1° gen. 2016	0,00	31 mar. 2023	0,50			1° gen. 2022	7 banche: 0,50-2,00	29 dic. 2020	1,50
Danimarca	3,50-6,50	2,50	30 set. 2022	1,00	31 mar. 2023	2,50			25 giu. 2021	8 banche: 1,00-3,00		
Estonia	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00	7 dic. 2022	1,00			1° gen. 2022	4 banche: 1,50-2,00		
Finlandia	2,50-4,50	2,50	16 mar. 2015	0,00					29 giu. 2021	3 banche: 0,50-2,00	6 apr. 2020	0,00
Francia	2,50-4,00	2,50	1° apr. 2020	0,00	7 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	2,50	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	2,50	1° gen. 2016	0,00					1° gen. 2022	4 banche: 0,75 (2)		
Irlanda	2,50-4,00	2,50	1° apr. 2020	0,00	15 giu. 2023	0,50 (5)			1° gen. 2022	6 banche: 0,50-1,50		
Islanda	4,50-9,50	2,50	29 set. 2022	2,00					1° apr. 2016	3 banche: 2,00	16 marzo 2022	9 banche (incluse le O-SII): 3,00 (4)
Italia	2,50-3,50	2,50	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	2,50	1° feb. 2016	0,00					21 dic. 2021	5 banche: 0,00-2,00 (2)		

Fonte: ESRB e autorità di vigilanza macroprudenziale.

(1) Il CBR è pari, per ciascuna banca, alla somma di CCoB, 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). – (2) La Francia ha previsto l'innalzamento della riserva massima di capitale G-SII al 2,0 per cento a partire da gennaio 2023. Cipro e la Grecia hanno previsto il completamento a gennaio 2023 del *phase-in* della riserva O-SII con un livello massimo pari rispettivamente all'1,5 e all'1,0 per cento. In Lettonia, una delle banche identificate come O-SII ha attualmente una riserva pari a 0,0 per cento che passerà a 0,25 per cento a partire dal 1° gennaio 2023. – (3) Il SyRB introdotto dal Belgio è di tipo settoriale, applicato alle esposizioni garantite da immobili residenziali delle banche che utilizzano modelli interni ai fini del calcolo delle esposizioni ponderate per il rischio. La Germania ha previsto l'introduzione di un SyRB settoriale a partire da febbraio 2023, pari al 2,0 per cento per le esposizioni garantite da immobili residenziali. – (4) Il SyRB si applica alle sole esposizioni domestiche. – (5) L'Irlanda ha annunciato che l'aumento allo 0,5 per cento sarà seguito da successivi rialzi fino al raggiungimento del livello neutrale previsto all'1,5 per cento per il CCyB.

Continua

segue: Tavola A9

Riserve macroprudenziali di capitale nei paesi dello Spazio economico europeo

(valori percentuali)

PAESI	Requisito combinato di riserva di capitale (CBR) in vigore (1)	Riserva di conservazione del capitale (CCoB)	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	2,50-5,50	2,50	1° lug. 2019	0,00					1° gen. 2022	3 banche: 2,00	1° mag. 2022	1,00 (3)
Lituania	2,50-6,50	2,50	1° apr. 2020	0,00	1° ott. 2023	1,00			31 dic. 2021	3 banche: 1,00-2,00	1° lug. 2022	2,00 (3)
Lussemburgo	3,00-4,00	2,50	1° gen. 2021	0,50					1° gen. 2022	7 banche: 0,50-1,00		
Malta	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00					1° gen. 2022	4 banche: 0,125-2,00 (2)		
Norvegia	7,00-10,50	2,50	30 giu. 2022	1,50	31 mar. 2023	2,50			1° gen. 2021	2 banche: 1,00-2,00	31 dic. 2020	3,00-4,50 (4)
Paesi Bassi	2,50-5,00	2,50	1° gen. 2016	0,00	25 mag. 2023	1,00 (5)	1° gen. 2022	1 banca: 1,00	1° gen. 2022	5 banche: 1,00-2,50		
Polonia	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00					29 ott. 2021	10 banche: 0,10-1,00		
Portogallo	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00					1° gen. 2022	6 banche: 0,25-1,00 (2)		
Repubblica Ceca	4,00-6,50	2,50	1° ott. 2022	1,50	1° apr. 2023	2,50			1° ott. 2021	5 banche: 0,50-2,50		
Romania	3,00-5,00	2,50	17 ott. 2022	0,50	23 ott. 2023	1,00			1° gen. 2022	9 banche: 0,50-2,00	1° gen. 2022	0,00-2,00
Slovacchia	3,50-5,50	2,50	1° ago. 2020	1,00	1° ago. 2023	1,50			1° gen. 2022	5 banche: 0,25-2,00 (2)		
Slovenia	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00					1° gen. 2022	6 banche: 0,25-1,00 (2)		– (3)
Spagna	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2022	1 banca: 1,00	1° gen. 2022	4 banche: 0,25-1,00		
Svezia	3,50-7,50	2,50	29 set. 2022	1,00	22 giu. 2023	2,00			1° gen. 2022	4 banche: 0,00-1,00	29 dic. 2020	3 O-SII: 3,00
Ungheria	2,50-3,00	2,50	1° gen. 2016	0,00	1° lug. 2023	0,50			1° gen. 2022	7 banche: 0,125-0,50 (2)		

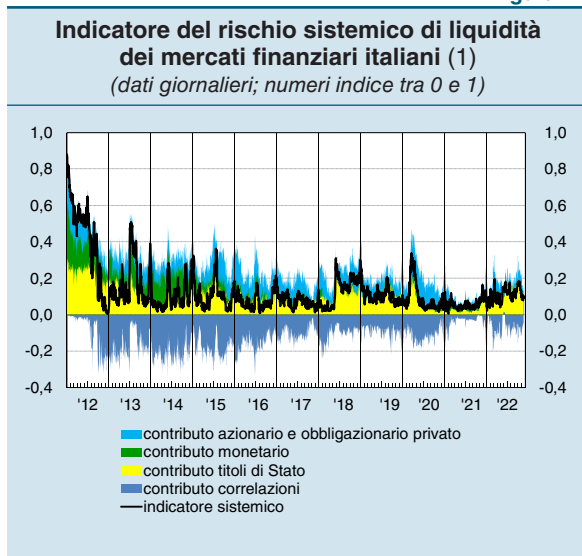
Fonte: ESRB e autorità di vigilanza macroprudenziale.

(1) Il CBR è pari, per ciascuna banca, alla somma di CCoB, 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). – (2) Il Portogallo ha previsto il completamento del *phase-in* nel 2023. Il range della riserva rimane invariato, ma per una banca il coefficiente aumenterà nel 2023 dallo 0,75 all'1 per cento. Malta ha previsto il completamento a gennaio 2025 del *phase-in* della riserva O-SII con un livello minimo pari allo 0,25 per cento. La Slovacchia ha identificato per il 2023 una O-SII aggiuntiva che porterà a 6 il numero di istituzioni identificate come O-SII; i valori minimo e massimo della riserva rimarranno invariati nel 2023. In Slovenia la riserva massima per le O-SII salirà all'1,25 per cento da gennaio 2023. L'Ungheria ha previsto il completamento a gennaio 2024 del *phase-in* della riserva O-SII con un livello minimo pari allo 0,50 per cento e un livello massimo pari al 2,0 per cento. – (3) Il SyRB introdotto da Liechtenstein e Lituania è di tipo settoriale: nel primo caso è applicato alle esposizioni verso le persone fisiche garantite da immobili residenziali e alle esposizioni verso le persone giuridiche garantite da immobili commerciali; nel caso della Lituania è applicato alle esposizioni verso le persone fisiche garantite da immobili residenziali. La Slovenia ha previsto l'introduzione dal gennaio 2023 di un SyRB settoriale differenziato, pari all'1 per cento per le esposizioni verso le persone fisiche garantite da immobili residenziali e allo 0,5 per cento per tutte le altre esposizioni. – (4) Il SyRB si applica alle sole esposizioni domestiche. 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. – (5) i Paesi Bassi hanno annunciato che l'aumento all'1,0 per cento sarà seguito da successivi aumenti fino al raggiungimento del livello neutrale previsto al 2,0 per cento per il CCyB.

Recenti decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia			
DATA (1)	Decisione	Coefficiente della riserva di capitale per l'anno in corso (valori percentuali)	Coefficiente della riserva di capitale a regime (valori percentuali) (2)
24.6.2022	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il 3° trimestre del 2022	0,00	–
30.6.2022	Identificazione dei paesi terzi rilevanti per l'Italia	–	–
02.9.2022	Decisione di non riconoscere tre misure macroprudenziali norvegesi, una lituana, una olandese e una belga	–	–
30.9.2022	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il 4° trimestre del 2022	0,00	–
20.10.2022	Decisione di riconoscere il coefficiente delle riserva a fronte del rischio sistemico introdotto in Germania	–	2,00 (2023)
25.11.2022	Identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia e determinazione dei relativi coefficienti della riserva di capitale:		
	UniCredit (3)	1,00	1,00
	Intesa Sanpaolo	0,75	0,75
	Banco BPM	0,25	0,25
	Monte dei Paschi di Siena	0,25	0,25

(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) o per le istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII).

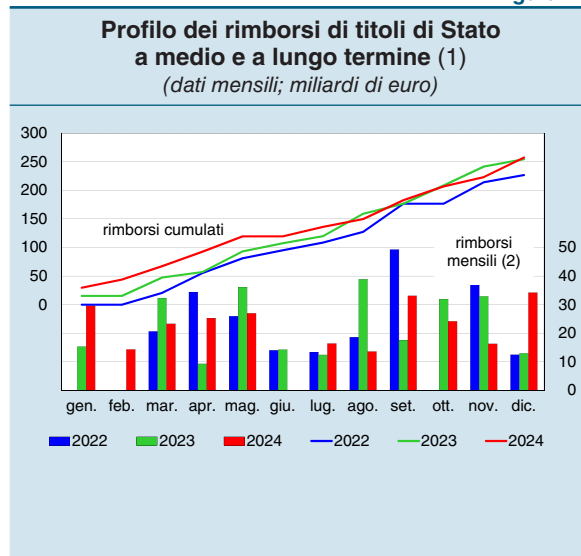
Figura A1



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

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

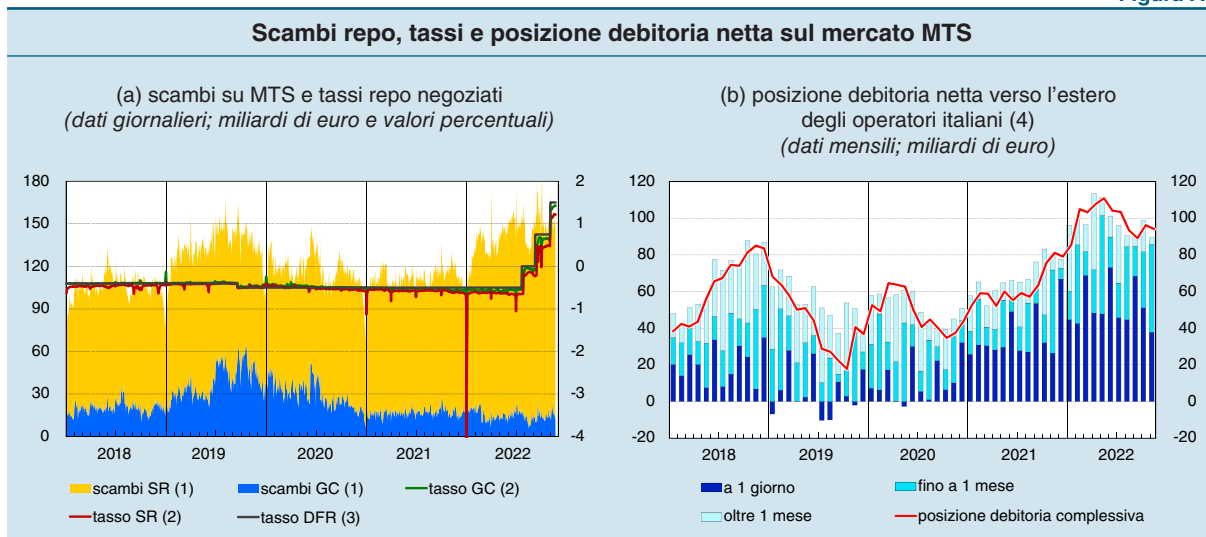
Figura A2



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) e Banca d'Italia.

(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.

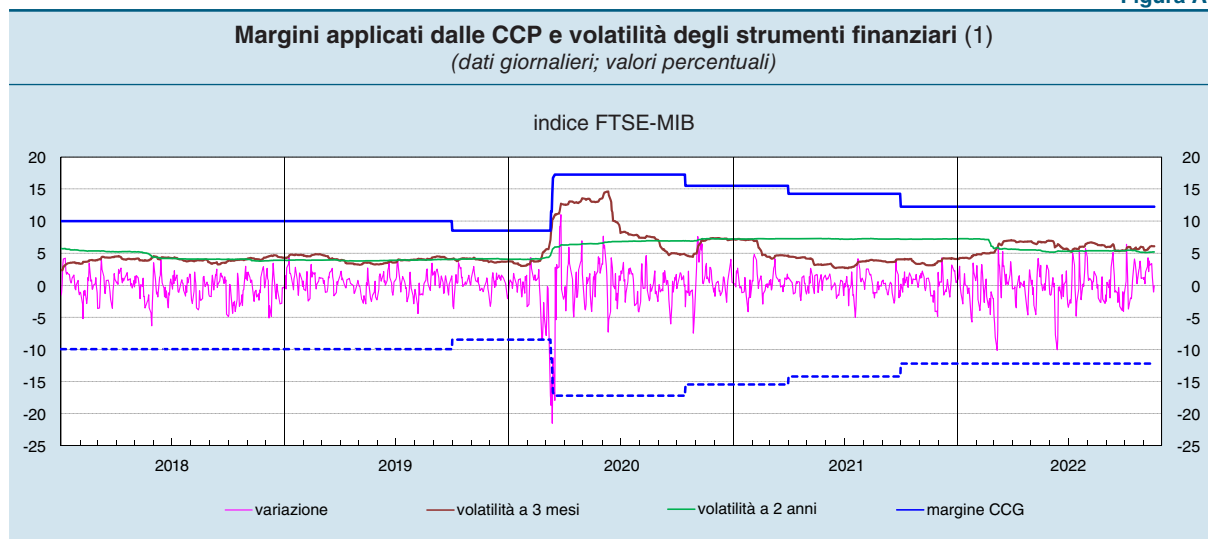
Figura A3



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 sui depositi presso l'Eurosistema. – (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.

Figura A4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Euronext Clearing e Refinitiv.

(1) 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. La linea tratteggiata, speculare a quella dei margini, è riportata per indicare l'adeguatezza dei livelli dei margini a fronte delle variazioni negative dei prezzi effettivamente registrate sul mercato.

