BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

aprile 2025

1 | 2025

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 1 / 2025
Aprile

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© Banca d'Italia, 2025
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), Giulia Avola (Ivass), Federica Ciocchetta, Riccardo Degasperi, Daniela Della Gatta, Ginette Eramo, Francesca Francetti, Raffaele Gallo, Simone Letta, Michelina Lo Russo, Massimo Molinari, Federico Calogero Nucera, Angelo Nunnari, Fabio Parlapiano, Stefano Pasqualini (Ivass), Fabio Massimo Piersanti, Dario Portioli, Dario Ruzzi

Riquadri
Michele Leonardo Bianchi, Sara Butera (Ivass), Leonardo Del Vecchio, Andrea Fabiani, Matteo Mancini, Gianmaria Marano, Andrea Nobili

Aspetti editoriali
Valentina Anna Elda Memoli, Marco Paciucci, Rosanna Visca

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 23 aprile 2025, 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 11
- 1.3 I mercati finanziari 12
- 1.4 I mercati immobiliari 15
- 1.5 Le famiglie e le imprese 16

2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI 23
- 2.1 Le banche 23
- 2.2 Le assicurazioni 38
- 2.3 L'industria del risparmio gestito 43

3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA 48

INDICE DEI RIQUADRI

L'evoluzione del mercato delle criptoattività e i rischi per la stabilità finanziaria 9

I *certificates* e la loro diffusione in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro 17

Il ricorso delle banche meno significative alle garanzie pubbliche a supporto dei prestiti alle imprese, i relativi rischi e l'azione di vigilanza 25

L'esposizione del sistema bancario dell'area dell'euro ai settori più vulnerabili ai dazi statunitensi 27

La mitigazione dei rischi derivanti da catastrofi naturali 42

L'Appendice è disponibile solo online sul sito internet www.bancaditalia.it

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 (https://publications.europa.eu/code/it/it-5000600.htm).

Con riferimento ai dati di fonte ICE Data Derivatives UK Limited, si pubblica la seguente avvertenza su richiesta del fornitore: "I dati citati nel presente documento sono di proprietà di ICE Data Derivatives UK Limited, delle sue affiliate e/o dei rispettivi fornitori terzi ("ICE e i suoi fornitori terzi") e sono stati concessi in licenza d'uso. Questo materiale contiene informazioni riservate e proprietarie e/o segreti commerciali di ICE e dei suoi fornitori terzi e non devono essere pubblicate, riprodotte, copiate, divulgate o utilizzate senza l'espresso consenso scritto di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non garantiscono l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza o la disponibilità delle informazioni e non sono responsabili di eventuali errori o omissioni, indipendentemente dalla causa o dai risultati ottenuti dall'uso di tali informazioni. ICE e i suoi fornitori terzi non si assumono alcuna responsabilità in relazione all'uso di tali dati o marchi. ICE e i suoi fornitori terzi declinano qualsiasi garanzia espressa o implicita, incluse, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le garanzie di commerciabilità o di idoneità per uno scopo o un uso particolare. In nessun caso ICE e i suoi fornitori terzi saranno responsabili per danni diretti, indiretti, o conseguenti, costi, spese, spese legali o perdite (compresi il mancato guadagno o il mancato profitto e i costi di opportunità) in relazione all'uso da parte della Banca d'Italia o di altri dei dati o dei servizi di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non sponsorizzano, appoggiano o raccomandano alcuna parte di questa ricerca e/o presentazione".

Con riferimento ai dati di fonte MSCI, si pubblica la seguente avvertenza su richiesta del fornitore: "Copyright MSCI [2024]. Inedito. Tutti i diritti sono riservati. Queste informazioni possono essere utilizzate solo per uso interno, non possono essere riprodotte o ridistribuite in nessuna forma e non possono essere utilizzate per creare strumenti o prodotti finanziari o qualsiasi indice. Nessuna di queste informazioni è intesa come consulenza sugli investimenti o come raccomandazione per prendere (o astenersi dal prendere) qualsiasi tipo di decisione di investimento e non può essere considerata come tale. I dati storici e le analisi non devono essere considerati come un'indicazione o garanzia di qualsiasi prestazione futura, analisi, previsione o predizione. Queste informazioni sono fornite "così come sono" e l'utente di queste informazioni assume l'intero rischio di qualsiasi utilizzo che potrebbe essere fatto di queste informazioni da parte propria o di terzi. Né MSCI, né alcuna delle sue affiliate o qualsiasi altra persona coinvolta nella compilazione, elaborazione o creazione di queste informazioni, rilascia alcuna garanzia o rappresentazione espressa o implicita riguardo a tali informazioni o ai risultati che si possono ottenere dall'uso di esse, e MSCI, le sue affiliate e ogni altra persona ad essa correlata declinano espressamente tutte le garanzie (incluso, senza limitazione, tutte le garanzie di originalità, accuratezza, completezza, tempestività, non violazione, commerciabilità e idoneità per uno scopo particolare) riguardo a queste informazioni. Senza limitare quanto sopra, in nessun caso MSCI, le sue affiliate o qualsiasi altra persona coinvolta nella compilazione, elaborazione o creazione di queste informazioni avranno alcuna responsabilità per danni diretti, indiretti, speciali, incidentali, punitivi, consequenziali o qualsiasi altro tipo di danni (inclusi, senza limitazione, mancati profitti) anche se informati, o se possano aver previsto la possibilità di tali danni".

SINTESI

All'inizio di aprile l'annuncio di nuovi dazi da parte dell'amministrazione statunitense ha innescato una fase di notevole aumento dell'incertezza e di tensioni sui mercati finanziari internazionali, alla quale ha fatto seguito un calo delle aspettative di crescita per l'economia mondiale. Negli Stati Uniti i titoli di Stato a lungo termine, che hanno inizialmente beneficiato di un aumento della domanda tipico delle situazioni di stress, sono stati successivamente colpiti da forti vendite. Sebbene le tensioni si siano attenuate nelle settimane successive all'annuncio, i rischi per la stabilità finanziaria sono cresciuti.

Anche l'Italia, non diversamente dagli altri principali paesi europei, ha risentito di questi sviluppi. Nei primi giorni di aprile le tensioni sui mercati finanziari si sono acuite, soprattutto con l'aumento della volatilità delle quotazioni azionarie e dei corsi delle obbligazioni private, che hanno segnato pesanti ribassi.

Sul mercato dei titoli di Stato il differenziale di rendimento tra i titoli italiani a dieci anni e quelli tedeschi, pur registrando un incremento della volatilità, si è ridotto rispetto ai valori dello scorso autunno. Le condizioni di liquidità restano buone, nonostante una diminuzione delle negoziazioni in aprile.

In un contesto che si mantiene complessivamente stabile, l'Italia ha continuato a trarre vantaggio dalle condizioni favorevoli del mercato del lavoro, da una bassa inflazione e dalla posizione creditrice netta sull'estero. Si tratta di alcuni dei fattori che hanno favorito il recente miglioramento della valutazione del merito di credito del Paese da parte di un'agenzia di rating.

I prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere nella seconda metà del 2024, mentre quelli degli immobili commerciali si sono mantenuti invariati. Nel complesso il comparto immobiliare non presenta rischi elevati per la stabilità finanziaria.

Per il settore delle famiglie i rischi rimangono limitati, anche grazie all'espansione della ricchezza finanziaria nel 2024 e all'ulteriore riduzione dell'indebitamento in rapporto al reddito disponibile. In prospettiva la situazione finanziaria potrebbe tuttavia risentire di un indebolimento della congiuntura.

Per le imprese, soprattutto quelle operanti nei comparti più esposti alle possibili ripercussioni delle tensioni commerciali, la redditività, già ridottasi nel 2024, potrebbe diminuire ancora. Nonostante il calo dei tassi di interesse e dell'indebitamento, la capacità delle aziende di rimborsare i debiti registra qualche segnale di peggioramento, in special modo nel settore delle costruzioni e, in misura minore, in quello industriale.

Le condizioni del sistema bancario si mantengono stabili. Nel secondo semestre del 2024 la redditività e la patrimonializzazione sono rimaste su livelli elevati. La situazione di liquidità resta equilibrata anche dopo il rimborso delle operazioni TLTRO3. Un forte aumento delle restrizioni commerciali tra paesi potrebbe determinare un deterioramento della qualità del credito, che l'elevata patrimonializzazione del sistema consentirebbe tuttavia di fronteggiare da una posizione più robusta rispetto al passato, anche grazie alla riserva di capitale per il rischio sistemico introdotta lo scorso anno dalla Banca d'Italia. L'esposizione ai rischi cibernetici e operativi continua a richiedere grande attenzione.

Nel comparto assicurativo la ripresa della raccolta premi nel ramo vita ha favorito un miglioramento della liquidità. La redditività è risultata stabile. La patrimonializzazione rimane alta; uno stress test condotto in ambito europeo rileva la capacità del settore di resistere a shock avversi.

Benché nel primo trimestre di quest'anno la raccolta netta dei fondi comuni italiani sia risultata positiva, il patrimonio si è ridotto a causa del forte calo delle quotazioni sui mercati finanziari. Nei primi giorni di aprile, subito dopo l'iniziale annuncio di nuovi dazi da parte degli Stati Uniti, si sono osservati deflussi moderati. Nel complesso, i rischi riconducibili al settore del risparmio gestito restano contenuti.

In questo Rapporto sono inclusi cinque riquadri tematici. Il primo descrive l'evoluzione del mercato delle criptoattività, illustrandone le caratteristiche, i rischi e gli sviluppi normativi in Europa e negli Stati Uniti. Nel secondo si fornisce un quadro della diffusione in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro dei certificates, *strumenti di complessa valutazione che possono esporre i detentori a perdite consistenti in caso di scenari avversi. Nel terzo riquadro si dà conto del ricorso da parte delle banche meno significative italiane alle garanzie pubbliche a supporto dei prestiti alle imprese, nonché delle iniziative adottate dalla Vigilanza a fronte di alcune debolezze emerse nei sistemi di gestione e di controllo a presidio di tale attività. Nel quarto si descrivono i risultati di una prima analisi dell'esposizione delle banche italiane e dell'area dell'euro ai settori economici che sarebbero più vulnerabili alle tensioni commerciali. Nell'ultimo riquadro si analizza l'introduzione dell'obbligo per le imprese italiane di stipulare una copertura assicurativa contro i danni direttamente determinati da eventi calamitosi e catastrofali.*

1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI

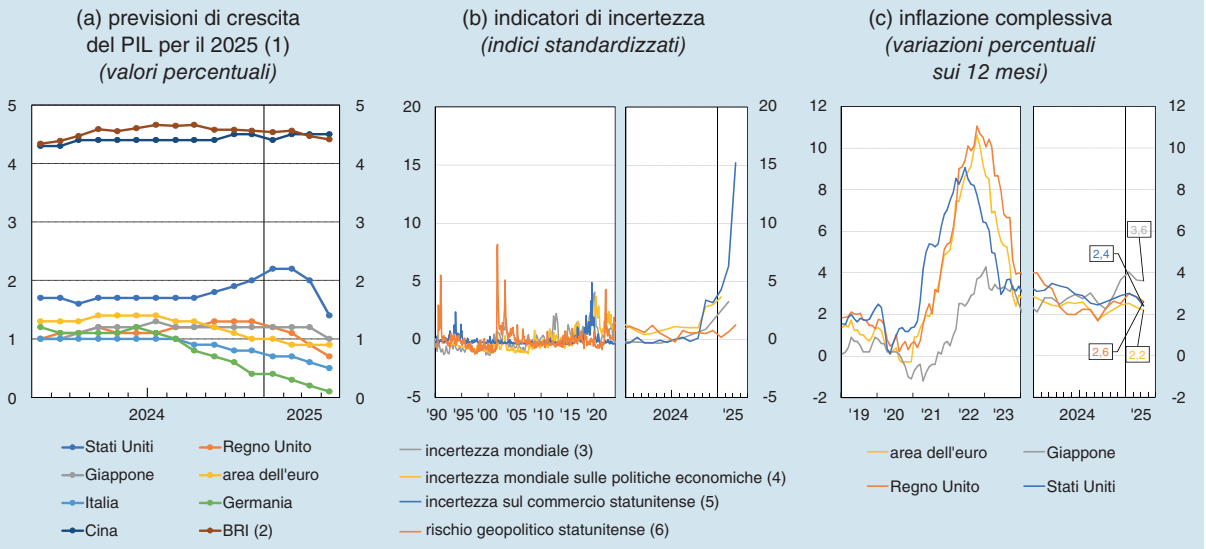
1.1 I RISCHI GLOBALI E DELL'AREA DELL'EURO

Nel 2024 l'economia mondiale è cresciuta a un ritmo moderato, in linea con l'anno precedente. Fra le principali economie avanzate l'espansione è stata eterogenea: sostenuta negli Stati Uniti e debole nell'area dell'euro, nel Regno Unito e in Giappone. In Cina la crescita è stata robusta, sebbene continui il rallentamento rispetto agli anni passati.

Nei primi mesi del 2025 l'economia globale ha mostrato segnali di indebolimento (fig. 1.1.a). Le previsioni di crescita per le principali economie avanzate, già riviste al ribasso negli ultimi mesi, sono state ulteriormente ridimensionate dopo l'annuncio, il 2 aprile, di nuovi dazi su tutte le importazioni da parte dell'amministrazione statunitense, con ripercussioni negative sull'economia mondiale anche a causa delle incertezze sulla loro applicazione (fig. 1.1.b). La correzione delle aspettative di crescita è stata particolarmente marcata per gli Stati Uniti, la cui probabilità di recessione nel 2025, secondo i principali previsori, è significativamente aumentata.

Figura 1.1

Aspettative sulla crescita, indicatori di incertezza e inflazione
(dati mensili)



Fonte: per le previsioni di crescita del PIL, Consensus Economics; per l'inflazione, statistiche nazionali.
(1) L'asse delle ascisse riporta il mese di pubblicazione della previsione. – (2) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India (BRI), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL (FMI, *World Economic Outlook Database*, aprile 2025). – (3) H. Ahir, N. Bloom e D. Furceri, *The world uncertainty index*, NBER Working Paper Series, 29763, 2022. – (4) S.J. Davis, *An index of global economic policy uncertainty*, NBER Working Paper Series, 22740, 2016. – (5) S.R. Baker, N. Bloom e S.J. Davis, *Measuring economic policy uncertainty*, "The Quarterly Journal of Economics", 131, 4, 2016, pp. 1593-1636. – (6) D. Caldara e M. Iacoviello, *Measuring geopolitical risk*, "American Economic Review", 112, 4, 2022, pp. 1194-1225.

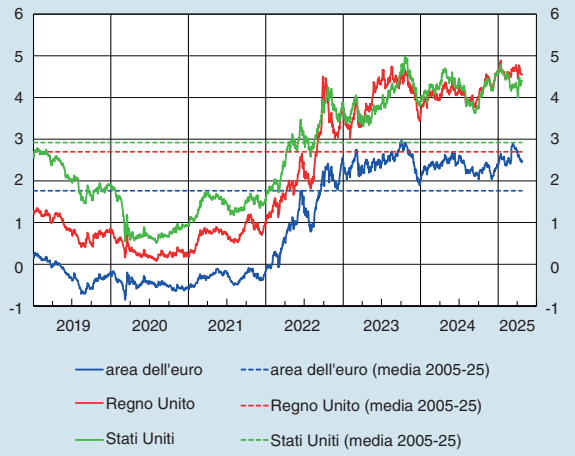
L'inflazione ha continuato a rallentare, tranne che in Giappone, pur rimanendo al di sopra dell'obiettivo delle banche centrali (fig. 1.1.c). I prezzi del petrolio e del gas naturale sono scesi, soprattutto dopo

l'annuncio del 2 aprile. Ciò nonostante, permangono considerevoli rischi al rialzo per l'inflazione globale, derivanti dalle politiche commerciali della nuova amministrazione statunitense.

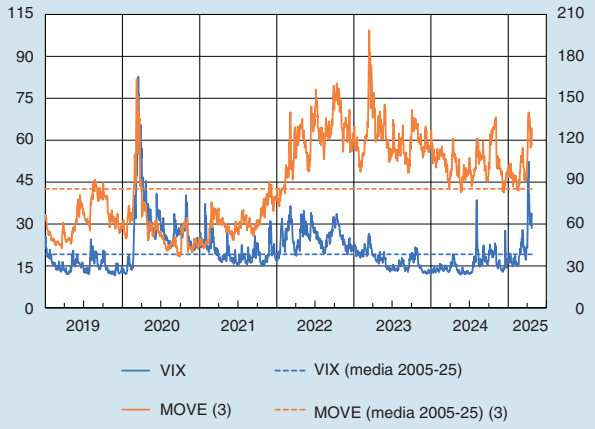
Figura 1.2

Rendimenti dei titoli di Stato, volatilità e premi per il rischio

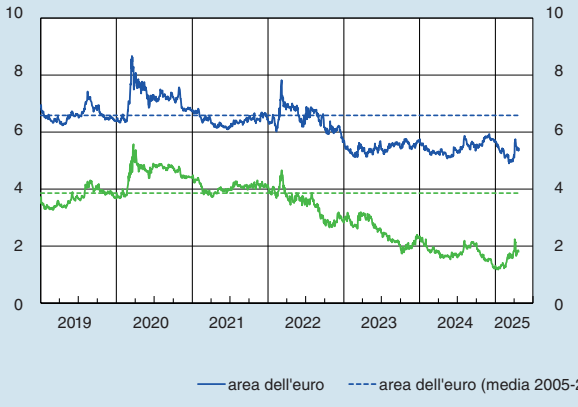
(a) rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



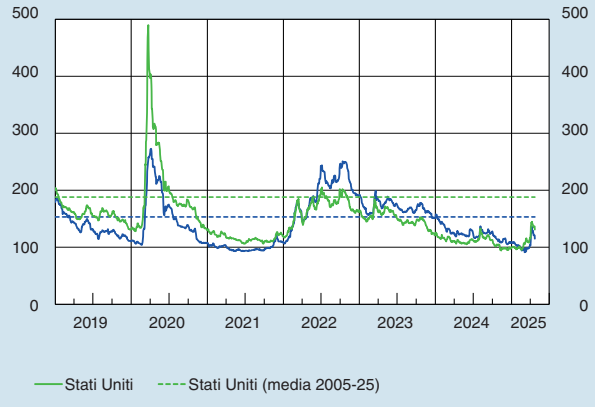
(b) volatilità attesa dei corsi azionari e dei titoli di Stato statunitensi (2)
(dati giornalieri; valori percentuali e punti base)



(c) stime dei premi per il rischio azionario (4)
(dati giornalieri; punti percentuali)



(d) spread sulle obbligazioni con rating BBB delle società non finanziarie (5)
(dati giornalieri; punti base)



Fonte: Bloomberg, ICE Bank of America Merrill Lynch (BofAML) e LSEG.
(1) Per l'area dell'euro, rendimento del titolo di Stato decennale tedesco; per gli Stati Uniti e per il Regno Unito, rendimento del titolo di Stato decennale. – (2) VIX: volatilità implicita nei prezzi delle opzioni a 1 mese sull'indice azionario Standard & Poor's 500. MOVE: volatilità implicita nei prezzi delle opzioni a 1 mese sui contratti futures sui titoli di Stato del Tesoro statunitense di diversa scadenza. – (3) Scala di destra. – (4) Per gli indici azionari Standard & Poor's 500 (Stati Uniti) e Datastream EMU Total Market (area dell'euro) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili e l'indice (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il tasso reale ricavato sottraendo al tasso *overnight indexed swap* a 10 anni quello degli *inflation swaps*. In questo modo si ottiene una stima del premio per il rischio azionario. – (5) Differenziali di rendimento tra le obbligazioni societarie non finanziarie e il rispettivo titolo privo di rischio (ricavato dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi per le obbligazioni in euro e dalla curva dei titoli di Stato statunitensi per quelle in dollari), corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option-adjusted spread*) e ponderati per i valori di mercato dei singoli titoli delle società.

Le condizioni dei mercati finanziari internazionali sono peggiorate rispetto allo scorso novembre e la volatilità è notevolmente salita all'inizio di aprile. Nonostante nelle settimane successive le tensioni si siano in parte ridotte, i rischi per la stabilità finanziaria sono nel complesso aumentati.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dei principali paesi avanzati sono stati caratterizzati da ampie variazioni e da fasi di forte divergenza tra aree geografiche (fig. 1.2.a). Negli Stati Uniti, a seguito dell'annuncio dell'incremento dei dazi, i titoli di Stato hanno inizialmente beneficiato di un'espansione della domanda tipico delle situazioni di tensione. Successivamente, il repentino aumento dei rendimenti, guidato in larga parte dalla crescita dei premi per il rischio e avvenuto contestualmente a un deprezzamento del dollaro, ha riflesso un deterioramento del loro status di attività sicura. Nell'area dell'euro i rendimenti sono fortemente saliti all'inizio di marzo, sospinti dall'allentamento dei limiti al debito pubblico tedesco e dalla prospettiva di maggiori spese per la difesa, per poi ridursi a causa dei rischi al ribasso per la congiuntura economica.

Sino alla fine di febbraio gli indicatori di volatilità sono rimasti su livelli contenuti, malgrado l'elevata incertezza; in seguito la volatilità è aumentata (fig.1.2.b).

Dallo scorso novembre i premi per il rischio azionario sono cresciuti negli Stati Uniti, mentre sono scesi nell'area dell'euro; in entrambe le aree si collocano ancora al di sotto della media di lungo periodo (fig. 1.2.c). All'inizio di aprile l'annuncio dei dazi, acuendo i timori di un peggioramento dell'economia globale, ha comportato una considerevole correzione dei principali indici azionari, in parte riassorbitasi nelle settimane successive.

Nel comparto obbligazionario i premi per il rischio dei titoli delle società non finanziarie sono aumentati (fig. 1.2.d); nelle fasi di maggiore tensione i timori di una crescita delle insolvenze delle imprese più deboli hanno determinato un calo della liquidità nel mercato e un sostanziale ampliamento degli spread, in particolare nel segmento *high yield*, dove negli ultimi anni erano rimasti notevolmente compressi.

Dopo l'insediamento della nuova amministrazione negli Stati Uniti e a seguito dell'annuncio di iniziative volte a promuovere l'utilizzo delle criptoattività, si è osservato anche un temporaneo ma forte incremento delle quotazioni del mercato globale di questi prodotti, compresi quelli altamente speculativi. Un maggiore legame di tali strumenti con il sistema finanziario tradizionale potrebbe ampliare le vulnerabilità cui sono esposti i mercati e gli intermediari (cfr. il riquadro: *L'evoluzione del mercato delle criptoattività e i rischi per la stabilità finanziaria*).

L'EVOLUZIONE DEL MERCATO DELLE CRIPTOATTIVITÀ E I RISCHI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA[1]

Il valore di mercato delle criptoattività, già cresciuto nel corso del 2024, è ulteriormente aumentato dopo le elezioni presidenziali negli Stati Uniti e l'annuncio di iniziative volte a rafforzare l'adozione di strumenti digitali denominati in dollari da parte della nuova amministrazione[2]. Il valore è successivamente sceso, portandosi alla fine di marzo a 2,75 trilioni di dollari (figura). Oltre il 60 per cento del mercato è rappresentato da Bitcoin e il 30 da altre criptoattività non garantite da attività sottostanti (*unbacked crypto-assets*); solo il 9 per cento è costituito da attività digitali emesse da entità che ne ancorano il prezzo a valute tradizionali di riferimento (*stablecoins*).

La forte espansione di Bitcoin e delle altre criptoattività caratterizzate da un'elevata volatilità delle quotazioni comporta rischi non solo per gli investitori, ma potenzialmente anche per la stabilità finanziaria, alla luce delle crescenti interconnessioni tra l'ecosistema di queste attività, il settore finanziario tradizionale e l'economia reale.

Alcuni operatori stanno infatti ridefinendo i propri modelli di attività e le proprie scelte finanziarie, orientandosi maggiormente sulle criptoattività. Secondo le informazioni riportate da siti specializzati[3],

[1] A cura di Andrea Nobili.

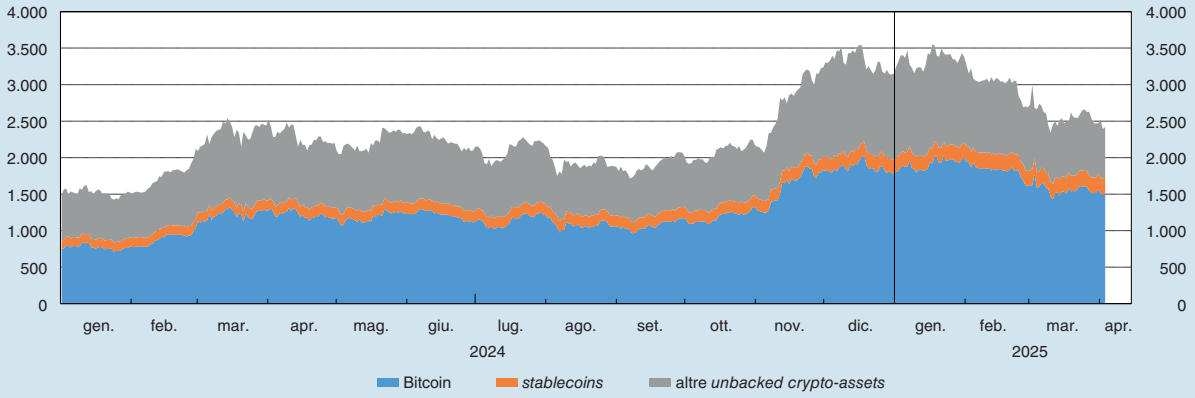
[2] Lo scorso gennaio il Presidente degli Stati Uniti ha firmato un ordine esecutivo che introduceva iniziative per promuovere gli *stablecoins* in dollari su scala globale. Più di recente è stata annunciata l'istituzione ufficiale di una riserva strategica federale in Bitcoin (*Strategic Bitcoin Reserve*) e di un'ulteriore riserva costituita da altre criptoattività ritenute strategiche (*Digital Asset Stockpile*). Lo scorso 7 marzo l'agenzia statunitense Office of the Comptroller of the Currency (OCC) ha annunciato che le banche nazionali e le associazioni di risparmio federali sono autorizzate a svolgere operazioni in attività digitali senza dover necessariamente ricevere un parere preventivo dell'autorità, come previsto in precedenza.

[3] Per maggiori informazioni, cfr. il sito Bitcointreasures.net.

Figura

Mercato delle criptoattività

(dati giornalieri, miliardi di dollari statunitensi)



Fonte: elaborazioni su dati CoinmarketCap.

una quota elevata di Bitcoin sarebbe detenuta da emittenti di *exchange traded funds* (ETF) e dalle tesorerie di alcune società non finanziarie. In particolare, l'investimento da parte di queste ultime è realizzato nella convinzione che Bitcoin possa sostenere le proprie quotazioni, esponendole tuttavia alla sua marcata volatilità di prezzo. Una parte significativa di Bitcoin è inoltre detenuta da imprese operanti esclusivamente nel settore delle attività digitali (ad es. le piattaforme di scambio) che, non essendo sottoposte a specifici requisiti di governance, possono essere soggette a rilevanti conflitti di interesse. Tre quarti di queste imprese hanno sede negli Stati Uniti; alcune si trovano inoltre in Cina, Canada e Regno Unito. La loro presenza nei paesi dell'area dell'euro è al momento trascurabile.

Il crescente interesse di banche e altri intermediari verso soluzioni tecnologiche a registri distribuiti e a infrastrutture globali decentrate potrebbe aumentare il ricorso a criptoattività sia per operazioni finanziarie tradizionali, sia per l'emissione di strumenti e servizi innovativi, anche attraverso l'interazione con le grandi aziende tecnologiche (BigTech)[4].

Il comparto degli *stablecoins* si mantiene contenuto e fortemente concentrato in due specifici strumenti (Tether e USD Coin), ancorati al dollaro statunitense attraverso la detenzione da parte dei soggetti emittenti di riserve denominate nella medesima valuta[5]. Uno scenario in cui gli *stablecoins* legati alla valuta americana assumessero dimensione sistemica potrebbe determinare un'eccezionale domanda di titoli pubblici degli Stati Uniti, utilizzati come attività di riserva dagli emittenti. In caso di dissesto di uno di questi ultimi si potrebbe verificare una corsa ai rimborsi, con un repentino aumento delle richieste di liquidazione da parte dei detentori e con la vendita forzata delle attività di riserva; ciò provocherebbe tensioni sui mercati dei titoli pubblici americani e ripercussioni su altri comparti del sistema finanziario globale.

Nell'area dell'euro l'eventuale diffusione su larga scala di strumenti e servizi di pagamento basati su *stablecoins* in euro offerti da aziende o da banche americane, che potrebbero sostituire gli attuali strumenti al dettaglio paneuropei, potrebbe avere implicazioni anche per il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e per la stessa sovranità monetaria.

[4] Per ulteriori dettagli, cfr. *Un viaggio nel futuro del sistema finanziario*, intervento della Vice Direttrice generale C. Scotti, 31° congresso Assiom Forex, Torino, 14 febbraio 2025.

[5] I dati sulla composizione delle riserve, desumibili da rapporti validati da società di revisione, mostrano che i principali soggetti emittenti possiederebbero circa 160 miliardi di dollari di titoli di debito statunitensi, pari al 65 per cento delle attività totali detenute come riserva.

Gli sviluppi del mercato delle criptoattività e i relativi rischi saranno influenzati anche dall'evoluzione del quadro normativo, ancora fortemente disomogeneo tra aree economiche. Negli Stati Uniti sono all'esame del Congresso alcuni disegni di legge sugli *stablecoins*[6].

Nell'Unione europea il regolamento UE/2023/1114 sui mercati delle criptoattività (Markets in Crypto Assets Regulation, MiCAR) ha già definito un quadro normativo con l'intento di promuovere l'innovazione, tutelando allo stesso tempo la stabilità finanziaria e gli investitori. I prestatori di servizi in criptoattività (*crypto-asset service providers*, CASP) devono infatti presidiare alcuni rischi cui sono esposti soddisfacendo requisiti in termini di capitale, governance e registrazione separata dei fondi della clientela. Data la complessità dei modelli operativi adottati dai CASP, tali requisiti andranno tuttavia rafforzati prevedendo anche presidi per i rischi tecnologico, di mercato, strategico e per quello di riciclaggio e finanziamento del terrorismo.

Per l'emissione di *stablecoins* nell'Unione europea MiCAR introduce un apposito processo autorizzativo, oltre a requisiti di natura organizzativa e prudenziale relativi tra l'altro alla gestione delle riserve, al monitoraggio delle transazioni e a possibili restrizioni alla quantità offerta. Sono attualmente in corso approfondimenti sui modelli di business di operatori, anche di grande dimensione, che possono emettere la medesima criptoattività sia in Europa sia in giurisdizioni con regolamentazioni diverse da quella europea in materia di protezione degli investitori; in particolare, sono oggetto di valutazione i rischi di compliance e di liquidità per il soggetto emittente, le possibili ripercussioni per gli investitori europei, nonché, più in generale, eventuali implicazioni per la stabilità finanziaria.

[6] Le iniziative mirano a introdurre obblighi informativi e di trasparenza per gli emittenti sulle proprie riserve e modelli operativi a tutela dei consumatori (Stable Act), nonché criteri di supervisione e requisiti di riserva obbligatoria (Genius Act).

1.2 LA CONDIZIONE MACROFINANZIARIA DELL'ITALIA

La condizione macrofinanziaria dell'Italia risente della considerevole incertezza globale (cfr. il paragrafo 1.1) emersa a seguito delle politiche commerciali della nuova amministrazione statunitense, delle tensioni geopolitiche e del possibile nuovo orientamento espansivo delle politiche di bilancio in Europa. In questo contesto l'alto debito pubblico e la scarsa crescita dell'economia italiana rimangono fattori di vulnerabilità.

I rischi per il sistema finanziario italiano restano comunque moderati. La solidità del settore bancario – in termini sia di redditività sia di dotazione di capitale – rappresenta un elemento di robustezza (cfr. il paragrafo 2.1). Nei mercati finanziari le condizioni dei titoli pubblici italiani si confermano complessivamente favorevoli, nonostante la fase di volatilità dei rendimenti dei titoli sovrani nell'area dell'euro (cfr. i paragrafi 1.1 e 1.3). L'indicatore composito di stress finanziario per l'Italia si mantiene su un livello inferiore alla media osservata nel periodo successivo al 2008; è tuttavia aumentato nel confronto con i minimi di novembre con un'accelerazione ad aprile (fig. 1.3.a), dovuta all'incremento della volatilità nel mercato azionario (cfr. il paragrafo 1.3).

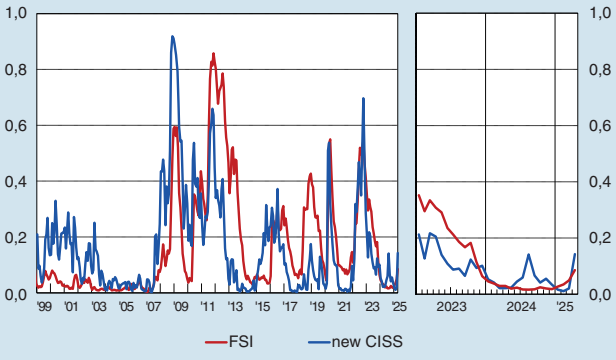
Il quadro dei rischi sconta le tensioni nei mercati finanziari e la debolezza del contesto macroeconomico (fig. 1.3.b), pur beneficiando della solidità del mercato del lavoro, di una bassa inflazione e del miglioramento della posizione netta sull'estero. Alcuni di questi fattori sono stati riconosciuti anche nella recente revisione al rialzo della valutazione del merito di credito dell'Italia da parte di un'agenzia di rating.

Nel 2024 il prodotto è cresciuto dello 0,7 per cento. Secondo le ultime proiezioni della Banca d'Italia, la crescita resterebbe moderata anche nel triennio 2025-27 (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2025), con prospettive caratterizzate da elevata incertezza e da rischi prevalentemente orientati al ribasso, considerato il deterioramento del contesto internazionale. L'inflazione, all'1,1 per cento nel 2024, aumenterebbe nei prossimi anni, senza tuttavia superare il 2 per cento.

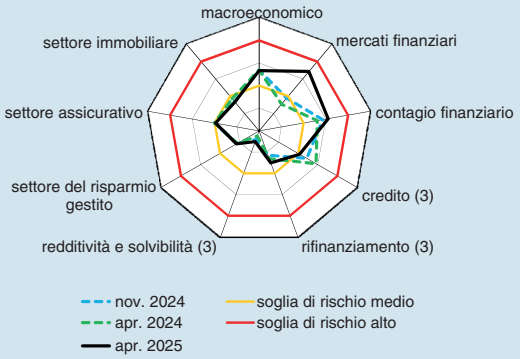
Figura 1.3

Indicatori sintetici dei rischi per la stabilità finanziaria

(a) indicatori di stress finanziario per l'Italia (FSI) e per l'area dell'euro (new CISS) (1)
(medie mensili; numeri indice)



(b) indicatori aggregati di rischio (2)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Ivass e LSEG.
(1) I valori sono compresi tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). Per maggiori dettagli sull'indicatore delle condizioni di stress finanziario (*financial stress index*, FSI), cfr. A. Miglietta e F. Venditti, *An indicator of macro-financial stress for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 497, 2019. Rispetto alla versione proposta in quest'ultimo lavoro, l'indicatore impiegato nella figura include i segmenti del mercato obbligazionario societario, di quello dei pronti contro termine e del mercato dei titoli di Stato a breve termine, in precedenza non considerati. Per maggiori dettagli sull'indicatore composito di stress sistemico (*new composite indicator of systemic stress*, new CISS), cfr. S. Chavleishvili e M. Kremer, *Measuring systemic financial stress and its risks for growth*, European Central Bank, Working Paper Series, 2842, 2023. Per FSI, medie mensili di dati settimanali; per new CISS, medie mensili di dati giornalieri. – (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. – (3) Indicatori di rischio riferiti al settore bancario.

Lo scorso anno l'indebitamento pubblico netto è diminuito significativamente in rapporto al prodotto, al 3,4 per cento dal 7,2. Il saldo primario è tornato in avanzo (0,4 per cento del PIL) per la prima volta dallo scoppio della crisi innescata dalla pandemia. Dopo la riduzione del triennio precedente, l'incidenza del debito sul prodotto è salita dal 134,6 al 135,3 per cento, principalmente a causa degli effetti di cassa prodotti dalla fruizione dei crediti di imposta per ristrutturazioni edilizie maturati negli anni precedenti. Secondo le più recenti stime ufficiali[1] il rapporto tra il debito e il PIL crescerebbe anche nell'anno in corso e nel 2026, fino al 137,6 per cento, per poi ridursi gradualmente negli anni successivi.

1.3 I MERCATI FINANZIARI

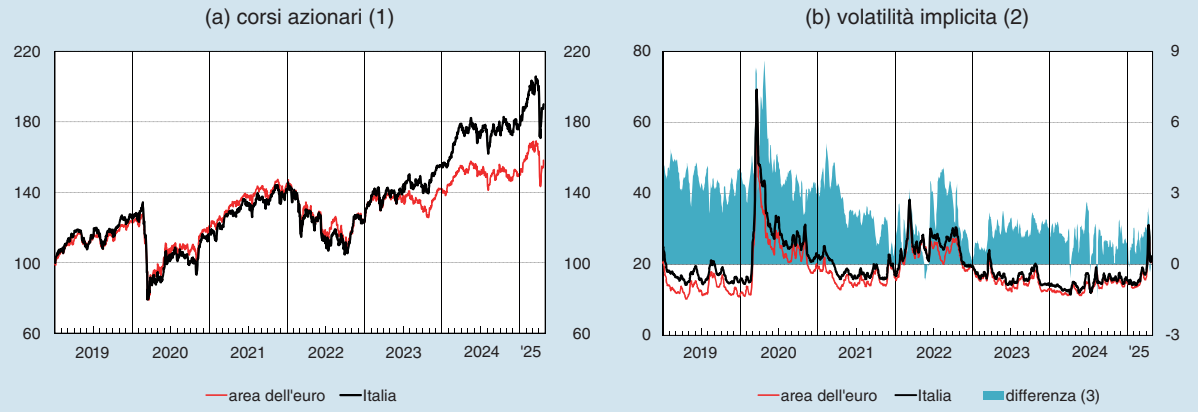
In Italia, come nel resto dell'area dell'euro, all'inizio di aprile si è registrato un deciso calo delle quotazioni del mercato azionario (fig. 1.4.a) e un aumento della volatilità (fig. 1.4.b). Allo stesso tempo è salito il costo di protezione contro forti ribassi dei prezzi (*risk reversal*) e la struttura a termine della volatilità implicita segnala una percezione più marcata dei rischi a breve termine. I comparti maggiormente esposti al mercato statunitense e alle catene di fornitura globali, come quelli automobilistico e tecnologico, hanno subito ribassi superiori alla media.

L'aumento della volatilità sui mercati azionari si è riflesso in un incremento delle richieste di margini sulle operazioni in derivati da parte della controparte centrale italiana (Euronext Clearing). Le posizioni maggiormente colpite sono state quelle in futures sull'indice FTSE MIB; non si sono comunque verificati episodi di insolvenza.

[1] *Audizione preliminare all'esame del Documento di finanza pubblica 2025*, testimonianza del Vice Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Senato della Repubblica, Commissioni congiunte 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Roma, 17 aprile 2025.

Figura 1.4

Indicatori del mercato azionario
(dati giornalieri; indici, valori e punti percentuali)

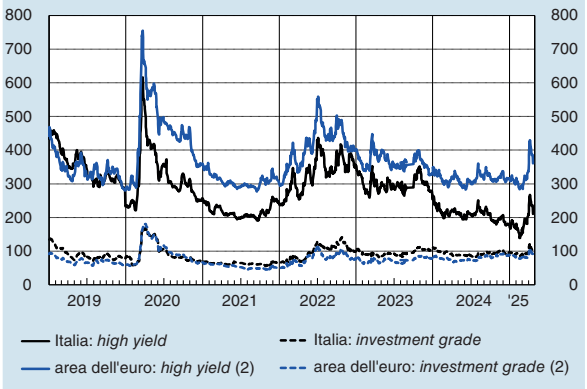


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Indici: 1° gennaio 2019=100. Indici MSCI Italy IMI per l'Italia e MSCI EMU IMI per l'area dell'euro (cfr. il *disclaimer* nelle Avvertenze). – (2) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni con scadenza a 2 mesi sugli indici FTSE MIB per l'Italia ed Euro STOXX 50 per l'area dell'euro. Medie mobili a 5 giorni. – (3) Differenza tra la volatilità implicita dell'Italia e quella dell'area dell'euro. Scala di destra.

Il differenziale di rendimento tra le obbligazioni emesse dalle imprese non finanziarie italiane e i tassi privi di rischio (asset swap spread) è salito sia per i titoli *investment grade* sia per quelli con basso merito di credito (fig. 1.5).

Figura 1.5

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



Fonte: elaborazioni su dati ICE BofAML.
(1) Asset swap spread ponderati per i valori di mercato dei singoli titoli di società non finanziarie. – (2) Gli indici ICE BofAML per l'area dell'euro sono stati rielaborati escludendo l'Italia.

La trasmissione delle tensioni commerciali al mercato obbligazionario governativo italiano è stata invece limitata. Rispetto a novembre, i rendimenti dei titoli di Stato nazionali a lungo termine sono cresciuti, come nel resto dell'area dell'euro (fig. 1.6.a), ma lo spread tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi, pur a fronte di un aumento della volatilità, si è ridotto rispetto ai livelli dell'autunno scorso, beneficiando anche del recente miglioramento della valutazione del merito di credito dell'Italia da parte di un'agenzia di rating (cfr. il paragrafo 1.2; fig. 1.6.b). Il premio per assicurarsi contro il rischio di insolvenza dell'emittente sovrano italiano sul mercato dei credit default swap (CDS) si è mantenuto stabile.

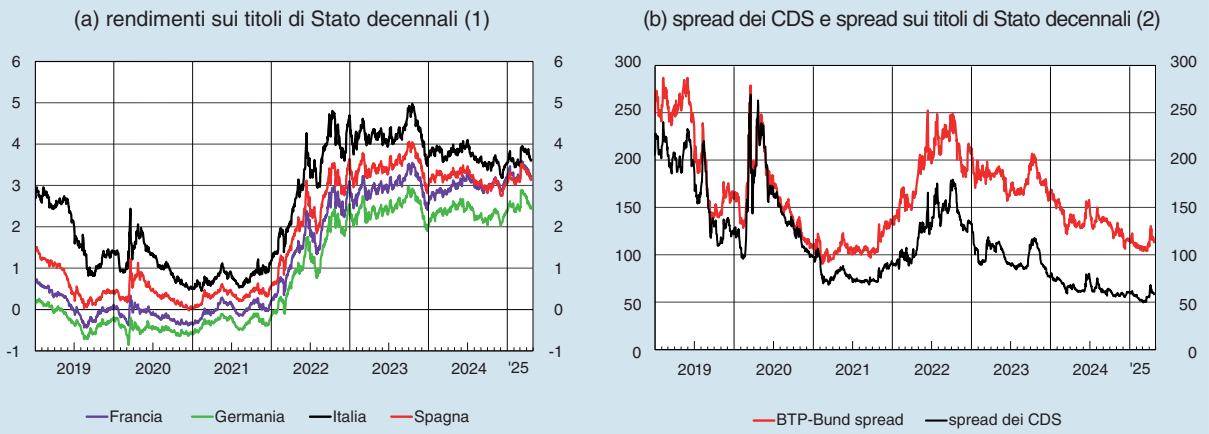
In un contesto di progressiva contrazione dei portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema, di consistenti collocamenti e di condizioni di liquidità favorevoli, gli scambi sul mercato secondario dei titoli pubblici italiani hanno raggiunto un nuovo massimo storico in marzo (fig. 1.7.a). Ad aprile, tuttavia, in concomitanza con l'aumentata incertezza sui mercati finanziari, si sono osservati lievi e temporanei peggioramenti del differenziale denaro-lettera, nonché una diminuzione delle quantità quotate dai *market makers* e degli scambi.

La volatilità dei prezzi è rimasta nel complesso contenuta (fig. 1.7.b) e la capacità del mercato di assorbire ordini di ammontare cospicuo senza forti impatti sui prezzi ha continuato a rimanere su buoni livelli.

Figura 1.6

Rendimenti e premi per il rischio sui titoli di Stato

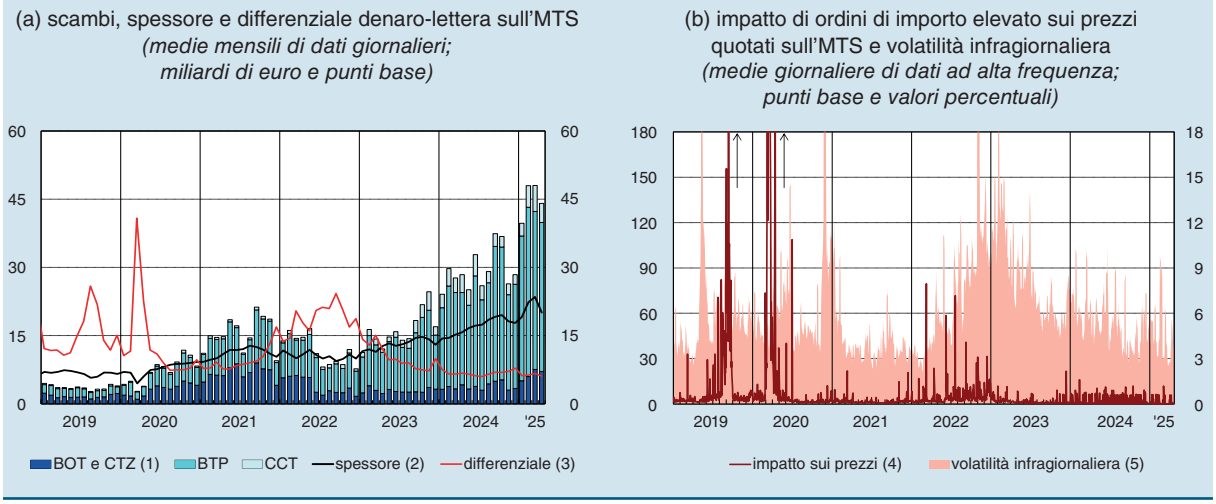
(dati giornalieri; valori percentuali e punti base)



Fonte: elaborazioni su dati LSEG e ICE Data Derivatives UK Limited.
(1) Rendimenti dei titoli di Stato benchmark con scadenza decennale emessi dai paesi indicati in legenda. – (2) Premio dei CDS con scadenza a 5 anni sull'emittente sovrano italiano e differenziale di rendimento fra il titolo di Stato benchmark con scadenza decennale emesso dall'Italia e il corrispondente titolo tedesco.

Figura 1.7

Indicatori di liquidità sui titoli di Stato italiani



Fonte: elaborazioni su dati MTS.
(1) A partire da ottobre 2022 la serie include solo i dati sui BOT in quanto le consistenze dei CTZ si sono azzerate in seguito all'interruzione dei collocamenti di questa tipologia di titoli e al rimborso degli ultimi CTZ giunti a scadenza. – (2) Media delle quantità in denaro e lettera rilevate durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. – (3) Media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. Scala di destra. – (4) 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. – (5) Misura di volatilità basata sui rendimenti infragiornalieri del BTP benchmark decennale calcolati ogni 5 minuti; media mobile a 5 giorni di valori annualizzati. Scala di destra.

I tassi dei pronti contro termine sui titoli di Stato italiani sul mercato MTS si sono mantenuti su livelli di poco superiori al tasso di remunerazione sui depositi dell'Eurosistema; il premio connesso con la scarsità dei titoli (*specialness*) ha raggiunto i minimi storici.

Sul mercato primario dei titoli di Stato l'attività di collocamento è proseguita con regolarità, con rendimenti medi all'emissione in calo e quantitativi in crescita nel comparto a medio e a lungo termine,

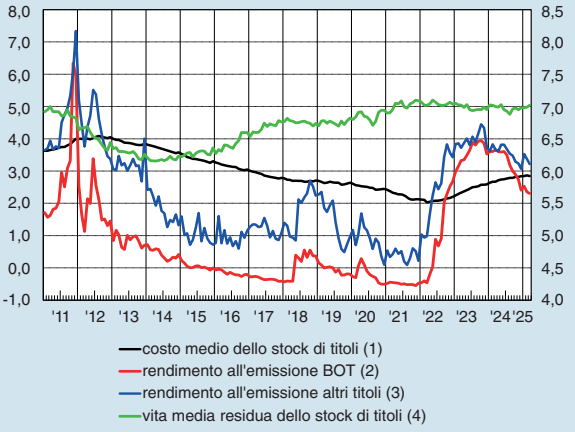
beneficiando ancora dei collocamenti diretti agli investitori al dettaglio. Il costo medio dei titoli in circolazione ha raggiunto il 2,85 per cento (fig. 1.8). La vita media residua è stabile dal 2021 intorno a sette anni.

Nella seconda metà del 2024 ha continuato ad aumentare la quota dei titoli di Stato detenuta dagli investitori esteri e a diminuire quella della Banca d'Italia e dell'Eurosistema (fig. 1.9); si sono mantenute sostanzialmente stabili le quote detenute da famiglie, banche e imprese di assicurazione italiane.

Figura 1.8

Costo medio, rendimento all'emissione e vita media residua dei titoli di Stato

(dati mensili; valori percentuali e anni)

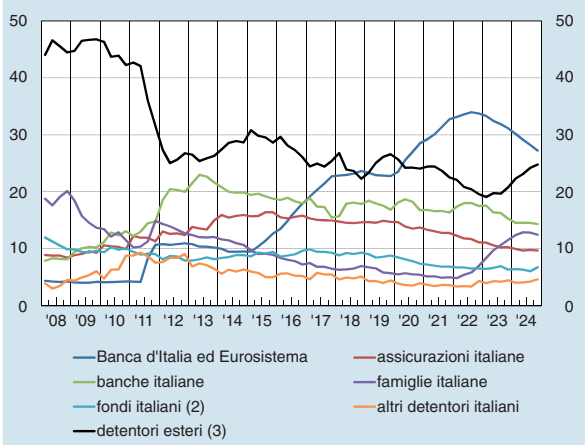


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Ministero dell'Economia e delle finanze, aggiornati al 31 marzo 2025.
(1) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese. – (2) Media ponderata dei tassi di tutti i BOT collocati nel mese, per data di regolamento. – (3) Media 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. Il dato non comprende i prestiti della Commissione europea e i prestiti esteri. Scala di destra.

Figura 1.9

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

(dati trimestrali; valori percentuali)



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*.

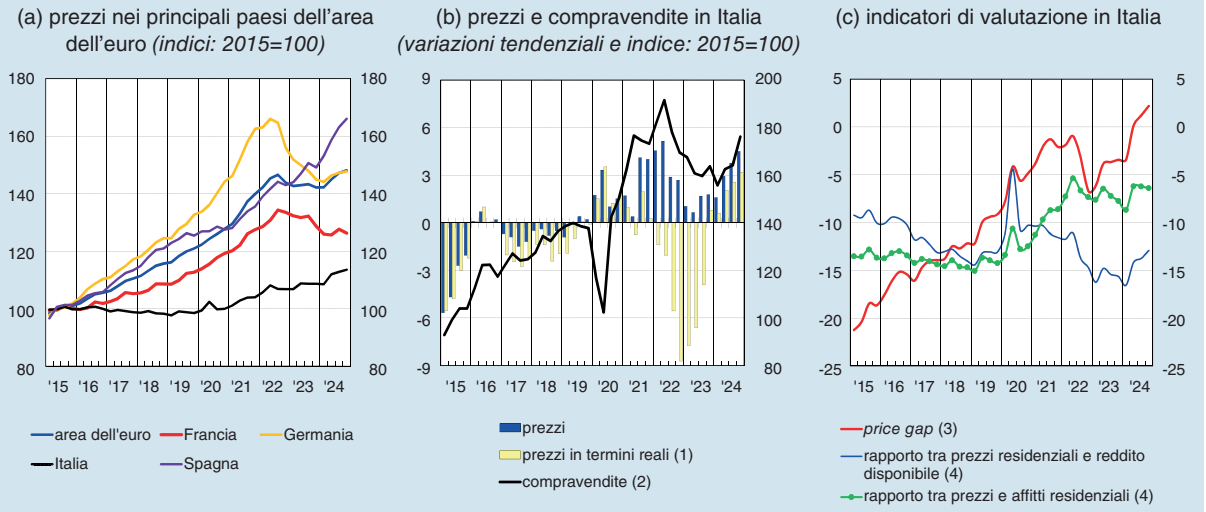
1.4 I MERCATI IMMOBILIARI

Nel quarto trimestre del 2024 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro hanno continuato a salire in termini tendenziali (del 4,2 per cento; fig. 1.10.a). L'espansione è stata particolarmente sostenuta in Spagna, grazie all'elevata domanda, alla rigidità dell'offerta e all'aumento degli affitti turistici; i prezzi sono tornati a crescere in Germania, mentre il calo ha rallentato in Francia. Nel terzo trimestre dell'anno le quotazioni nel comparto commerciale sono scese nel complesso dell'area.

Nell'ultimo trimestre del 2024 in Italia è proseguito l'incremento dei prezzi degli immobili residenziali (4,5 per cento rispetto allo stesso periodo del 2023); le quotazioni sono salite anche in termini reali (fig. 1.10.b). La variazione tendenziale dei prezzi è positiva per tutte le aree del Paese e per le principali città. Il volume delle compravendite è aumentato ulteriormente. Anche gli indicatori basati sui dati raccolti dalla piattaforma Immobiliare.it e i giudizi degli agenti immobiliari intervistati tra gennaio e febbraio nell'ambito delle nostre inchieste congiunturali mostrano un miglioramento delle prospettive sulle condizioni del mercato nei primi mesi di quest'anno (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2025).

Figura 1.10

Mercato degli immobili residenziali nell'area dell'euro e in Italia
(dati trimestrali)



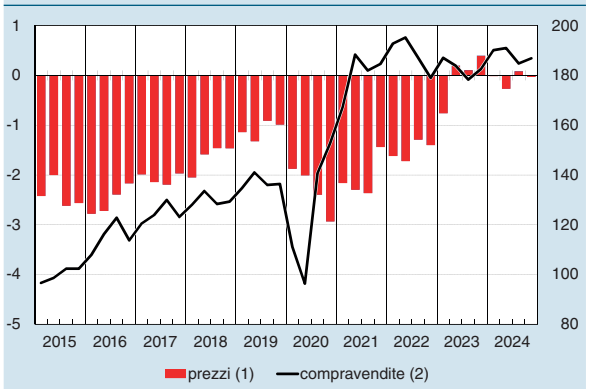
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Eurostat, Istat e Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate.
(1) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (2) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra. – (3) Il *price gap* è definito come deviazione percentuale dell'indice dei prezzi delle abitazioni in termini reali dal suo andamento di lungo periodo. – (4) I dati sono espressi in deviazione percentuale rispetto alla media di lungo periodo.

Secondo nostre stime la crescita dei prezzi delle abitazioni rimarrebbe robusta nel corso del 2025, per poi attenuarsi gradualmente nei due anni successivi[2]. Considerando le tendenze di lungo periodo, gli indicatori che consentono di valutare le dinamiche del mercato residenziale, sebbene in aumento, continuano a non evidenziare rischi di sopravvalutazione (fig. 1.10.c).

Nel comparto non residenziale le compravendite hanno ripreso a salire nella seconda metà del 2024, a fronte di una sostanziale stabilità dei prezzi (fig. 1.11).

Figura 1.11

Mercato degli immobili non residenziali in Italia
(dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati OMI e Scenari Immobiliari.
(1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; l'indicatore, a carattere sperimentale, utilizza informazioni desunte dalle transazioni effettivamente avvenute sul mercato. – (2) Indice: 2015=100; dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra.

1.5 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

Le famiglie

La situazione finanziaria delle famiglie rimane solida con rischi contenuti per la stabilità finanziaria. In prospettiva, potrebbero incidere negativamente la debolezza della congiuntura e l'elevata incertezza sull'andamento dell'economia, dovuta alle tensioni internazionali (cfr. il paragrafo 1.2).

[2] 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.

Nel secondo semestre del 2024 il reddito disponibile reale è rimasto stagnante; secondo le ultime rilevazioni della *Consumer Expectations Survey* della Banca centrale europea, oltre tre quarti delle famiglie italiane prevedono di risparmiare nei successivi dodici mesi. Si mantiene tuttavia alta (circa un quarto) la quota di chi si aspetta che la propria situazione finanziaria peggiori.

Secondo i dati preliminari dei conti finanziari, nei sei mesi terminanti a dicembre del 2024, la ricchezza finanziaria si è nel complesso rafforzata, sia per l'andamento positivo dei mercati finanziari – poi deterioratosi nel corso del 2025 (cfr. il paragrafo 1.3) – sia per un incremento dei risparmi. Le famiglie hanno dismesso azioni e partecipazioni, ampliando gli investimenti in strumenti del risparmio gestito, soprattutto nella componente dei fondi comuni (cfr. il paragrafo 2.3). I depositi sono tornati a crescere, mentre i titoli di debito hanno rallentato, con un andamento eterogeneo tra le diverse componenti: sono aumentati i nuovi investimenti in titoli emessi dal settore privato italiano e da emittenti esteri, mentre i titoli di Stato italiani hanno segnato lievi disinvestimenti per la prima volta dal 2022[3]. Si è arrestata la crescita dei *certificates* (cfr. il riquadro: *I* certificates *e la loro diffusione in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro*).

I *CERTIFICATES* E LA LORO DIFFUSIONE IN ITALIA E NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO[1]

I *certificates* sono titoli di debito che replicano l'andamento di una o più attività sottostanti, come tassi di interesse, azioni, indici di borsa o materie prime, offrendo in molti casi garanzie totali o parziali sul capitale. La struttura contrattuale di questi prodotti può essere complessa, prevedendo ad esempio che il rendimento dipenda dal verificarsi di eventi relativi al prezzo dei sottostanti, come il superamento di soglie stabilite. Questi strumenti possono inoltre funzionare secondo un meccanismo "a leva", ossia in grado di amplificare i guadagni e le perdite delle attività sottostanti.

Alla fine del 2024 in Italia circolavano *certificates* per circa 85 miliardi, di cui quasi due terzi posseduti dalle famiglie (tavola). Il mercato domestico è composto principalmente da strumenti con garanzie di rimborso del capitale, applicabili solo se il contratto è detenuto fino alla scadenza (57 per cento del totale). Seguono in termini di volume (32 per cento) i *certificates yield enhancement*, il cui profilo di rischio è comparabile a quello delle attività sottostanti[2]. I contratti a leva (*leverage certificates*) sono i più rischiosi ma costituiscono solo il 5 per cento dei volumi in circolazione.

La crescita del volume dei *certificates* nei portafogli degli investitori al dettaglio si è fermata nella seconda metà del 2024, ma questi prodotti continuano a costituire, dopo i titoli di Stato nazionali, i titoli di debito più rappresentati tra gli investimenti delle famiglie. Nel complesso il loro peso sulla ricchezza finanziaria è ancora contenuto; inoltre, secondo l'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane* condotta dalla Banca d'Italia ad agosto del 2024, investono in questi strumenti quasi esclusivamente i nuclei familiari finanziariamente più solidi e appartenenti alle fasce di reddito più elevate.

Secondo le statistiche sulla detenzione di titoli nell'Eurosistema (Securities Holdings Statistics by Sector) raccolte dalla BCE, i *certificates* sono particolarmente diffusi anche tra le famiglie tedesche, che possiedono oltre l'80 per cento dei 64,5 miliardi di euro di tali prodotti in circolazione in Germania. In Francia, invece, questi strumenti sono detenuti principalmente da intermediari finanziari; i volumi in Austria, Belgio e Spagna risultano più contenuti.

[1] A cura di Michele Leonardo Bianchi e Leonardo Del Vecchio.

[2] Si tratta di prodotti che, in condizioni di mercato stabili, consentono all'investitore di realizzare rendimenti maggiori di quelli del sottostante, ma inferiori ad esso in caso di crescita dei prezzi oltre determinate soglie. In scenari di mercato orientati al ribasso il loro rendimento è invece analogo a quello delle attività sottostanti.

[3] Durante il periodo considerato non vi sono state sessioni di collocamento dedicate agli investitori al dettaglio.

Tavola

Certificates in circolazione nei paesi dall'area dell'euro
(miliardi di euro e valori percentuali)

	Volumi	*di cui:* famiglie	Quota detenuta dalle famiglie
Italia	84,9	55,6	65,5
Germania	64,5	53,0	82,1
Francia	45,6	2,3	5,1
Austria	9,1	7,1	78,2
Belgio	4,0	2,9	72,9
Spagna	1,3	0,7	54,4

Fonte: per l'Italia, elaborazioni su dati Banca d'Italia; per gli altri paesi, elaborazioni su dati Securities Holdings Statistics by Sector. Dati aggiornati al 31 dicembre 2024.

I *certificates* possono migliorare il profilo di rischio-rendimento di portafogli diversificati, anche grazie a un favorevole trattamento fiscale[3]; si tratta tuttavia di strumenti complessi e di difficile valutazione, adatti a risparmiatori con adeguate conoscenze finanziarie. Alla luce della loro crescente diffusione tra gli investitori al dettaglio, la Banca d'Italia, anche in collaborazione con la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), li ha da tempo inseriti tra gli strumenti finanziari oggetto di attenzione per l'eventuale esercizio del potere di intervento per finalità di stabilità finanziaria e continua a monitorarne l'evoluzione (cfr. il capitolo 3)[4].

[3] Sotto il profilo fiscale, le cedole pagate dai *certificates*, diversamente da quelle delle obbligazioni, sono considerate come redditi diversi di natura finanziaria e come tali sono compensabili con le eventuali minusvalenze realizzate dall'investitore. Per approfondimenti, cfr. *L'economia mondiale tra incertezza e trasformazione*, intervento del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta, 31° congresso Assiom Forex, Torino, 15 febbraio 2025.

[4] Per ulteriori informazioni sul potere di intervento sui prodotti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Il "potere di intervento" della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati, e attività/pratiche finanziarie collegate*.

Nel quarto trimestre dell'anno il rapporto tra il debito complessivo delle famiglie e il reddito disponibile ha raggiunto il valore minimo dal 2008, pari al 56,1 per cento, inferiore di circa 30 punti percentuali rispetto alla media dell'area dell'euro. La crescita dei prestiti erogati da banche e società finanziarie è aumentata (1,6 per cento sui dodici mesi a dicembre scorso, da 0,6 in giugno). L'accelerazione ha riflesso quella dei mutui che nello stesso periodo sono saliti dell'1,3 per cento (da 0,3 in giugno), beneficiando dell'allentamento monetario; la tendenza è proseguita anche nel 2025, e il tasso di crescita ha raggiunto l'1,9 per cento nello scorso febbraio. Il credito al consumo ha continuato a salire a un ritmo sostenuto anche nel trimestre finale del 2024 (5,6 per cento) collocandosi, in rapporto al reddito disponibile, su un livello prossimo ai massimi storici e superiore di circa 4 punti percentuali alla media dell'area.

I tassi di interesse sulle nuove erogazioni dei mutui sono diminuiti sia per i finanziamenti a tasso variabile (al 3,8 per cento a febbraio, dal 4,7 di agosto) sia per quelli a tasso fisso (al 3,1 dal 3,4), riflettendo la discesa dei tassi di riferimento; il costo complessivo dei nuovi prestiti per finalità di consumo è rimasto stabile al 10,5 per cento. La maggiore onerosità dei mutui a tasso variabile ha contribuito a contenere la loro incidenza sul totale delle erogazioni al di sotto del 10 per cento (fig. 1.12). A dicembre del 2024 la quota dei mutui a tasso fisso sul totale delle consistenze in essere aveva segnato un nuovo massimo storico, al 72,3 per cento.

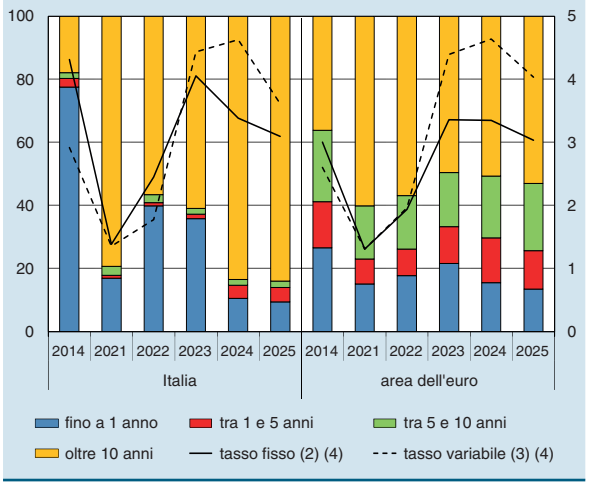
La qualità del credito alle famiglie è migliorata. Nel quarto trimestre il tasso di deterioramento dei prestiti era sceso allo 0,7 per cento (dallo 0,8 del secondo), su livelli vicini ai minimi storici. Anche il tasso di deterioramento relativo ai soli prestiti per finalità di consumo si è ridotto (al 2,2 per cento, dal 2,4).

Secondo le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia[4] (fig. 1.13), la vulnerabilità finanziaria delle famiglie peggiorerebbe di circa un decimo di punto (al 7,7, dal 7,6 per cento del debito delle famiglie) nel corso del 2025. In presenza di uno scenario particolarmente avverso l'indebitamento dei nuclei finanziariamente fragili aumenterebbe in misura contenuta, al 9,0 per cento.

Figura 1.12

Composizione dei nuovi mutui per durata prestabilita del tasso e andamento dei tassi fisso e variabile (1)

(quote e punti percentuali)

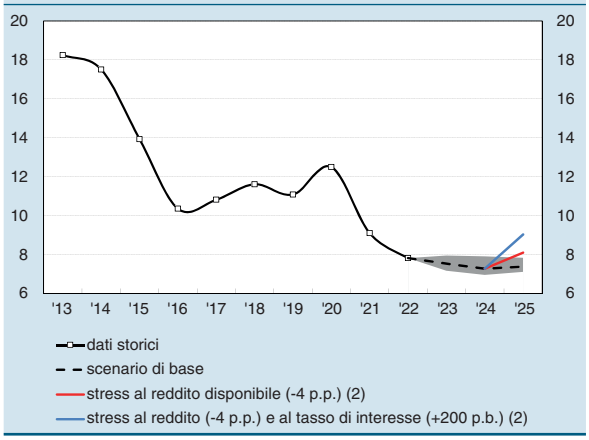


Fonte: BCE.
(1) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici e produttrici e a istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Medie del periodo di riferimento, per il 2025 l'ultimo dato disponibile è riferito a febbraio. – (2) Il tasso fisso è quello applicato ai mutui con periodo di determinazione del tasso di interesse superiore a 10 anni. – (3) Il tasso variabile è quello applicato ai mutui con periodo di determinazione del tasso di interesse inferiore a 1 anno. – (4) Scala di destra.

Figura 1.13

Quota di debito detenuto da famiglie vulnerabili (1)

(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF).
(1) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito equivalente inferiore al valore mediano. Gli ultimi dati IBF disponibili risalgono al 2022. Area ombreggiata: intervallo tra il 10° e il 90° percentile della distribuzione di probabilità delle simulazioni. – (2) Rispetto allo scenario di base, le condizioni di stress applicate nel 2025 sono: (a) il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali; (b) il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali e l'Euribor a 3 mesi, l'*interest rate swap* (IRS) a 10 anni e il tasso di interesse sul credito al consumo sono più elevati di 200 punti base.

Le imprese

La debolezza della congiuntura economica si è riflessa nel calo della redditività delle imprese. Sebbene il costo del credito stia beneficiando dell'allentamento della politica monetaria, la dinamica dei finanziamenti complessivi è rimasta debole. In prospettiva, la vulnerabilità del settore è esposta alle forti incertezze legate all'andamento della crescita e alle ripercussioni delle tensioni geopolitiche e commerciali sui prezzi delle materie prime e sulle esportazioni.

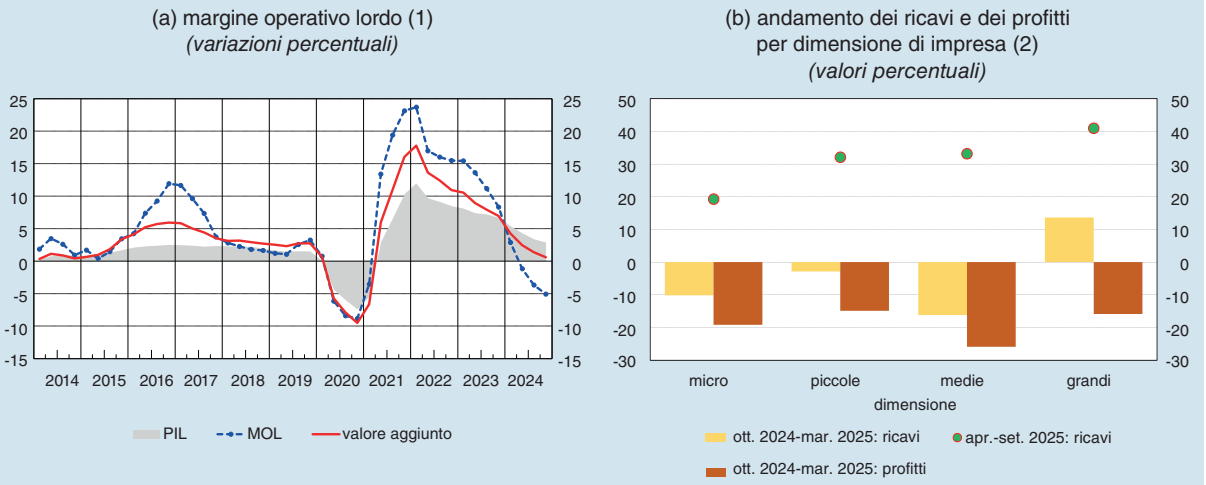
Nel 2024 il margine operativo lordo (MOL) si è ridotto del 5,1 per cento (era cresciuto dell'8,3 per cento nel 2023); alla diminuzione ha contribuito prevalentemente il rallentamento del valore aggiunto (fig. 1.14.a). Nell'industria la contrazione della redditività è stata più marcata, risentendo della debolezza del ciclo manifatturiero dell'area (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2025).

Le aziende incluse nel sondaggio condotto dalla BCE sulla situazione finanziaria e sull'accesso al credito delle imprese hanno segnalato un deterioramento dei ricavi – ad eccezione delle aziende più grandi – e dei profitti nei sei mesi terminanti a marzo del 2025 (fig. 1.14.b). Sui profitti gravano effetti negativi legati

[4] Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. C.A. Attinà, F. Franceschi e V. Michelangeli, *Modelling households' financial vulnerability with consumer credit and mortgage renegotiations*, "International Journal of Microsimulation", 13, 2020, pp. 67-91, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 531, 2019.

Figura 1.14

Contesto macroeconomico e dinamica della redditività



Fonte: elaborazioni su dati Istat e BCE (SAFE).
(1) Tasso di crescita annualizzato nominale del MOL e del valore aggiunto delle società non finanziarie. – (2) Opinioni delle imprese relative all'andamento dei ricavi e dei profitti effettivi (ottobre 2024-marzo 2025) e dei ricavi previsti (aprile-settembre 2025). I valori si riferiscono al saldo tra le imprese che riportano, rispettivamente, un aumento e una diminuzione dei ricavi. Dati riferiti a un campione rappresentativo di circa 1.500 imprese italiane stratificato per classe dimensionale (assegnata sulla base del numero di addetti: tra 1 e 9 per le micro, tra 10 e 49 per le piccole, tra 50 e 249 per le medie e più di 249 per le grandi) e settore economico incluse nel sondaggio sulla situazione finanziaria e sull'accesso al credito delle imprese (*Survey on the access to finance of enterprises,* SAFE) condotto dalla BCE.

alle pressioni sui costi, inclusi quelli dei materiali, dell'energia e del lavoro. Anche le più recenti previsioni degli analisti sugli utili delle società quotate per quest'anno indicano una flessione rispetto al 2024.

La contrazione degli investimenti fissi e delle scorte iniziata dalla metà del 2023 si è tradotta in una corrispondente diminuzione del fabbisogno finanziario. Dal terzo trimestre del 2024 questa tendenza si è invertita: la flessione dell'autofinanziamento ha superato quella degli investimenti, generando un aumento del fabbisogno. Nell'anno la leva finanziaria (misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato) si è ridotta di circa 0,7 punti percentuali, raggiungendo il 32,6 per cento, il livello più basso degli ultimi vent'anni e lievemente inferiore rispetto alla media dei paesi dell'area. Al suo miglioramento hanno contribuito sia il calo del debito (0,3 per cento), sia il rafforzamento del valore del patrimonio netto (0,5 per cento).

Le riserve di liquidità (misurate dal rapporto tra le attività liquide e il totale delle passività) si sono mantenute pressoché costanti, all'11 per cento alla fine del 2024, un valore simile a quello prevalente prima della pandemia (fig. 1.15.a). Dal 2020 parte della liquidità è stata destinata al rimborso dei prestiti, inclusi quelli non ancora giunti a scadenza, e al finanziamento del fabbisogno corrente.

I prestiti bancari alle imprese hanno continuato a contrarsi (-2,4 per cento nei dodici mesi terminanti a febbraio). Il calo ha continuato a riflettere la debolezza della domanda di credito. Allo stesso tempo, come si evince dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS), le politiche di offerta delle banche rimangono improntate alla cautela, nonostante il moderato allentamento osservato nell'ultimo trimestre del 2024[5].

La diminuzione dei prestiti continua a essere più intensa tra le aziende maggiormente rischiose e, in particolare, tra micro e piccole imprese (fig. 1.15.b)[6]; per quest'ultima categoria, secondo quanto riportato

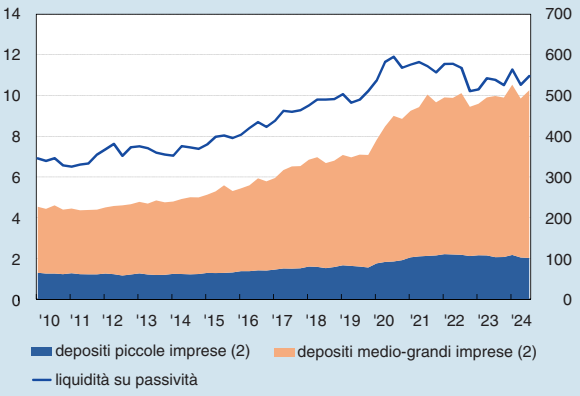
[5] Per maggiori dettagli, cfr. *Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro. Principali risultati per le banche italiane*, 15 aprile 2025.

[6] Definite come le aziende, rispettivamente con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo non superiore a 2 milioni di euro, oppure quelle con meno di 50 addetti e un fatturato o un attivo non superiore a 10 milioni (cfr. la nota 3 della fig. 1.15.b).

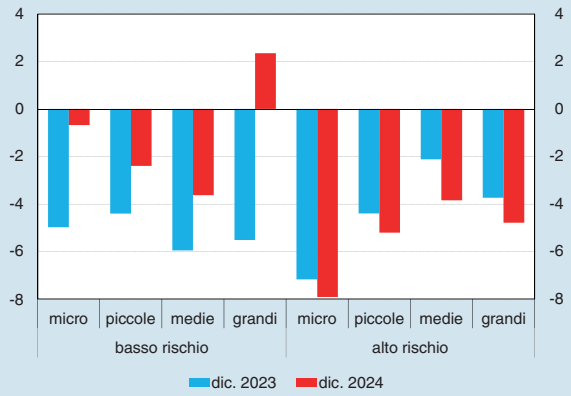
Figura 1.15

Andamento della liquidità e del credito alle imprese

(a) riserve di liquidità (1)
(dati trimestrali; punti percentuali e miliardi di euro)



(b) prestiti per classe di rischio e dimensione di impresa (3)
(variazioni percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni su dati Centrale dei rischi e Cerved.
(1) Incidenza delle attività liquide sulle passività totali e consistenza dei depositi delle imprese presso il sistema bancario. La dimensione di impresa è definita dal numero di addetti; rientrano tra le medio-grandi quelle con più di 20 addetti. – (2) Scala di destra. – (3) Dati riferiti alla variazione annuale dei prestiti per un campione di circa 450.000 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, 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, non incluse tra le micro o tra le piccole. Le grandi imprese sono quelle residuali.

dai sondaggi presso le aziende, le difficoltà nell'accesso al credito sono risultate infatti più pronunciate. Per le aziende solide di maggiore dimensione, la variazione del credito è tornata positiva nel 2024.

I finanziamenti alle imprese operanti nei settori potenzialmente più esposti alle ripercussioni di incrementi dei dazi da parte degli Stati Uniti[7] incidono in misura limitata sul totale dei prestiti alle imprese italiane; la loro quota risulta tuttavia superiore rispetto a quella prevalente nel resto dei paesi dell'area (cfr. il riquadro: *L'esposizione del sistema bancario dell'area dell'euro ai settori più vulnerabili ai dazi statunitensi* del capitolo 2).

Dall'avvio del ciclo di allentamento nel giugno 2024 il tasso di interesse applicato alle nuove erogazioni – esclusi i finanziamenti in conto corrente – è diminuito di 1,3 punti percentuali, al 4 per cento. Il calo è stato più accentuato rispetto a quello osservato per la media dei paesi dell'area (un punto percentuale), soprattutto per i prestiti di importo maggiore.

Nel quarto trimestre del 2024 il tasso di deterioramento dei prestiti si è collocato al 2,4 per cento (in linea con il valore osservato nel secondo trimestre). Su base annua si è registrato un aumento di circa 0,6 punti percentuali, guidato dal settore delle costruzioni e, in misura inferiore, da quello industriale.

Lo scorso anno sono state ammesse alla negoziazione in borsa 20 società, di cui 19 nel segmento dedicato alle piccole e medie imprese (PMI). Nel medesimo periodo sono uscite dal mercato (*delisting*) 29 società, in prevalenza di grande dimensione, quotate sul mercato principale. Il fenomeno del *delisting* interessa ormai da diversi anni sia l'Europa sia gli Stati Uniti. In Italia la capitalizzazione di mercato

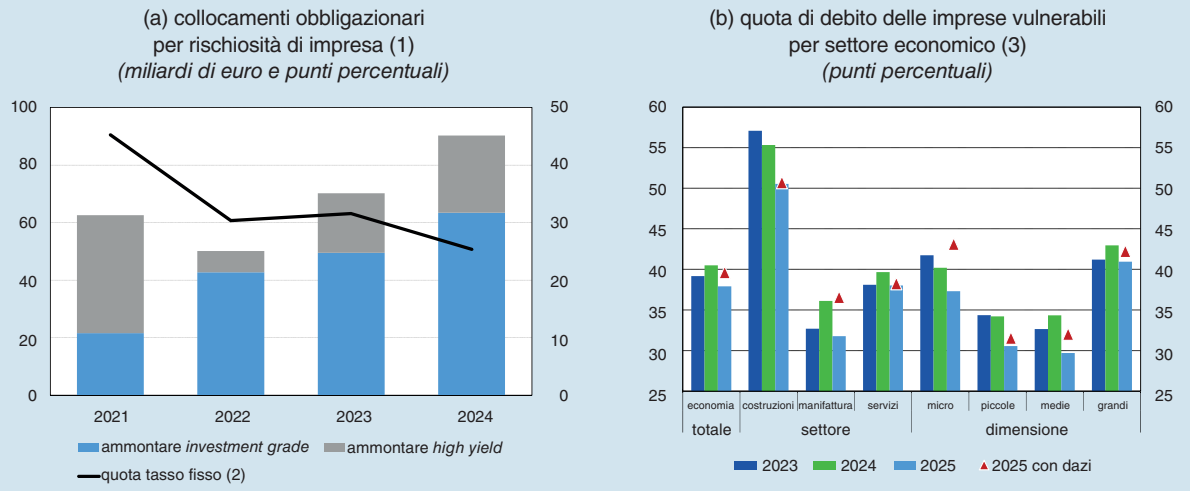
[7] Si tratta dei settori Ateco: 19 (petrolio, gas, carbone), 10, 11 e 12 (alimentari, bevande, tabacco), 28 (macchinari), 30 (automezzi), 32 (altri prodotti manifatturieri), 21 (farmaceutica), 29 (altri mezzi di trasporto). Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *Incertezza sulle politiche commerciali ed esposizione delle imprese italiane al mercato statunitense*, in *Bollettino economico*, 1, 2025.

in rapporto al PIL è scesa al 19 per cento, dal 21 del 2023, un livello molto basso nel confronto con le altre economie avanzate.

Il ricorso al finanziamento attraverso obbligazioni si è intensificato per effetto dei collocamenti da parte delle imprese più grandi (fig. 1.16.a). Le emissioni lorde hanno superato i 92 miliardi, un valore elevato in prospettiva storica, e hanno riguardato prevalentemente titoli a tasso variabile e riconducibili a imprese *investment grade*.

Figura 1.16

Finanziamento obbligazionario e vulnerabilità finanziaria



Fonte: Anagrafe titoli, Cerved e Dealogic.
(1) Ammontare lordo di obbligazioni e cambiali finanziarie emesse da imprese e gruppi non finanziari italiani. La classe di rischio *investment grade* include emittenti con rating CeBi-Score calcolato da Cerved da 1 a 4, mentre quella *high yield* comprende gli emittenti con rating superiore a 4. – (2) Scala destra. – (3) 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 2023.

Il rating degli emittenti corporate quotati sia italiani sia dell'area dell'euro è peggiorato, anche se in misura lieve. All'inizio di aprile la quota delle obbligazioni in essere con rating BBB, più esposte al rischio di declassamento a *high yield*, è salita in Italia all'85,4 per cento del totale del comparto *investment grade* (dall'84 di novembre), a fronte di una percentuale più limitata per la media dell'area dell'euro (al 62,3 per cento, dal 60 di novembre).

Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia[8] indicano che, in uno scenario di base coerente con il rallentamento dell'attività economica incorporato nelle più recenti previsioni macroeconomiche, la quota di imprese vulnerabili resterebbe pressoché costante, al 27 per cento, mentre il debito emesso da questa categoria di imprese si ridurrebbe di quasi 3 punti percentuali, al 38 per cento circa alla fine del 2025 (fig. 1.16.b), un livello ancora elevato in prospettiva storica. La diminuzione sarebbe maggiore nei comparti della manifattura e delle costruzioni e sarebbe riconducibile alle imprese piccole e medie. In uno scenario più avverso, che presuppone un calo del fatturato coerente con le nostre stime relative all'effetto diretto dei dazi imposti dagli Stati Uniti (cfr. il riquadro: *L'esposizione del sistema bancario dell'area dell'euro ai settori più vulnerabili ai dazi statunitensi* del capitolo 2), la percentuale delle imprese vulnerabili e del debito ad esse attribuibile aumenterebbero in misura limitata, rispettivamente di 2,3 e 1,5 punti percentuali.

[8] 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.

2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

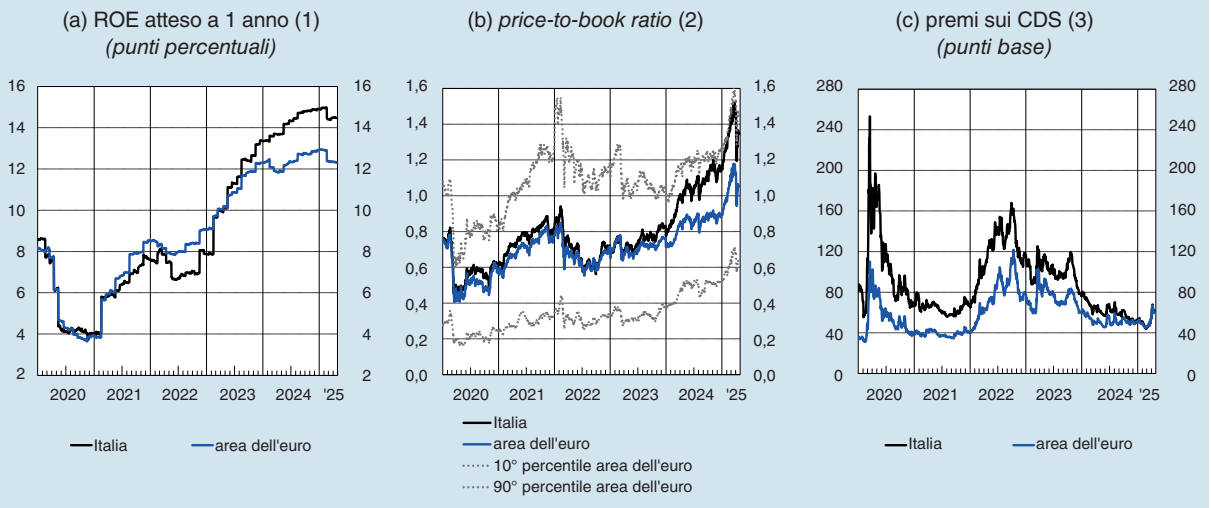
2.1 LE BANCHE

Le condizioni del sistema bancario italiano si mantengono buone, sebbene si continui a osservare qualche segnale di peggioramento della qualità dei prestiti alle imprese. La redditività e il livello di patrimonializzazione permangono su livelli molto elevati e la situazione di liquidità rimane equilibrata, anche dopo la scadenza delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3). Tuttavia l'incerto quadro macroeconomico aumenta il rischio di un più marcato deterioramento della qualità dei prestiti. In prospettiva, inoltre, la graduale riduzione del margine di interesse connessa con l'allentamento della politica monetaria dovrebbe riflettersi negativamente sulla redditività, anche se l'effetto potrebbe in parte essere compensato dalla ripresa delle commissioni.

In aprile, a seguito delle turbolenze finanziarie causate dall'annuncio dei dazi statunitensi, il rapporto medio tra il valore di mercato e quello contabile (*price-to-book ratio*) delle maggiori banche quotate è diminuito, pur confermandosi su un livello superiore a quello dei principali intermediari dell'area dell'euro (fig. 2.1). Si è osservato anche un peggioramento dei premi sui credit default swap (CDS) dei primari gruppi bancari italiani, aumentati in misura analoga a quelli delle maggiori banche europee. Le attese sulla redditività, seppure in calo, rimangono elevate.

Figura 2.1

Banche quotate italiane nel confronto internazionale
(dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.
(1) Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) è stimato dagli operatori di mercato. Media ponderata per il valore di mercato. Dati relativi alle banche incluse nell'indice Euro STOXX Banks; per l'Italia si considerano UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Sondrio, BPER Banca e Banca Generali. – (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.

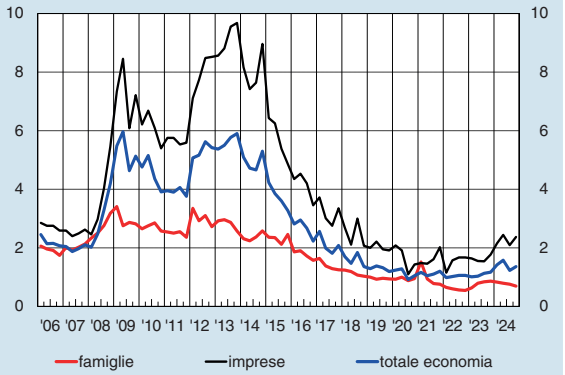
I rischi dell'attivo

La qualità complessiva degli attivi bancari è rimasta sostanzialmente stabile nella seconda metà del 2024; in particolare, nel quarto trimestre il tasso di deterioramento era pari all'1,4 per cento (dall'1,6 nel secondo trimestre; fig. 2.2). Nella media dei quattro trimestri dell'anno, l'indicatore è cresciuto di 0,3 punti percentuali rispetto al 2023, a causa dell'incremento della componente riferita alle imprese (cfr. il paragrafo 1.5). Il deterioramento della qualità del credito è stato più marcato per gli intermediari meno significativi.

L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti (*non-performing loans ratio, NPL ratio*) nella seconda metà del 2024 è risultata stabile rispetto al semestre precedente (1,5 per cento al netto delle rettifiche; fig. 2.3.a; cfr. nell'*Appendice* la tav. A2). Il valore dell'indicatore per i gruppi significativi italiani (1,1 per cento) si conferma in linea con quello medio degli intermediari soggetti alla supervisione diretta della Banca centrale europea (fig. 2.3.b).

Figura 2.2

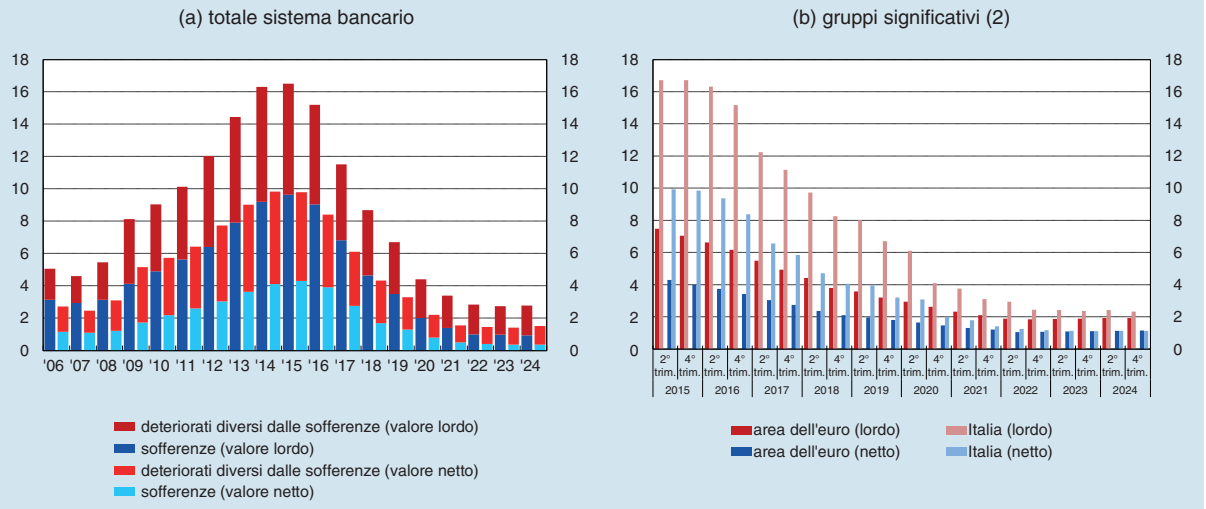
Tassi di deterioramento del credito (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi.
(1) Il tasso di deterioramento è calcolato come il flusso trimestrale di prestiti deteriorati rettificati sulle consistenze dei prestiti *in bonis* alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, se presente.

Figura 2.3

Crediti deteriorati: quota sul totale dei prestiti (1)
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari italiani, individuali per il resto del sistema; BCE, *Supervisory Banking Statistics* per l'area dell'euro.
(1) I prestiti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere; sono inoltre comprese le banche specializzate nella gestione dei crediti deteriorati, il cui peso sull'intero sistema bancario in termini di tale categoria di prestiti si colloca intorno al 5 per cento. Le quote sono calcolate al netto e al lordo delle relative rettifiche di valore. I dati di dicembre 2024 sono provvisori. – (2) Il perimetro delle banche significative e di quelle meno significative non è omogeneo tra le date indicate in figura: a partire da giugno 2019, con il perfezionamento della riforma del settore del credito cooperativo, Cassa Centrale Banca è diventata un gruppo significativo ai fini di vigilanza e nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, sono confluite 143 banche di credito cooperativo (BCC). Da giugno 2022 tra le banche significative sono incluse Mediolanum e FinecoBank.

Prosegue la graduale riduzione dell'incidenza dei prestiti assistiti da una garanzia pubblica sul totale dei finanziamenti alle imprese (al 24,2 per cento alla fine del 2024, dal picco del 32,8 registrato nel 2021).

Nel secondo semestre il tasso di deterioramento di questi prestiti è salito al 3,2 per cento (dal 2,7 del primo semestre), un valore superiore di 1,4 punti percentuali rispetto a quello dei finanziamenti alle imprese privi di garanzie pubbliche (cfr. il riquadro: *Il ricorso delle banche meno significative alle garanzie pubbliche a supporto dei prestiti alle imprese, i relativi rischi e l'azione di vigilanza*).

IL RICORSO DELLE BANCHE MENO SIGNIFICATIVE ALLE GARANZIE PUBBLICHE A SUPPORTO DEI PRESTITI ALLE IMPRESE, I RELATIVI RISCHI E L'AZIONE DI VIGILANZA[1]

Nonostante la graduale riduzione dal picco osservato durante la pandemia, l'utilizzo delle garanzie pubbliche (erogate dal Fondo centrale di garanzia e da SACE) per il finanziamento delle imprese rimane notevolmente più elevato rispetto al periodo pre-pandemico[2]. La Banca d'Italia ha svolto nel secondo semestre dello scorso anno una rilevazione presso le banche meno significative (*less significant institutions*, LSI). Le verifiche svolte dagli intermediari hanno interessato un campione rappresentativo di esposizioni di circa il 10 per cento (1,9 miliardi) dello stock di prestiti con garanzia statale (PGS) segnalati dalle LSI in Anacredit a giugno del 2024. Secondo quanto riportato dalle stesse banche, il 19 per cento di questi prestiti presentava alcune anomalie (figura, pannello a), tuttavia giudicate tali da non generare rischi residui significativi a loro carico (garanzia inefficace) o da richiedere incrementi delle rettifiche di valore. Le anomalie hanno riguardato (figura, pannello b): (a) la mancanza di una documentazione completa di supporto, sanabile mediante l'integrazione del fascicolo documentale; (b) le modalità di assolvimento degli obblighi antiriciclaggio non pienamente aderenti al quadro regolamentare[3]; (c) una valutazione non adeguata del merito di credito; (d) l'utilizzo di fondi per finalità diversa da quella dichiarata dall'impresa beneficiaria.

La presenza della garanzia costituisce un sistema efficace per facilitare l'accesso al credito da parte delle imprese, perché riduce il rischio per gli intermediari; deve essere tuttavia sostenuta da idonei criteri di valutazione e monitoraggio, in assenza dei quali le banche possono incorrere in rischi di credito sulla quota non garantita, nonché in rischi operativi e reputazionali, anche rilevanti. Specifica rilevanza assume inoltre il rischio di riciclaggio e di coinvolgimento nel finanziamento di attività illecite[4].

Le LSI sono state informate sugli esiti della rilevazione e invitate a rafforzare il sistema di gestione e controllo a presidio dell'attività connessa con i PGS.

In particolare è stata richiamata l'attenzione sui seguenti aspetti: (a) la presenza della garanzia non può costituire di per sé un motivo per derogare agli standard generali di selezione e analisi del merito di credito della clientela[5], a maggior ragione dopo la conclusione del periodo di emergenza sanitaria; (b) vanno assicurati presidi di antiriciclaggio robusti, sia in fase di affidamento, specialmente alla nuova clientela, sia di monitoraggio; (c) devono essere rafforzati i presidi di controllo sull'intera filiera commerciale di erogazione dei prestiti (ad es. la rete di agenti o mediatori); (d) va garantito il rispetto dei vincoli previsti dalle norme (ad es. i PGS non possono essere utilizzati per estinguere altre esposizioni); (e) vanno attentamente considerate le indicazioni dell'Unità di informazione finanziaria per l'Italia sulla collaborazione attiva (segnalazione delle operazioni sospette) e sugli indicatori di anomalia. Alle LSI è stato quindi richiesto di incorporare tutti i rischi nel processo interno di determinazione dell'adeguatezza patrimoniale per il 2025 e di svolgere

[1] A cura di Gianmaria Marano.

[2] *L'economia mondiale tra incertezza e trasformazione*, intervento del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta, 31° congresso Assiom Forex, Torino, 15 febbraio 2025 (cfr. in particolare nell'*Appendice* la fig. A.12.a).

[3] Banca d'Italia, *Disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela per il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo*, 30 luglio 2019.

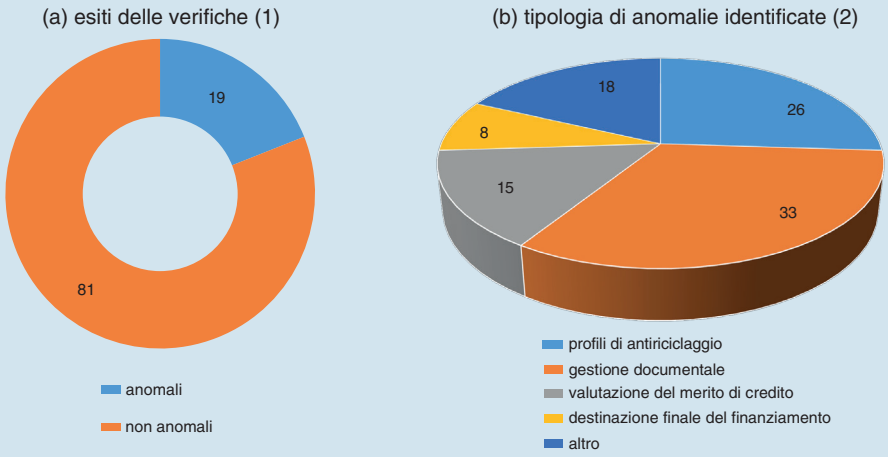
[4] *Casistiche di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo*, Unità di informazione finanziaria per l'Italia, Quaderni dell'antiriciclaggio. Analisi e studi, 25, 2024.

[5] EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, agosto 2022 e circolare della Banca d'Italia 285/2013 (Disposizioni di vigilanza per le banche).

Figura

Risultati della verifica svolta dalle banche meno significative sull'operatività in prestiti assistiti da garanzia pubblica

(valori percentuali)



Fonte: dati trasmessi dalle LSI alla Banca d'Italia.
(1) Le verifiche sono state effettuate dalle LSI a seguito di un'indagine promossa dalla Banca d'Italia nel 2024. La ricognizione ha riguardato un campione di prestiti con garanzia pubblica (Fondo centrale di garanzia e SACE), corrispondenti a circa 1.880 milioni di euro di crediti utilizzati. – (2) Incidenza delle diverse tipologie di anomalie identificate sul totale dei crediti anomali riscontrati.

controlli per monitorare nel tempo l'attività nel comparto; in aggiunta, gli intermediari che presentano un'operatività fortemente incentrata sui PGS devono verificare la sostenibilità del modello di business, anche in uno scenario di ridimensionamento del ricorso al supporto della garanzia pubblica.

In alcuni casi la Banca d'Italia ha imposto già nel 2024 una richiesta di capitale aggiuntiva nell'ambito del secondo pilastro, per tenere conto del rischio residuo non coperto dall'intermediario.

Per alcune tipologie di prestiti, la legge di bilancio per il 2025 ha ridotto la percentuale che può beneficiare della garanzia[6] e ha introdotto l'obbligo di versamento al Fondo centrale di garanzia di un premio a carico degli intermediari, le cui modalità applicative saranno definite da un decreto ministeriale.

[6] È stata ridotta al 50 per cento la percentuale massima di garanzia per i finanziamenti erogati alle medie, piccole e micro imprese per esigenze di liquidità. Nello stesso tempo è stata ampliata la platea di imprese di media dimensione che possono accedere alla garanzia, rimuovendo la condizione del numero minimo di dipendenti e confermando invece quello massimo (499); questa modifica è subordinata all'approvazione della Commissione europea.

Dallo scorso giugno l'ammontare dei prestiti nello stadio 2[1] si è ridotto; l'incidenza sul totale dei prestiti *in bonis* è lievemente diminuita, all'8,3 per cento a dicembre scorso. Il calo è attribuibile quasi interamente alle banche meno significative, per le quali la percentuale è scesa dal 9,2 all'8,0 per cento; l'incidenza è rimasta sostanzialmente stabile per quelle significative (all'8,6 per cento).

Il tasso di ingresso in arretrato[2] è lievemente sceso sia per i prestiti alle famiglie sia per quelli alle imprese.

[1] Sulla base del principio contabile IFRS9 si tratta di esposizioni per le quali è stato osservato un significativo incremento del rischio di credito rispetto alla data di origine (*significant increase in credit risk*, SICR), ma che non sono ancora deteriorate.

[2] Il tasso di ingresso in arretrato è definito come il rapporto annualizzato tra il flusso trimestrale di nuovi arretrati e i prestiti *in bonis* in essere alla fine del trimestre precedente che non siano in arretrato. Gli arretrati (*arrears*) sono le esposizioni scadute da almeno 30 giorni ma non ancora deteriorate.

Nostre proiezioni, coerenti con lo scenario macroeconomico pubblicato dalla Banca d'Italia ad aprile[3], indicano che il tasso di deterioramento dei prestiti alle imprese si collocherebbe al 2,4 per cento in media nell'anno in corso e al 2,5 nel 2026, guidato da una diminuzione della redditività delle imprese e da un peggioramento del quadro macroeconomico rispetto al recente passato. Per le famiglie il tasso di deterioramento rimarrebbe invece sostanzialmente invariato allo 0,9 per cento. Nel contesto attuale, tuttavia, l'incertezza intorno a queste proiezioni è elevata (cfr. il riquadro: *L'esposizione del sistema bancario dell'area dell'euro ai settori più vulnerabili ai dazi statunitensi*).

L'ESPOSIZIONE DEL SISTEMA BANCARIO DELL'AREA DELL'EURO AI SETTORI PIÙ VULNERABILI AI DAZI STATUNITENSI[1]

A seguito delle recenti tensioni commerciali, si analizza l'esposizione del sistema bancario dell'area dell'euro a un rialzo uniforme dei dazi di 25 punti percentuali su tutte le importazioni statunitensi di merci provenienti dall'Unione europea. In particolare, si stima il possibile calo dei ricavi a livello di settore di appartenenza delle imprese e di paese[2], considerando sia l'effetto diretto delle minori esportazioni verso gli Stati Uniti, sia quello indiretto legato alle interdipendenze tra settori[3]. Le stime della riduzione dei ricavi sono quindi incrociate con le informazioni contenute in AnaCredit sulla distribuzione settoriale e per paese dei prestiti bancari degli intermediari con capogruppo residente nell'area dell'euro.

Le banche dell'area mostrano un'esposizione complessivamente contenuta ai settori potenzialmente più penalizzati dai dazi statunitensi: oltre il 70 per cento del credito alle imprese è destinato a settori per i quali il calo dei ricavi stimato è inferiore all'1 per cento, mentre la quota verso quelli con riduzioni stimate superiori al 3 per cento è limitata (figura, pannello a). L'esposizione delle banche italiane è relativamente più alta rispetto alla media dell'area dell'euro. Vi contribuiscono il maggiore orientamento alle esportazioni, in particolare verso gli Stati Uniti, del sistema produttivo nazionale e la più elevata concentrazione del portafoglio dei prestiti bancari verso alcuni settori manifatturieri particolarmente colpiti, come quelli della produzione di prodotti alimentari, di macchinari e della metallurgia. I sistemi bancari di altri paesi con una forte vocazione all'esportazione di beni, le cui imprese risultano analogamente penalizzate dai dazi, sono relativamente meno vulnerabili, soprattutto a causa del maggior peso del settore immobiliare nel proprio portafoglio di prestiti alle imprese. In Germania, ad esempio, circa un terzo dei finanziamenti alle aziende è erogato verso questo settore, mentre in Italia tale quota è di poco superiore a un decimo.

[1] A cura di Andrea Fabiani e Matteo Mancini.

[2] L'esercizio non considera possibili contromisure da parte dell'Unione europea e prescinde dall'effetto dell'inasprimento dei dazi verso paesi terzi rispetto alla UE. Inoltre, per quantificare la caduta potenziale dei ricavi, si considerano stime dell'elasticità a livello di prodotto che non tengono conto dell'eterogeneità nella qualità di un dato prodotto esportato da paesi diversi (cfr. il riquadro: *L'esposizione delle esportazioni italiane ai dazi statunitensi*, in *Bollettino economico*, 2, 2025). Assumendo un aumento dell'aliquota dei dazi di 20 punti percentuali si otterrebbe un calo potenziale dei ricavi leggermente inferiore rispetto a quanto stimato in questo riquadro.

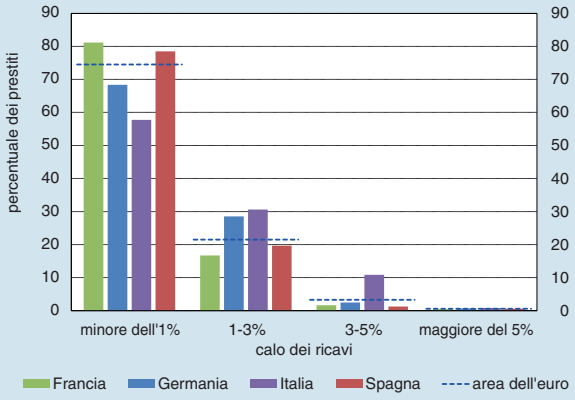
[3] Si calcolano gli effetti diretti dei dazi sulle esportazioni verso gli Stati Uniti moltiplicando l'ipotizzato rialzo unilaterale dei dazi con l'elasticità – a livello di settore e di paese – del valore delle esportazioni ai dazi, ricavata a partire dalle stime granulari a livello di prodotto (cfr. L. Fontagné, H. Guimbard e G. Orefice, *Tariff-based product-level trade elasticities*, "Journal of International Economics", 137, 103593, 2022). Tali stime vengono riproporzionate su quella di un'elasticità aggregata di medio periodo di circa -2 per cento (cfr. C.E. Boehm, A.A. Levchenko e N. Pandalai-Nayar, *The long and short (run) of trade elasticities*, "American Economic Review", 113, 4, 2023, pp. 861-905). Si tiene inoltre conto delle interdipendenze settoriali, sia domestiche sia internazionali, che generano ripercussioni negative sul resto dell'economia, applicando il metodo dell'inversa di Leontief alle tavole input-output europee (Full International and Global Accounts for Research in Input-Output Analysis, FIGARO). La somma degli effetti diretti e indiretti viene quindi divisa per il valore totale del fatturato, ottenendo una stima della caduta percentuale del fatturato stesso a livello di settore e paese.

[3] Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 4 aprile 2025.

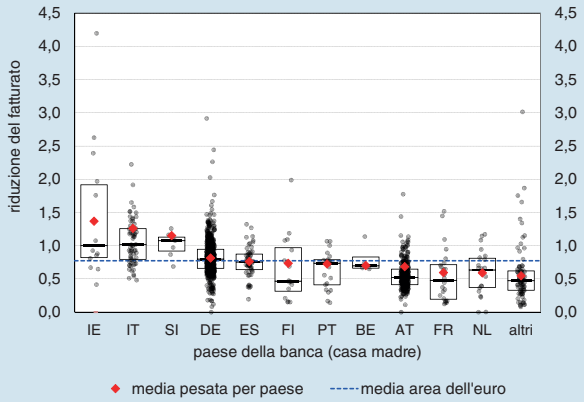
Figura

Esposizione creditizia nell'area dell'euro ai settori colpiti dai dazi
(valori percentuali)

(a) quota dei prestiti alle imprese per calo stimato dei ricavi e nazionalità della capogruppo (1)



(b) calo medio dei ricavi delle imprese affidatarie: distribuzione per intermediario e nazionalità (2)



Fonte: elaborazioni su dati AnaCredit e FIGARO.
(1) Percentuale di credito ai settori (Ateco 2007 a 2 cifre) raggruppati a seconda delle stime del calo percentuale dei ricavi per ogni settore e paese. Si considerano tutti i prestiti alle società non finanziarie erogati da banche con capogruppo residente nell'area dell'euro. Le banche sono raggruppate in base alla nazionalità della società capogruppo. Le esposizioni creditizie sono considerate al 3° trimestre del 2024 al livello più alto di consolidamento. Gli effetti stimati per ciascun settore e paese sono calcolati a partire dai dati sulle esportazioni, sul valore totale della produzione e sulle interconnessioni settoriali tra i paesi della UE desunti dalle tavole input-output FIGARO della Commissione europea al 2022 (ultimo anno disponibile). Il dato per l'area dell'euro considera i prestiti in essere erogati da tutte le banche con capogruppo nell'area dell'euro. – (2) Asse delle ordinate: media delle stime del calo percentuale dei ricavi per ogni settore e paese della UE e ponderati in base al rapporto tra i prestiti a ciascun settore e paese e il totale dei prestiti alle imprese di ogni intermediario. Asse delle ascisse: paese di residenza della casa madre delle banche erogatrici. I diamanti rossi rappresentano la media ponderata, per nazionalità degli intermediari, con pesi dati dalla quota dei prestiti alle imprese non finanziarie sul totale di ciascun intermediario; per il campione di banche considerato e per la metodologia di stima dei cali dei ricavi per ciascun settore e paese, cfr. la nota 1.

La distribuzione dell'esposizione di ciascun intermediario ai settori più colpiti dai dazi[4] mostra che in aggregato i sistemi bancari relativamente più vulnerabili sono quelli irlandese, italiano, sloveno e tedesco (figura, pannello b). In vari sistemi creditizi, incluso quello italiano, il valore dell'esposizione media ponderata è superiore[5] alla mediana, suggerendo che i gruppi bancari di maggiore dimensione forniscano una quota più ampia di finanziamenti ai settori più colpiti dai dazi (e in generale alle imprese esportatrici).

L'aggregazione a livello settoriale potrebbe tuttavia rendere meno evidenti alcuni rischi specifici legati a singole aziende con elevata vulnerabilità ai dazi. Sulla base di informazioni più dettagliate, disponibili solo per l'Italia, relative alle esportazioni e al fatturato a livello di singola impresa, si stima che la quota di prestiti alle aziende con un calo dei ricavi superiore al 5 per cento – un valore che in passato[6] ha segnalato possibili problemi di solvibilità delle imprese – sarebbe comunque contenuta (circa il 3 per cento)[7].

[4] L'esposizione degli intermediari ai dazi è calcolata come media del calo percentuale stimato dei ricavi di ogni settore e paese, ponderata per la sua quota di indebitamento rispetto al complesso dei prestiti alle imprese di ciascun gruppo bancario.

[5] Per il calcolo della media ponderata ogni gruppo bancario è pesato rispetto al totale dei prestiti alle società non finanziarie a livello nazionale.

[6] S. Federico, G. Marinelli e F. Palazzo, *The 2014 Russia shock and its effects on Italian firms and banks*, NBER Working Paper Series, 31171, 2023.

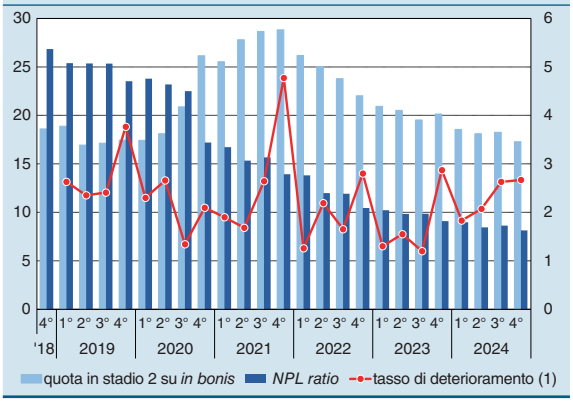
[7] A livello di impresa si considerano solo gli effetti diretti sull'export, in assenza di informazioni sulle interdipendenze tra singole società non finanziarie. L'esposizione creditizia limitata riflette inoltre il fatto che tra le aziende esportatrici quelle di piccola dimensione risultano maggiormente esposte. Ciò è in linea con l'evidenza che le imprese esportatrici più grandi si caratterizzano per una maggiore diversificazione dei propri mercati di sbocco e sono meno dipendenti da un singolo mercato, come quello statunitense (cfr. il riquadro: *L'esposizione delle esportazioni italiane ai dazi statunitensi*, in *Bollettino economico*, 2, 2025).

Si mantiene su livelli moderati la vulnerabilità delle banche italiane derivante dalle esposizioni al settore immobiliare residenziale e da quelle, più rischiose, verso il comparto commerciale (*commercial real estate*, CRE; fig. 2.4).

Gli indicatori analitici sul rischio climatico fisico elaborati dal SEBC segnalano che, rispetto ad altri paesi dell'area dell'euro, il sistema finanziario italiano[4] presenta una maggiore vulnerabilità allo stress idrico[5] e agli incendi. Nel medio periodo il rischio legato allo stress idrico aumenterebbe significativamente, mentre quello connesso con gli incendi rimarrebbe pressoché stabile (fig. 2.5). L'esposizione al rischio di siccità[6] è nel complesso in linea con la media europea; quello di alluvioni fluviali, attualmente contenuto, rimarrebbe moderato anche nello scenario prospettico[7].

Figura 2.4

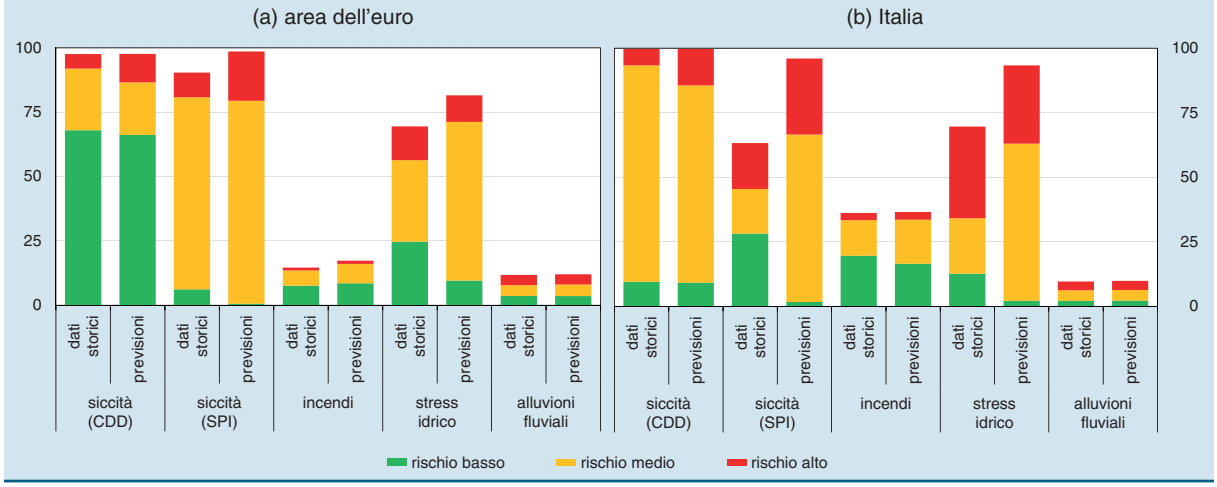
Deterioramento dei prestiti CRE
(valori percentuali)



Fonte: AnaCredit.
(1) Calcolato come il flusso trimestrale di prestiti deteriorati sulle consistenze dei prestiti *in bonis* alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Scala di destra.

Figura 2.5

Esposizione a siccità, incendi, stress idrico e alluvioni fluviali per livello di rischio (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni SEBC su dati AnaCredit, Joint Research Centre, Register of Institutions and Affiliates Database (RIAD) e Securities Holdings Statistics by Sector. Inoltre, per il rischio di incendio: Copernicus; per il rischio di alluvione: Delft University of Technology; per il rischio di siccità: Intergovernamental Panel for Climate Change (IPCC), *Interactive Atlas*; per il rischio di stress idrico: World Resource Institute, *Aqueduct*.
(1) Quota di portafoglio dei prestiti e dei titoli a rischio. La differenza tra il valore complessivo degli istogrammi e quello massimo (pari al 100 per cento) corrisponde alla relativa quota con rischio nullo. La proiezione riportata – secondo gli scenari climatici (percorsi rappresentativi di concentrazione, *representative concentration pathways*, RCP) elaborati dall'IPCC – è l'RCP 8.5, definito come uno scenario senza nessuna iniziativa di mitigazione delle emissioni carboniche. Il rischio di siccità è misurato secondo due indicatori distinti: il *consecutive dry days* (CDD), basato sui giorni consecutivi senza pioggia, e lo *standardized precipitation index* (SPI), che considera il livello di precipitazioni. Le previsioni sono al 2040 per i rischi di siccità e di stress idrico e al 2050 per il rischio di incendio e quello di alluvione. I dati storici su cui sono elaborate le previsioni degli indicatori analitici sul rischio climatico fisico vanno dal 1986 al 2005 per la siccità, dal 2001 al 2022 per gli incendi, dal 1960 al 2014 per lo stress idrico e dal 1971 al 2001 per le alluvioni fluviali.

[4] Per maggiori dettagli sugli indicatori riferiti all'Italia, cfr. F. Cusano, D. Liberati, V. Michelangeli e F. Rinaldi, *Euro area physical risk indicators for climate related financial stability analyses*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

[5] Lo stress idrico è definito come il rapporto tra le risorse idriche utilizzate e quelle disponibili.

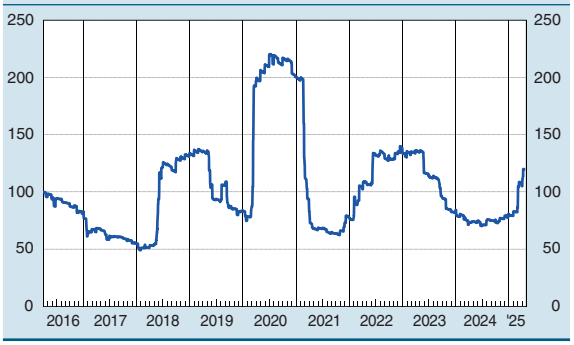
[6] Il rischio di siccità, misurato sulla base di due distinte metriche, riflette in un caso il numero di giorni consecutivi in assenza di pioggia, nell'altro il livello delle precipitazioni.

[7] Non sono incluse le alluvioni improvvise, sempre più rilevanti in Italia, a causa della mancanza di modelli utilizzati dai climatologi in grado di stimare la probabilità di tali eventi.

I rischi di mercato e di tasso di interesse

Figura 2.6

Andamento del VaR delle banche italiane (1)
(dati giornalieri; indice: marzo 2016= 100)



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli, LSEG e Matrice dei conti.
(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, per ogni giornata di negoziazione, in base alle informazioni granulari sulle consistenze e sulle caratteristiche dei titoli in portafoglio di ciascuna banca italiana, tenendo conto delle variazioni dei fattori di rischio verificatesi negli ultimi 250 giorni lavorativi.

Il *Value at Risk* (VaR) del portafoglio di titoli delle banche (inclusi quelli valutati al costo ammortizzato) è aumentato rispetto allo scorso semestre (fig. 2.6), pur collocandosi alla metà di aprile del 2025 su livelli al di sotto dei massimi raggiunti durante passati episodi di stress finanziario. Sebbene l'incremento sia attribuibile principalmente alla variabilità dei tassi di interesse, rimangono rilevanti sia il contributo riconducibile agli spread creditizi, sia quello relativo ai titoli azionari. L'apporto dei tassi di cambio rimane invece di minore entità.

In febbraio l'ammontare di titoli pubblici italiani detenuti dalle banche residenti è salito, rispetto allo scorso settembre, per effetto di acquisti netti, a fronte di un decremento del valore di mercato dei titoli in portafoglio. Il rapporto tra l'ammontare dei titoli pubblici e il totale delle attività si è mantenuto pressoché invariato all'8,6 per cento (fig. 2.7.a), in linea con quanto osservato nei sei mesi precedenti.

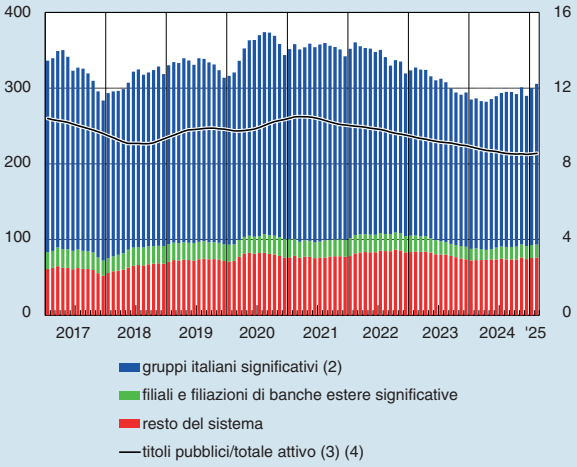
La durata finanziaria media del portafoglio di titoli pubblici detenuto dalle banche si è portata a 4,8 anni (fig. 2.7.b). La quota dei titoli valutati al costo ammortizzato si è ridotta leggermente, al 74,1 per cento.

Con riferimento al portafoglio dei titoli pubblici valutati al costo ammortizzato a dicembre del 2024, l'impatto medio delle perdite potenziali che si realizzerebbero qualora gli intermediari fossero

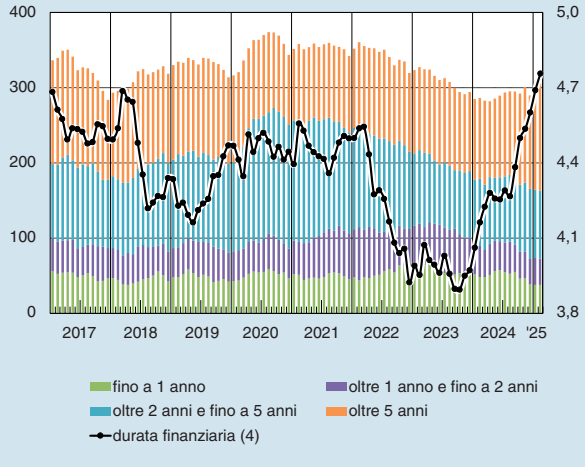
Figura 2.7

Investimenti delle banche in titoli pubblici italiani (1)
(dati mensili)

(a) composizione per categoria di banche
(miliardi di euro e valori percentuali)



(b) vita residua e durata finanziaria
(miliardi di euro e anni)



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 "totale attivo" non include le obbligazioni di propria emissione riacquistate. – (4) Scala di destra.

costretti a vendere i titoli prima della scadenza[8], considerando le quotazioni rilevate alla fine di marzo di quest'anno, è stimato in 61 punti base di *CET1 ratio* (era 56 punti base a settembre).

Nell'ipotesi di un andamento dei tassi di interesse in linea con le aspettative implicite sull'orizzonte temporale di un anno nelle curve dei tassi di mercato, caratterizzate da una flessione dei tassi a breve termine e da un aumento sulle scadenze più lunghe[9], il valore economico delle attività e passività comprese nel portafoglio bancario allo scorso dicembre si ridurrebbe in media sia per le banche significative, sia per quelle meno significative (-63 e -48 punti base in termini di *CET1 ratio*, rispettivamente)[10].

Tavola 2.1

Raccolta delle banche italiane (1)
(quote e variazioni percentuali)

VOCI	Consistenze (quote sul totale)	Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	febbraio 2025	settembre 2024	febbraio 2025
Depositi di residenti in Italia (3)	67,5	0,7	1,8
di cui: a vista	58,2	-1,7	1,9
a termine (4)	12,9	3,7	-1,6
Depositi di non residenti (5)	18,2	5,5	0,5
Obbligazioni	11,1	10,7	5,7
di cui: detenute da famiglie	3,0	16,4	1,9
Passività nette verso controparti centrali (6)	2,2	-11,4	17,0
Passività verso l'Eurosistema (7)	1,0	-80,7	-85,1
Raccolta complessiva	100,0	-3,5	-3,1

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali. È esclusa Cassa depositi e prestiti.
(1) Esclude tutte le passività verso altre banche residenti in Italia. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Include i depositi con durata prestabilita e quelli rimborsabili con preavviso. – (5) Include prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (6) Include le sole operazioni di pronti contro termine; rappresenta la raccolta estera effettuata tramite controparti centrali. – (7) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

In linea con quanto osservato nei mesi precedenti, a febbraio è proseguita la riduzione della raccolta delle banche (-3,1 per cento sui dodici mesi; tav. 2.1); tale andamento ha riflesso il marcato calo delle passività verso l'Eurosistema, solo parzialmente attenuato dalla raccolta obbligazionaria e da un moderato incremento dei depositi da residenti. Per questi ultimi, a fronte del rafforzamento della componente a vista (1,9 per cento), è diventata negativa la dinamica dei depositi a termine (-1,6 per cento).

Nel primo trimestre di quest'anno le emissioni obbligazionarie nette delle banche italiane collocate sui mercati internazionali sono scese a 1,1 miliardi rispetto ai livelli osservati nel secondo semestre del 2024, a seguito della diminuzione dei collocamenti di titoli senior garantiti e non garantiti (fig. 2.8.a). Il differenziale di rendimento tra le obbligazioni non garantite e quelle garantite, pur crescendo leggermente, è rimasto su livelli contenuti (fig. 2.8.b).

In febbraio il costo marginale della raccolta è diminuito di circa 40 punti base rispetto allo scorso settembre (all'1,5 per cento; fig. 2.9), pur restando elevato nel confronto storico. Il calo è stato influenzato dalla trasmissione del taglio dei tassi ufficiali.

Dopo la scadenza, il 18 dicembre 2024, delle ultime operazioni TLTRO3 (per rimanenti 12,4 miliardi), il ricorso alle operazioni principali (*Main Refinancing Operations*, MRO) e a quelle a più lungo termine di durata trimestrale (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO) è lievemente aumentato. Per le banche italiane gli importi giornalieri di queste operazioni sono stati in media di 18 miliardi nei primi mesi del 2025, in crescita rispetto ai 15 miliardi osservati lo scorso autunno.

[8] Il calcolo delle perdite potenziali tiene conto delle coperture effettuate dalle banche attraverso i derivati.

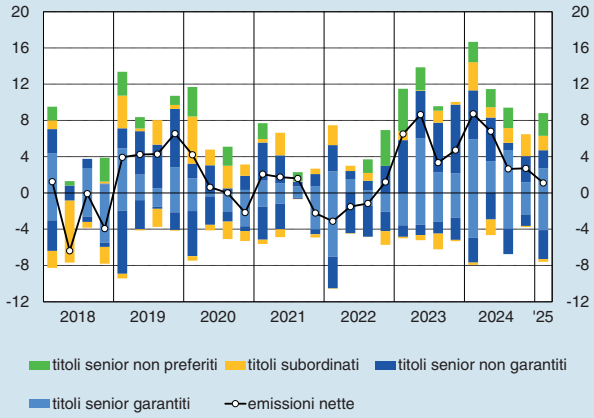
[9] A partire da dicembre del 2024 lo scenario (aggiornato al 22 aprile) prefigura per i tassi una diminuzione media di 110 punti base per la scadenza fino a un anno e di 15 punti base per la scadenza oltre un anno e fino a cinque anni; per la componente oltre i cinque anni si prevede un rialzo di 15 punti base.

[10] Le stime sono basate sulla metodologia semplificata per la determinazione dell'esposizione al rischio di tasso definita nella circolare della Banca d'Italia 285/2013 (Disposizioni di vigilanza per le banche).

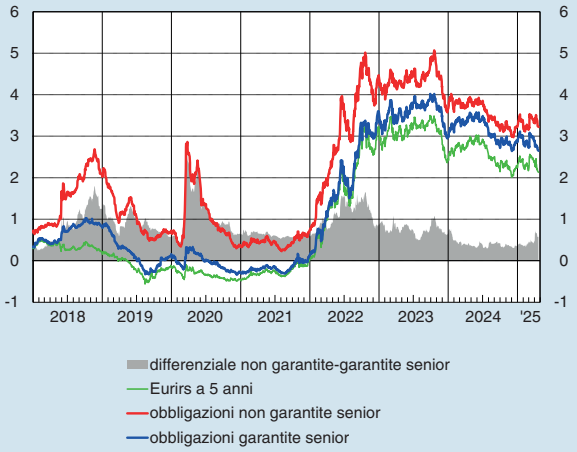
Figura 2.8

Obbligazioni bancarie collocate sui mercati internazionali

(a) obbligazioni emesse e rimborsate (1)
(dati trimestrali; miliardi di euro)



(b) rendimenti delle obbligazioni (2)
(dati giornalieri; valori e punti percentuali)

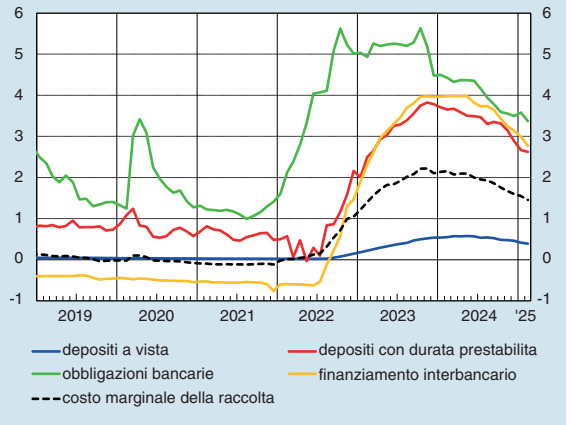


Fonte: Bloomberg e Dealogic.
(1) Emissione di titoli di banche italiane sui mercati internazionali. Non sono incluse le emissioni trattenute a bilancio, né quelle destinate al mercato al dettaglio. Sono incluse le obbligazioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione. Valori positivi indicano le emissioni di titoli, valori negativi i rimborsi. – (2) Rendimenti a scadenza di titoli di banche italiane con vita residua pari a 5 anni.

L'ammontare di riserve in eccesso depositate presso la Banca d'Italia si è stabilizzato nei primi mesi dell'anno in corso: nel periodo di mantenimento terminato ad aprile la liquidità è risultata in media pari a 93 miliardi, corrispondente al 3,3 per cento del totale dell'area (fig. 2.10).

Figura 2.9

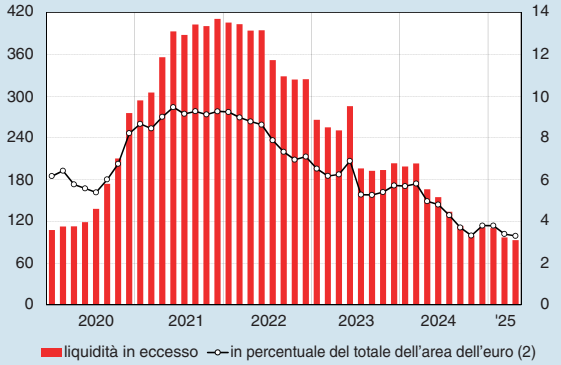
Costo marginale della raccolta bancaria (1)
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Bloomberg e ICE BofAML.
(1) Il costo marginale della raccolta è calcolato come media ponderata del costo delle varie fonti di provvista delle banche, utilizzando come pesi le rispettive consistenze. Si tratta del costo che la banca sosterrebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento.

Figura 2.10

Eccesso di liquidità delle controparti operanti in Italia (1)
(miliardi di euro e valori percentuali)

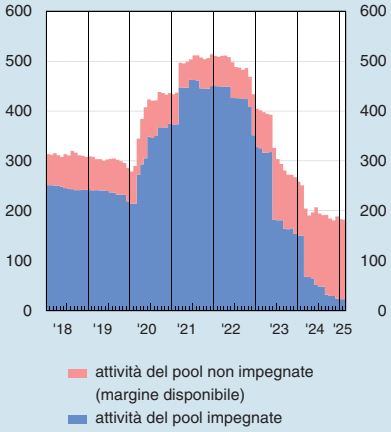


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE.
(1) Ogni barra indica l'eccesso di liquidità medio per ciascun periodo di mantenimento, calcolato come somma del saldo medio sui conti di riserva delle banche, al netto dell'obbligo di riserva, e del ricorso medio alla *deposit facility*. L'ultimo dato è riferito al 2° periodo di mantenimento del 2025, terminato il 22 aprile. – (2) Scala di destra.

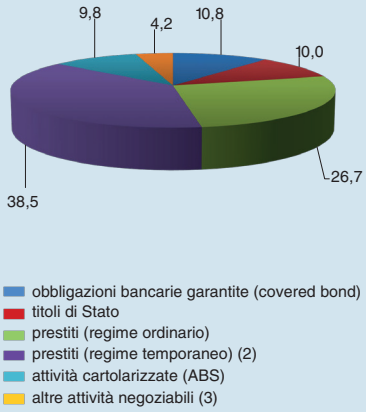
Figura 2.11

Attività stanziabili del sistema bancario italiano

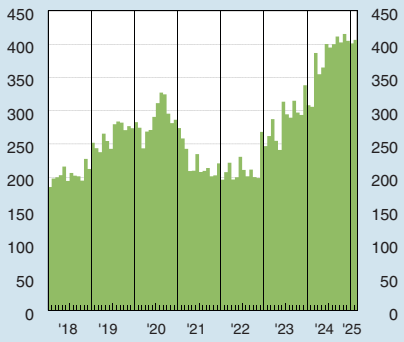
(a) attività stanziate nel *collateral pool* (1)
(dati mensili; miliardi di euro)



(b) composizione del *collateral pool* a febbraio 2025
(valori percentuali)



(c) titoli stanziabili al di fuori del *collateral pool* (4)
(dati mensili; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Eurosistema e su segnalazioni di vigilanza.
(1) Dati di fine periodo riferiti alle controparti di politica monetaria della Banca d'Italia. L'ammontare delle attività impegnate presso l'Eurosistema comprende la parte a copertura degli interessi maturati e del rifinanziamento in dollari. Il *collateral pool* è valutato ai prezzi rilevati dal Common Eurosystem Pricing Hub, al netto degli scarti di garanzia (*haircuts*). – (2) Nel regime temporaneo i criteri di idoneità delle attività conferibili in garanzia, che nel regime ordinario sono definite sulla base di regole comuni a tutto l'Eurosistema, 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 depositi e prestiti e Poste Italiane. Gli importi sono espressi al valore di mercato segnalato dalle banche, al netto degli *haircuts* applicati dall'Eurosistema.

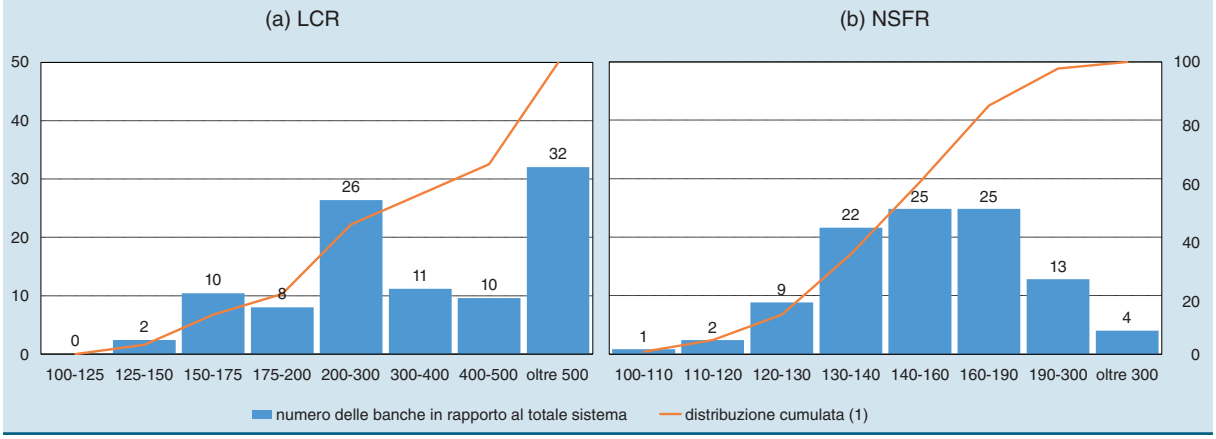
Il valore delle attività conferite come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema (*collateral pool*) è diminuito di 9 miliardi di euro tra settembre e febbraio, scendendo a 182,4 miliardi (fig. 2.11.a). A esclusione delle cartolarizzazioni, aumentate di 8 miliardi, la riduzione ha interessato tutte le altre categorie di attività stanziabili ed è stata più marcata per i titoli di Stato e per i prestiti; questi ultimi continuano a rappresentare la principale classe di attività in garanzia (65 per cento del totale; fig. 2.11.b). Nonostante la flessione, il margine disponibile si mantiene cospicuo (159 miliardi, pari all'87 per cento del pool). Le banche dispongono inoltre di 406 miliardi di titoli potenzialmente stanziabili (fig. 2.11.c), costituiti per il 62 per cento da titoli di Stato.

A novembre del 2024 il Consiglio direttivo della BCE ha approvato una serie di modifiche al sistema delle garanzie; questi interventi integrano nell'assetto operativo delle garanzie di politica monetaria alcuni elementi di natura temporanea introdotti in risposta ai periodi di tensione succedutisi dal 2011[11]. Le modifiche, che entreranno in vigore non prima della fine del 2025, confermano il mantenimento di un'ampia gamma di attività conferibili in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento, in linea con la decisione del marzo 2024 sulla revisione dell'assetto operativo della politica monetaria.

[11] In particolare, sono stati integrati le attività cartolarizzate (*asset-backed securities*, ABS) con minore rating, i titoli denominati in dollari statunitensi, sterline e yen giapponesi, nonché i moduli statistici dei sistemi interni per la valutazione del rischio di credito dei prestiti conferiti in garanzia delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema (*In-house Credit Assessment System*, ICAS) delle banche centrali nazionali. È stato invece dismesso lo schema temporaneo relativo ai prestiti bancari aggiuntivi, conservando tuttavia il requisito dell'idoneità dei portafogli di crediti per le imprese non finanziarie. Per maggiori dettagli, cfr. BCE, *ECB announces changes to the Eurosystem collateral framework to foster greater harmonisation*, comunicato stampa del 29 novembre 2024.

Figura 2.12

Distribuzione delle banche italiane per valori di LCR e di NSFR a dicembre del 2024
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.
(1) Scala di destra.

Il profilo della liquidità delle banche si conferma equilibrato e stabile: in dicembre l'indice medio di copertura della liquidità su un orizzonte temporale di un mese (*liquidity coverage ratio*, LCR) era mediamente del 178 per cento e il coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR) si collocava al 134 per cento. Per entrambi i coefficienti tutti gli intermediari riportavano valori al di sopra del minimo regolamentare (fig. 2.12).

Nell'ambito dell'attività di supervisione della Banca d'Italia, nel primo trimestre di quest'anno sono stati analizzati i piani di previsione della raccolta delle banche[12] per il biennio in corso (2025-26). Le banche prospettano un incremento della provvista complessiva rispetto al 2024. Tale aumento interesserebbe le obbligazioni, i depositi presso la clientela e le operazioni in pronti contro termine. Al contrario, il finanziamento presso l'Eurosistema si contrarrebbe ulteriormente. La crescita della raccolta finanzierebbe principalmente il credito alle famiglie e gli investimenti in titoli.

Nel 2024 la raccolta complessiva è diminuita in misura meno marcata rispetto alle previsioni. La maggiore provvista, riguardante soprattutto i depositi e le operazioni in pronti contro termine, è stata utilizzata per fronteggiare l'incremento (superiore alle attese) dei prestiti alle famiglie e degli investimenti in titoli, che ha più che compensato la flessione osservata per il credito alle imprese. A fronte della decisa riduzione del finanziamento presso l'Eurosistema la raccolta obbligazionaria è salita, in misura tuttavia inferiore a quanto previsto all'inizio dell'anno.

I rischi operativi e cibernetici

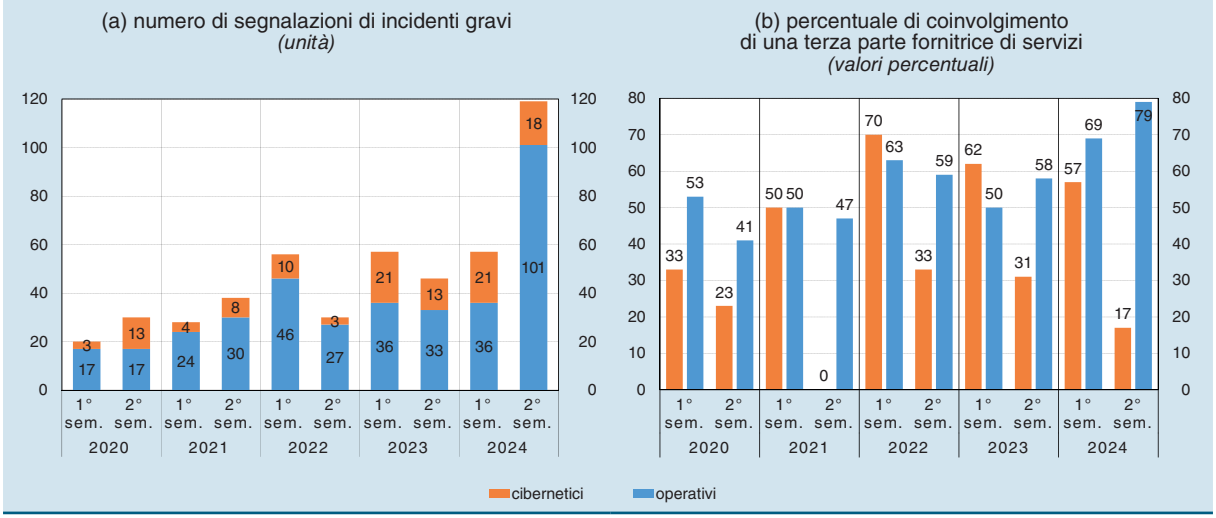
Nel secondo semestre del 2024 gli intermediari finanziari italiani hanno segnalato 119 incidenti gravi (fig. 2.13.a), di cui 18 connessi con attacchi cibernetici[13].

[12] Alla data di pubblicazione di questo Rapporto, erano stati valutati i piani di raccolta delle 12 banche significative italiane, che rappresentano circa il 90 per cento dell'attivo totale del sistema.

[13] Lo schema di segnalazione della Banca d'Italia include i gravi incidenti operativi o di sicurezza. Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia *Comunicazione di gravi incidenti operativi o di sicurezza*. A partire dal 17 gennaio 2025 lo schema è stato abrogato e sostituito da quello armonizzato previsto dal regolamento DORA.

Figura 2.13

Incidenti cibernetici e operativi (1)



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.
(1) Sono tenuti alla segnalazione gruppi bancari, banche individuali, istituti di pagamento e istituti di moneta elettronica. Gli incidenti cibernetici comprendono sia gli attacchi informatici sia gli incidenti che comunque producono, anche involontariamente, diffusione e/o alterazione di dati riservati della clientela e/o dell'intermediario. Gli incidenti operativi derivano da processi inadeguati o malfunzionanti, da persone, da sistemi o da eventi di forza maggiore. Tra questi ultimi sono inclusi eventi naturali, errori software e hardware, eventi accidentali, malfunzionamenti di processo, sabotaggi (attacco fisico).

L'elevato numero di incidenti operativi (101) è collegato agli eventi che hanno coinvolto i fornitori di servizi, colpiti nel 79 per cento delle segnalazioni (fig. 2.13.b). In particolare, tra il 28 e il 30 novembre 2024 in Italia e in altri paesi europei si sono verificati ampi e persistenti disservizi nei pagamenti elettronici, a seguito di un incidente riguardante i sistemi di connettività del fornitore franco-belga Worldline, tra i principali operatori mondiali nel settore dei pagamenti[14]. A seguito di tali disservizi, la Banca d'Italia ha prontamente attivato il Comitato per la continuità di servizio della piazza finanziaria (Codise)[15].

Alla fine dello scorso anno la Banca d'Italia ha emanato due comunicazioni al mercato per sensibilizzare gli intermediari sul rischio cibernetico e sul rispetto di quanto previsto dal regolamento europeo sulla resilienza operativa digitale (Digital Operational Resilience Act, DORA)[16]. La prima comunicazione richiede alle banche di valutare e verificare l'efficacia dei propri sistemi di gestione dei rischi informatici, tenendo conto dei requisiti introdotti da DORA; la seconda fornisce indicazioni per consentire un'applicazione uniforme di questo regolamento nel mercato finanziario[17].

Sotto il profilo del coordinamento tra le autorità, è stato completato lo sviluppo del *Systemic cyber incident coordination framework* (SCICF) per la risposta agli incidenti informatici su larga scala e per la gestione delle crisi cibernetiche del sistema finanziario europeo. La Banca d'Italia costituisce il punto di contatto unico per la giurisdizione italiana in caso di gravi incidenti e crisi. Nell'ambito del Consiglio

[14] La causa è stata individuata in un danneggiamento (avvenuto in Svizzera in occasione di lavori stradali) dei cavi in fibra ottica utilizzati da un fornitore di Worldline per collegare i propri centri elaborativi in Italia e nei Paesi Bassi. L'incidente ha provocato interruzioni nei pagamenti con carte di credito e di debito, sia presso i terminali POS sia presso gli ATM di diversi istituti bancari.

[15] Il Codise è l'organismo, nato nel 2003, per il coordinamento delle attività poste in essere per affrontare eventuali crisi operative della piazza finanziaria italiana. È presieduto dalla Banca d'Italia e vi partecipano la Consob e gli operatori del settore finanziario rilevanti sul piano sistemico.

[16] Il regolamento è stato recepito nella normativa nazionale con il D.lgs. 23/2025, pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'11 marzo 2025.

[17] Per approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Comunicazione al mercato in materia di sicurezza ICT*, 23 dicembre 2024 e *Regolamento DORA: comunicazione al mercato*, 30 dicembre 2024.

per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) è stato inoltre pubblicato il *Format for incident reporting exchange* (FIRE), un formato comune di reportistica per favorire la convergenza a livello internazionale sulla segnalazione degli incidenti operativi e cibernetici.

L'Eurosistema ha aggiornato la propria strategia per la resilienza cibernetica relativa alle infrastrutture dei mercati finanziari, dei sistemi e dei servizi di pagamento[18]. È stata rivista anche la metodologia per la conduzione di test avanzati di cybersicurezza (*European threat intelligence-based ethical red teaming*, TIBER-EU)[19] per allinearlo agli standard tecnici sui test avanzati di sicurezza cibernetica (*Threat-led penetration testing*) previsti da DORA. La Banca d'Italia ha sinora supervisionato lo svolgimento di 12 test volontari condotti secondo la metodologia descritta nella guida nazionale TIBER-IT[20]. Questi esercizi hanno permesso di identificare alcune aree di miglioramento della resilienza cibernetica di singole istituzioni e del settore finanziario nel suo complesso[21].

Il patrimonio e la redditività

A dicembre del 2024 la posizione patrimoniale delle banche italiane si è mantenuta stabile su livelli elevati rispetto a giugno; il *CET1 ratio* dell'intero sistema – dato dal rapporto tra il capitale di migliore qualità (CET1) e le attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA) – era pari al 15,9 per cento. L'indicatore è rimasto pressoché invariato per le banche significative, al 16,2 per cento, un valore superiore di 30 punti base a quello medio del complesso degli intermediari dei paesi partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM). Il *CET1 ratio* delle banche meno significative è invece aumentato di 40 punti base (al 18,2 per cento), riflettendo soprattutto i profitti del periodo[22].

Nel secondo semestre del 2024 le emissioni di titoli idonei a soddisfare il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) – effettuate soprattutto dalle banche significative – sono state meno consistenti rispetto al primo semestre, grazie all'equilibrato profilo di liquidità e all'eccedenza rispetto ai requisiti MREL. Il rapporto tra queste passività e gli RWA delle banche significative e di quelle meno significative assoggettabili a risoluzione, pari al 34,7 per cento, continua infatti a essere ampiamente superiore ai valori medi dei requisiti stabiliti dalle autorità di risoluzione.

Tenendo conto delle sovrapposizioni di capitale[23], a dicembre la capacità complessiva di assorbimento delle perdite[24] da parte delle banche italiane è rimasta ampia e pari – in rapporto agli attivi ponderati per il rischio – al 5,9 e al 9,4 per cento, rispettivamente, per gli intermediari significativi e per quelli meno significativi (fig. 2.14)[25].

[18] BCE, *Revised Eurosystem cyber resilience strategy*, comunicato stampa del 18 ottobre 2024.

[19] Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *What is TIBER-EU?*

[20] Per maggiori informazioni, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *TIBER-IT*.

[21] Per approfondimenti, cfr. *I test di tipo TLPT: dalle esperienze del TIBER-IT alle regole di DORA*, intervento della Vice Direttrice generale della Banca d'Italia C. Scotti al convegno *Threat-led penetration testing: dalle esperienze TIBER-IT alle regole sui TLPT di DORA*, Roma, 27 febbraio 2025.

[22] Nel sistema bancario italiano sono comprese anche le filiazioni di gruppi significativi europei per le quali nel secondo semestre dell'anno l'indicatore, molto inferiore alla media, è lievemente aumentato (al 12,3 per cento).

[23] Le sovrapposizioni derivano dall'utilizzo contestuale del CET1 per i requisiti ponderati, per la leva finanziaria e per il requisito MREL; per maggiori dettagli, cfr. la nota 1 della fig. 2.14. Per un'illustrazione delle sovrapposizioni e della metodologia utilizzata dalla Banca d'Italia per la loro quantificazione, cfr. W. Cornacchia e G. Guerra, *Le sovrapposizioni (overlaps) tra requisiti minimi e riserve di capitale: la situazione delle banche italiane*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 30, 2022; cfr. anche *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2024.

[24] L'ammontare delle risorse patrimoniali utilizzabili, senza incorrere nella violazione di un requisito minimo, è composto dalla riserva combinata di capitale (*combined buffer requirement*, CBR), dagli orientamenti di secondo pilastro (*Pillar 2 Guidance*, P2G) e dall'ulteriore eccedenza di CET1 disponibile.

[25] La differenza tra l'indicatore che tiene conto delle sovrapposizioni e quello che non le considera, riportati nella figura, è determinata per le banche significative da sovrapposizioni rilevanti con il requisito MREL.

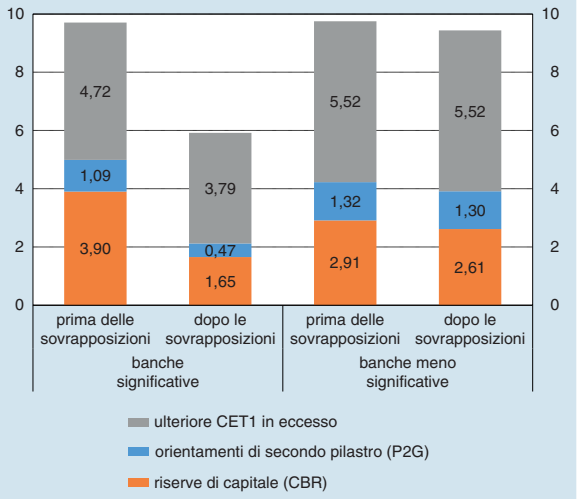
L'attivazione della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico da parte della Banca d'Italia (cfr. il capitolo 3) ha contribuito a migliorare l'utilizzabilità[26] della riserva combinata di capitale.

Sono attualmente in corso lo stress test europeo sulle banche significative – coordinato dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) e dalla BCE – e quello condotto dalla Banca d'Italia sulle banche nazionali meno significative, al fine di stimare l'impatto di scenari macroeconomici avversi sulla resilienza degli intermediari.

Nel 2024 la redditività delle banche italiane è ulteriormente migliorata; il ROE, al netto delle componenti straordinarie, è salito dal 12,3 al 12,8 per cento (fig. 2.15). L'aumento dei ricavi è ascrivibile principalmente all'incremento delle commissioni (in particolare di quelle derivanti dal risparmio gestito) e, in misura minore, all'ulteriore crescita del margine di interesse. Il contributo apportato a quest'ultimo aumento dalle operazioni con la clientela è stato negativo, ma è stato controbilanciato da quello positivo degli interessi netti sulle operazioni con l'Eurosistema.

Figura 2.14

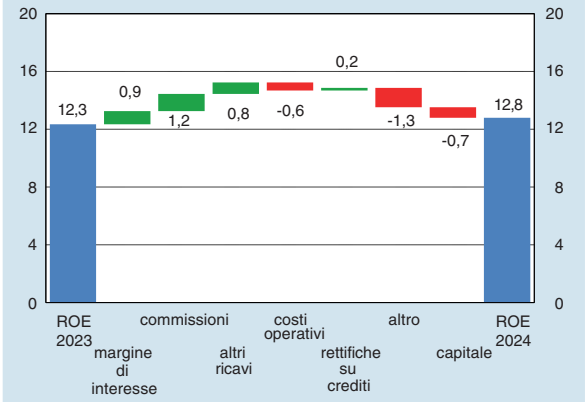
Capacità di assorbimento delle perdite per categoria di banche a dicembre del 2024 (1)
(in percentuale degli RWA)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) La regolamentazione consente l'utilizzo contestuale del CET1 sui diversi requisiti applicabili, quali quelli ponderati per i rischi, il rapporto di leva finanziaria (*leverage ratio*, che misura l'adeguatezza del capitale rispetto alle attività non ponderate per il rischio) e il requisito MREL. Le sovrapposizioni riducono la disponibilità di risorse patrimoniali libere per assorbire le perdite, nel momento in cui la medesima unità di capitale è utilizzata anche per soddisfare un requisito minimo. In tali situazioni, infatti, il ricorso a tali risorse patrimoniali comporterebbe la violazione del requisito minimo, che potrebbe portare anche all'avvio di una procedura di risoluzione o di liquidazione.

Figura 2.15

Scomposizione della variazione del ROE tra il 2023 e il 2024 (1)
(punti percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Le variazioni sono riportate in rapporto al capitale proprio e alle riserve e contribuiscono positivamente (barre verdi) o negativamente (barre rosse) al ROE di partenza del 2023, determinando il valore finale del ROE del 2024.

I costi operativi sono saliti; le maggiori spese per il personale, connesse con il rinnovo del contratto collettivo nazionale del lavoro per il settore bancario, sono state parzialmente compensate dall'assenza di versamenti al Fondo di risoluzione unico (Single Resolution Fund, SRF)[27]. Tuttavia, riflettendo l'andamento favorevole dei ricavi, il rapporto tra i costi operativi e il margine di intermediazione

[26] Il concetto di effettiva utilizzabilità fa riferimento alla possibilità di intaccare il capitale allocato per rispettare la riserva combinata di capitale, senza violare nello stesso tempo un altro requisito minimo (la leva finanziaria o il requisito MREL).

[27] I mancati versamenti riflettono l'avvenuto raggiungimento del livello obiettivo dell'1 per cento dei depositi coperti da garanzia detenuti dalle banche negli Stati membri che partecipano al Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism, SRM).

(*cost-income ratio*) ha continuato a ridursi. Al miglioramento della redditività ha contribuito, seppure in misura molto marginale, anche la flessione delle rettifiche nette su crediti.

Stime coerenti con lo scenario macroeconomico pubblicato dalla Banca d'Italia ad aprile[28] indicano che la redditività complessiva delle banche si ridurrebbe lievemente nel biennio 2025-26, a fronte di una contrazione del margine di interesse, non interamente compensata dall'incremento delle commissioni. Le rettifiche di valore su crediti crescerebbero moderatamente. Nel contesto attuale queste stime sono tuttavia caratterizzate da una forte incertezza.

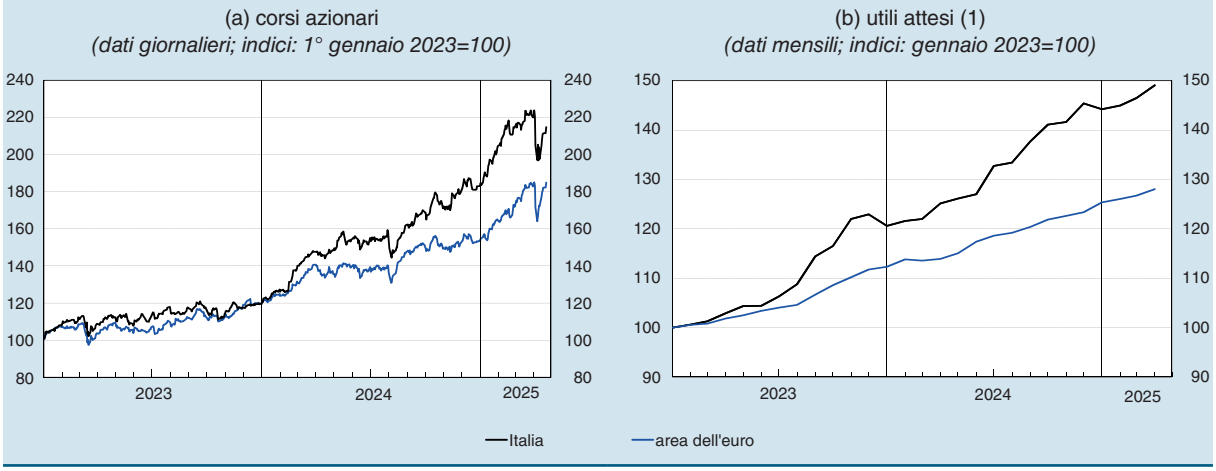
2.2 LE ASSICURAZIONI

I rischi del settore assicurativo italiano si mantengono sostanzialmente invariati a un livello medio (cfr. fig. 1.3.b); la significativa ripresa della raccolta premi del ramo vita nel 2024 ha contribuito a ridurre i rischi di liquidità per il settore. La patrimonializzazione rimane su livelli alti.

L'andamento dei corsi azionari ha risentito della forte volatilità dei mercati finanziari causata dall'annuncio dei dazi statunitensi (cfr. i paragrafi 1.1 e 1.3); gli utili attesi del comparto mostrano una crescita migliore di quella del complesso delle compagnie dell'area dell'euro (fig. 2.16).

Figura 2.16

Società assicurative in Italia e nell'area dell'euro



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

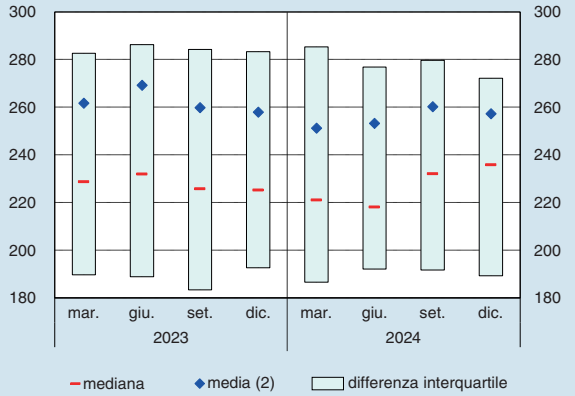
L'indice di solvibilità medio a dicembre del 2024 era pari al 257 per cento, in lieve aumento rispetto a giugno (fig. 2.17). I risultati dell'esercizio di stress test, condotto in ambito europeo lo scorso anno, confermano che il sistema italiano rimarrebbe solvibile anche in presenza di shock particolarmente avversi[29]; i risultati per le compagnie italiane sono in linea con quelli del campione europeo (fig. 2.18).

[28] Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 4 aprile 2025.

[29] In particolare, l'indice di solvibilità aggregato delle 11 entità assicurative coinvolte nell'esercizio diminuirebbe al 135 per cento nel caso in cui gli assicuratori non intervenissero con azioni correttive per fronteggiare gli shock esogeni previsti dall'esercizio. Con l'attivazione di tali misure l'indice medio di solvibilità si ridurrebbe in misura più contenuta, al 149 per cento. Anche lo scenario avverso sulla liquidità non farebbe emergere elementi critici. Per maggiori dettagli, cfr. Ivass, *Stress test EIOPA 2024*, comunicato stampa del 17 dicembre 2024.

Figura 2.17

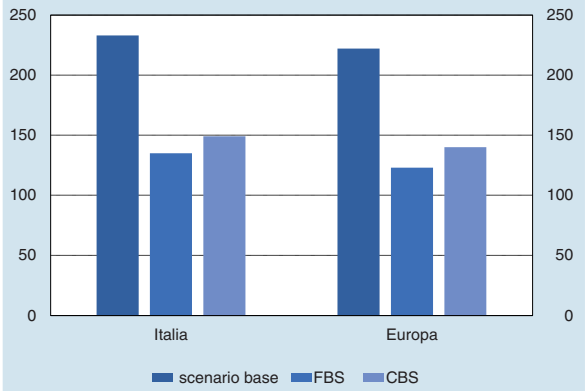
Indice di solvibilità (1)
(valori percentuali)



Fonte: Ivass.
(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.

Figura 2.18

Risultati dello stress test 2024: indice di solvibilità pre e post stress (1)
(dati al 31 dicembre 2023; valori percentuali)



Fonte: Ivass ed EIOPA.
(1) La valutazione degli impatti è avvenuta secondo due approcci: il *constrained balance sheet* (CBS), in cui le entità hanno potuto usare azioni di rimedio, e il *fixed balance sheet* (FBS), in cui non è stato consentito l'utilizzo di tali azioni.

Secondo un'indagine dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass)[30], in seguito alla revisione del vigente quadro normativo prudenziale[31] che entrerà in vigore il 30 gennaio 2027, l'indice di solvibilità aumenterebbe in media di 14 punti percentuali[32]; ciò a causa dell'incremento dei fondi propri, non generato da una riduzione della rischiosità ma da una flessione delle riserve tecniche. Nell'intenzione delle istituzioni europee, l'alleggerimento dei requisiti dovrebbe favorire sia il finanziamento della transizione ecologica e digitale, sia il supporto all'economia.

Alla fine del 2024 il valore complessivo degli investimenti delle assicurazioni italiane superava i 1.040 miliardi. Gli investimenti per cui le compagnie sopportano il rischio (760 miliardi) rimangono concentrati, in misura largamente superiore rispetto alle imprese assicurative europee, in obbligazioni pubbliche (45 per cento del totale, di cui oltre due terzi costituiti da titoli di Stato italiani; fig. 2.19.a). Le obbligazioni private, per lo più con rating A e BBB (fig. 2.19.b) ed emesse da società estere (fig. 2.19.c), rimangono stabili al 21 per cento degli investimenti; risultano invariate anche le quote di fondi comuni e azioni, pari rispettivamente al 15 e 14 per cento.

Le minusvalenze nette non realizzate sugli investimenti si sono ridotte progressivamente, raggiungendo i 3 miliardi alla fine di febbraio (erano 18 un anno prima; fig. 2.20). La redditività complessiva delle compagnie italiane è rimasta stabile, registrando alla fine del 2024 un ROE dell'11 per cento. Nel comparto vita il ROE

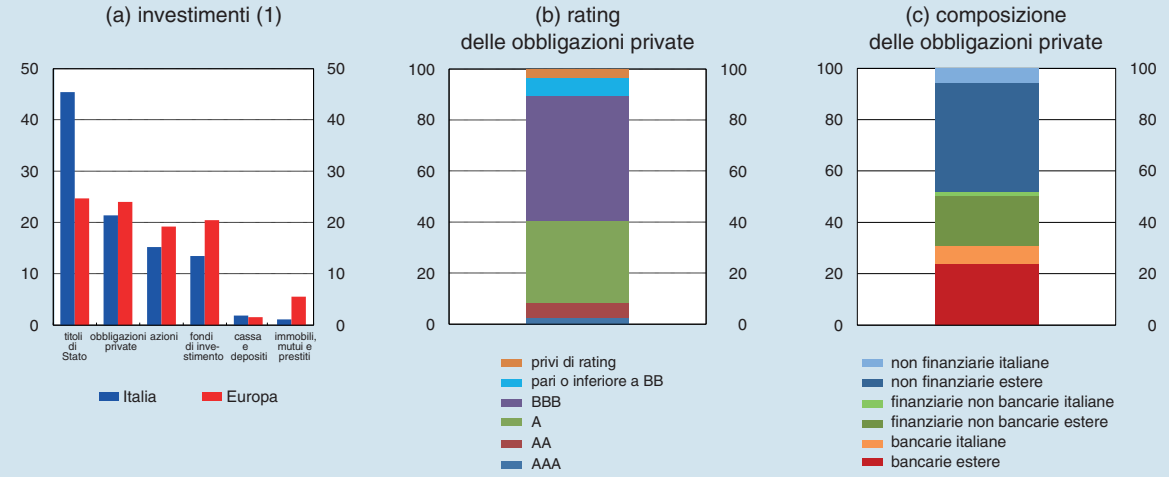
[30] L'indagine è stata condotta presso un campione di 15 imprese individuali (che rappresentano il 78 per cento del mercato in termini di riserve tecniche) e di 7 grandi gruppi italiani (cui fa capo oltre il 90 per cento degli attivi del complesso dei gruppi italiani), alla data di riferimento del 31 dicembre 2023. Lo studio ha stimato gli effetti delle modifiche alle principali componenti del quadro normativo prudenziale (margine di rischio, estrapolazione della curva dei tassi privi di rischio, requisito di capitale per il rischio di tasso di interesse, aggiustamento per la volatilità), che sono state già definite nella direttiva UE/2009/138 (direttiva Solvency II) o in corso di definizione nell'ambito degli atti delegati.

[31] Lo scorso 8 gennaio è stata pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea la direttiva UE/2025/2 (revisione Solvency II), che modifica il testo di Solvency II attualmente in vigore. Il provvedimento dovrà essere recepito nelle legislazioni nazionali entro il 29 gennaio 2027. È in corso la negoziazione sui relativi atti delegati.

[32] Per i principali 7 gruppi assicurativi l'incremento medio dell'indice di solvibilità sarebbe di 12 punti percentuali.

Figura 2.19

Investimenti delle società assicurative
(dati al 31 dicembre 2024; valori percentuali)



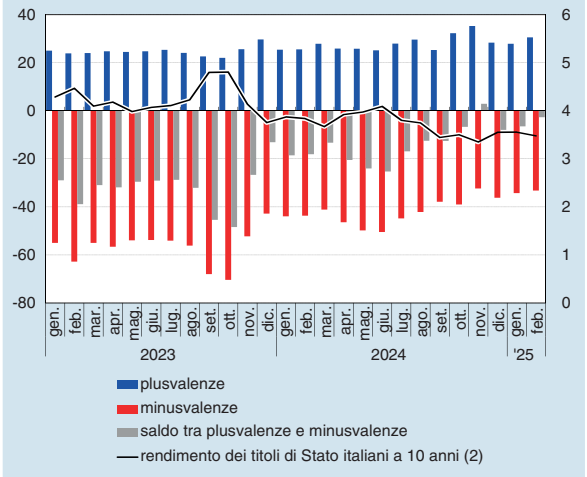
Fonte: Ivass ed EIOPA.
(1) I dati per l'Europa, aggiornati al 30 settembre 2024, sono riferiti allo Spazio economico europeo.

(11 per cento) è diminuito di 3 punti percentuali rispetto al 2023 (fig. 2.21.a), nonostante l'aumento di oltre il 20 per cento della raccolta premi (fig. 2.21.c). Solo alcune compagnie si sono avvalse della facoltà di sospendere temporaneamente gli effetti delle minusvalenze sulla redditività di esercizio[33]. Nel comparto danni il ROE (11 per cento) è aumentato di 5 punti percentuali: vi hanno contribuito l'espansione della raccolta premi (8 per cento) e la diminuzione del rapporto tra oneri e spese di gestione e premi di competenza (*combined ratio,* al 94 per cento, dal 98 della fine dell'anno precedente; fig. 2.21.b).

Il miglioramento della raccolta nel 2024 ha determinato un sensibile calo del rapporto tra riscatti e premi, che a febbraio era pari a 72 per cento (da 90 di febbraio del 2024; fig. 2.22); il rapporto è diminuito sia per i prodotti unit linked sia per quelli vita tradizionali. È migliorata anche la composizione dei flussi di cassa delle imprese di assicurazione: in particolare il saldo netto dei flussi per i prodotti vita tradizionali è tornato positivo grazie alle maggiori entrate (premi) e alle minori uscite (riscatti; fig. 2.23).

Figura 2.20

Plusvalenze e minusvalenze latenti (1)
(miliardi di euro e valori percentuali)

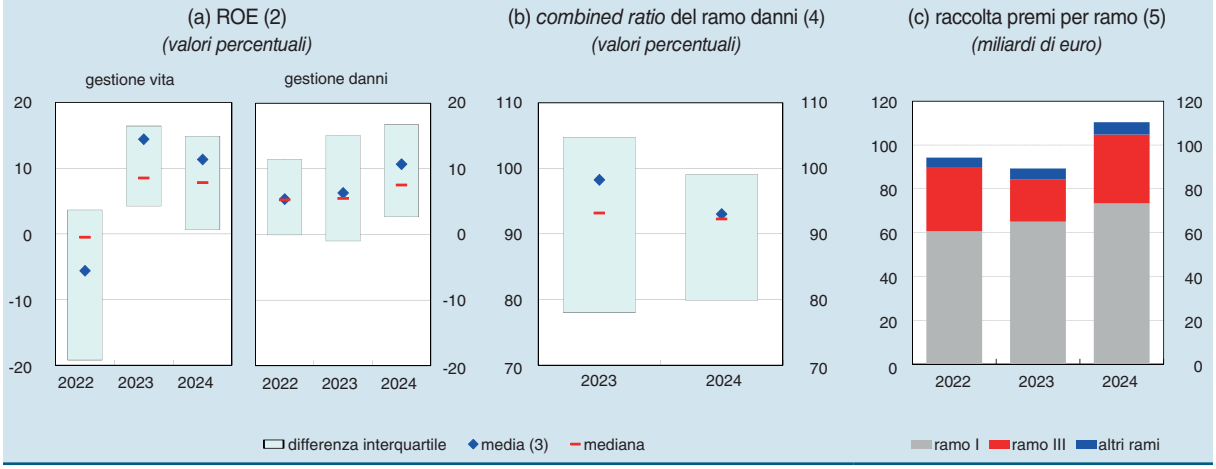


Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati LSEG.
(1) Le plusvalenze e le minusvalenze latenti rappresentano la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio dei titoli in portafoglio. – (2) Scala di destra. Dati di fine periodo.

[33] La facoltà di sospendere temporaneamente gli effetti sulla redditività di esercizio delle minusvalenze sugli investimenti, riconosciuta dal legislatore in situazioni di turbolenza dei mercati, è stata adottata nel bilancio sul 2024 da 12 compagnie, che rappresentano il 38 per cento degli attivi del settore, mentre nel 2023 tale quota superava il 60 per cento. La deroga consente alle imprese che non adottano i principi contabili internazionali di valutare i titoli non durevoli in base al valore di iscrizione risultante dall'ultimo bilancio, fatta eccezione per le perdite di carattere durevole, destinando la mancata svalutazione a "riserva indisponibile". Per il bilancio sul 2024 non è più consentito dedurre dalla riserva indisponibile la quota parte delle minusvalenze attribuibile agli assicurati.

Figura 2.21

Indicatori di bilancio delle società assicurative italiane e raccolta premi vita (1)

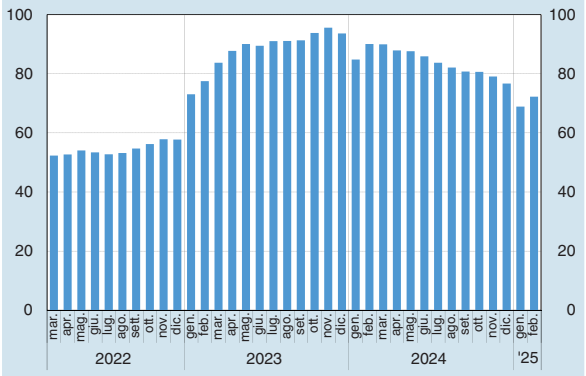


Fonte: Ivass.
(1) Dati preliminari. – (2) Rapporto tra utile e patrimonio netto. – (3) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto. – (4) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (5) Il ramo I include in prevalenza polizze rivalutabili (prodotti vita tradizionali garantiti); il ramo III comprende in prevalenza polizze unit e index linked (prodotti vita con rischio a carico degli assicurati); gli altri rami includono tutti gli altri prodotti vita.

L'indicatore del grado di liquidabilità degli attivi delle compagnie italiane (*liquid asset ratio*)[34] a dicembre del 2024 è rimasto stabile rispetto a giugno a un valore mediano del 62 per cento, superiore al corrispondente livello europeo (46 per cento a settembre del 2024).

Figura 2.22

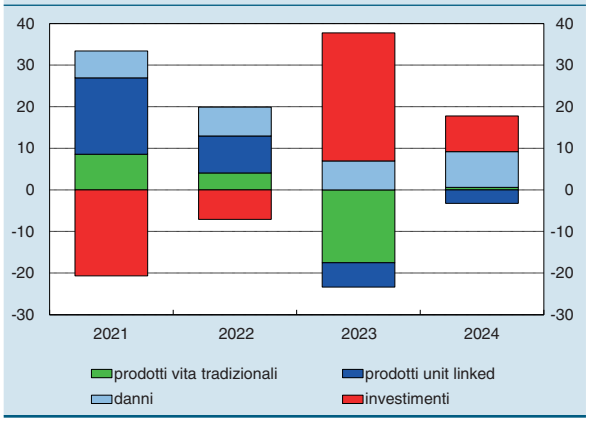
Riscatti su premi (1)
(valori percentuali)



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 da inizio anno.

Figura 2.23

Andamento dei flussi di cassa netti delle assicurazioni italiane
(dati annuali; miliardi di euro)



Fonte: Ivass.

[34] L'indicatore è dato dal rapporto tra gli attivi liquidi e il totale delle attività. Gli attivi liquidi sono determinati applicando i coefficienti di scarto alle diverse tipologie di attivo, secondo la metodologia definita a livello europeo dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) per il monitoraggio sui rischi di liquidità del settore assicurativo (*liquidity monitoring*) e applicata allo stress test condotto nel 2024.

È aumentata negli ultimi anni l'esposizione delle compagnie ai rischi fisici connessi con il verificarsi di calamità naturali, significativamente più frequenti a causa del cambiamento climatico. Sono cresciuti sia i risarcimenti dei danni causati da eventi estremi, sia la raccolta assicurativa a copertura dei rischi catastrofali, che in prospettiva crescerà ancora (cfr. il riquadro: *La mitigazione dei rischi derivanti da catastrofi naturali*).

LA MITIGAZIONE DEI RISCHI DERIVANTI DA CATASTROFI NATURALI[1]

La copertura assicurativa contro i rischi climatici estremi, se adeguatamente diffusa presso imprese e famiglie, può contribuire ad attenuare gli impatti dei costi connessi con la ricostruzione a seguito di calamità naturali e a consentire una più rapida ripresa delle attività produttive[2].

L'Italia è tra i paesi europei più esposti ai rischi fisici, legati a eventi sismici o di origine climatica. Nonostante l'incremento della frequenza e della gravità degli episodi catastrofali negli ultimi anni, la presenza di coperture assicurative che proteggano imprese e famiglie dalle relative perdite è ancora molto contenuta. Nel confronto europeo l'Italia figura infatti tra i paesi con il più basso livello di assicurazione contro i rischi derivanti da calamità naturali (*insurance protection gap*)[3], con una quota di perdite assicurate di circa il 3 per cento rispetto a una media europea del 20.

Tenuto conto che catastrofi naturali particolarmente severe e territorialmente estese sono in grado di generare danni che difficilmente il mercato assicurativo privato può risarcire da solo, le istituzioni internazionali ed europee indicano nei sistemi di protezione misti (a compartecipazione pubblica e privata) la soluzione più idonea per mitigare tali danni[4].

La legge di bilancio per il 2024 (L. 213/2023) ha introdotto l'obbligo per le imprese italiane[5] di stipulare una copertura assicurativa contro i danni alle immobilizzazioni materiali[6] direttamente determinati da eventi calamitosi e catastrofali (sismi, alluvioni, frane, inondazioni ed esondazioni). Sugli impegni assunti dalle compagnie è prevista la possibilità di richiedere, a condizioni di mercato, la copertura riassicurativa di SACE, che si avvale della garanzia dello Stato, entro i limiti e alle condizioni individuati dalla norma[7]. Il 27 febbraio scorso è stato pubblicato in Gazzetta ufficiale il decreto attuativo della disciplina primaria[8].

Il termine per la sottoscrizione della copertura assicurativa obbligatoria da parte delle grandi imprese è stato fissato al 31 marzo 2025 (per le medie imprese e per quelle piccole e micro i termini sono il 1°

[1] A cura di Sara Butera.

[2] BCE ed EIOPA, *Policy options to reduce the climate insurance protection gap*, Discussion Paper, aprile 2023; BCE ed EIOPA, *Towards a European system for natural catastrophe risk management*, dicembre 2024.

[3] Con tale espressione si intende la differenza tra il valore economico delle perdite e il valore delle perdite assicurate; cfr. EIOPA, *Dashboard on insurance protection gap for natural catastrophes*, novembre 2024.

[4] *High-level framework for public-private insurance programmes against natural hazards*, documento redatto in occasione della riunione dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle banche centrali del G7, Stresa, 23-25 maggio 2024.

[5] Sono escluse le imprese agricole. L'obbligo è previsto anche per le imprese estere con stabile organizzazione in Italia.

[6] I beni oggetto di copertura sono terreni e fabbricati, impianti e macchinari, attrezzature industriali e commerciali.

[7] SACE può concedere una copertura, previa adesione delle imprese di assicurazione ad apposita convenzione, fino al 50 per cento degli indennizzi dovuti dalle compagnie al verificarsi degli eventi di danno e per un importo «comunque non superiore a 5.000 milioni di euro per l'anno 2024 e, per ciascuno degli anni 2025 e 2026, non superiore all'importo maggiore tra 5.000 milioni di euro e le risorse libere, al 31 dicembre dell'anno immediatamente precedente, non impiegate per il pagamento degli indennizzi nell'anno di riferimento e disponibili sulla contabilità della sezione speciale del Fondo di cui al comma 110» (L. 213/2023, art. 1, comma 108). Per tale finalità la legge di bilancio ha istituito infatti una sezione speciale, con una dotazione iniziale di 5 miliardi nell'ambito del Fondo (di cui all'art. 1, comma 14, DL 23/2020), gestito dal Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF). Questa sezione del Fondo è alimentata anche con le risorse finanziarie versate periodicamente dalle imprese di assicurazione a SACE, al netto degli oneri gestionali connessi con le coperture assicurative.

[8] Decreto interministeriale del MEF e del Ministro delle Imprese e del made in Italy 18/2025.

ottobre 2025 e il 1° gennaio 2026, rispettivamente)[9]. L'intervento normativo si colloca nel solco di misure già presenti in altri Stati europei[10].

Specifiche disposizioni contenute nel decreto attuativo sono volte ad assicurare che le compagnie forniscano la copertura assicurativa nel rispetto della propria capacità di assunzione dei rischi, per garantire la salvaguardia della stabilità economico-patrimoniale delle compagnie e del mercato assicurativo nel suo complesso.

Il chiarimento dei profili applicativi della normativa e il coordinamento di quest'ultima con le previsioni della più recente L. 40/2025 (legge quadro in materia di ricostruzione post-calamità)[11] forniranno un ulteriore contributo alla definizione di un sistema di coperture assicurative in grado di avviare la riduzione del significativo gap di protezione dalle catastrofi naturali che caratterizza l'Italia, con benefici per l'economia e le imprese.

[9] DL 39/2025; il termine inizialmente previsto era il 31 dicembre 2024, ma la scadenza è stata prorogata al 31 marzo 2025 dall'art. 13, comma 1, del DL 202/2024 (decreto "milleproroghe 2024"), convertito con modificazioni nella L.15/2025.

[10] Ad esempio Belgio, Francia, Germania e Spagna.

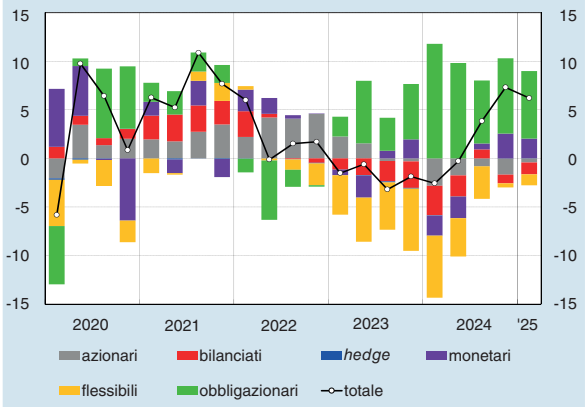
[11] Tale legge attribuisce al Governo una delega a introdurre norme in materia di indennizzi per i danni al patrimonio edilizio (produttivo e residenziale) causati da calamità naturali ed eventi catastrofali.

2.3 L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Il patrimonio dei fondi comuni aperti gestiti da società e gruppi italiani è aumentato nel quarto trimestre del 2024, per poi diminuire lievemente alla fine del primo trimestre del 2025, a 643 miliardi di euro[35], a causa del calo delle quotazioni sui mercati finanziari (cfr. i paragrafi 1.1 e 1.3). La raccolta netta è rimasta comunque positiva in entrambi i periodi (fig. 2.24), con gli afflussi concentrati sui fondi obbligazionari e monetari. Nei primi giorni di aprile, subito dopo l'iniziale annuncio di nuovi dazi da parte degli Stati Uniti, si sono invece osservati deflussi contenuti. La raccolta netta è tornata marginalmente positiva per il complesso dei fondi che rispettano criteri di sostenibilità sotto i profili ambientale, sociale e di governo societario (*environmental, social and governance*, ESG). Si sono registrate sottoscrizioni nette per gli *exchange traded funds* (ETF) azionari e obbligazionari, soprattutto grazie al lancio di nuove iniziative da parte di società e gruppi italiani.

Figura 2.24

Fondi comuni aperti italiani: raccolta netta (1)
(dati trimestrali; miliardi di euro)



Fonte: Assogestioni.
(1) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio italiane o appartenenti a gruppi italiani. I dati relativi al 1° trimestre 2025 sono provvisori.

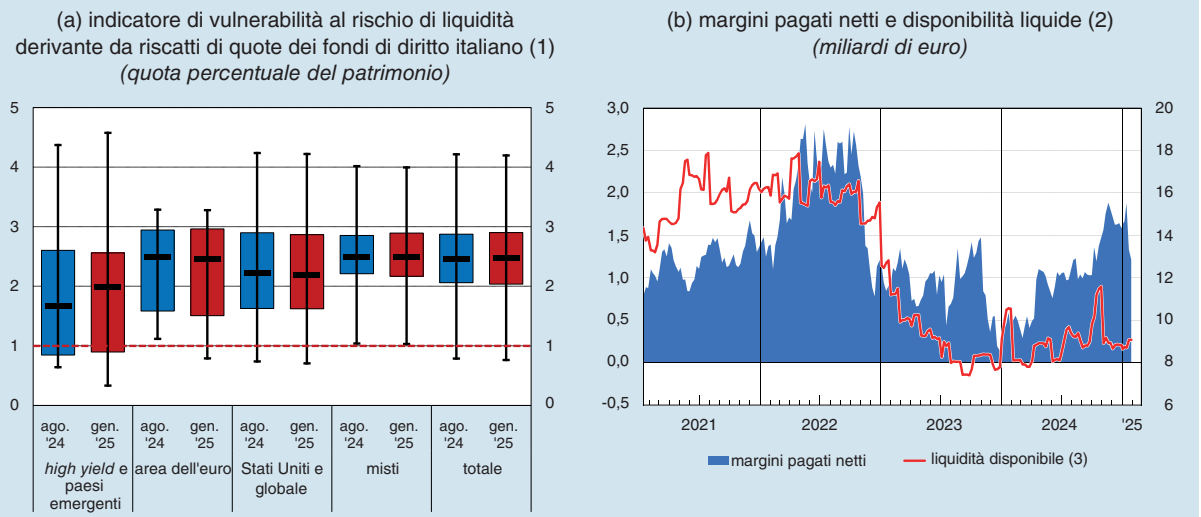
Nella seconda metà del 2024 la quota di obbligazioni italiane detenuta da fondi residenti e dell'area dell'euro ha continuato ad aumentare; questi fondi possiedono circa un terzo delle obbligazioni emesse da società non finanziarie, quasi un quinto di quelle bancarie e un decimo dei titoli di Stato.

[35] Il comparto rappresenta circa il 50 per cento del patrimonio complessivo dei fondi distribuiti in Italia, i quali comprendono anche quelli gestiti da gruppi esteri.

Tra i fondi di diritto italiano[36], il rischio di liquidità derivante da richieste di rimborso particolarmente elevate[37] si è mantenuto basso e stabile tra agosto del 2024 e gennaio del 2025 per i comparti non azionari (fig. 2.25.a); il patrimonio dei fondi vulnerabili[38] resta su livelli contenuti (circa il 2 per cento del totale). Ciò nonostante, nell'ambito dell'attività di monitoraggio della Banca d'Italia e a seguito dei risultati degli stress test di liquidità su un campione di fondi vulnerabili, è stato richiesto alle rispettive società di gestione un rafforzamento delle pratiche e dei modelli di stress test adottati (cfr. il riquadro: *Analisi delle prove di stress di liquidità condotte dai gestori dei fondi aperti vulnerabili*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2024).

Figura 2.25

Indicatori del rischio di liquidità dei fondi comuni aperti italiani



Fonte: elaborazioni su dati regolamento UE/2012/648 (European Market Infrastructure Regulation, EMIR), segnalazioni di vigilanza e BCE (Centralised Securities Database).
(1) Sono inclusi i fondi comuni aperti appartenenti ai comparti obbligazionario 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). Le aree colorate rappresentano la differenza interquartile; i trattini inferiori e superiori delle linee verticali indicano rispettivamente il 1° e il 99° percentile della distribuzione. I fondi al di sotto della linea rossa tratteggiata sono considerati vulnerabili. – (2) Valori aggregati dei margini pagati al netto di quelli ricevuti per le esposizioni in derivati e le disponibilità aggregate di liquidità da gennaio 2021 a gennaio 2025. Frequenza settimanale. – (3) Scala di destra.

L'indebitamento verso banche e altri intermediari rimane limitato[39], così come l'esposizione in derivati. A gennaio la leva sintetica, calcolata come il rapporto tra l'esposizione nozionale lorda in derivati[40] e il patrimonio netto, era inferiore all'unità; anche i margini corrisposti a fronte dell'utilizzo di derivati rimangono nel complesso contenuti rispetto alla liquidità disponibile (fig. 2.25.b).

[36] Il patrimonio dei fondi di diritto italiano, vigilati dalla Banca d'Italia, rappresenta circa il 40 per cento di quello delle gestioni collettive relative a gruppi nazionali; la parte rimanente è attribuibile a fondi di diritto estero.

[37] L'indicatore del rischio 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. 2.25.a).

[38] Sono definiti vulnerabili i fondi per cui l'indicatore del rischio di liquidità è inferiore all'unità.

[39] 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.

[40] Oltre l'80 per cento del valore nozionale lordo è rappresentato da derivati su tassi di interesse, tassi di cambio e azioni.

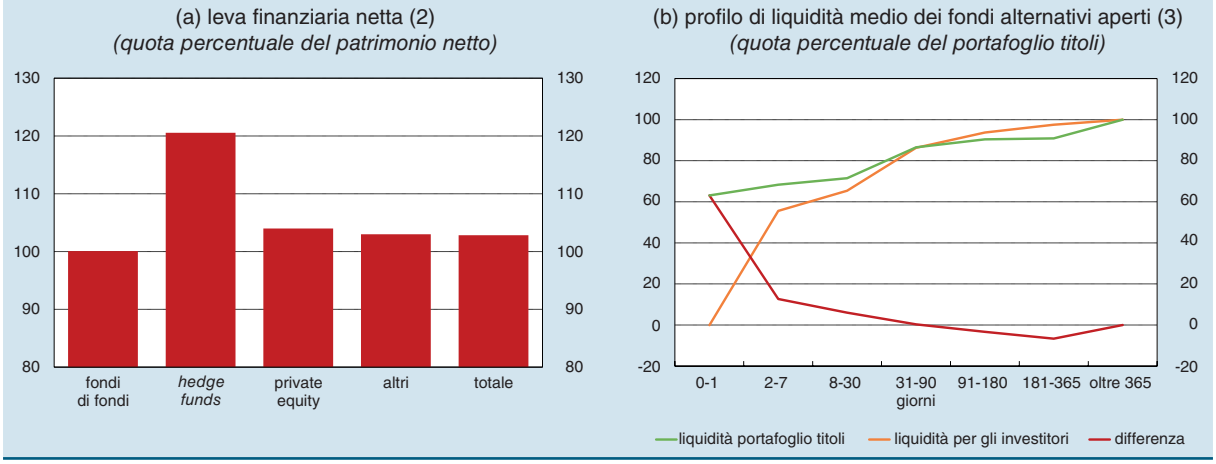
Sono significativi i legami partecipativi con gli altri intermediari finanziari: in linea con quanto si osserva nel resto dell'area[41], a dicembre dello scorso anno circa il 60 per cento del patrimonio dei fondi italiani era relativo a società di gestione controllate da banche o assicurazioni.

Nel 2024 il patrimonio gestito dai fondi di investimento alternativi (FIA) mobiliari italiani è salito da 50 a 57 miliardi, soprattutto grazie all'espansione del segmento di quelli che investono nel capitale di rischio delle aziende (private equity). Gli investitori nei FIA mobiliari istituiti nell'anno sono stati in larga parte italiani, principalmente banche[42] e fondi pensione. È aumentato (da 3 a 4 miliardi) anche il patrimonio dei FIA mobiliari riconducibili ai gestori sotto soglia[43], sottoposti a un regime normativo semplificato.

La leva finanziaria diretta è rimasta pressoché stabile (103 per cento; fig. 2.26.a) e inferiore alla media dell'area dell'euro (122 per cento); la leva indiretta dei fondi di private equity, relativa all'indebitamento delle società controllate, ha continuato a diminuire (dal 53 al 48 per cento del patrimonio netto del comparto). I rischi di liquidità rimangono limitati in quanto circa il 90 per cento dei FIA mobiliari italiani è costituito in forma chiusa[44]; per quelli aperti si osserva un sostanziale allineamento tra la liquidità dell'attivo e il profilo di rimborso delle passività a breve termine (fig. 2.26.b). Anche i rischi

Figura 2.26

Indicatori dei fondi alternativi mobiliari italiani a dicembre del 2024 (1)



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 tali fondi di fornire periodicamente alle autorità competenti informazioni sulle principali attività ed esposizioni. – (2) Esposizione complessiva in titoli e in derivati 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'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA). – (3) Per ogni periodo è indicata la differenza tra la liquidità del portafoglio titoli, pari alla quota media del portafoglio titoli che i fondi alternativi aperti possono liquidare entro quella data, e la liquidità per gli investitori, pari alla quota media dell'attivo che gli investitori di tali fondi possono riscattare nello stesso periodo. La stima non tiene conto di eventuali giacenze sui conti correnti.

[41] ESRB, *NBFI Monitor*, 9, giugno 2024.

[42] Le esposizioni degli intermediari bancari sono concentrate soprattutto nei fondi di debito (private debt), che in Italia acquistano prevalentemente crediti originati da terzi; per oltre due terzi, si tratta di crediti deteriorati.

[43] Rientrano in questa categoria i gestori di fondi con un patrimonio inferiore ai 100 milioni di euro oppure con un patrimonio fino a 500 milioni di euro, a condizione che i fondi non ricorrano alla leva finanziaria e prevedano che il diritto dei partecipanti al rimborso delle quote o delle azioni non sia esercitabile per un periodo di almeno cinque anni a decorrere dalla data di investimento iniziale. Per i gestori sotto soglia il capitale sociale minimo iniziale è fissato in almeno 50.000 euro (anziché un milione); inoltre ad essi non si applicano i divieti relativi all'attività di investimento, le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, nonché altri adempimenti amministrativi e informativi.

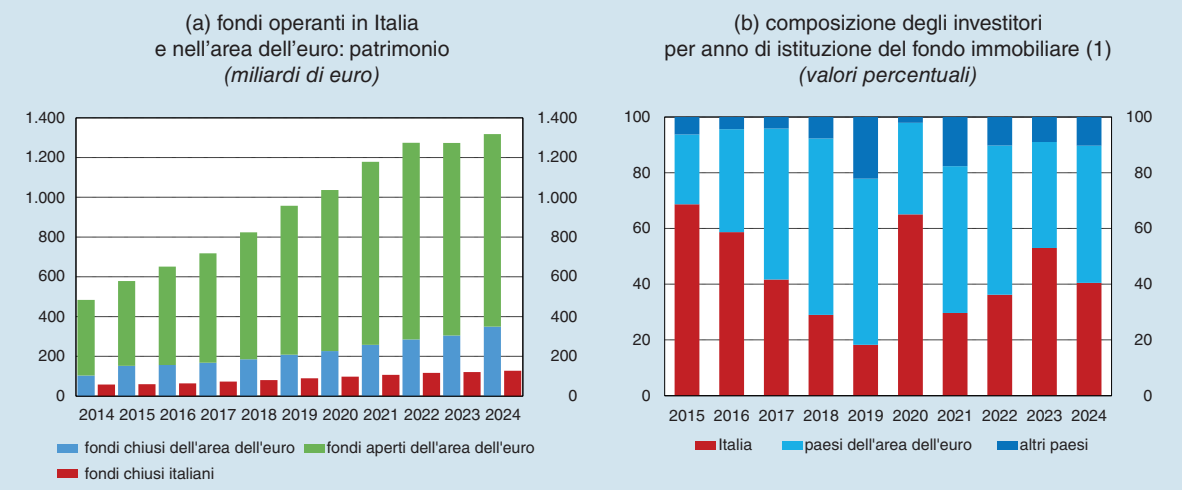
[44] La normativa italiana impone la costituzione in forma chiusa per i fondi che investono più del 20 per cento del proprio patrimonio in attività illiquide.

derivanti dalle interconnessioni all'interno del settore sono invariati: l'incidenza degli investimenti in altri fondi sull'attivo dei FIA mobiliari è poco più di un quinto del totale, in linea con la media dell'area.

Il patrimonio gestito dal comparto dei fondi immobiliari italiani è aumentato (da 121 a 128 miliardi; fig. 2.27.a). Gli investitori nei fondi istituiti nel 2024 sono stati quasi esclusivamente italiani e dell'area dell'euro (fig. 2.27.b), soprattutto imprese non finanziarie e altri fondi. Nel periodo considerato i fondi

Figura 2.27

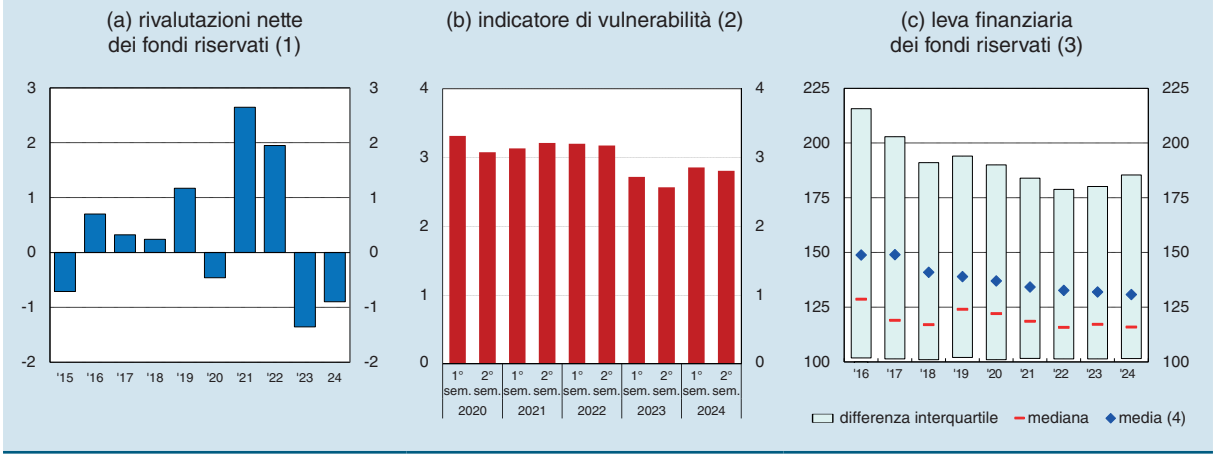
Fondi comuni immobiliari



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Quota del patrimonio netto dei fondi italiani sottoscritta dalle diverse categorie di investitori.

Figura 2.28

Principali indicatori dei fondi immobiliari
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza ed elaborazioni su dati Istat e OMI.
(1) Rivalutazioni di bilancio al netto delle svalutazioni dei fondi riservati in rapporto alla media del totale dell'attivo alla fine dell'anno di riferimento e di quello 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 ciascun fondo si calcola la differenza tra le svalutazioni nette cumulate del fondo stesso 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 ogni fondo investite nei mercati 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 a partire dal quale sono disponibili i dati) se il fondo è stato istituito prima di quest'ultimo anno. 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.

immobiliari hanno effettuato complessivamente svalutazioni nette dello 0,9 per cento del proprio portafoglio, in calo rispetto al 2023 (fig. 2.28.a).

A differenza della maggior parte dei fondi europei, in base alla vigente normativa quelli italiani sono costituiti in forma chiusa e non sono quindi soggetti al rischio di liquidità derivante da elevate richieste di rimborso. Il rischio che alla scadenza le valutazioni del portafoglio immobiliare dei fondi divergano in modo significativo dai valori di mercato si conferma ridotto (fig. 2.28.b).

La leva finanziaria è rimasta stabile (131 per cento a dicembre del 2024; fig. 2.28.c), in linea con la media europea. Il patrimonio riconducibile a fondi che utilizzano la leva in modo sostanziale (ossia con livelli superiori al 300 per cento) costituisce circa il 2 per cento del totale. I fondi con un patrimonio netto negativo, condizione che segnala una particolare situazione di stress finanziario, continuano a rappresentare poco meno dell'1 per cento degli attivi.

Le esposizioni dirette di banche e altri intermediari operanti in Italia verso il comparto restano contenute, ma la loro rischiosità è mediamente alta: a dicembre i finanziamenti concessi ai fondi immobiliari italiani erano circa l'1 per cento del totale dei prestiti alla clientela di banche e società finanziarie, ma la quota di quelli deteriorati sul totale dei finanziamenti al settore, al lordo delle rettifiche di valore, era pari all'11 per cento[45].

[45] La quota di prestiti deteriorati rispetto ai soli finanziamenti bancari, al lordo delle rettifiche di valore, è diminuita al 2 per cento. La restante parte dei crediti deteriorati è detenuta principalmente da società veicolo o di gestione del risparmio.

3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

La Banca d'Italia ha mantenuto invariato il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) allo zero per cento nei primi due[1] trimestri del 2025, valutandolo adeguato all'attuale contesto macrofinanziario (cfr. nell'*Appendice* la tav. A11).

È stata costituita la prima parte della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB)[2], attivata lo scorso anno dall'Istituto per aumentare la capacità del sistema bancario di fronteggiare eventi inattesi, anche indipendenti dal ciclo economico e finanziario. Al 31 dicembre 2024 il SyRB in vigore per le banche autorizzate in Italia era pari allo 0,5 per cento delle esposizioni ponderate per il rischio di credito e di controparte verso i residenti nel nostro paese; in termini di CET1 la riserva per l'intero sistema bancario ammontava a 3,8 miliardi di euro. Secondo lo schema di graduale introduzione della misura, il tasso obiettivo dell'1,0 per cento dovrà essere raggiunto dagli intermediari entro il prossimo 30 giugno.

La Banca d'Italia ha valutato le richieste di riconoscimento relative a due misure macroprudenziali, una belga[3] e una norvegese[4]; ha deciso di riconoscere solo quella norvegese, prevedendo l'introduzione entro il 31 dicembre 2025 di un SyRB pari al 4,5 per cento delle esposizioni ponderate per il rischio verso i residenti in Norvegia[5].

Tra gli strumenti a disposizione dell'Istituto per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale rientra il potere di intervento previsto dal regolamento UE/2014/600. A questo fine vengono svolte periodicamente analisi dei rischi per la stabilità finanziaria che possono derivare dagli strumenti finanziari commercializzati, distribuiti o venduti in Italia o a partire dall'Italia[6]. Secondo le analisi più recenti su titoli e derivati[7], il volume dei *certificates* detenuti dalle famiglie italiane si è stabilizzato nella seconda metà del 2024 (cfr. il riquadro: *I* certificates *e la loro diffusione in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro* del capitolo 1). Contestualmente, è cresciuto il volume delle obbligazioni strutturate

1 Banca d'Italia, *Il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (countercyclical capital buffer, CCyB)*, comunicato stampa del 28 marzo 2025.

2 Banca d'Italia, *Attivazione della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico*, comunicato stampa del 26 aprile 2024.

3 Banca d'Italia, *Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale belga ai sensi della raccomandazione ESRB/2024/5*, 21 febbraio 2025.

4 Banca d'Italia, *Decisione di riconoscere una misura macroprudenziale norvegese ai sensi della raccomandazione ESRB/2024/7*, 14 marzo 2025.

5 Per bilanciare costi e benefici connessi con l'introduzione in Italia della misura norvegese, la Banca d'Italia ha deciso di riconoscerla applicando il principio del *de minimis*, esentando dall'applicazione della riserva gli enti creditizi italiani per i quali le esposizioni verso la Norvegia, calcolate a livello consolidato, sono inferiori a 5 miliardi di corone norvegesi in termini di attività ponderate per il rischio.

6 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 2024. 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.*

7 Banca d'Italia, *Il potere di intervento della Banca d'Italia sugli strumenti finanziari: valutazione periodica dei rischi per la stabilità finanziaria*, comunicato stampa del 24 aprile 2025.

e dei derivati, prevalentemente CDS, *swaptions* e opzioni esotiche[8]; le posizioni lunghe e corte detenute dai principali operatori di mercato risultano bilanciate e i rischi per la stabilità finanziaria associati a queste categorie di strumenti appaiono complessivamente limitati.

Il 13 dicembre 2024 si è tenuta la seconda riunione del Comitato per le politiche macroprudenziali[9]: durante l'incontro sono stati avviati i lavori per la preparazione della relazione sulle attività, pubblicata lo scorso 7 marzo[10]. Il documento illustra il ruolo e gli obiettivi del Comitato, offre una panoramica delle attività svolte nel corso dell'anno e delle decisioni di natura macroprudenziale adottate dalle autorità che lo compongono[11]. La relazione riporta anche una valutazione sui principali rischi per la stabilità del sistema finanziario italiano, che vengono ritenuti nel complesso contenuti e principalmente riconducibili all'evoluzione del contesto esterno. La prossima riunione del Comitato è prevista per il 13 giugno 2025.

[8] Le *swaptions* sono opzioni che conferiscono al detentore la facoltà di concludere un contratto swap su tassi di interesse a una data futura e a condizioni contrattuali predeterminate; le opzioni esotiche sono derivati più complessi rispetto alle opzioni *plain vanilla*, in quanto prevedono condizioni contrattuali non convenzionali.

[9] Comitato per le politiche macroprudenziali, *Verbale della riunione del 13 dicembre 2024*, 24 gennaio 2025.

[10] Comitato per le politiche macroprudenziali, *Relazione sulle attività. Anno 2024*, marzo 2025.

[11] Il Comitato è composto dal Governatore della Banca d'Italia, che lo presiede, dai Presidenti della Consob, della Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip) e dell'Ivass. Il Direttore generale del Tesoro partecipa alle riunioni senza diritto di voto.