



BANCA D'ITALIA

EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

aprile 2026

1 | 2026



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 1 / 2026
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, 2026**

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

Andrea Brandolini

Comitato di redazione

Alessio De Vincenzo e Pierluigi Bologna (coordinatori), Alessandra Albanese, Federico Apicella, Giulia Avola (Ivass), Paolo Cantatore, Ginette Eramo, Francesca Francetti, Eleonora Iachini, Michelina Lo Russo, Massimo Molinari, Luca Moller, Angelo Nunnari, Tommaso Orlando, Stefano Pasqualini (Ivass), Lilia Patrignani, Fabiana Sabatini, Giovanni Secondin, Giulio Carlo Venturi

Riquadri

Federico Apicella, Salvatore Ferrara, Luigi Infante, Gianmaria Marano, Giorgio Meucci, Luca Moller

Aspetti editoriali

Daniela Falcone, Fabrizio Martello, Silvia Mussolin

Grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 22 aprile 2026, salvo diversa indicazione

Questa pubblicazione è stata stampata su carta certificata Ecolabel UE (numero di registrazione: FI/011/001)

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	10
1.3 I mercati finanziari	13
1.4 I mercati immobiliari	16
1.5 Le famiglie e le imprese	18
2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI	23
2.1 Le banche	23
2.2 Le assicurazioni	36
2.3 L'industria del risparmio gestito	40
3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA	45

INDICE DEI RIQUADRI

L'esposizione dei residenti italiani e dell'area dell'euro ai titoli del settore tecnologico statunitense	9
Un indicatore composito del rischio sistemico relativo al ciclo finanziario italiano	11
Il tasso di deterioramento dei prestiti erogati alle imprese dalle banche meno significative	25
Il ricorso delle banche meno significative alla raccolta di depositi online all'estero: principali caratteristiche, rischi e azione di vigilanza	29

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'esplicito 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

Il conflitto in Medio Oriente ha aumentato le vulnerabilità dell'economia e del sistema finanziario a livello mondiale, in un contesto già caratterizzato da forti tensioni geopolitiche e commerciali e da elevata incertezza. Le previsioni di crescita mondiale sono state riviste al ribasso, le aspettative di inflazione hanno subito un rialzo e le condizioni finanziarie si sono irrigidite. Allo stesso tempo non sono venuti meno i rischi preesistenti di valutazioni eccessive sui mercati finanziari, soprattutto nel comparto tecnologico. Eventuali ulteriori aumenti dell'avversione al rischio degli investitori potrebbero avere ripercussioni sui segmenti più rischiosi del sistema finanziario internazionale.

In Italia i rischi maggiori per la stabilità finanziaria derivano dai fattori internazionali. Fino a febbraio la condizione macrofinanziaria del Paese e i rischi connessi con l'andamento ciclico erano stabili. Dopo lo scoppio delle ostilità sono aumentati i rendimenti dei titoli di Stato e, in misura contenuta, il loro differenziale rispetto ai titoli tedeschi; i corsi azionari sono considerevolmente diminuiti e, pur avendo da allora recuperato le perdite accumulate, restano esposti a significative oscillazioni. Il funzionamento dei mercati è rimasto ordinato.

La situazione finanziaria di famiglie e imprese è equilibrata, ma un peggioramento dello scenario macroeconomico potrebbe incidere sulla loro fiducia. Per le famiglie i rischi restano limitati grazie alla solidità patrimoniale e al basso indebitamento. Anche per le imprese il quadro appare nell'insieme stabile, sostenuto da un livello di debito contenuto e da una moderata espansione del credito. In un contesto di complessiva incertezza, i rincari dell'energia e dei costi di trasporto, pressioni inflazionistiche più persistenti e condizioni finanziarie meno accomodanti potrebbero avere ricadute sul potere d'acquisto delle famiglie e sui costi delle imprese, oltre che sulla loro fiducia.

Pur partendo da una posizione di solidità, gli intermediari finanziari sono esposti a rischi che potrebbero materializzarsi in caso di prolungamento del conflitto. L'aggravarsi del quadro geopolitico e l'aumento dell'incertezza possono esporre le banche a rischi: le condizioni di provvista e di liquidità potrebbero peggiorare qualora i rendimenti di mercato crescessero in maniera marcata; la qualità degli attivi potrebbe risentire di un deterioramento della capacità delle imprese di rimborsare i finanziamenti. Il sistema bancario italiano resta comunque caratterizzato da alti livelli di patrimonializzazione e redditività. Anche il settore assicurativo rimane solido, grazie all'elevata patrimonializzazione, alla crescita della raccolta premi e ai miglioramenti della redditività e delle condizioni di liquidità; l'incremento dei rendimenti sui titoli a reddito fisso potrebbe tuttavia determinare minusvalenze latenti.

La Banca d'Italia continua a monitorare i rischi della guerra in Medio Oriente per il contesto macrofinanziario; ha confermato le misure macroprudenziali in vigore nel 2025 e ha aggiornato i requisiti patrimoniali per gli istituti a rilevanza sistemica nazionale interessati da operazioni di concentrazione.

In questo Rapporto sono inclusi quattro riquadri tematici. Nel primo si analizzano gli investimenti dei residenti in Italia in titoli delle principali aziende del settore tecnologico statunitense e si conclude che l'esposizione è nel complesso limitata. Nel secondo si presenta un nuovo indicatore di rischio sistemico relativo al ciclo finanziario italiano. Nel terzo riquadro si mostra che il maggiore tasso di deterioramento del credito erogato dalle banche meno significative è attribuibile per lo più alle caratteristiche delle imprese affidate. Nel quarto si analizzano le specificità e i rischi del ricorso delle banche meno significative alla raccolta di depositi all'estero attraverso piattaforme online.

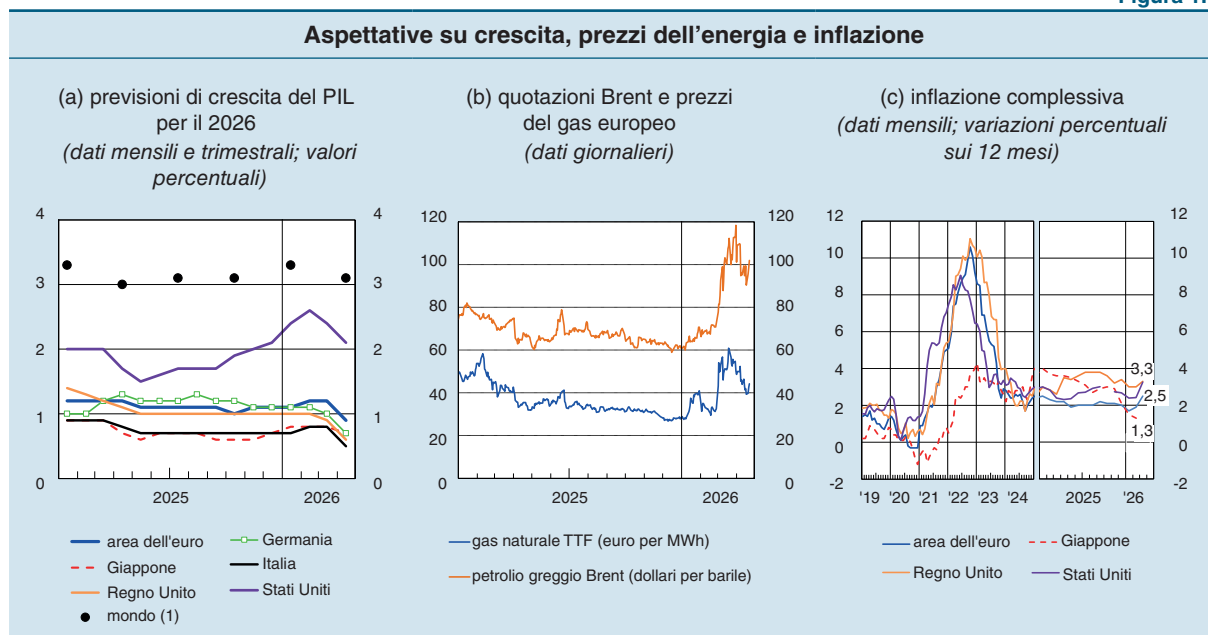
1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI GLOBALI E DELL'AREA DELL'EURO

Il conflitto in Medio Oriente ha determinato un marcato aumento delle vulnerabilità macroeconomiche e finanziarie, in un contesto già caratterizzato da forti tensioni geopolitiche e commerciali e da elevata incertezza. Le previsioni di crescita mondiale sono state riviste al ribasso, le aspettative di inflazione hanno registrato un rialzo e le condizioni finanziarie internazionali si sono rapidamente irrigidite. Eventuali ulteriori aumenti dell'avversione al rischio degli investitori potrebbero avere ripercussioni sui segmenti più vulnerabili del sistema finanziario.

I rincari energetici hanno peggiorato le prospettive per la crescita e per l'inflazione a livello mondiale. Nel 2025 la crescita globale si è mantenuta stabile, superiore a quanto previsto dopo l'acuirsi delle tensioni commerciali, ma il conflitto in Medio Oriente ha comportato una revisione al ribasso delle previsioni per il 2026 (fig. 1.1.a). Le gravi interruzioni del trasporto di prodotti energetici e di alcune materie prime essenziali attraverso lo Stretto di Hormuz – da cui transita circa il 20 per cento del commercio mondiale di petrolio e gas naturale – e la riduzione dell'operatività di diverse infrastrutture energetiche del Golfo Persico stanno determinando forti tensioni sui mercati. Rispetto allo scorso novembre, le quotazioni del greggio sono aumentate del 57 per cento, con picchi che hanno superato i 118 dollari al barile, mentre i prezzi di riferimento del gas naturale sul mercato europeo (Title Transfer Facility, TTF) sono saliti del 40 per cento, arrivando a 44 euro per megawattora alla fine di aprile (fig. 1.1.b).

Figura 1.1

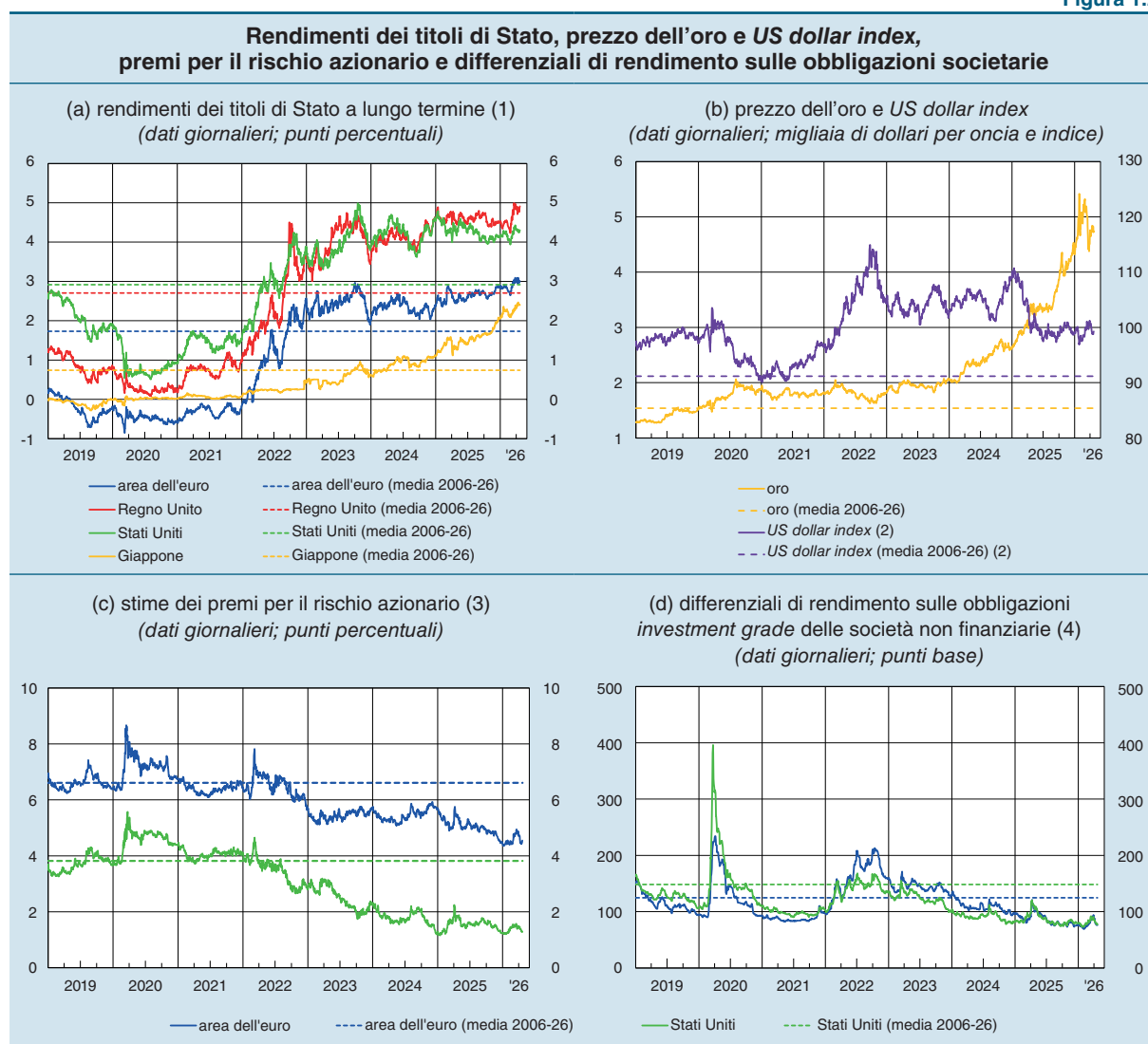


Fonte: per le previsioni di crescita del PIL, Consensus Economics (per i dati mensili) e FMI, *World Economic Outlook* (per i dati trimestrali); per petrolio e gas, LSEG Datastream; per l'inflazione, statistiche nazionali.
(1) Previsioni di crescita del PIL dell'FMI.

I rincari energetici hanno sospinto l'inflazione, con effetti già visibili a marzo (fig. 1.1.c). Le maggiori banche centrali si mantengono caute e seguono attentamente l'evolversi della situazione, mentre le aspettative di mercato sui tassi ufficiali per il 2026 si sono riposizionate su un profilo meno espansivo.

Le condizioni finanziarie globali si sono deteriorate. Nelle principali economie avanzate i rendimenti dei titoli di Stato sono cresciuti (fig. 1.2.a), soprattutto per le scadenze più brevi. Contrariamente a quanto avvenuto nelle fasi di tensione del 2025, il dollaro statunitense si è apprezzato in seguito allo scoppio del conflitto (fig. 1.2.b), anche per effetto della minore esposizione degli Stati Uniti allo

Figura 1.2



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, il Regno Unito e il Giappone, rendimento del titolo di Stato decennale. – (2) L'indice è calcolato come una media ponderata dei tassi di cambio del dollaro rispetto a euro, yen, sterlina, dollaro canadese, corona svedese e franco svizzero. Scala di destra. – (3) 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. – (4) 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 le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli delle società.

shock nei mercati energetici. Il prezzo dell'oro, dopo aver raggiunto a gennaio nuovi massimi storici sostenuto anche da dinamiche di natura speculativa, si è ridotto. Sebbene la volatilità sia cresciuta e i corsi azionari siano diminuiti in seguito allo scoppio del conflitto, i mercati hanno rapidamente recuperato le perdite dopo l'avvio delle prime trattative diplomatiche. Rimangono tuttavia esposti a potenziali correzioni.

Malgrado il peggioramento del contesto macrofinanziario, la propensione al rischio degli investitori si conferma elevata. I premi per il rischio azionario restano compressi (fig. 1.2.c); si è osservata una riallocazione dei portafogli verso settori ritenuti più difensivi, in particolare verso il comparto energetico. Nonostante il calo, le valutazioni si mantengono elevate, soprattutto negli Stati Uniti e nel settore tecnologico. I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie si sono lievemente ampliati, ma si confermano nel complesso contenuti (fig. 1.2.d); tale ampliamento potrebbe divenire più significativo qualora aumentassero la durata e l'intensità del conflitto mediorientale.

Permane l'incertezza intorno all'adozione e agli effetti dell'intelligenza artificiale. I rischi per la stabilità generati dalla guerra si sommano a quelli preesistenti derivanti dal rapido sviluppo del comparto tecnologico. L'incertezza legata all'adozione dell'intelligenza artificiale e i timori relativi al crescente indebitamento delle grandi società tecnologiche si sono già riflessi sul mercato del credito, in particolare nei premi sui credit default swap (CDS) di alcune società maggiormente esposte all'indebitamento e nel comparto del private credit¹. In quest'ultimo settore le richieste di rimborso degli investitori stanno riducendo la liquidità dei fondi; alcune recenti svalutazioni dei prestiti, inoltre, hanno aumentato le preoccupazioni sulla qualità dei crediti, anche per la scarsa trasparenza del comparto. Tuttavia l'esposizione dei residenti italiani e dell'area dell'euro ai titoli del settore tecnologico degli Stati Uniti risulta contenuta (cfr. il riquadro: *L'esposizione dei residenti italiani e dell'area dell'euro ai titoli del settore tecnologico statunitense*).

L'ESPOSIZIONE DEI RESIDENTI ITALIANI E DELL'AREA DELL'EURO AI TITOLI DEL SETTORE TECNOLOGICO STATUNITENSE¹

Dal 2022 è significativamente aumentata la capitalizzazione delle cosiddette Magnifiche 7² e delle altre aziende del settore tecnologico statunitense, raggiungendo circa 20.000 miliardi di euro. Di recente sono emersi dubbi sulle effettive possibilità di crescita e di redditività delle imprese del comparto, e quindi sulla corrispondenza tra le attuali valutazioni e le prospettive di redditività.

Alla fine del terzo trimestre del 2025 meno dell'1 per cento delle attività finanziarie degli investitori italiani (famiglie, imprese, intermediari finanziari) era riconducibile, direttamente o indirettamente³, ai titoli emessi dal settore tecnologico statunitense (figura, pannello a), una quota non dissimile da quella del complesso dell'area dell'euro. L'esposizione era per circa tre quarti acquisita mediante l'investimento in quote di fondi comuni. Considerando solo l'investimento diretto, il peso del comparto tecnologico statunitense era lievemente più rilevante in Italia rispetto all'area (rispettivamente 13 e 12 per cento del portafoglio azionario).

¹ A cura di Federico Apicella e Luigi Infante.

² Si tratta delle sette maggiori società attive nel settore tecnologico quotate nello S&P 500: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla.

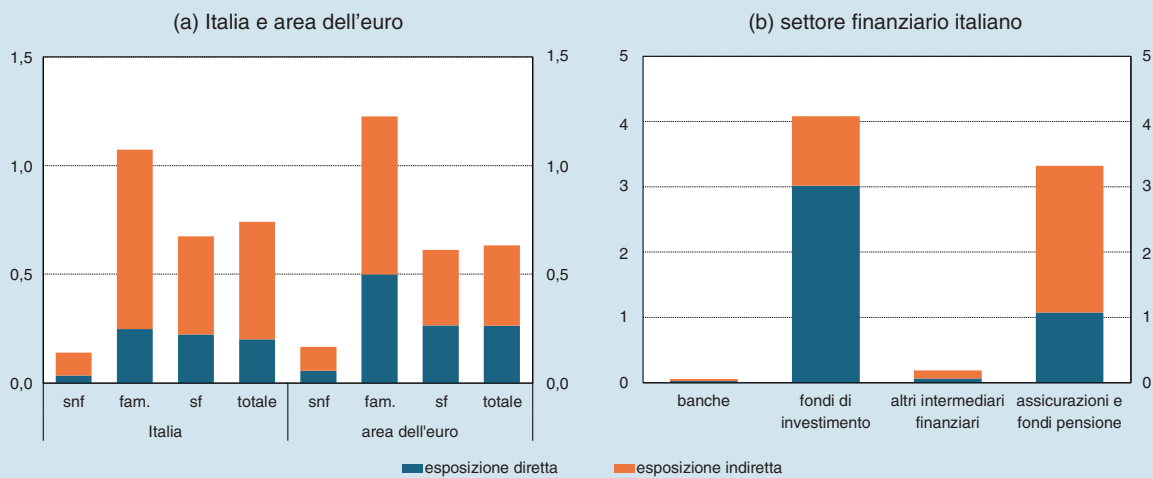
³ Vengono considerati gli strumenti finanziari detenuti sia direttamente sia in modo indiretto mediante l'investimento in quote di fondi comuni (*look-through*).

¹ Il private credit è una forma di finanziamento non bancario, in cui fondi di investimento specializzati erogano credito attraverso prestiti o strumenti di debito non quotati ad aziende tipicamente di piccola o media dimensione.

Nel settore non finanziario, gli investimenti delle imprese italiane e dell'area dell'euro nel comparto tecnologico statunitense erano trascurabili; l'esposizione era relativamente maggiore per le famiglie (1,1 per cento in Italia e 1,2 nell'area). All'interno del settore finanziario italiano l'incidenza era superiore per i fondi di investimento (4,1 per cento delle attività finanziarie) e per le assicurazioni e i fondi pensione (3,3 per cento), mentre era marginale per le banche e per gli altri intermediari finanziari (figura, pannello b).

Figura

Esposizione ai titoli del comparto tecnologico statunitense in rapporto alle attività finanziarie dei settori detentori (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Securities Holdings Statistics by Sector.

(1) Al fine di valutare le esposizioni complessive dei settori istituzionali, oltre agli strumenti finanziari direttamente detenuti, vengono considerate anche le detenzioni indirette mediante l'investimento in quote di fondi comuni (approccio *look-through*). Il grafico fa riferimento sia all'esposizione diretta sia a quella indiretta. Il settore finanziario (sf) include le banche, i fondi di investimento, le assicurazioni e i fondi pensione e altri intermediari finanziari (fra i quali rientrano, tra gli altri, società veicolo, operatori su valori mobiliari e derivati e società finanziarie erogatrici di prestiti). Il settore non finanziario (snf) include le imprese non finanziarie. Il settore famiglie include le famiglie e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Il totale è calcolato sommando il settore non finanziario, le famiglie e il settore finanziario.

1.2 LA CONDIZIONE MACROFINANZIARIA DELL'ITALIA

Fino a febbraio non erano cambiate né la condizione macrofinanziaria dell'Italia né le vulnerabilità connesse con l'andamento del ciclo finanziario. Il quadro è mutato con lo scoppio del conflitto in Medio Oriente: il forte rialzo dei prezzi energetici, l'incertezza sulla loro evoluzione e l'imprevedibilità della situazione geopolitica globale aumentano i rischi per la stabilità finanziaria.

Le condizioni sui mercati finanziari hanno risentito dello scoppio del conflitto. Gli indicatori aggregati non segnalavano fino allo scorso febbraio cambiamenti significativi nei rischi per la stabilità finanziaria. Successivamente, le condizioni sui mercati finanziari e dei titoli pubblici hanno tuttavia risentito del deterioramento del quadro geopolitico e dell'incremento della volatilità osservato dopo l'inizio delle ostilità in Medio Oriente (cfr. il paragrafo 1.3). A fronte di vulnerabilità di natura ciclica che sono rimaste nel complesso contenute anche nel primo trimestre del 2026 (cfr. il riquadro: *Un indicatore composito del rischio sistemico relativo al ciclo finanziario italiano*), l'indicatore di stress finanziario (fig. 1.3.a) è aumentato in modo marcato, superando i livelli di un anno fa, ma restando al di sotto del suo valore mediano degli ultimi due decenni.

UN INDICATORE COMPOSITO DEL RISCHIO SISTEMICO RELATIVO AL CICLO FINANZIARIO ITALIANO¹

I rischi macrofinanziari di natura ciclica in Italia rimangono contenuti sulla base delle evidenze più recenti fornite da un nuovo indicatore composito del rischio sistemico relativo al ciclo finanziario domestico.

Negli ultimi anni diverse autorità europee hanno ampliato l'insieme delle informazioni per la valutazione dei rischi macrofinanziari di natura ciclica, introducendo nuove misure di rischio composite che consentono di superare la tradizionale enfasi sull'andamento del credito e di offrire una lettura più articolata delle vulnerabilità emergenti.

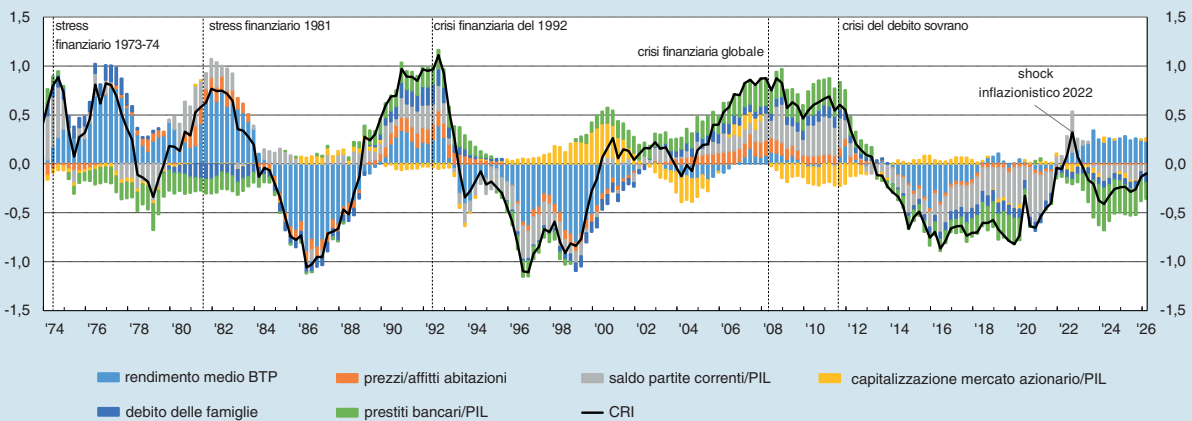
In questo contesto, un recente studio propone un indicatore composito del rischio sistemico relativo al ciclo finanziario (*cyclical risk indicator*, CRI) per l'Italia².

Il CRI è stato costruito a partire da un insieme di variabili comunemente impiegate in letteratura per la loro capacità di anticipare le crisi finanziarie. Tra esse, sono state selezionate quelle che si sono dimostrate maggiormente in grado di predire gli episodi di stress macrofinanziario verificatisi nel nostro paese negli ultimi cinquant'anni.

Il CRI è composto da sei grandezze³: (a) rendimento dei buoni del Tesoro poliennali; (b) rapporto tra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione; (c) saldo delle partite correnti in rapporto al PIL (con segno invertito); (d) capitalizzazione del mercato azionario in rapporto al PIL; (e) debito delle famiglie in termini reali; (f) prestiti bancari al settore privato non finanziario in rapporto al PIL.

Figura

CRI e sue componenti (1)
(dati trimestrali; media ponderata di variabili standardizzate)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OECD, LSEG e BIS.

(1) La figura mostra la serie trimestrale del CRI per il periodo compreso tra il 4° trimestre del 1973 e il 1° trimestre del 2026, insieme ai contributi delle sue componenti (normalizzate e ponderate) riportate nella legenda, ossia: la variazione a 16 trimestri del rendimento medio dei BTP (ponderata al 33 per cento); il rapporto tra i prezzi delle abitazioni e i canoni di locazione (ponderato al 10 per cento); il rapporto tra il saldo delle partite correnti e il PIL (invertito di segno, ponderato al 20 per cento); la variazione a 16 trimestri del rapporto tra la capitalizzazione del mercato azionario e il PIL (ponderata al 10 per cento); il tasso di crescita a 16 trimestri del credito bancario alle famiglie corretto per l'inflazione (ritardato di 14 trimestri, ponderato al 10 per cento); la variazione a 12 trimestri del rapporto tra il credito bancario al settore privato non finanziario e il PIL (ponderata al 17 per cento). I valori riferiti al 1° trimestre del 2026 sono provvisori.

¹ A cura di Luca Moller.

² L. Moller, *A composite indicator of systemic risk related to the Italian financial cycle*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 1007, 2026.

³ Per una descrizione più dettagliata delle variabili che compongono il CRI, cfr. la nota 1 della figura.

Le analisi mostrano che il CRI fornisce informazioni aggiuntive sia rispetto ai singoli indicatori che lo compongono, sia rispetto allo scostamento del rapporto tra credito e PIL dal suo trend di lungo periodo (*credit-to-GDP gap*)⁴.

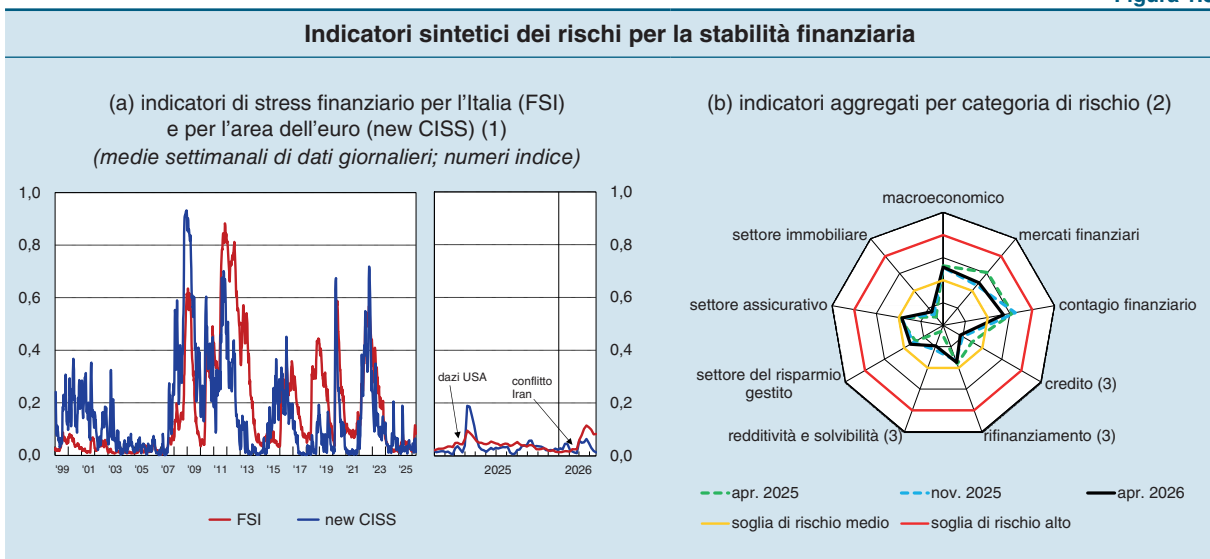
L'indicatore avrebbe fornito un segnale utile per anticipare i più importanti episodi di stress finanziario registrati in Italia nel periodo esaminato, incluse le crisi del 1991-92 e del 2011-12.

Gli ultimi dati disponibili, relativi al primo trimestre del 2026, suggeriscono che il profilo di rischio ciclico resta coerente con una fase di contenuta accumulazione di vulnerabilità (figura). Le principali fonti di rischio appaiono riconducibili alle possibili ricadute del significativo aumento dei tassi di interesse osservato negli ultimi anni.

⁴ La normativa europea individua nel *credit-to-GDP gap* il principale indicatore di riferimento per la fissazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer, CCyB*).

A fronte dei rischi esterni, in Italia permangono condizioni macrofinanziarie complessivamente stabili. Costituiscono punti di forza la solidità del sistema bancario (cfr. fig. 1.3.b e il paragrafo 2.1), la posizione creditoria netta sull'estero, il buon andamento degli investimenti, la bassa disoccupazione e la tenuta dei consumi privati. Le prospettive di crescita rimangono tuttavia deboli e incerte. Il prodotto è salito dello 0,5 per cento nel 2025 e si stima che aumenti all'incirca allo stesso ritmo nel 2026. Negli scenari avversi, caratterizzati da conseguenze più gravi del conflitto mediorientale, sono elevati i rischi che la crescita sia più bassa e l'inflazione più alta rispetto allo scenario di base².

Figura 1.3



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 L. Moller, *L'indicatore composito di stress finanziario per l'Italia: un aggiornamento metodologico*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 49, 2026. 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. – (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.

² Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 3 aprile 2026. Per un raffronto con l'area dell'euro, cfr. BCE, *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*, marzo 2026.

I saldi di finanza pubblica continuano a migliorare: l'indebitamento netto nello scorso anno si è ridotto al 3,1 per cento del prodotto, grazie all'aumento dell'avanzo primario di 0,3 punti percentuali (allo 0,8 per cento del PIL).

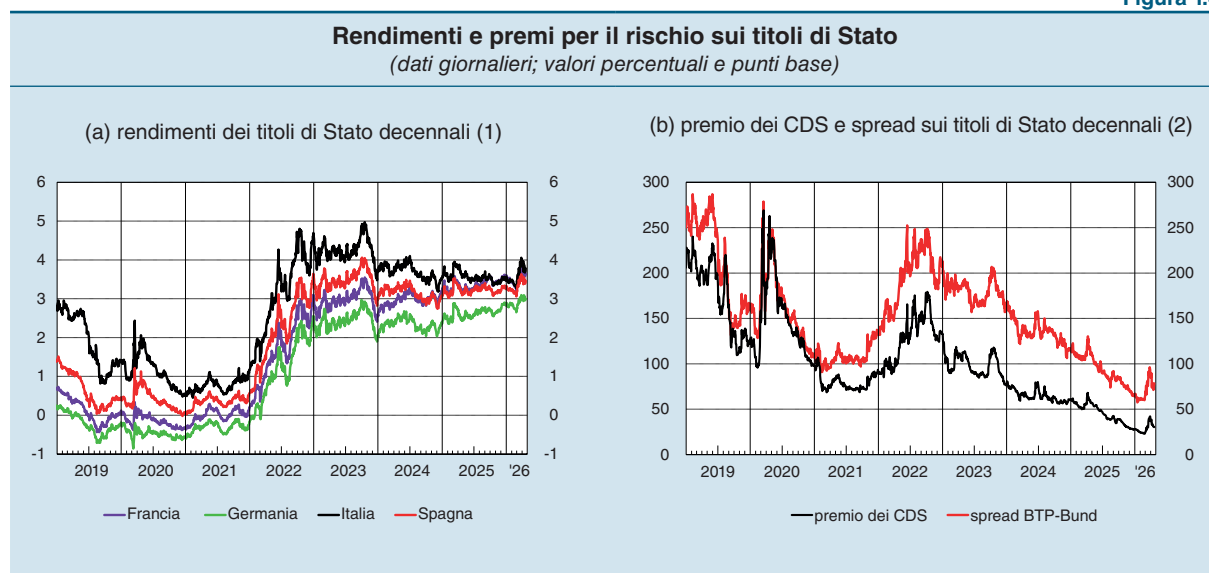
L'elevato peso del debito pubblico rimane una fonte di vulnerabilità, in special modo in presenza di tensioni sui mercati finanziari internazionali. Ne è evidenza l'aumento del differenziale tra i titoli pubblici italiani e quelli tedeschi osservato immediatamente dopo lo scoppio della guerra in Medio Oriente (cfr. il paragrafo 1.3). Il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto alla fine del 2025 è salito di 2,4 punti percentuali, al 137,1 per cento, in misura superiore alle attese. Secondo le più recenti stime ufficiali contenute nel *Documento di finanza pubblica 2026*, esso crescerà anche nel 2026 per poi ridursi gradualmente negli anni successivi³.

1.3 I MERCATI FINANZIARI

I mercati finanziari italiani hanno risentito dello scoppio del conflitto mediorientale e dello shock energetico: sono aumentati i rendimenti dei titoli di Stato italiani e, in misura minore, il loro differenziale rispetto ai titoli tedeschi; i corsi azionari hanno recuperato le perdite accumulate dall'inizio della guerra, ma restano esposti a significative oscillazioni. Il funzionamento dei mercati rimane ordinato.

I rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati dallo scoppio del conflitto (fig. 1.4.a). Il differenziale di rendimento tra i titoli italiani e quelli tedeschi, dopo aver toccato un picco di circa 100 punti base, si è riportato su valori storicamente contenuti e di poco superiori a quelli osservati alla fine di febbraio (fig. 1.4.b).

Figura 1.4



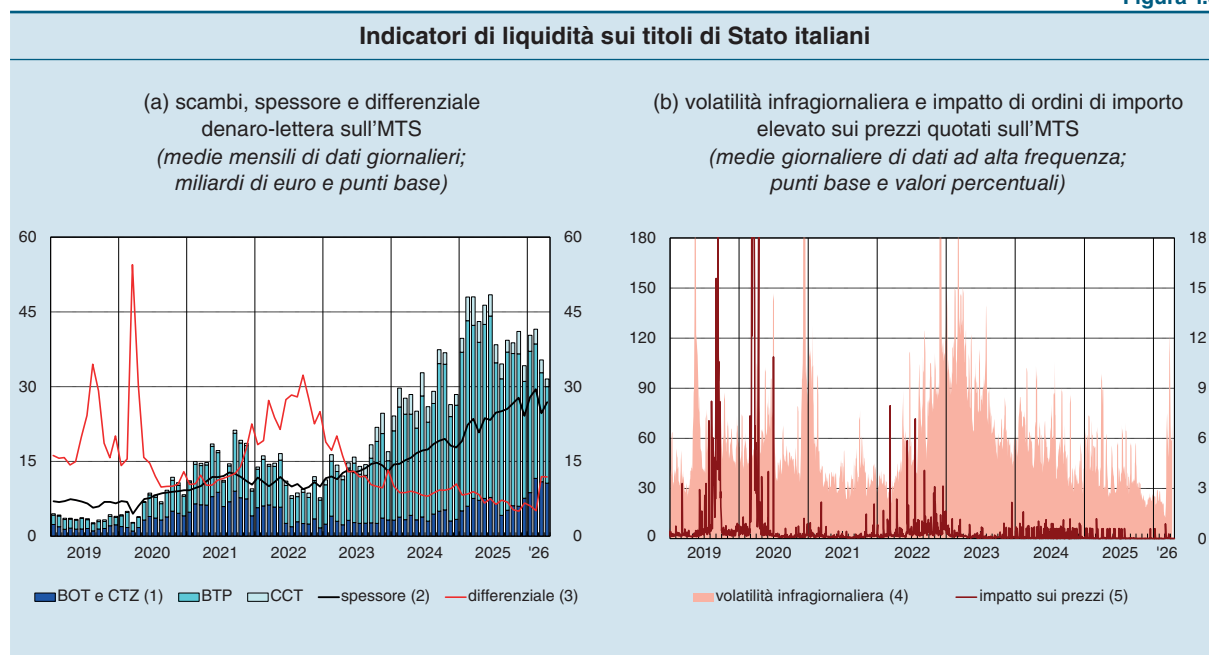
Fonte: elaborazioni su dati LSEG e ICE Data Derivatives UK Limited.

(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.

³ Per ulteriori dettagli, cfr. *Audizione preliminare all'esame del Documento di finanza pubblica 2026*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Commissioni riunite 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 28 aprile 2026.

Le condizioni di liquidità sul mercato secondario dei titoli di Stato si sono leggermente indebolite dall'inizio di marzo. I volumi, pur restando consistenti, hanno registrato una flessione a fronte dell'incertezza su effetti e durata del conflitto (fig. 1.5.a). La volatilità infragiornaliera è aumentata, il differenziale denaro-lettera dei BTP si è ampliato e le quantità quotate dai *market makers* si sono ridotte. Si è invece mantenuta solida la capacità del mercato di assorbire ordini di ammontare elevato senza impatti significativi sui prezzi (fig. 1.5.b). Il premio connesso con la scarsità dei titoli (*specialness*) non ha mostrato tensioni di rilievo.

Figura 1.5



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

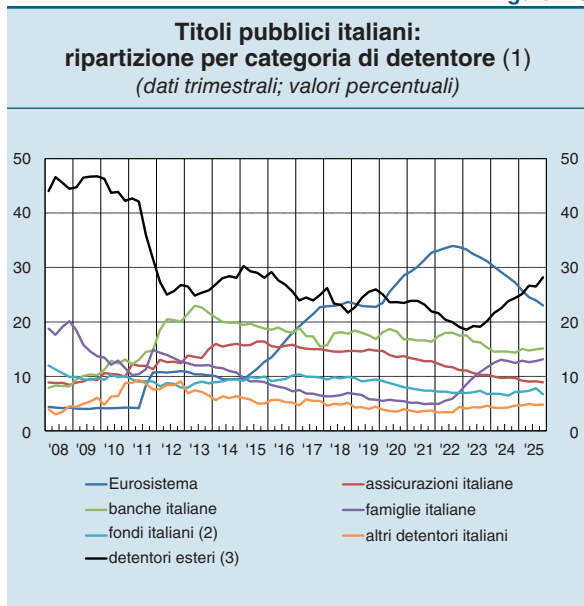
(1) A partire da ottobre 2022 la serie include solo i dati sui BOT in quanto le consistenze dei CTZ si sono azzerate in seguito all'interruzione dei collocamenti di questa tipologia di titoli e al rimborso degli ultimi CTZ giunti a scadenza. – (2) Media delle quantità in denaro e lettera rilevate durante 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. – (4) Misura di volatilità (*realized volatility*) basata sui rendimenti infragiornalieri del BTP benchmark decennale calcolati ogni 5 minuti; media mobile a 5 giorni di valori annualizzati. Scala di destra. – (5) 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.

Nella seconda metà del 2025 è aumentata ulteriormente la quota di titoli di Stato italiani detenuta da investitori esteri. Tale quota rimane comunque su valori più contenuti di quelli registrati negli altri principali paesi dell'area dell'euro. La percentuale detenuta dalle famiglie e dalle banche italiane è leggermente salita (cfr. il paragrafo 1.5), mentre si sono ridotte le quote riconducibili all'Eurosistema e ai fondi di investimento italiani (fig. 1.6).

Negli ultimi anni l'attività in titoli di Stato dei fondi diversi da quelli monetari, tra cui gli *hedge fund*, è cresciuta sia nel mercato a pronti sia in quello dei pronti contro termine (PCT). Dalla metà del 2024 la posizione debitoria netta di tali fondi nei PCT che utilizzano i titoli pubblici italiani come garanzia è divenuta positiva, indicando un impiego di questi strumenti a fini di raccolta di liquidità; dinamiche simili si riscontrano anche a livello dell'area dell'euro⁴. Questi intermediari contribuiscono di norma alla liquidità degli scambi; tuttavia, in presenza di condizioni di finanziamento più tese e in funzione delle strategie di investimento adottate,

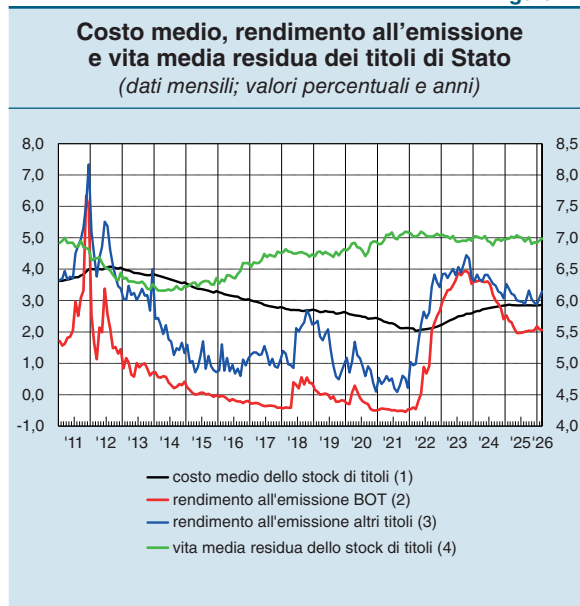
⁴ BCE, *Financial Stability Review*, novembre 2025.

Figura 1.6



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*). I valori riferiti al 4° trimestre del 2025 sono provvisori. – (3) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e da gestioni e fondi comuni *round trip*. I valori riferiti al 4° trimestre del 2025 sono provvisori.

Figura 1.7



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

(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; sono esclusi i prestiti della Commissione europea e i prestiti esteri. Scala di destra.

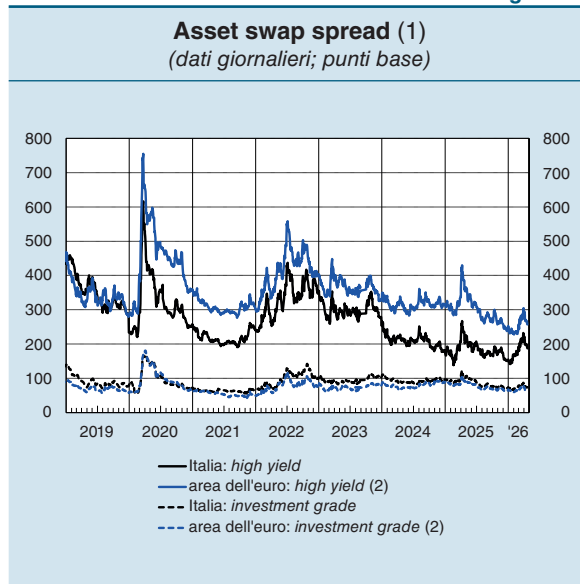
potrebbero essere indotti a ridurre rapidamente le proprie posizioni, con possibili ripercussioni sulla volatilità dei rendimenti.

Sul mercato primario dei titoli di Stato l'attività di collocamento è proseguita in modo regolare. I volumi sono cresciuti nel comparto a medio e a lungo termine, anche grazie al contributo dell'emissione del BTP Valore lo scorso marzo. Rispetto a ottobre i rendimenti all'emissione sono in lieve rialzo; il costo medio dei titoli in circolazione ha raggiunto il 2,86 per cento (fig. 1.7). La vita media residua resta prossima ai sette anni.

Le condizioni nel mercato delle obbligazioni societarie si mantengono distese. Dallo scorso febbraio il differenziale di rendimento tra i titoli emessi dalle imprese non finanziarie italiane e i tassi privi di rischio (asset swap spread) è rimasto sostanzialmente stabile, sia nel comparto *investment grade* sia in quello *high yield* (fig. 1.8).

Il mercato azionario resta esposto a oscillazioni significative in connessione con l'evol-

Figura 1.8

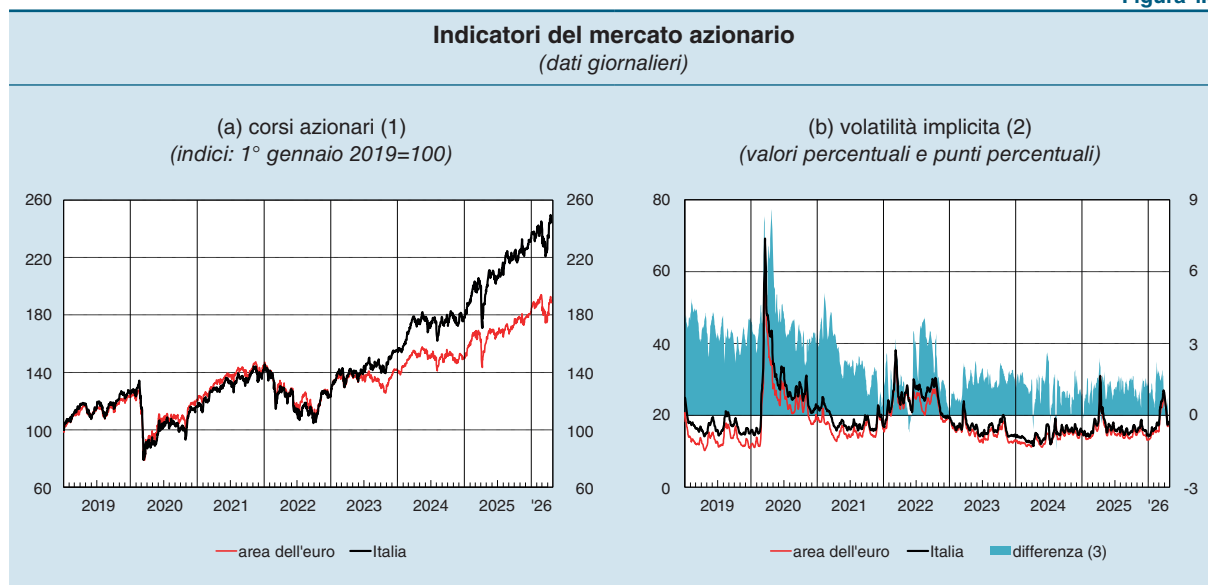


Fonte: elaborazioni su dati ICE BofAML.

(1) Asset swap spread ponderati per le capitalizzazioni 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.

luzione della guerra in Medio Oriente. In seguito all'annuncio della tregua all'inizio di aprile, l'indice azionario italiano ha recuperato le perdite accumulate dallo scoppio del conflitto, facendo registrare un guadagno del 7 per cento da novembre (fig. 1.9.a). Inoltre, nonostante il perdurare di condizioni di forte incertezza, gli indicatori di rischio non evidenziano particolari fragilità: la volatilità implicita si è riportata su valori poco distanti da quelli osservati alla fine di febbraio (fig. 1.9.b) e l'indicatore *risk reversal*⁵ non segnala aspettative di ribassi dei corsi azionari.

Figura 1.9



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) 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'indice azionario italiano e quello dell'area dell'euro. Scala di destra.

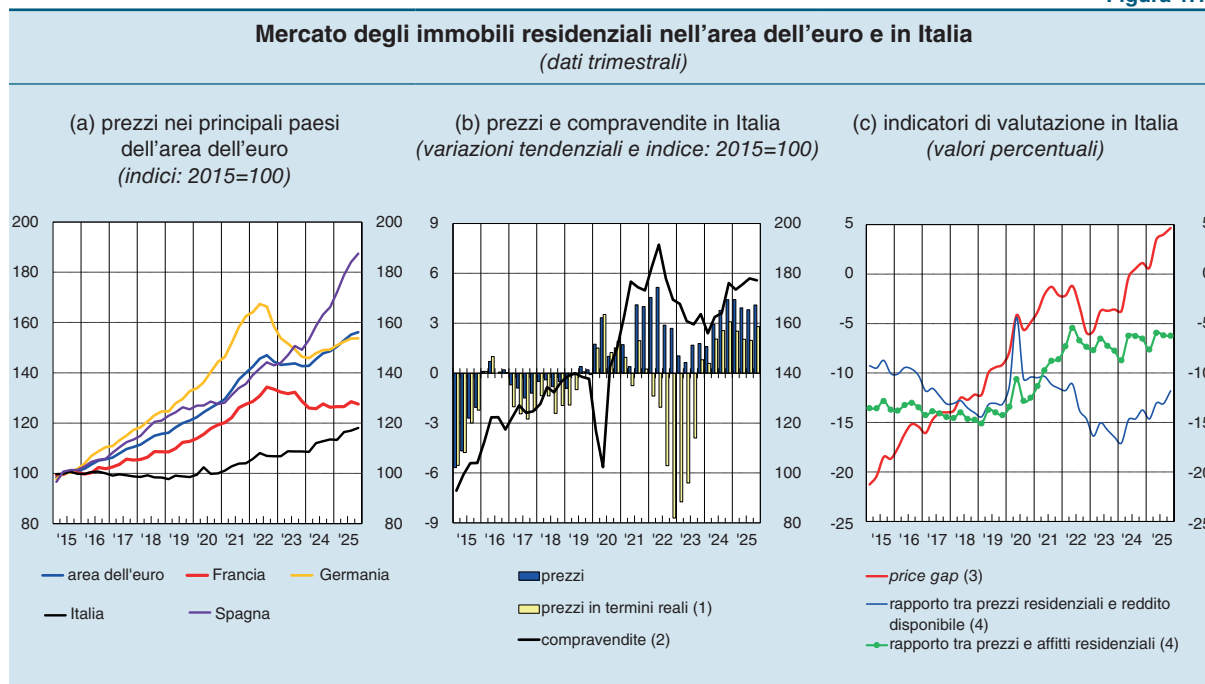
1.4 I MERCATI IMMOBILIARI

I prezzi delle abitazioni continuano a crescere sia in Italia sia nei principali paesi dell'area dell'euro. Nel mercato italiano non si rilevano segnali di sopravvalutazione.

I prezzi delle abitazioni hanno registrato ulteriori incrementi nel quarto trimestre del 2025. Nell'area dell'euro sono saliti del 5,1 per cento sul corrispondente periodo del 2024 (fig. 1.10.a): le quotazioni hanno continuato ad aumentare in Germania e in Francia, e in modo più sostenuto in Spagna (12,9 per cento). In Italia il rialzo è proseguito (4,1 per cento; fig. 1.10.b), anche in termini reali; il volume delle compravendite si conferma pressoché stabile.

Tra gli indicatori di valutazione, lo scostamento dell'indice dei prezzi dalla sua media di lungo periodo (*price gap*) resta su valori positivi, mentre in rapporto al reddito disponibile e agli affitti i prezzi rimangono inferiori alla media di lungo periodo (fig. 1.10.c).

⁵ L'indicatore, calcolato come la differenza fra la volatilità implicita di opzioni put e call, misura il prezzo relativo delle opzioni che proteggono da una discesa dell'indice azionario rispetto a quelle che traggono profitto da un suo aumento.

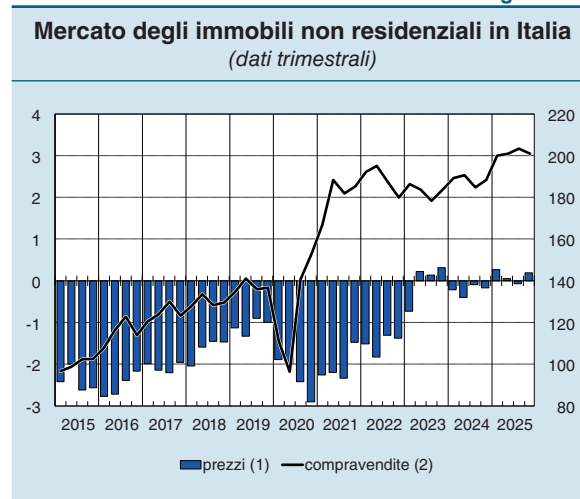


(1) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (2) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra. – (3) Il *price gap* è definito come deviazione percentuale dell'indice dei prezzi delle abitazioni in termini reali dal suo andamento di lungo periodo (circa 30 anni). – (4) I dati sono espressi in deviazione percentuale rispetto alla media di lungo periodo.

Prima dello scoppio del conflitto in Medio Oriente, i giudizi degli agenti immobiliari raccolti nel *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* indicavano una domanda di abitazioni e attese di prezzi in crescita nel primo trimestre del 2026⁶.

Secondo nostre stime, coerenti con lo scenario macroeconomico pubblicato dalla Banca d'Italia nel mese di aprile, l'incremento dei prezzi nominali delle abitazioni si attenuerebbe nel corso del 2026 e nei successivi due anni⁷.

Nel quarto trimestre del 2025 in Italia le quotazioni degli immobili non residenziali sono rimaste stabili. Le compravendite sono aumentate (fig. 1.11). I prezzi hanno continuato a crescere in Germania e in Francia (rispettivamente del 3,5 e dell'1,9 per cento nel confronto con i dodici mesi precedenti).



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.

⁶ Si tratta dei giudizi raccolti tra gennaio e febbraio.

⁷ 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.

1.5 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

Le famiglie

I rischi provenienti dalla condizione finanziaria delle famiglie si confermano contenuti, grazie alla loro situazione patrimoniale solida e al basso livello di indebitamento. Le prospettive sono tuttavia rese più incerte dal conflitto in Medio Oriente. Pressioni inflazionistiche persistenti e condizioni finanziarie meno accomodanti potrebbero avere effetti significativi sul potere d'acquisto, sul costo del credito e sulla fiducia.

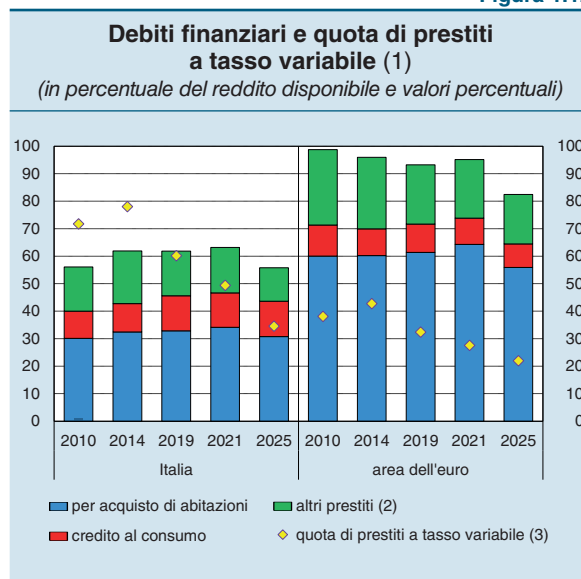
Le aspettative delle famiglie sono peggiorate a seguito dello scoppio del conflitto. Le ultime rilevazioni dell'Istat sulla fiducia dei consumatori e delle imprese segnalano che dall'inizio delle ostilità le attese sulla situazione finanziaria personale e sul quadro economico generale si sono deteriorate marcatamente; è inoltre diminuita la propensione a effettuare spese rilevanti. Nel secondo semestre del 2025 il potere d'acquisto delle famiglie ha comunque continuato ad aumentare, anche se in misura minore. La propensione al risparmio è diminuita, ma si colloca ancora attorno ai valori del periodo pre-pandemico (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2026).

Secondo i dati preliminari dei conti finanziari, nel 2025 la ricchezza finanziaria è cresciuta. Nell'ultimo semestre dell'anno le famiglie hanno disinvestito da azioni e partecipazioni, in misura modesta da depositi a termine e obbligazioni delle società non finanziarie. I depositi a vista sono aumentati. Gli investimenti si sono orientati soprattutto verso i titoli di Stato a medio e a lungo termine e verso gli strumenti del risparmio gestito, i primi trainati in particolare dalle emissioni dedicate del Tesoro, i secondi sospinti sia dalla componente dei fondi comuni (in prevalenza obbligazionari; cfr. il paragrafo 2.3), sia da quella delle assicurazioni del ramo vita (cfr. il paragrafo 2.2).

L'indebitamento rimane contenuto, in particolare quello a tasso variabile. A seguito della ripresa del credito, il rapporto tra indebitamento e reddito disponibile è tornato a salire nel secondo semestre del 2025, ma si è comunque collocato sui valori minimi dalla crisi finanziaria globale (55,8 per cento, oltre 25 punti percentuali meno dell'area dell'euro; fig. 1.12).

Nella seconda metà dello scorso anno la crescita del credito si è fatta più sostenuta (3,3 per cento a dicembre; fig. 1.13). L'andamento dei prestiti continua a essere sospinto soprattutto dall'accelerazione di quelli per l'acquisto di abitazioni, che a febbraio sono aumentati del 3,5 per cento. L'incidenza dei mutui a tasso variabile sul totale di quelli in essere ha raggiunto alla fine del 2025 un nuovo minimo storico (26,1 per cento), al quale ha anche contribuito l'erogazione di prestiti per l'acquisto di abitazioni a tasso variabile per una quota che si è attestata attorno al 10 per cento per gran parte dell'anno. Nei primi due mesi del 2026, i nuovi mutui a tasso variabile sono stati quasi il 20 per cento del totale per la prima volta dal gennaio del 2024. Nel mese di febbraio i tassi di interesse sono stati pari rispettivamente al 3,1 e al 3,5 per cento per le nuove erogazioni a tasso variabile e a tasso fisso.

Figura 1.12



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

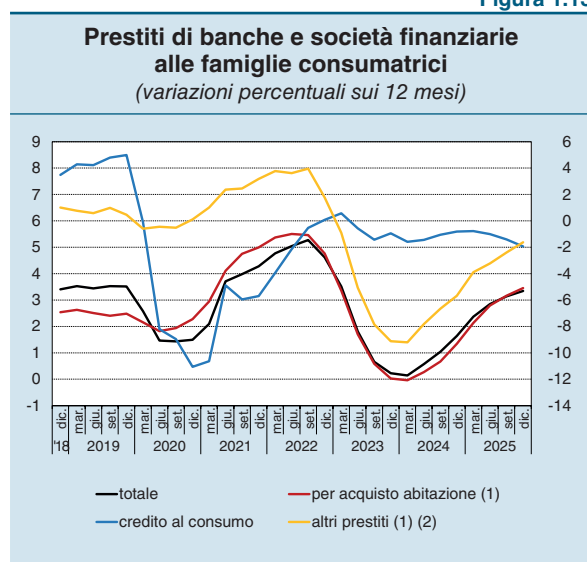
(1) Dati di fine periodo riferiti a famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per il 2025 gli ultimi dati disponibili per il rapporto tra debiti finanziari e reddito disponibile dell'area dell'euro, si riferiscono a settembre. – (2) Altre forme di finanziamento: le più rilevanti sono le aperture di credito in conto corrente e i mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo. – (3) Rientrano in questa categoria i prestiti con periodo di rideterminazione del tasso inferiore a 1 anno. Sono esclusi i prestiti per finalità di consumo erogati da società finanziarie. Scala di destra.

Il credito al consumo ha rallentato, in particolare la componente dei prestiti finalizzati, verosimilmente in connessione con la riduzione della domanda di veicoli. Il costo complessivo del credito al consumo è rimasto alto, al 10,3 per cento a febbraio, ma in diminuzione di circa 20 punti base dal valore massimo del 2025, osservato dodici mesi prima.

Nel quarto trimestre dello scorso anno la qualità del credito si è mantenuta elevata, con un tasso di deterioramento dello 0,6 per cento, vicino ai minimi storici (cfr. il paragrafo 2.1). Per il credito al consumo⁸ l'indicatore di ingresso in deterioramento si è confermato sui livelli di giugno (2,3 per cento), mentre per la cessione del quinto è aumentato (all'1,9, dall'1,4 per cento).

La vulnerabilità finanziaria delle famiglie aumenterebbe nel 2026, ma rimarrebbe nel complesso contenuta. L'andamento effettivo dipenderà criticamente dall'evolversi del conflitto in Medio Oriente. Secondo le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia⁹ (fig. 1.14), coerenti con le più recenti previsioni macroeconomiche dell'Istituto, nel corso del 2026 la quota di debito detenuto dalle famiglie vulnerabili raggiungerebbe l'8,5 per cento del totale (dal 7,6 del 2025), per via dell'incremento dei costi del servizio del debito e del rallentamento del reddito disponibile. In presenza di uno scenario particolarmente avverso in termini di reddito disponibile e condizioni finanziarie più restrittive, il debito riconducibile alle famiglie vulnerabili salirebbe al 9,7 per cento.

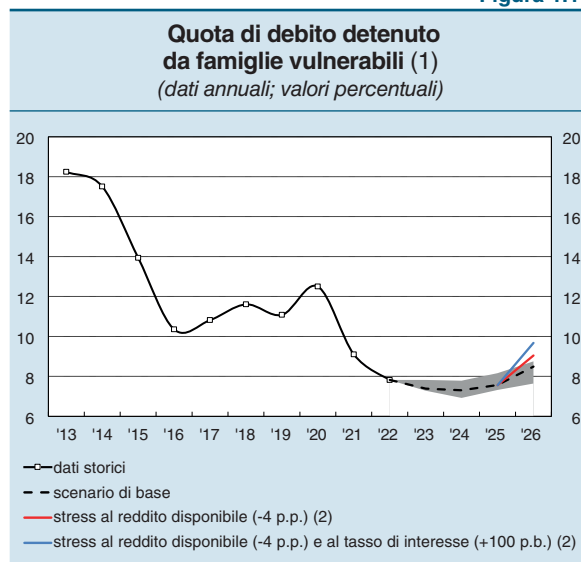
Figura 1.13



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

Figura 1.14



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, che già riflette i possibili impatti del conflitto in Medio Oriente, le condizioni di stress applicate nel 2026 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 100 punti base.

⁸ Il tasso è calcolato sulla base dei dati forniti dal sistema di informazione creditizia (SIC) Consorzio per la Tutela del Credito (CTC). Essi includono informazioni su base trimestrale relative ai singoli contratti e ai prenditori, per un campione rappresentativo di finanziamenti a scopo di consumo.

⁹ Per approfondimenti 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.

Le imprese

In un quadro caratterizzato da elevata incertezza, la situazione finanziaria delle imprese si conferma nel complesso equilibrata, con livelli di indebitamento contenuti e moderata espansione del credito. I rincari dell'energia e dei costi di trasporto e condizioni finanziarie meno accomodanti potrebbero tuttavia avere ricadute sui costi e sulla fiducia delle imprese.

Nel corso del 2025 le condizioni di redditività delle imprese sono migliorate, ma le prospettive sono caratterizzate da incertezza. Nell'ultimo trimestre dell'anno la crescita del valore aggiunto in termini nominali è stata del 2,7 per cento su base annua (dall'1 per cento alla fine del 2024). Alcune indagini condotte dalla Banca d'Italia in seguito allo scoppio del conflitto in Medio Oriente rilevano tuttavia segnali di peggioramento delle prospettive a breve termine e di aumento dell'incertezza (cfr. il riquadro: *Le ripercussioni del conflitto in Medio Oriente sulle aspettative delle imprese italiane*, in *Bollettino economico*, 2, 2026).

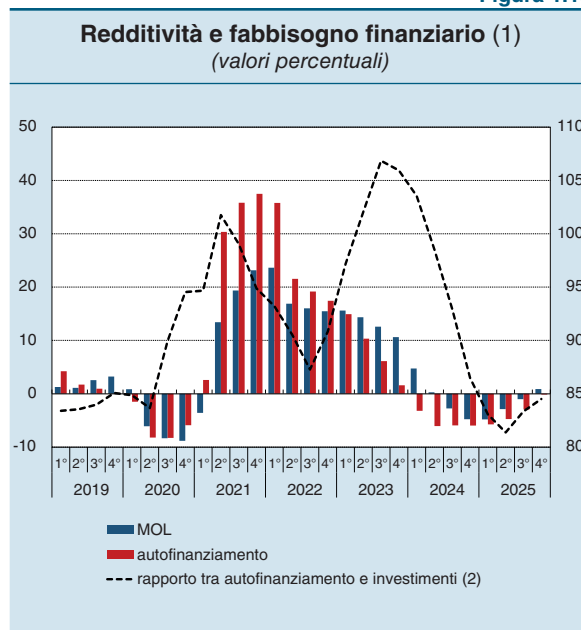
Dopo un triennio di significativa espansione, dalla metà del 2024 si è osservata una riduzione del margine operativo lordo (MOL), legata alla crescita moderata del valore aggiunto e a quella più sostenuta del costo del lavoro. Questa dinamica si è attenuata nel corso del 2025: nell'ultimo trimestre dell'anno il MOL è tornato a salire (fig. 1.15). È proseguito l'andamento favorevole degli investimenti, seppure con un rallentamento rispetto alla prima metà dell'anno. Il fabbisogno finanziario è rimasto positivo: alla fine del 2025 il rapporto tra autofinanziamento e investimenti risultava di poco inferiore all'85 per cento.

Le imprese beneficiano di elevate riserve di liquidità e di un indebitamento contenuto. Nel 2025 il rapporto tra liquidità e passività si è mantenuto superiore al 10 per cento, al di sopra della media dell'area dell'euro (circa il 7 per cento). Sono inoltre cresciuti i depositi delle imprese presso il sistema bancario, trainati da quelli delle aziende di maggiore dimensione.

L'indebitamento finanziario ha raggiunto livelli molto bassi in prospettiva storica, collocandosi attorno al 58 per cento del PIL alla fine del 2025, un valore significativamente inferiore alla media dell'area dell'euro. L'incidenza dei debiti bancari sul totale di quelli finanziari, pari al 46 per cento, è scesa a un nuovo minimo, pur confermandosi più alto della media dell'area. La leva finanziaria, in riduzione da oltre un decennio, è diminuita ulteriormente, sotto il 30 per cento.

Il credito ha ripreso a espandersi, a condizioni favorevoli. Dalla seconda metà del 2025 si è invertita la tendenza alla contrazione del credito in atto dal 2023: a febbraio del 2026 la crescita su base annua è stata pari all'1,3 per cento. L'espansione del credito è stata prevalentemente trainata

Figura 1.15



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

(1) Tassi di crescita annualizzati del margine operativo lordo e dell'autofinanziamento delle società non finanziarie. – (2) Scala di destra.

dalle aziende più grandi; tra quelle di minore dimensione l'aumento ha interessato le società finanziariamente più solide (fig. 1.16). La crescita ha riguardato in particolare il comparto dei servizi, mentre la dinamica è risultata ancora stagnante nel settore manifatturiero.

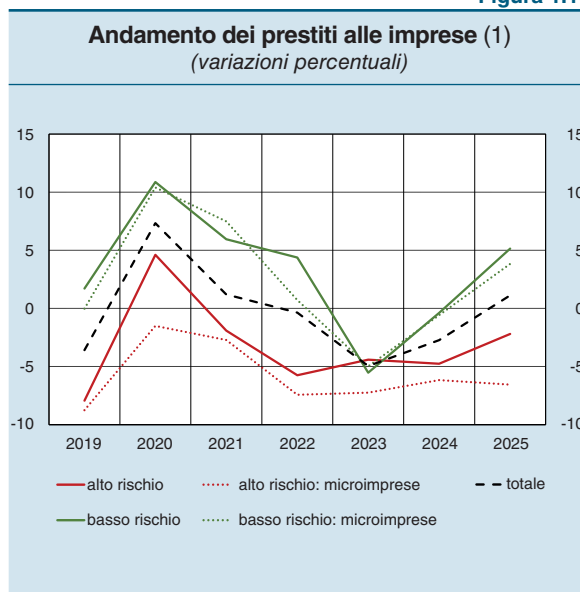
L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS) segnala un lieve incremento della domanda di finanziamenti nell'ultimo trimestre del 2025, soprattutto da parte delle imprese più grandi e per prestiti a lungo termine; i criteri di offerta sarebbero rimasti per lo più invariati. Le indagini Istat sulla fiducia delle imprese relative al primo trimestre del 2026 indicano comunque la presenza di maggiori difficoltà di accesso ai finanziamenti, in special modo per le aziende di piccola o media dimensione.

Nel 2025 l'incidenza degli oneri finanziari sul reddito è diminuita, restando però più alta rispetto al periodo precedente la restrizione monetaria. A febbraio del 2026 il costo delle nuove erogazioni – esclusi i finanziamenti in conto corrente – si è ridotto al 3,3 per cento (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2026). La qualità del credito si è mantenuta stabile: il tasso di deterioramento dei prestiti è stato di circa il 2,2 per cento nel quarto trimestre (cfr. il paragrafo 2.1).

Le emissioni obbligazionarie hanno continuato ad aumentare. Lo scorso anno sono cresciute dell'8,2 per cento (di oltre il 20 nel 2024; fig. 1.17). Le obbligazioni rappresentano una fonte di finanziamento sempre più rilevante per le imprese italiane: nel 2025 la loro incidenza sui debiti finanziari ha quasi raggiunto il 17 per cento. Resta preponderante il peso delle imprese più grandi.

Il merito di credito degli emittenti corporate italiani ha beneficiato del miglioramento del rating sovrano. Tra novembre e aprile il 6,1 per cento del valore nominale delle obbligazioni in circolazione è stato interessato da revisioni al rialzo del rating (1,6 per cento nel resto dell'area dell'euro), a fronte dello 0,3 per cento di declassamenti. In Italia tuttavia la quota di obbligazioni con rating BBB si conferma elevata (circa l'88 per cento del

Figura 1.16



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei rischi e Cerved.

(1) Dati riferiti alla variazione annuale dei prestiti per un campione di circa 500.000 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 del livello di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved. La classificazione dimensionale fa riferimento a quanto stabilito dalla raccomandazione CE/2003/361, che definisce microimprese le società con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo non superiore a 2 milioni di euro.

Figura 1.17



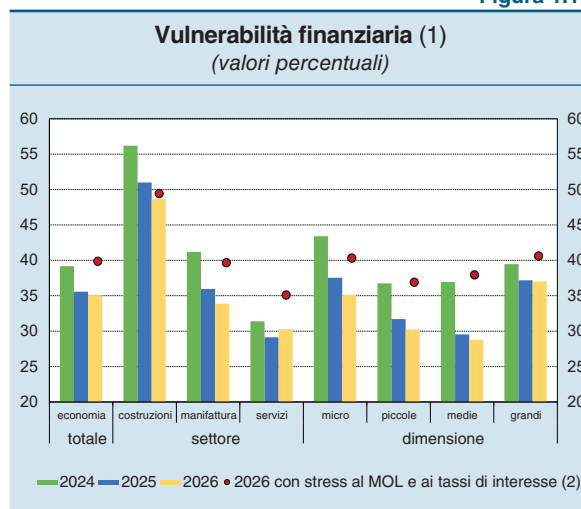
Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli e Dealogic.

(1) Ammontare lordo di obbligazioni emesse da imprese e gruppi non finanziari italiani, incluse le controllate estere.

comparto *investment grade*, contro il 62 nell'area dell'euro): ciò accresce l'esposizione al rischio di declassamento a *high yield* in caso di eventi avversi.

La vulnerabilità finanziaria delle imprese si ridurrebbe nel 2026, ma l'incertezza resta elevata. Il modello di microsimulazione della Banca d'Italia¹⁰ indica che nello scenario di base, coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche dell'Istituto, la quota di debiti finanziari detenuta da imprese vulnerabili continuerebbe a contrarsi, a circa il 35 per cento nel 2026 (fig. 1.18). Una lieve crescita si osserverebbe nel comparto dei servizi. Nello scenario avverso, caratterizzato da una riduzione del MOL e da un inasprimento delle condizioni finanziarie, la quota di debito attribuibile alle imprese vulnerabili aumenterebbe nell'intorno del 40 per cento; l'effetto risulterebbe particolarmente rilevante per le piccole e medie imprese.

Figura 1.18



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) Quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili, definite come aziende 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 sono relativi al 2024. – (2) Rispetto allo scenario di base, che già riflette i possibili impatti del conflitto in Medio Oriente, le condizioni di stress applicate nel 2026 sono un tasso di crescita del MOL nominale più basso di 10 punti percentuali e un tasso di interesse nominale più elevato di 100 punti base.

¹⁰ Per maggiori 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.

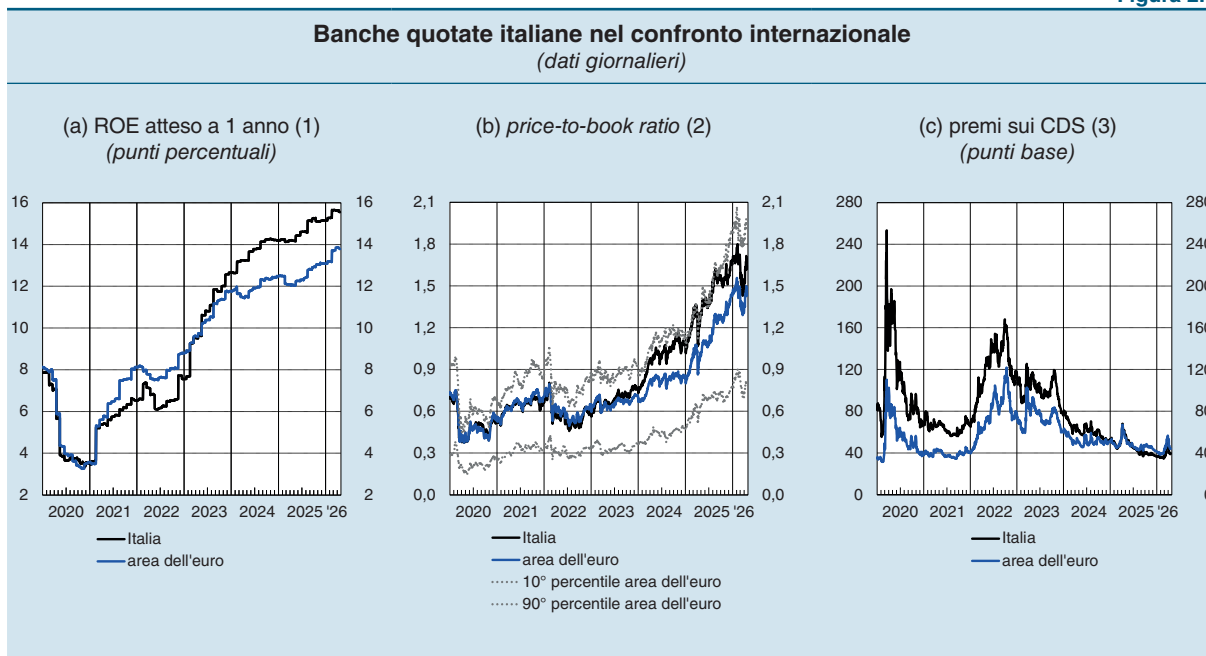
2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

2.1 LE BANCHE

L'aggravarsi del quadro geopolitico e l'aumento dell'incertezza possono esporre le banche a rischi. In particolare, le condizioni di provvista e di liquidità potrebbero peggiorare qualora i rendimenti di mercato crescessero in misura significativa e la qualità degli attivi potrebbe risentire di un deterioramento della capacità delle imprese, soprattutto di quelle più esposte ai rincari energetici, di rimborsare i finanziamenti. Il sistema bancario italiano resta comunque caratterizzato da alti livelli di patrimonializzazione e redditività.

Il sistema bancario affronta le tensioni seguite allo scoppio del conflitto da una posizione complessivamente solida (fig. 2.1). La redditività del sistema bancario italiano rimane elevata, nel confronto con gli anni passati e con l'area dell'euro; il rapporto medio tra valore di mercato e valore contabile (*price-to-book ratio*) delle banche italiane quotate resta alto e nettamente superiore a quello dei principali intermediari dell'area.

Figura 2.1



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

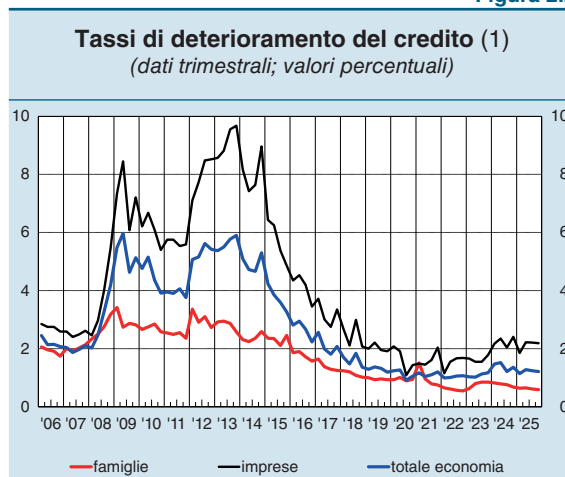
(1) Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) è stimato dagli operatori di mercato. Media ponderata per il valore di mercato. Dati relativi alle banche incluse nell'indice Euro STOXX Banks; per l'Italia si considerano Banco BPM, BPER Banca, Intesa Sanpaolo, Mediobanca e UniCredit. – (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, Intesa Sanpaolo e UniCredit; per l'area dell'euro, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco Santander, BNP Paribas, Commerzbank, Crédit Agricole, Deutsche Bank e Société Générale. Media semplice dei premi sui CDS a 5 anni.

I rischi dell'attivo

Il tasso di deterioramento dei prestiti è lievemente diminuito. Si è collocato all'1,2 per cento nel quarto trimestre del 2025 (fig. 2.2); rimane maggiore per le banche meno significative (cfr. il riquadro: *Il tasso di deterioramento dei prestiti erogati alle imprese dalle banche meno significative*).

Alla fine dello scorso anno l'incidenza dei crediti deteriorati al netto delle rettifiche sul totale dei finanziamenti (*non-performing loans ratio*, *NPL ratio*) si è leggermente ridotta, all'1,3 per cento (fig. 2.3.a; cfr. nell'Appendice la tav. A2). L'indicatore per i gruppi significativi è sceso all'1,0 per cento, un valore inferiore di 10 punti base a quello medio degli intermediari dei paesi partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM; fig. 2.3.b).

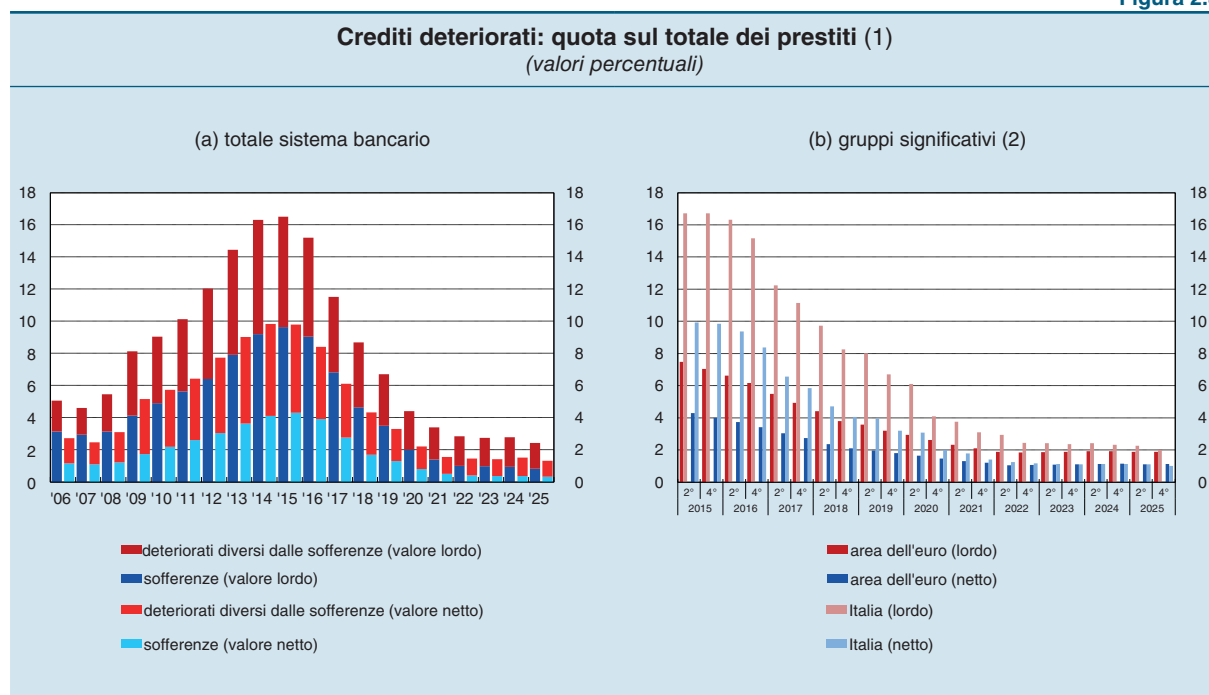
Figura 2.2



Fonte: Centrale dei rischi.

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

Figura 2.3



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 2025 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; inoltre 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 FincoBank e Mediolanum.

IL TASSO DI DETERIORAMENTO DEI PRESTITI EROGATI ALLE IMPRESE DALLE BANCHE MENO SIGNIFICATIVE¹

Negli ultimi anni in Italia il tasso di deterioramento dei prestiti concessi alle imprese non finanziarie dalle banche meno significative (*less significant institutions*, LSI) è stato sistematicamente superiore a quello degli intermediari significativi (*significant institutions*, SI; figura)².

I risultati di un recente studio³ mostrano che nel periodo 2021-24 la differenza nei tassi di deterioramento⁴ è in gran parte attribuibile al maggiore peso nei portafogli delle LSI dei finanziamenti a imprese di piccola dimensione e con un profilo di rischio più elevato. Si stima in particolare che il 70 per cento della differenza nei tassi di deterioramento fra le due tipologie di intermediari sia riconducibile alle caratteristiche delle aziende (quali la rischiosità stimata ex ante, la dimensione, la liquidità e la redditività) e dei prestiti (come il tasso applicato, fisso o variabile).

Condizionatamente a tutti i fattori osservabili, il costo di finanziamento⁵ applicato dalle LSI è in linea con quello richiesto dalle SI. Questo risultato suggerisce come i diversi prezzi praticati da LSI e SI, rispettivamente 2,2 e 2,0 per cento in media, riflettano la diversa composizione dei portafogli.

¹ A cura di Giorgio Meucci.

² A dicembre del 2025 l'incidenza dei prestiti delle LSI sul totale era di circa il 10 per cento.

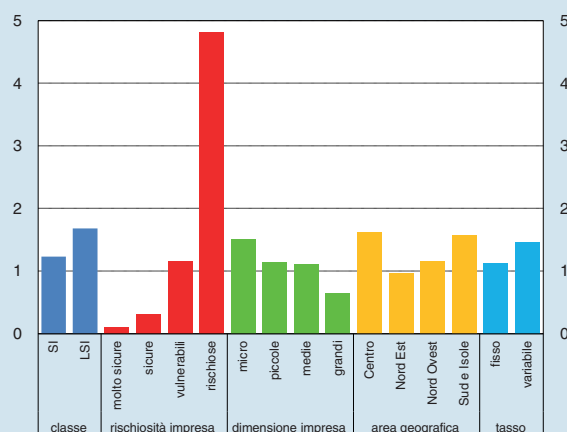
³ G. Meucci, *I prestiti alle imprese delle banche italiane 'meno significative': un'analisi empirica*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 1004, 2026.

⁴ In questo contesto, per tasso di deterioramento si intende il rapporto tra il numero dei prestiti che risultano deteriorati alla fine dell'anno di osservazione e il numero totale di prestiti *in bonis* alla fine dell'anno precedente.

⁵ Per i prestiti a tasso fisso, il costo di finanziamento è calcolato come il differenziale fra il tasso di interesse applicato al momento dell'erogazione e il tasso IRS a dieci anni in vigore a quella data; per i prestiti a tasso variabile, è misurato come il differenziale tra il tasso di interesse in essere alla fine dell'anno di riferimento e il tasso Euribor a tre mesi alla stessa data.

Figura

Tasso di deterioramento del credito concesso da LSI e SI secondo le caratteristiche delle imprese e dei prestiti (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati AnaCredit e Cerved.

(1) Media del periodo 2021-24. Le classi dimensionali sono definite secondo la classificazione della Commissione europea. Le classi di rischio sono tratte dalla classificazione CeBi di Cerved.

A dicembre l'incidenza dei prestiti assistiti da una garanzia pubblica concessa dal Fondo Centrale di Garanzia (FCG) o dalla SACÉ è lievemente scesa (al 22 per cento per i prestiti *in bonis* alle imprese censite in AnaCredit). Per questi prestiti il tasso di deterioramento semestrale annualizzato è stato pari al 3,6 per cento, in linea con quanto registrato nel primo semestre ma nettamente superiore ai valori del 2024. In prospettiva il ricorso alle garanzie pubbliche sarà verosimilmente ridimensionato: con la legge di bilancio per il 2026 (L. 199/2025) l'importo massimo delle garanzie concedibili a sostegno dell'accesso al credito per le piccole e medie imprese è stato ridotto di ulteriori 20 miliardi di euro, a 140 miliardi.

L'esposizione diretta verso i settori più colpiti dai rincari energetici resta nel complesso contenuta, ma permangono potenziali rischi legati agli effetti indiretti della guerra. Il conflitto in Medio Oriente pone rischi di deterioramento della qualità degli attivi, non tanto per l'eventuale

svalutazione delle esposizioni – molto limitate – verso i paesi coinvolti¹, quanto per le conseguenze, dirette e indirette, che i rincari dell'energia e delle altre materie prime essenziali possono avere sui margini di profitto e sulla capacità di rimborso dei prestiti da parte delle imprese domestiche più colpite (cfr. il riquadro: *Gli effetti sul rischio di credito del rialzo dei costi energetici: un'analisi per i principali paesi dell'area dell'euro*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023). Il credito delle banche italiane non risulta eccessivamente concentrato nei comparti maggiormente interessati dagli aumenti dei prezzi dell'energia: circa il 20 per cento dei prestiti alle società non finanziarie è in capo a settori per i quali si stima che questi aumenti tra dicembre e marzo abbiano determinato un incremento non marginale (pari o superiore a 2 punti percentuali) del rapporto tra i costi e il valore della produzione. Nel confronto con le banche degli altri tre principali paesi dell'area dell'euro², tale quota è poco più elevata di quella di Francia e Germania (intorno al 15 per cento), ma inferiore a quella della Spagna (circa al 40 per cento).

Nostre proiezioni, coerenti con lo scenario macroeconomico di base pubblicato dalla Banca d'Italia ad aprile, indicano che il tasso di deterioramento dei prestiti alle imprese aumenterebbe leggermente, collocandosi al 2,3 per cento nella media del 2026 e al 2,5 in quella dell'anno successivo. Qualora gli effetti del conflitto sull'offerta di materie prime fossero più marcati e duraturi, l'aumento sarebbe più pronunciato: nello scenario avverso il tasso di deterioramento raggiungerebbe, nello stesso periodo, il 2,4 e il 2,7 per cento, rispettivamente. Per le famiglie l'indicatore aumenterebbe in misura lieve, allo 0,7 per cento nell'orizzonte considerato.

Le interconnessioni tra il settore bancario e gli altri intermediari finanziari, che possono amplificare gli impatti negativi nei periodi di forte tensione sui mercati, sono complessivamente limitate. A dicembre del 2025 le esposizioni dirette delle banche operanti in Italia verso intermediari non bancari domestici ed esteri, mediante prestiti e titoli detenuti, risultavano contenute³.

I rischi di mercato e di tasso di interesse

Dopo essere diminuito nei primi due mesi del 2026, il *Value at Risk* (VaR) del portafoglio titoli delle banche ha risentito dell'aumento della volatilità sui mercati finanziari (fig. 2.4).

L'impatto dell'aumento dei rendimenti sui titoli pubblici è attenuato dall'elevata quota contabilizzata al costo ammortizzato. A febbraio l'ammontare di titoli pubblici italiani detenuti dalle banche è cresciuto rispetto allo scorso settembre, per effetto principalmente di acquisti netti e, in minor misura, di un incremento del valore di mercato dei titoli in portafoglio. Il rapporto tra il totale dei titoli pubblici e quello

¹ Alla fine del 2025 le esposizioni originarie dei gruppi bancari italiani verso i paesi finora interessati dal conflitto erano inferiori all'1 per cento di quelle complessive (e corrispondevano, in valore assoluto, a circa 29 miliardi di euro).

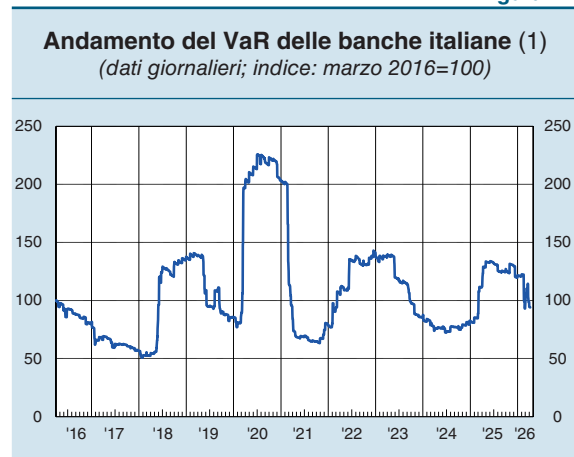
² Secondo le informazioni presenti nella base dati AnaCredit europea a dicembre del 2025; sono stati analizzati i prestiti non deteriorati concessi dalle banche (incluso eventuali filiazioni estere) operanti in Francia, Germania, Italia e Spagna, verso debitori localizzati nei quattro paesi.

³ L'incidenza delle esposizioni verso intermediari non bancari sul totale dell'attivo delle banche ammontava al 3,2 per cento per i prestiti e al 2,7 per i titoli, escludendo quelle verso enti appartenenti allo stesso conglomerato finanziario (rispettivamente al 5,4 e al 3,6 per cento includendo i rapporti intragruppo). Gli intermediari non bancari – appartenenti al settore S.12 del Sistema europeo dei conti nazionali e regionali SEC 2010 – comprendono: le imprese di assicurazione, i fondi di investimento e i fondi pensione, nonché altri intermediari finanziari (tra i quali società finanziarie di leasing, factoring e credito al consumo, società veicolo di cartolarizzazioni). Dalle misure di interconnessione sono escluse le controparti centrali.

delle attività è comunque rimasto invariato, all'8,7 per cento (fig. 2.5.a). La durata finanziaria media dei titoli detenuti è stabile a 4,8 anni (fig. 2.5.b). Circa il 74 per cento dei titoli pubblici italiani è valutato al costo ammortizzato. Se gli intermediari fossero costretti a vendere tali titoli prima della scadenza, l'impatto medio delle perdite che realizzerebbero, considerando le quotazioni rilevate alla fine di marzo, è stimato in 69 punti base di *CET1 ratio*⁴.

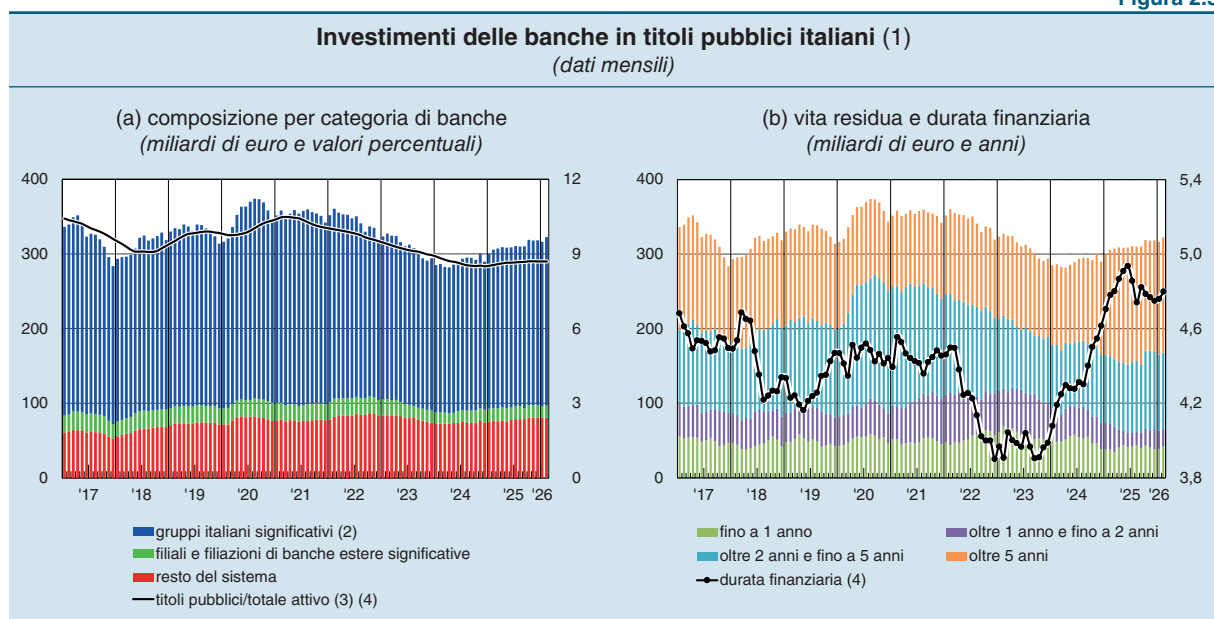
Nell'ipotesi di un andamento dei tassi di interesse in linea con le aspettative a un anno implicite nelle curve di mercato (caratterizzate da un incremento su tutte le scadenze), il valore economico delle attività e delle passività comprese nel portafoglio bancario a dicembre del 2025 si ridurrebbe in media, al termine dell'anno in corso, sia per le banche significative sia per quelle meno significative (-34 e -5 punti base in termini di *CET1 ratio*, rispettivamente)⁵.

Figura 2.4



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 circa le consistenze e le caratteristiche dei titoli in portafoglio di ciascuna banca italiana, tenendo conto delle variazioni dei fattori di rischio occorse negli ultimi 250 giorni lavorativi.

Figura 2.5



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Sono considerati tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. I dati includono solo quelli segnalati da intermediari creditizi iscritti all'albo di vigilanza della Banca d'Italia. - (2) Comprende le BCC confluite nei gruppi bancari cooperativi. - (3) Media mobile dei 12 mesi terminanti in quello indicato. La serie del "totale attivo" non include le obbligazioni di propria emissione riacquistate. - (4) Scala di destra.

⁴ Il *CET1 ratio* è dato dal rapporto tra il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) e gli attivi ponderati per il rischio (*risk weighted assets*, RWA).

⁵ 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). A fronte del recente acuirsi delle tensioni geopolitiche, a partire da dicembre del 2025 lo scenario utilizzato (aggiornato al 10 aprile) prefigura un incremento di 65 punti base per le scadenze fino a un anno e un rialzo medio di 30 punti base per quelle successive.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

A febbraio la raccolta delle banche è aumentata del 4,4 per cento (tav. 2.1), riflettendo principalmente il contributo dei depositi di residenti.

Nel primo trimestre del 2026 le emissioni obbligazionarie nette sui mercati internazionali sono state sostanzialmente nulle (fig. 2.6.a). Il differenziale di rendimento tra le obbligazioni non garantite e quelle garantite è rimasto su livelli modesti (fig. 2.6.b).

A seguito dello scoppio del conflitto il costo delle obbligazioni è aumentato in linea con i tassi di mercato. In febbraio il costo marginale della raccolta si è mantenuto su un valore prossimo a quello dello scorso settembre (1,1 per cento; fig. 2.7). Dalla fine di febbraio all'inizio della terza decade di aprile, il costo delle obbligazioni bancarie (che rappresentano una quota contenuta della raccolta complessiva) è aumentato di circa 40 punti base, in linea con l'incremento dei tassi di mercato; nello stesso periodo, nel comparto interbancario i tassi di interesse si sono mantenuti sostanzialmente stabili. In prospettiva, sul costo della raccolta gravano rischi al rialzo, in quanto i rendimenti richiesti dagli investitori potrebbero crescere in relazione all'inasprimento delle condizioni sui mercati finanziari (cfr. i paragrafi 1.1 e 1.3).

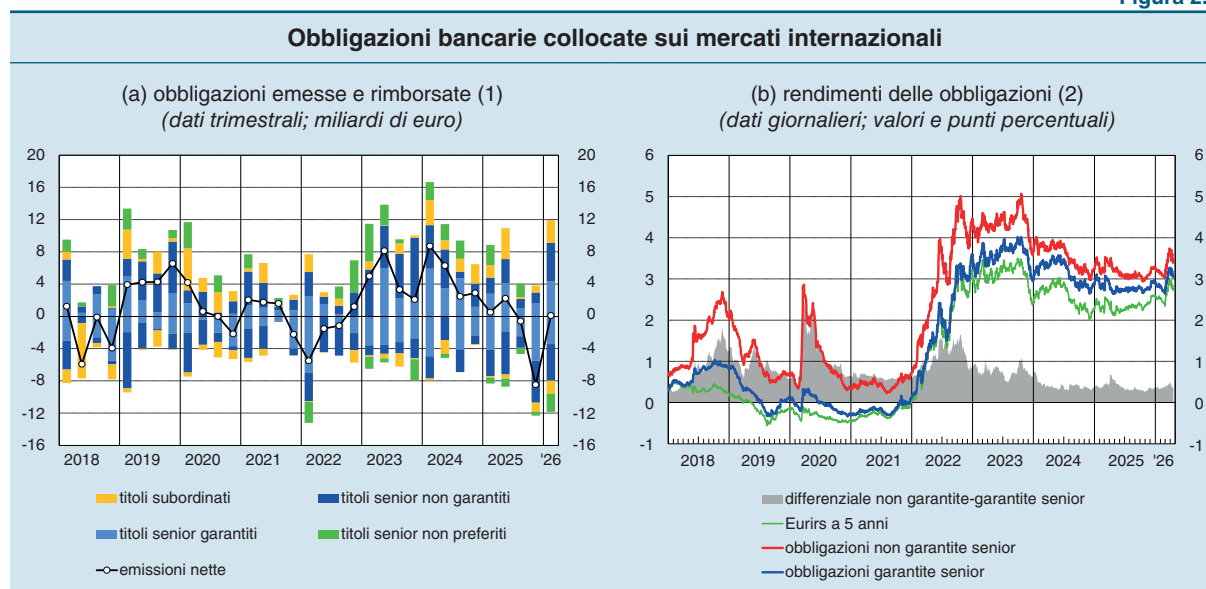
Tavola 2.1

Raccolta delle banche italiane (1) (quote e variazioni percentuali)			
VOCI	Consistenze (quote sul totale)	Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	febbraio 2026	settembre 2025	febbraio 2026
Depositi di residenti in Italia (3)	68,1	3,2	4,9
Depositi di non residenti (4) (5)	18,7	25,2	8,3
Obbligazioni	10,6	2,7	0,5
di cui: detenute da famiglie	2,9	-1,7	-0,5
Passività nette verso controparti centrali (6)	1,9	-47,1	-11,8
Passività verso l'Eurosistema (7)	0,6	-50,3	-30,2
Raccolta complessiva	100,0	5,2	4,4

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali. I dati includono solo quelli segnalati da intermediari creditizi iscritti all'albo di vigilanza della Banca d'Italia.

(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) Nel periodo considerato questa voce include prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (5) Il rallentamento dei depositi di non residenti è riconducibile soprattutto al calo osservato presso un singolo intermediario appartenente a un gruppo internazionale; tale andamento potrebbe riflettere il riassorbimento di operazioni intragruppo di segno opposto registrate nel corso del 2025. Per approfondimenti, cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2025. – (6) Include le sole operazioni di pronti contro termine e rappresenta la raccolta estera effettuata tramite controparti centrali. – (7) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria.

Figura 2.6



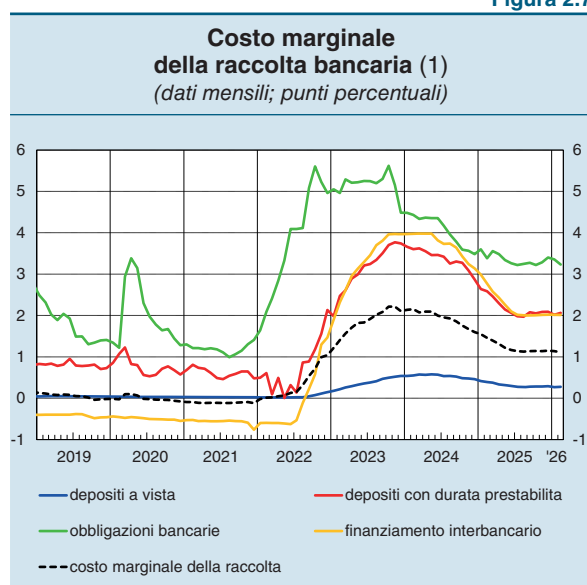
Fonte: Bloomberg e Dealogic.

(1) Emissione di titoli di banche italiane sui mercati internazionali. Sono escluse le emissioni trattenute a bilancio e quelle destinate al mercato al dettaglio. Sono escluse inoltre 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.

Lo sviluppo delle nuove tecnologie agevola modalità di raccolta basate sull'utilizzo di canali digitali. Si tratta di un'opportunità per gli intermediari, che deve tuttavia essere accompagnata da una corretta gestione dei relativi rischi (cfr. il riquadro: *Il ricorso delle banche meno significative alla raccolta di depositi online all'estero: principali caratteristiche, rischi e azione di vigilanza*).

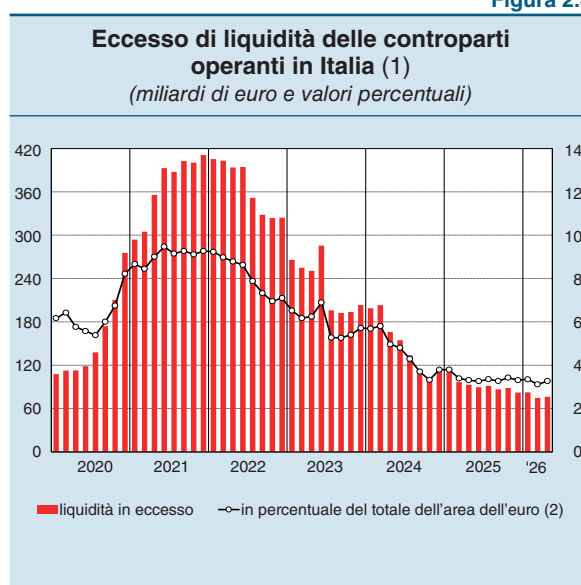
Il ricorso al rifinanziamento presso la banca centrale resta contenuto, in un contesto di riserve ampie ma in calo. Da novembre del 2025 il ricorso alle operazioni di rifinanziamento principali (*Main Refinancing Operations*, MRO) e a quelle a più lungo termine di durata trimestrale (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO) è marginalmente aumentato (a 14 miliardi). L'ammontare di riserve in eccesso depositate presso la Banca d'Italia continua a diminuire: nel periodo di mantenimento in corso è risultato in media pari a 76 miliardi (da 88 in novembre), il 3,3 per cento del totale dell'area (fig. 2.8).

Figura 2.7



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 sosterrrebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento.

Figura 2.8



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 2026, fino alla data del 22 aprile. – (2) Scala di destra.

IL RICORSO DELLE BANCHE MENO SIGNIFICATIVE ALLA RACCOLTA DI DEPOSITI ONLINE ALL'ESTERO: PRINCIPALI CARATTERISTICHE, RISCHI E AZIONE DI VIGILANZA¹

Il ricorso delle banche italiane meno significative (*less significant institutions*, LSI) a piattaforme online (*online deposit platforms*, ODP) che, operando in regime di libera prestazione di servizi, consentono di raccogliere depositi in altri paesi europei² è marcatamente cresciuto negli ultimi anni. A dicembre scorso 30 LSI raccoglievano attraverso questo canale 11,5 miliardi di euro, corrispondenti a circa

¹ A cura di Gianmaria Marano e Salvatore Ferrara.

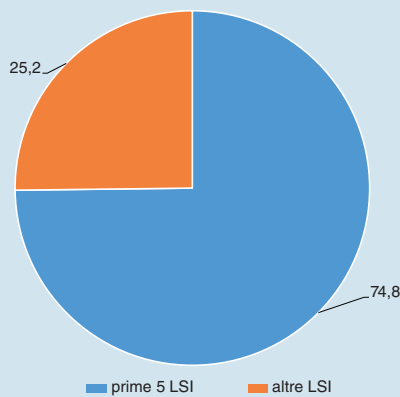
² Le ODP sono mercati virtuali gestiti da terze parti attraverso cui i clienti possono attivare depositi a termine oppure a vista con banche situate in altri paesi europei. Il modello di cui le LSI italiane si avvalgono è quello diretto, in cui il depositante estero instaura un rapporto contrattuale con la banca italiana, divenendo titolare e intestatario di un conto di deposito dedicato.

il 10 per cento della loro raccolta e al 5 per cento della provvista dell'insieme delle LSI³. Secondo una specifica rilevazione condotta nel corso del 2025 dalla Banca d'Italia per approfondirne le caratteristiche, tale categoria di depositi risulta piuttosto concentrata (figura, pannello a): le prime 5 LSI detengono circa tre quarti dell'importo complessivo; si tratta prevalentemente di intermediari privi di una propria rete di sportelli. Per la maggior parte delle banche più esposte verso questo canale (ossia con almeno 100 milioni di raccolta mediante ODP; figura, pannello b), i depositi ottenuti tramite piattaforme rappresentano meno del 20 per cento della provvista totale.

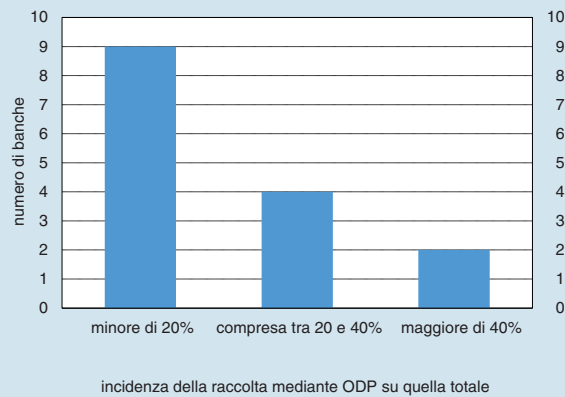
Figura

Raccolta mediante ODP delle banche italiane meno significative a dicembre 2025

(a) composizione delle consistenze di depositi ODP (1)
(valori percentuali)



(b) banche con rilevanti depositi ODP:
incidenza sul totale della raccolta (2)
(unità e valori percentuali)



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su segnalazioni prudenziali della posizione di liquidità delle LSI; per il pannello (b), elaborazioni su segnalazioni di vigilanza. (1) Confronto tra le 5 LSI che presentano lo stock più elevato di raccolta tramite ODP e le altre LSI che ricorrono a tale canale. – (2) Numero di LSI in base all'incidenza della raccolta ODP sul totale della raccolta per ciascuna banca. Sono incluse le LSI con una raccolta mediante ODP corrispondente ad almeno 100 milioni di euro.

Il ricorso alle ODP consente alle banche di diversificare le proprie fonti di finanziamento, accedendo al mercato europeo dei depositi al dettaglio; tuttavia espone gli intermediari a rischi. Quelli più rilevanti sono:

- di natura strategica, soprattutto per le banche che presentano una provvista maggiormente concentrata presso le piattaforme ODP (in particolar modo se a supporto di un rapido aumento dell'attivo o di forme di impiego relativamente rischiose);
- operativi e tecnologici, connessi con l'uso delle piattaforme, nonché di riciclaggio e finanziamento del terrorismo, nell'eventualità di un'incompleta acquisizione di informazioni necessarie alla conoscenza del cliente, all'attribuzione del profilo di rischio e al monitoraggio dell'operatività;
- di potenziale instabilità, poiché questo tipo di raccolta è legato da relazioni di natura commerciale con la clientela ed è fondato su ragioni puramente remunerative. Tale rischio può risultare peraltro mitigato dal fatto che la provvista è prevalentemente a termine, di regola non rimborsabile in anticipo e comunque coperta dal sistema di garanzia dei depositanti.

³ La raccolta tramite ODP per le banche italiane risulta ascrivibile essenzialmente al comparto delle LSI (per circa il 90 per cento dello stock); la quota riferibile alle banche significative (*significant institutions*, SI) è residuale.

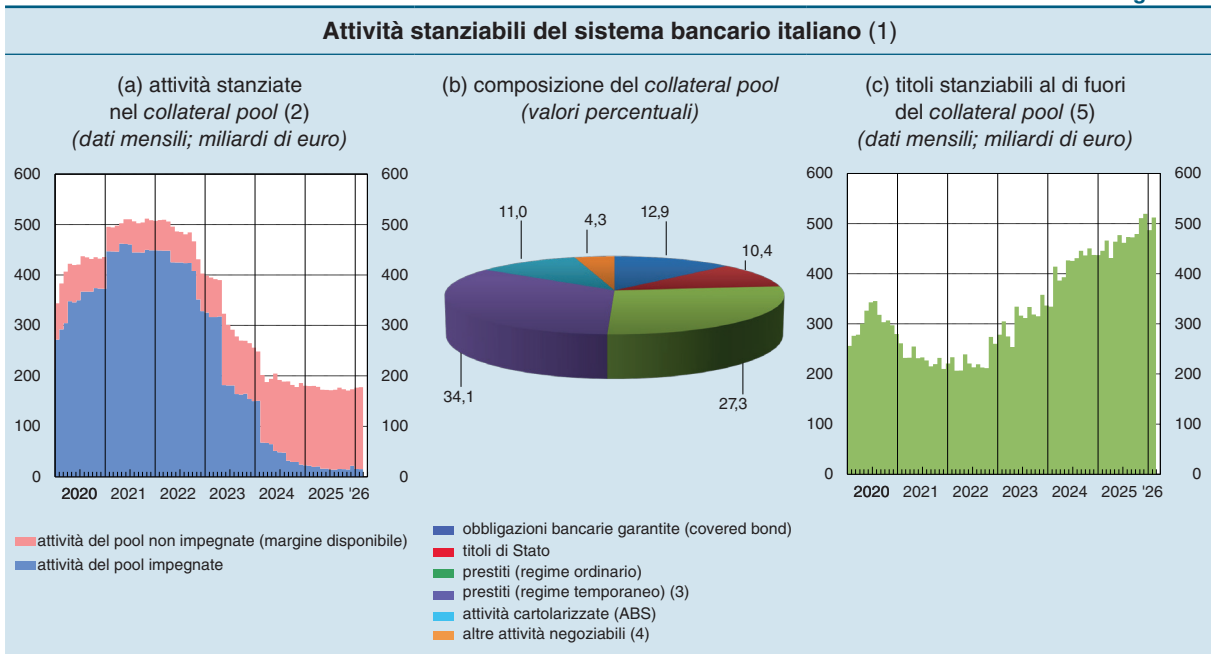
Nel corso degli anni la Banca d'Italia ha sviluppato prassi di vigilanza volte a rafforzare il presidio dei rischi connessi con l'utilizzo di queste piattaforme, in particolare richiedendo alle banche: (a) la predisposizione di piani pluriennali di liquidità, anche per gestire il disallineamento delle scadenze tra l'attivo e il passivo; (b) la previsione di specifiche analisi delle funzioni di *risk management* e di compliance, incentrate sui rischi associati alla raccolta ODP e sui presidi organizzativi applicabili; (c) la conduzione di un esercizio di autovalutazione dei rischi di riciclaggio; (d) la trasmissione di informazioni, nell'ambito del monitoraggio periodico condotto dall'Istituto sulla situazione di liquidità delle LSI.

Le evidenze emerse sono state utilizzate nel processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process, SREP*) effettuato nel 2025, che ha portato tra l'altro a formulare richieste specifiche alle banche più esposte, tra cui la fissazione di limiti interni al ricorso al canale ODP e una maggiore diversificazione delle fonti di provvista.

Gli approfondimenti sulle ODP si inseriscono in una più ampia riflessione in corso nelle sedi internazionali sugli effetti del crescente sviluppo dei canali di raccolta digitali, nonché sull'adeguatezza delle prassi di vigilanza e delle attuali modalità di calcolo dei requisiti prudenziali sul rischio di liquidità.

Il valore complessivo delle attività conferite in garanzia (*collateral pool*) è rimasto sostanzialmente invariato tra settembre 2025 e febbraio scorso (a 177 miliardi) e il margine disponibile resta cospicuo (162 miliardi; fig. 2.9.a). Le controparti dispongono inoltre di 512 miliardi di titoli potenzialmente stanziabili (fig. 2.9.c), costituiti per il 66 per cento da titoli di Stato.

Figura 2.9



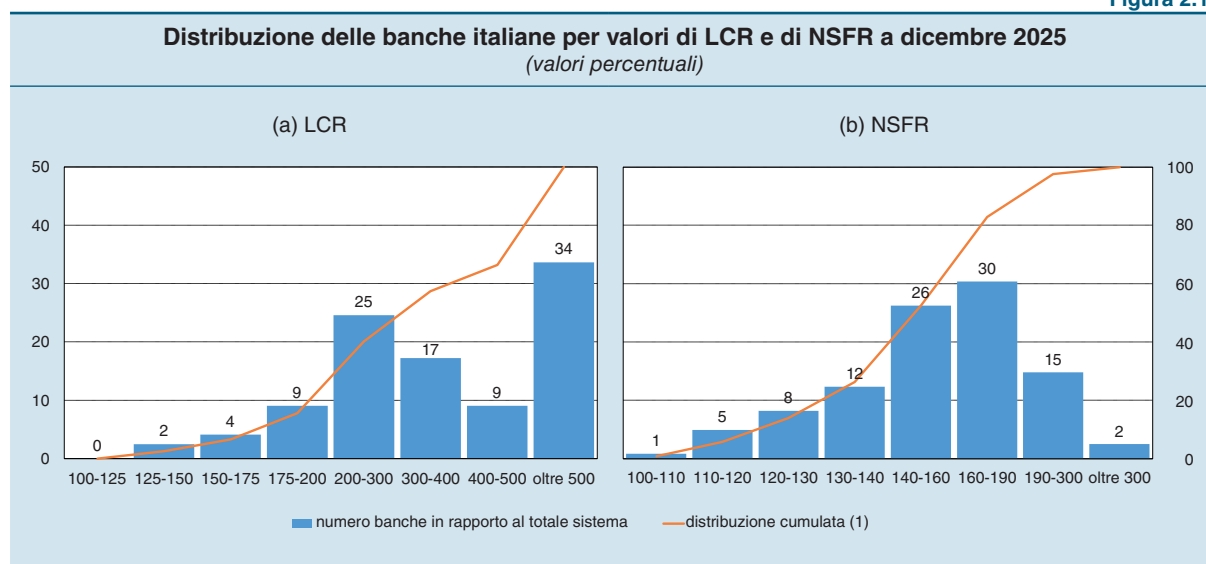
Fonte: elaborazioni su dati Eurosystem e su segnalazioni di vigilanza.

(1) Dati di fine febbraio 2026 riferiti alle controparti di politica monetaria della Banca d'Italia. – (2) L'ammontare delle attività impegnate presso l'Eurosystem comprende la parte a copertura degli interessi maturati e del rifinanziamento in dollari. Il *collateral pool* è valutato ai prezzi rilevati dal Common Eurosystem Pricing Hub, al netto degli scarti di garanzia (*haircuts*). – (3) Nel regime temporaneo i criteri di idoneità delle attività conferibili in garanzia, che nel regime ordinario sono definite sulla base di regole comuni a tutto l'Eurosystem, sono stabiliti dalle singole banche centrali nazionali nell'ambito di regole definite dal Consiglio direttivo della BCE. – (4) La categoria include le obbligazioni bancarie anche con garanzia dello Stato, titoli di società non finanziarie e sovranazionali. – (5) Gli importi sono espressi al valore di mercato segnalato dalle banche, al netto degli *haircuts* applicati dall'Eurosystem.

Nonostante la riduzione delle categorie di prestiti stanziabili introdotta con la revisione del quadro delle garanzie in vigore dal 30 marzo 2026⁶, i prestiti continuano a rappresentare la principale classe di attività poste a garanzia (61 per cento; fig. 2.9.b). Il miglioramento del rating assegnato lo scorso 17 ottobre alla Repubblica italiana dall'agenzia Morningstar DBRS ha determinato un incremento del controvalore di una parte di titoli e prestiti verso il settore pubblico, per effetto dell'applicazione di minori scarti di garanzia.

Il profilo di liquidità delle banche si conferma equilibrato su tutte le scadenze. Alla fine dello scorso anno l'indice medio di copertura della liquidità su un orizzonte temporale di un mese (*liquidity coverage ratio*, LCR) era mediamente del 180 per cento e il coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR) si collocava al 133 per cento. Per entrambi gli indicatori tutti gli intermediari riportavano valori al di sopra del minimo regolamentare (pari al 100 per cento) e più del 90 per cento di essi disponeva di un ampio margine (fig. 2.10).

Figura 2.10



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

Le banche si attendono un aumento della raccolta. 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 principali banche italiane⁷. Per il biennio in corso (2026-27) gli intermediari prospettano un ulteriore incremento della provvista complessiva. Tale dinamica, in linea con quella del 2025, interesserebbe soprattutto i depositi della clientela e le operazioni in pronti contro termine; aumenterebbe anche la raccolta obbligazionaria, mentre il finanziamento presso l'Eurosistema si contrarrebbe marginalmente.

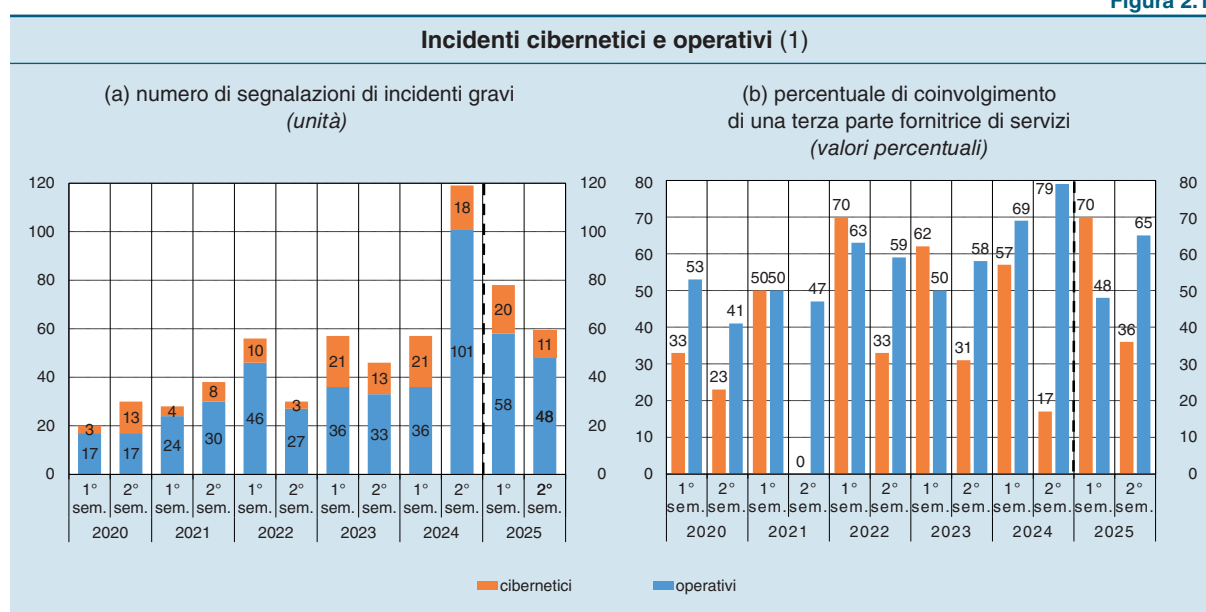
⁶ Per maggiori dettagli, cfr. BCE, *ECB amends monetary policy implementation guidelines*, comunicato stampa del 27 gennaio 2026.

⁷ Alla data di pubblicazione di questo Rapporto erano stati valutati i piani di raccolta delle dieci banche significative italiane, che rappresentano circa il 90 per cento dell'attivo totale del sistema. Le evoluzioni più recenti del contesto geopolitico e i potenziali impatti sullo scenario macroeconomico potrebbero non essere stati interamente incorporati nelle previsioni delle banche.

I rischi operativi e cibernetici

Nel secondo semestre del 2025 gli intermediari finanziari italiani vigilati hanno segnalato 59 incidenti gravi, di cui 11 riconducibili a eventi cibernetici (fig. 2.11.a). Rimane rilevante il ruolo dei fornitori di servizi, coinvolti nel complesso in circa il 60 per cento degli incidenti (fig. 2.11.b).

Figura 2.11



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.

(1) Fino al 2024 erano soggetti alla segnalazione le capogruppo di gruppi bancari per gli intermediari appartenenti a gruppi, le banche individuali, gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica. A partire dal 2025 lo schema segnaletico si applica alle banche, sia a livello individuale sia consolidato, agli istituti di pagamento, agli istituti di moneta elettronica, alle imprese di investimento, ai gestori e agli emittenti di *tokens* collegati ad attività, ai prestatori di servizi per le cryptoattività, ai fornitori di servizi di crowdfunding, a Cassa depositi e prestiti e a Poste Italiane, limitatamente all'attività di Bancoposta. Per la definizione di "incidente grave" per i dati fino al 2024, cfr. la circolare della Banca d'Italia 285/2013; per i dati a partire dal 2025, cfr. l'articolo 3 del regolamento DORA. I dati relativi al 1° semestre del 2025 sono stati rivisti rispetto a quelli diffusi nel precedente *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2025.

Il ricorso a fornitori di servizi informatici è ampio e necessita di un appropriato controllo dei rischi. Sulla base dei dati disponibili nel Registro delle informazioni⁸ introdotto dal regolamento UE/2022/2554 sulla resilienza operativa digitale (Digital Operational Resilience Act, DORA), il ricorso a fornitori di servizi informatici da parte degli intermediari direttamente vigilati dalla Banca d'Italia risulta particolarmente ampio. I contratti censiti ammontano a circa 10.000, di cui poco più della metà riferibili a funzioni essenziali o importanti, per una spesa annua complessiva di circa 2,4 miliardi. I primi cinque fornitori assorbono intorno al 40 per cento del valore totale dei contratti⁹. A fronte della significativa complessità delle catene di fornitura dei servizi informatici sono necessari robusti sistemi di controllo e gestione dei rischi da parte degli intermediari¹⁰.

⁸ Dati estratti dalla prima rilevazione (data di riferimento: 31 marzo 2025). Al momento della pubblicazione di questo Rapporto non erano ancora disponibili informazioni più recenti.

⁹ La quota sale al 52 per cento considerando i primi dieci fornitori.

¹⁰ Il 4 febbraio 2026 la Banca d'Italia ha promosso un incontro con le principali associazioni di categoria del settore finanziario dedicato alla resilienza operativa digitale e volto ad approfondire il rischio informatico di terza parte, tema centrale nel quadro delineato dal regolamento DORA. L'incontro è stato l'occasione per sensibilizzare gli intermediari finanziari sull'importanza della gestione dei rischi, estesa a tutta la catena dei fornitori. Per approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Workshop sulla Resilienza Operativa Digitale con le associazioni di categoria del settore finanziario*.

Con riferimento ai sistemi di pagamento e alle infrastrutture di mercato, nel secondo semestre del 2025 non sono stati segnalati incidenti gravi di natura operativa o cibernetica.

In un contesto di incertezza e tensioni geopolitiche persistenti, l'utilizzo delle nuove tecnologie amplifica l'esposizione ai rischi operativi e cibernetici. Le analisi sulle vulnerabilità e sugli incidenti operativi sistemici condotte dalla Banca d'Italia si sono concentrate su due profili critici tra loro connessi: (a) la sicurezza e la resilienza delle catene di fornitura tecnologiche, esposte a eventi transfrontalieri che hanno coinvolto fornitori globali di servizi IT e cloud¹¹; (b) l'aumento delle minacce cibernetiche collegate alle tensioni geopolitiche¹². Il rafforzamento della resilienza operativa digitale, anche a fronte dello sviluppo di nuove tecnologie, resta un tema centrale nelle iniziative delle autorità finanziarie europee e degli organismi di cooperazione internazionale. Tra le tecnologie emergenti, l'intelligenza artificiale si distingue per il suo alto potenziale innovativo¹³, per le possibili applicazioni su larga scala nel settore finanziario e per la capacità di individuare tempestivamente vulnerabilità critiche, anche sconosciute in precedenza, nell'architettura digitale esistente. Gli investimenti degli intermediari in questo campo devono essere accompagnati da una gestione attenta e responsabile dei relativi rischi, con particolare riferimento alla sicurezza informatica. All'inizio del 2026 il Cyber Expert Group del G7 ha pubblicato una *roadmap*¹⁴ per la transizione del settore finanziario verso la crittografia post-quantistica, al fine di affrontare i rischi operativi e cibernetici e assicurare un approccio coordinato a livello di sistema.

Il patrimonio e la redditività

La posizione patrimoniale delle banche è solida. A dicembre del 2025 il *CET1 ratio* delle banche italiane, pur scendendo di poco rispetto a giugno, è rimasto su livelli elevati nel confronto storico; l'indicatore per l'intero sistema era pari al 15,7 per cento (dal 16,1 in giugno). Per le banche significative il *CET1 ratio* è diminuito dal 16,2 al 15,9 per cento, un livello inferiore di circa 30 punti base a quello medio degli intermediari dell'SSM. Tale dinamica riflette sia la crescita degli RWA, riconducibile all'aumento del volume di prestiti e dei titoli in portafoglio, sia la riduzione del capitale; quest'ultima è prevalentemente ascrivibile agli effetti prudenziali delle operazioni di concentrazione, realizzate nella seconda metà del 2025, che hanno comportato maggiori deduzioni a fronte degli avviamenti e delle partecipazioni finanziarie. Il *CET1 ratio* medio delle banche meno significative è sceso di circa 35 punti base, al 18,6 per cento¹⁵.

Nel secondo semestre 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, si sono lievemente ridotte rispetto al corrispondente periodo del 2024, pur rimanendo su livelli consistenti. Il rapporto tra queste passività e gli RWA delle banche significative e di quelle meno significative assoggettabili a risoluzione, pari al 31,7 per cento, continua a essere ampiamente superiore ai requisiti stabiliti dalle autorità di risoluzione.

¹¹ In particolare, nell'ottobre 2025 è stata diffusa la notizia relativa a un attacco informatico ai sistemi interni della società statunitense F5, fornitore globale di soluzioni informatiche e cloud ampiamente utilizzate dal settore finanziario. Sebbene non siano emerse evidenze di impatti diretti sugli intermediari finanziari italiani, l'episodio è stato oggetto di approfondimento da parte del Computer Emergency Response Team del settore finanziario (CERTFin) e di monitoraggio nell'ambito della struttura per la continuità di servizio della piazza finanziaria (Codise).

¹² In sede europea si è osservato un intensificarsi di attacchi da parte di gruppi di attivisti dei paesi coinvolti nella guerra tra Russia e Ucraina e in quella in Medio Oriente. È stato pertanto innalzato il livello di allerta, sebbene per il settore finanziario italiano non si siano registrati impatti di rilievo.

¹³ Per approfondimenti, cfr. *Innovazione tecnologica nel sistema finanziario italiano: crescita, sostenibilità e capitale umano*, intervento del Capo del Dipartimento Pagamenti e infrastrutture di mercato della Banca d'Italia S. Siviero presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 13 novembre 2025.

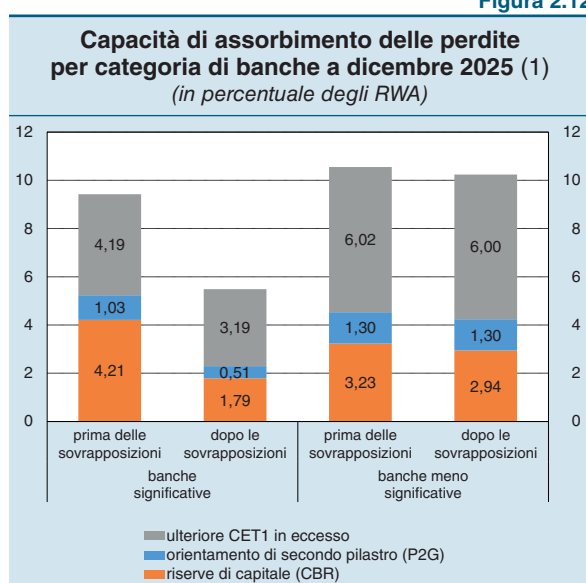
¹⁴ Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Il G7 Cyber Expert Group pubblica la roadmap per la transizione del settore finanziario verso la crittografia post-quantistica*.

¹⁵ Nel sistema bancario italiano sono comprese anche le filiazioni di gruppi significativi europei, per le quali l'indicatore – marcatamente inferiore alla media – è diminuito di 50 punti base, portandosi al 12,3 per cento a dicembre scorso.

Tenendo conto delle sovrapposizioni di capitale¹⁶, a dicembre scorso la capacità complessiva di assorbimento delle perdite¹⁷ da parte delle banche italiane era diminuita rispetto alla fine del 2024, al 5,5 e al 10,2 per cento degli RWA, rispettivamente per gli intermediari significativi e per quelli meno significativi (fig. 2.12).

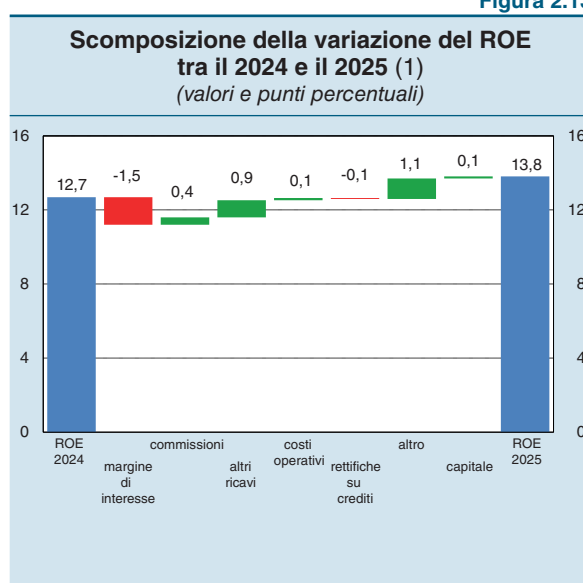
La redditività resta elevata. Nel 2025 il ROE è aumentato al 13,8 per cento (dal 12,7; fig. 2.13)¹⁸, beneficiando anche di fattori una tantum. Il calo del margine di interesse è stato sostanzialmente compensato dall'incremento dei ricavi da commissioni e del risultato della negoziazione, nonché dal contributo di alcune componenti di natura non ricorrente. I costi operativi sono leggermente diminuiti, a seguito del venire meno dei contributi ordinari agli schemi di garanzia dei depositi¹⁹. Il miglioramento della redditività ha ampiamente beneficiato di minori imposte, soprattutto per il riconoscimento di attività fiscali differite, anche in connessione con le operazioni di concentrazione che si sono svolte nel secondo semestre dello scorso anno. Le rettifiche su crediti sono rimaste su livelli contenuti e il costo del rischio di credito si è mantenuto sui minimi storici dal 2008.

Figura 2.12



Fonte: segnalazioni di vigilanza e di risoluzione, 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 coefficiente 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 queste risorse patrimoniali comporterebbe la violazione del requisito minimo, che potrebbe portare anche all'avvio di una procedura di risoluzione o liquidazione.

Figura 2.13



Fonte: segnalazioni di vigilanza, consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Le variazioni sono rapportate al capitale proprio e alle riserve e contribuiscono positivamente (barre verdi) o negativamente (barre rosse) al ROE del 2024, determinando il valore finale del ROE del 2025.

¹⁶ Le sovrapposizioni derivano dall'utilizzo contestuale del CET1 per i requisiti ponderati, per il coefficiente di leva finanziaria e per il requisito MREL; per maggiori dettagli, cfr. la nota 1 della fig. 2.12. Per un'illustrazione delle sovrapposizioni e della metodologia utilizzata, 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.

¹⁷ L'ammontare delle risorse patrimoniali utilizzabili senza incorrere nella violazione di un requisito minimo, che equivale alla capacità di assorbimento delle perdite, è composto dalla riserva combinata di capitale (*combined buffer requirement*, CBR), dagli orientamenti di secondo pilastro (P2G) e dall'ulteriore eccedenza di CET1 disponibile.

¹⁸ I valori del ROE sono espressi al netto delle componenti straordinarie di reddito – definite come gli elementi che hanno impatto sul conto economico ma non sui requisiti di capitale – in quanto già escluse dal patrimonio di vigilanza.

¹⁹ I mancati versamenti al Fondo interbancario di tutela dei depositi sono dovuti al raggiungimento dell'obiettivo dello 0,8 per cento del totale dei depositi protetti.

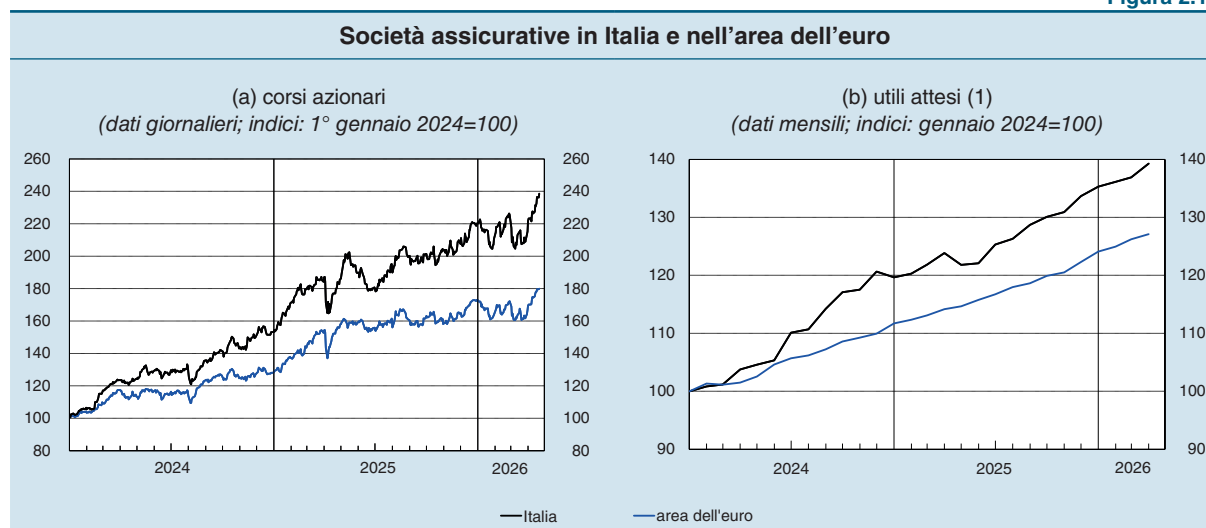
Il ricorso agli aggiustamenti discrezionali sulle stime delle rettifiche (*overlays*) risultanti dai modelli della classificazione IFRS 9 ha rafforzato la capacità delle banche di assorbire i potenziali effetti negativi dell'intensificarsi delle tensioni geopolitiche. Nel 2025 gli *overlays* delle banche significative italiane hanno contribuito per circa il 40 per cento al tasso di copertura²⁰ delle esposizioni *in bonis* (stadio 1 e 2). Al fine di valutare e rafforzare la capacità degli intermediari di identificare e analizzare in modo critico eventi di tipo geopolitico, la Banca centrale europea, in collaborazione con le autorità nazionali competenti, sta conducendo presso 110 intermediari significativi un esercizio di *reverse stress test*²¹.

Stime coerenti con lo scenario macroeconomico di base pubblicato dalla Banca d'Italia all'inizio di aprile indicano che la redditività complessiva delle banche si ridurrebbe lievemente nel biennio in corso e tornerebbe a crescere in misura contenuta nel 2028. Le previsioni condotte a partire dallo scenario avverso indicano che la redditività si contrarrebbe in misura più marcata nell'arco del triennio, riflettendo sia il maggior calo del margine di interesse, sia l'aumento delle rettifiche di valore sui crediti.

2.2 LE ASSICURAZIONI

Il settore assicurativo italiano si conferma solido, grazie all'elevata patrimonializzazione, alla crescita della raccolta premi e ai miglioramenti della redditività e delle condizioni di liquidità. L'incremento dei rendimenti sui titoli pubblici, seguito allo scoppio del conflitto in Medio Oriente, potrebbe tuttavia riflettersi negativamente sulla redditività, per via di un ampliamento delle minusvalenze latenti. In prospettiva, un eventuale aumento delle pressioni inflazionistiche potrebbe determinare ripercussioni, in particolare per il comparto danni.

Figura 2.14



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 presenti nell'indice di Datastream del settore assicurativo dell'area.

²⁰ Il *coverage ratio* è dato dal rapporto tra le rettifiche di valore cumulate e il valore lordo (*gross book value*) delle esposizioni creditizie.

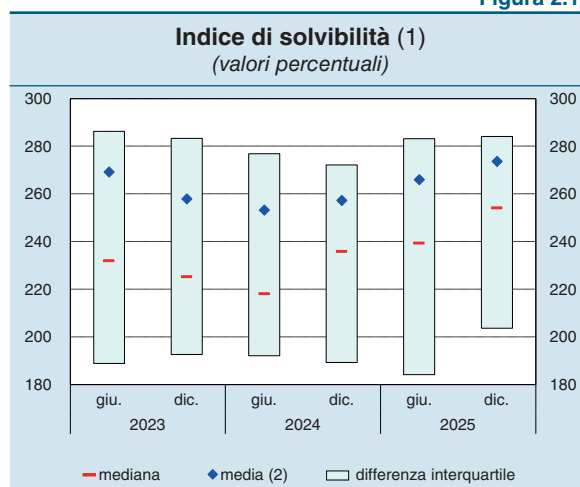
²¹ L'esercizio richiede a ciascuna banca di elaborare uno scenario che tenga conto degli eventi geopolitici ritenuti più rilevanti per il proprio modello di attività e che sia in grado di determinare un'erosione del CET1 pari a 300 punti base. L'analisi si concentra sui meccanismi attraverso i quali gli intermediari pervengono a tale esito e sulle azioni di mitigazione adottate per contrastarne l'impatto, in coerenza con i rispettivi presidi di governance e di gestione dei rischi.

Ad aprile i corsi azionari delle principali società assicurative italiane ed europee si sono collocati su livelli nettamente superiori a quelli dello scorso novembre, sebbene la loro dinamica dall'inizio dell'anno abbia risentito del conflitto in Medio Oriente; prosegue il buon andamento degli utili attesi (fig. 2.14).

La situazione patrimoniale delle compagnie rimane solida. A dicembre l'indice di solvibilità medio del settore era pari al 274 per cento, dal 266 di giugno (fig. 2.15). A settembre la media europea risultava del 249 per cento.

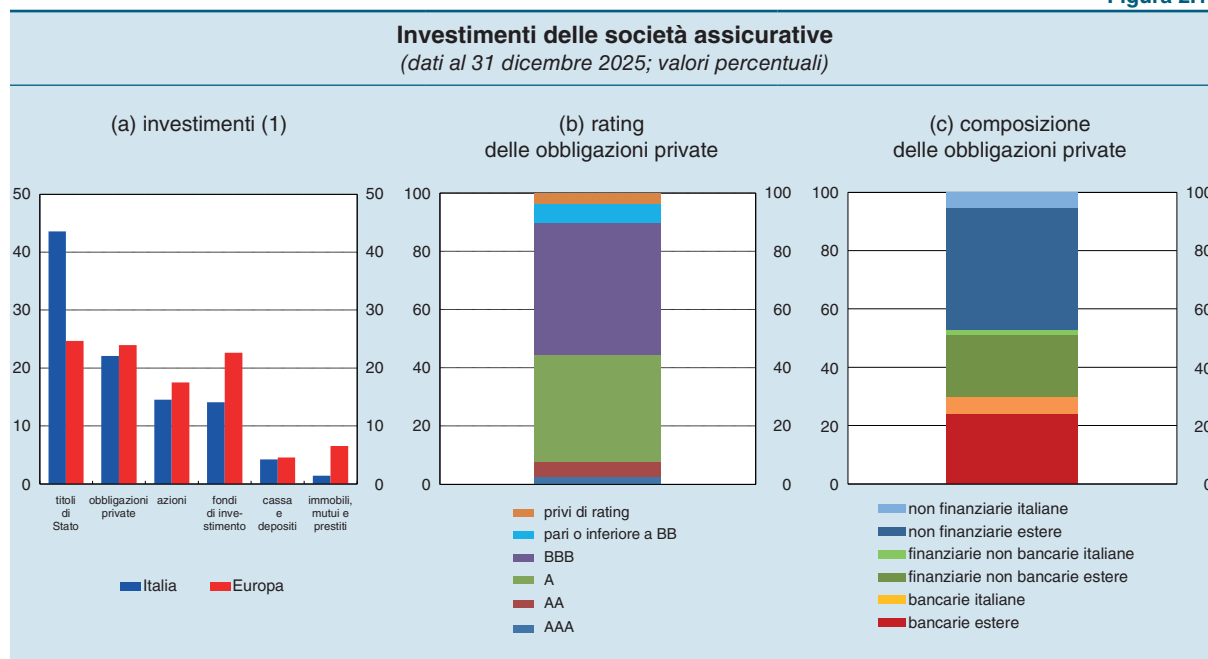
La qualità degli investimenti è elevata. Alla fine del 2025 il valore complessivo degli investimenti delle assicurazioni italiane ammontava a 1.094 miliardi (in rialzo del 3 per cento rispetto a giugno). Gli investimenti per i quali le compagnie sopportano il rischio (792 miliardi) erano concentrati, in misura largamente superiore rispetto alle imprese assicurative europee, in obbligazioni pubbliche (44 per cento del totale, di cui oltre due terzi costituiti da titoli di Stato italiani; fig. 2.16.a). I titoli obbligazionari privati, in prevalenza emessi da società estere, erano stabili al 22 per cento; quelli emessi dal settore finanziario rappresentavano oltre la metà (fig. 2.16.c). È migliorato il merito di credito delle obbligazioni societarie in portafoglio grazie all'innalzamento del rating sovrano dell'Italia: alla fine dell'anno i titoli con rating A avevano raggiunto una quota del 37 per cento (dal 32 dello scorso giugno), mentre quelli con rating BBB erano scesi al 45 per cento (dal 49 di

Figura 2.15



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 individuali (Quantitative reporting template). – (2) Media ponderata con pesi pari al requisito patrimoniale di solvibilità.

Figura 2.16



Fonte: Ivass ed EIOPA.
 (1) I dati per l'Europa, aggiornati al 30 settembre 2025, sono riferiti allo Spazio economico europeo.

giugno; fig. 2.16.b). Gli investimenti in azioni, in lieve aumento rispetto a giugno, rappresentavano il 15 per cento del totale; rimanevano stabili al 14 per cento quelli in fondi comuni. Le esposizioni complessive nel comparto del private credit²² erano marginali e invariate rispetto all'anno precedente.

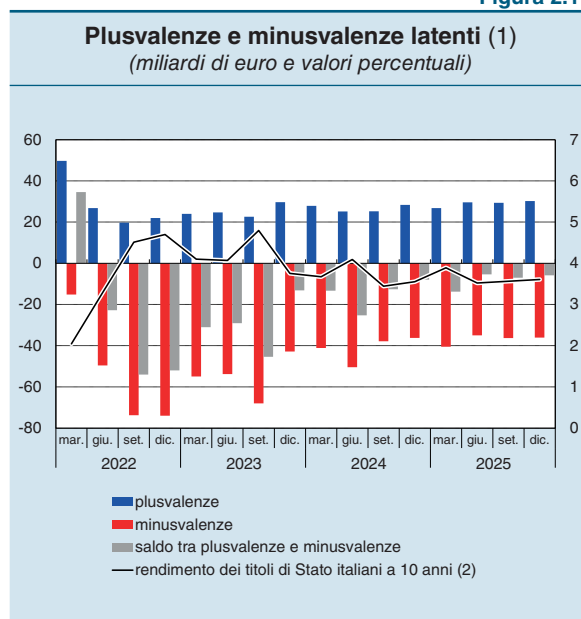
La redditività del settore ha beneficiato della riduzione delle minusvalenze nette non realizzate. Queste corrispondevano a 6 miliardi a dicembre del 2025, dagli 8 della fine del 2024 (fig. 2.17)²³. Nel 2025 il ROE si è attestato al 14 per cento²⁴. Nel comparto vita è salito al 15 per cento (fig. 2.18.a), sospinto dall'incremento dell'8 per cento della raccolta premi (fig. 2.18.c). Il ROE nel comparto danni è aumentato al 13 per cento; vi hanno contribuito la crescita della raccolta premi (7 per cento) e la diminuzione del rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e i premi di competenza (*combined ratio*, al 93 per cento, dal 94 della fine dello scorso anno; fig. 2.18.b).

In prospettiva la redditività potrebbe risentire negativamente dell'ampliamento delle minusvalenze latenti. L'aumento sarebbe riconducibile al rialzo dei rendimenti dei titoli pubblici successivo allo scoppio del conflitto in Medio Oriente.

Le condizioni di liquidità sono migliorate. Nel comparto vita è proseguito il calo del rapporto tra riscatti e premi, pari al 67 per cento alla fine del 2025 (dal 77 di dicembre del 2024; fig. 2.19), sia per i prodotti unit linked sia per quelli tradizionali.

Nel 2025 la flessione dei riscatti e la crescita della raccolta hanno generato un netto incremento dei flussi di cassa delle imprese di assicurazione. In particolare, il saldo netto dei prodotti unit linked è tornato positivo dopo due anni (fig. 2.20); contestualmente il saldo netto degli investimenti è diventato nuovamente negativo, per le maggiori uscite per l'acquisto di attivi, sostenute dall'aumento della liquidità generata dai flussi tecnici²⁵ dei comparti vita e danni.

Figura 2.17



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.

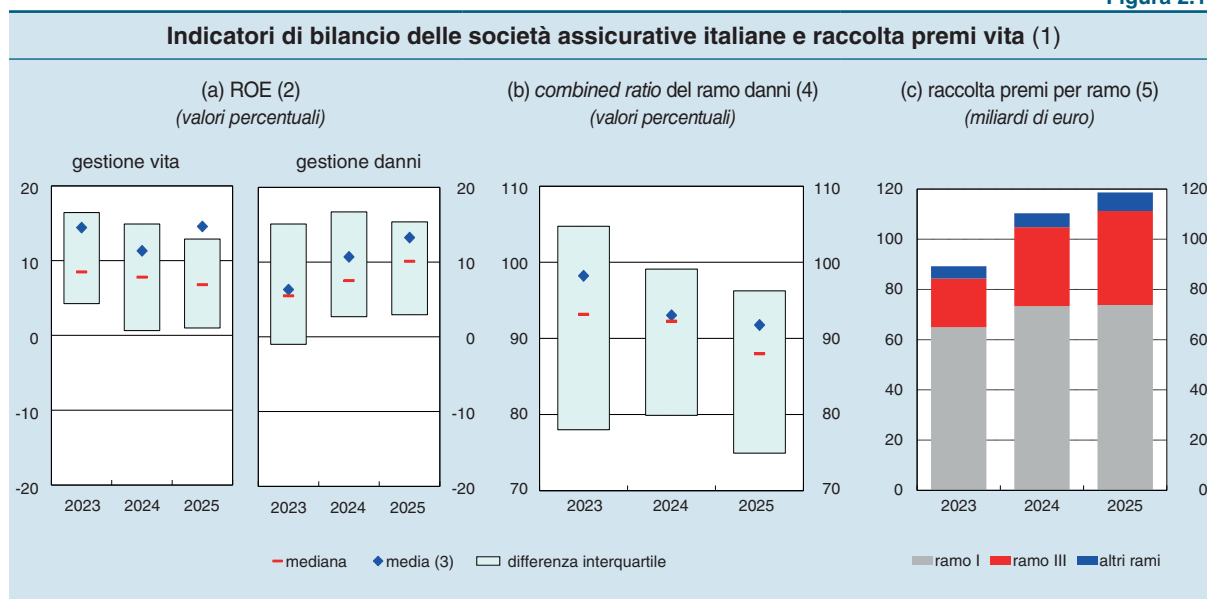
²² L'assenza di una definizione universalmente condivisa per questa classe di attività non consente una quantificazione univoca e comparabile a livello internazionale; sulla base di un'indagine ad hoc condotta dall'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) su un campione rappresentativo di entità assicurative, l'esposizione (diretta e indiretta) è di circa lo 0,3 per cento degli attivi. Secondo una classificazione più ampia proposta dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA), l'esposizione delle compagnie italiane ammonterebbe all'1,6 per cento del totale degli attivi, contro una media europea del 5 per cento alla fine del 2024.

²³ L'Ivass, con il regolamento 57/2026, ha dato attuazione alle disposizioni contenute nella legge di bilancio per il 2026 (L. 199/2025), concedendo la facoltà – per le imprese che non adottano i principi contabili internazionali – di valutare per gli esercizi 2025 e 2026 i titoli non durevoli in base al valore di iscrizione risultante dall'ultimo bilancio, fatta eccezione per le perdite di carattere durevole. La mancata svalutazione è destinata a "riserva indisponibile". La facoltà di sospendere temporaneamente gli effetti sulla redditività di esercizio delle minusvalenze sugli investimenti è stata adottata nei rispettivi bilanci del 2025 da dodici compagnie, che rappresentano il 24 per cento degli attivi del settore.

²⁴ I dati relativi al 2025 si riferiscono a un campione di imprese non omogeneo rispetto agli anni precedenti.

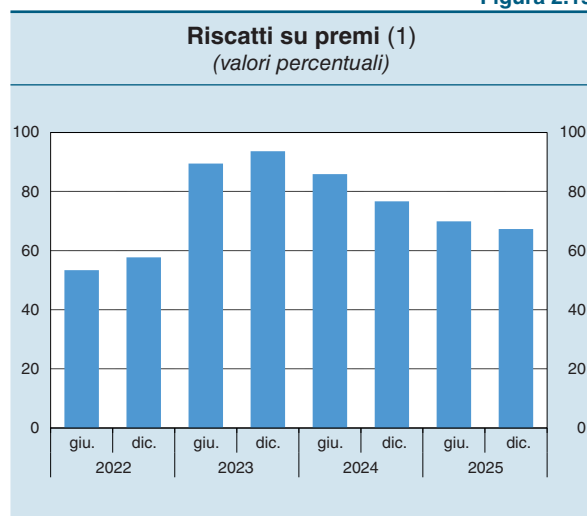
²⁵ Si includono i flussi relativi a premi, sinistri e riscatti, nonché quelli per la riassicurazione.

Figura 2.18



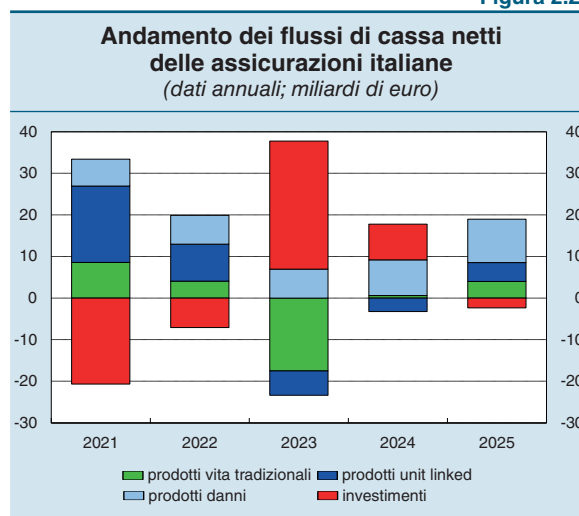
(1) Dati preliminari. Nei pannelli (a) e (b) i dati relativi al 2025 si riferiscono a un campione di imprese non omogeneo rispetto agli anni precedenti. – (2) Rapporto tra utile e patrimonio netto. – (3) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto. – (4) Rapporto tra la somma di 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 include soprattutto polizze unit e index linked (prodotti vita con rischio a carico degli assicurati); gli altri rami includono tutti i restanti prodotti vita.

Figura 2.19



(1) L'indicatore è calcolato come rapporto tra gli oneri per i riscatti e i premi. I dati sono cumulati dall'inizio dell'anno.

Figura 2.20



L'indicatore del grado di liquidità degli attivi delle compagnie italiane (*liquid asset ratio*)²⁶ a dicembre del 2025 è rimasto sostanzialmente stabile rispetto a giugno, a un valore mediano del 58 per cento, superiore al corrispondente livello europeo (46 per cento a settembre del 2025).

²⁶ 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'EIOPA per il monitoraggio sui rischi di liquidità del settore assicurativo (*liquidity monitoring*).

2.3 L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Tra la fine del 2025 e l'inizio di quest'anno il risparmio gestito italiano ha continuato a crescere, con flussi positivi. Tuttavia con l'avvio del conflitto tale dinamica si è invertita, e la raccolta netta è divenuta negativa. I rischi rimangono comunque moderati.

In linea con quanto accaduto nel resto dell'area dell'euro, l'aumento dell'incertezza derivante dallo scoppio del conflitto in Medio Oriente ha interrotto la dinamica positiva della raccolta dei fondi comuni aperti gestiti da società appartenenti a gruppi italiani²⁷. Nel corso del primo trimestre del 2026, la raccolta netta è divenuta negativa (fig. 2.21), a causa dei deflussi concentrati nei mesi di febbraio e marzo.

La liquidità e l'indebitamento dei fondi aperti non segnalano vulnerabilità. Il rischio di liquidità dei fondi di diritto italiano dei comparti non azionari²⁸ è rimasto pressoché stabile tra luglio del 2025 e febbraio del 2026 (fig. 2.22.a); il patrimonio dei fondi vulnerabili²⁹ a richieste di rimborso particolarmente elevate resta su livelli bassi (circa il 2,6 per cento del totale).

Alla fine dello scorso anno l'indebitamento dei fondi comuni aperti verso banche e altri intermediari era contenuto³⁰, così come l'esposizione in derivati. I margini netti corrisposti nella seconda metà del 2025 e nel primo trimestre del 2026 sono risultati sensibilmente inferiori alla liquidità disponibile (fig. 2.22.b), dopo essere stati eccezionalmente negativi (margini ricevuti) nel secondo trimestre del 2025.

Il patrimonio dei fondi di investimento alternativi (FIA) mobiliari italiani ha continuato ad aumentare nel 2025 (2,4 per cento). Meno di un decimo del patrimonio è riconducibile ai gestori sotto soglia, la cui disciplina è stata modificata con la riforma del Testo unico della finanza (TUF)³¹.

²⁷ Il comparto dei fondi comuni aperti gestiti da società appartenenti a gruppi italiani rappresenta circa il 50 per cento del patrimonio complessivo dei fondi distribuiti in Italia, che comprendono anche quelli gestiti da gruppi esteri.

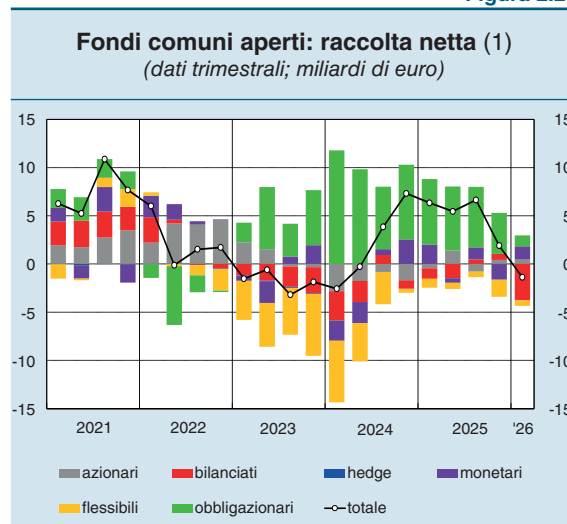
²⁸ Misurato dal rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità delle sue componenti e i riscatti netti in uno scenario di stress (cfr. la nota 1 della fig. 2.22.a).

²⁹ Sono definiti vulnerabili i fondi per cui l'indicatore di liquidità è inferiore all'unità.

³⁰ 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.

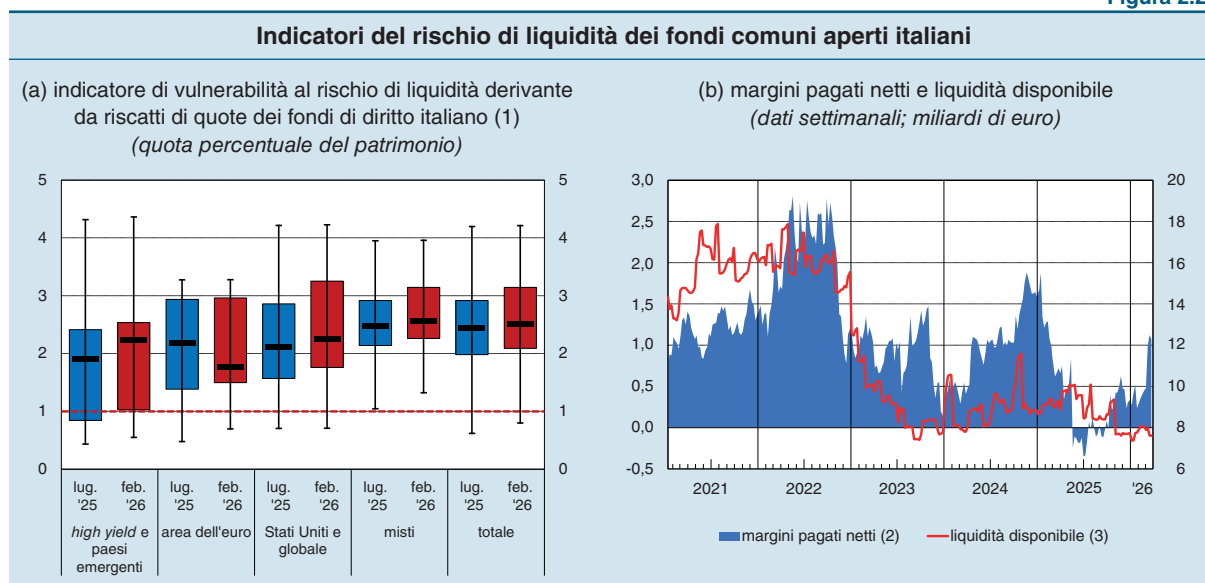
³¹ Gli intermediari sotto soglia sono i gestori con attivi in gestione inferiori a 500 milioni di euro (qualora operino senza fare ricorso alla leva finanziaria e non consentano agli investitori l'esercizio del diritto di rimborso nei cinque anni successivi all'investimento iniziale), o a 100 milioni (in mancanza delle predette condizioni). In base alle nuove disposizioni, i gestori sotto soglia registrati non sono più sottoposti a una vigilanza microprudenziale e di trasparenza e correttezza. Devono comunque rispettare la normativa antiriciclaggio e sottostare ai controlli necessari per verificare il permanere delle condizioni per la registrazione e per contenere il rischio sistemico; a tali fini le autorità di vigilanza continuano a esercitare poteri di controllo e verifica, anche di natura ispettiva. L'investimento tramite i gestori sotto soglia rimane riservato a investitori professionali o con conoscenze e capacità finanziarie elevate.

Figura 2.21



Fonte: Assogestioni.

(1) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi italiani. I dati relativi al 1° trimestre 2026 sono provvisori.



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 corrisponde 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 settembre 2023 (*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. – (3) Disponibilità aggregate di liquidità da gennaio 2021 a febbraio 2026. Scala di destra.

I fondi di private equity, private credit e venture capital hanno mostrato vulnerabilità a livello globale, sinora manifestatesi con minore impatto in Italia. Tali vulnerabilità sono legate al rialzo dei tassi di mercato connesso con lo scoppio del conflitto, che ha ridotto l'interesse verso investimenti con più alto rapporto rischio-rendimento da parte degli investitori istituzionali e reso più difficile effettuare operazioni ad alta leva finanziaria (come i *leveraged buy-out*).

Al contrario delle altre principali giurisdizioni, i fondi di private credit italiani acquistano prevalentemente crediti originati da terzi, per lo più deteriorati, e hanno forma chiusa; il comparto è quindi meno esposto ai rischi emersi nel contesto internazionale (cfr. il paragrafo 1.1).

In linea con quanto rilevato a livello globale, anche il patrimonio dei fondi di private equity italiani ha subito una flessione nel 2025, con una raccolta inferiore al passato.

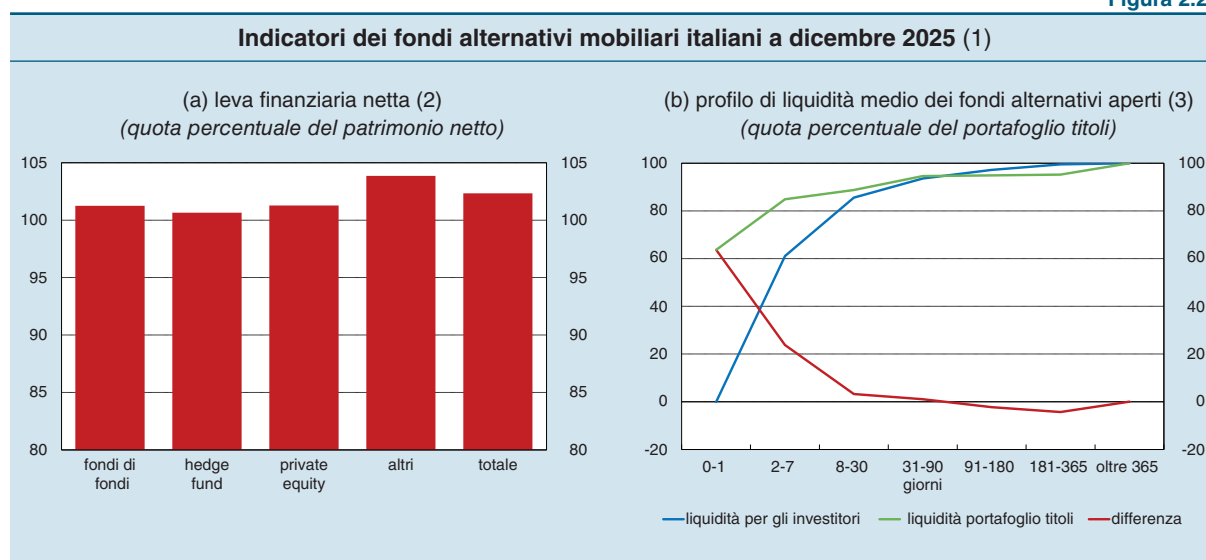
È continuata la crescita del comparto dei fondi di venture capital, soprattutto grazie alle iniziative promosse da Cassa depositi e prestiti volte a favorire la nascita e lo sviluppo di imprese con elevato potenziale di crescita (start up).

Per i FIA mobiliari i rischi legati all'uso della leva finanziaria e quelli di liquidità permangono limitati. La leva finanziaria diretta del complesso dei FIA mobiliari è rimasta pressoché stabile (al 102 per cento; fig. 2.23.a); la leva indiretta dei fondi di private equity, riconducibile all'indebitamento delle società controllate direttamente e indirettamente, è scesa nel 2025 (al 42 per cento). I rischi di liquidità restano limitati, in quanto circa il 90 per cento dei FIA mobiliari italiani è costituito in forma chiusa³²; per

³² 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.

quelli aperti si osserva un sostanziale allineamento tra la liquidità dell'attivo e il profilo di rimborso delle passività a breve termine (fig. 2.23.b).

Figura 2.23



Fonte: segnalazioni di vigilanza e dati trasmessi in base alla direttiva UE/2011/61 sui gestori di fondi di investimento alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD).

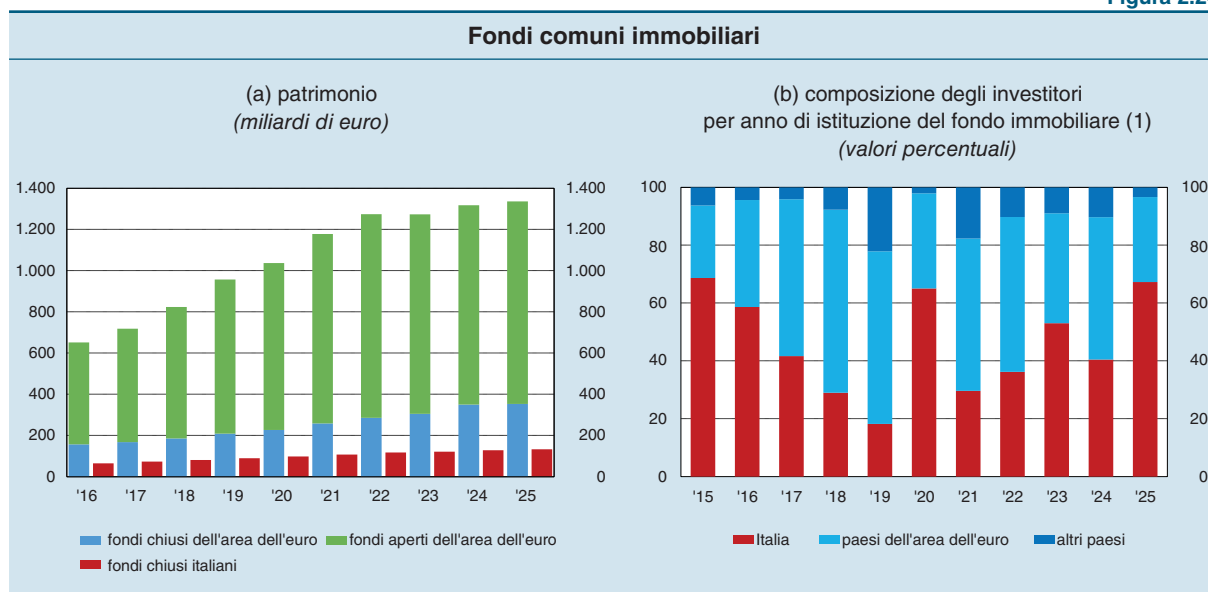
(1) La figura è costruita sulla base delle segnalazioni di vigilanza e dei dati trasmessi in conformità alla direttiva AIFMD, che richiede ai gestori di tali fondi di fornire periodicamente alle autorità competenti informazioni sulle principali attività ed esposizioni. – (2) Esposizione complessiva calcolata con il metodo fondato sugli impegni in rapporto al patrimonio netto dei fondi alternativi mobiliari gestiti da società di gestione del risparmio italiane. La categoria "altri" comprende i fondi che erogano direttamente finanziamenti o acquistano crediti originati da altri intermediari e quelli che non sono inclusi nelle altre categorie secondo i criteri adottati dall'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 tale intervallo, e la liquidità per gli investitori, pari alla quota media dell'attivo che gli investitori di questi fondi possono riscattare nello stesso periodo. La stima non tiene conto di eventuali giacenze sui conti correnti.

Il comparto del crowdfunding sta incontrando delle difficoltà. Negli ultimi anni le piattaforme di crowdfunding hanno offerto un canale di finanziamento alternativo soprattutto alle imprese più piccole e innovative (cfr. il riquadro: *Il comparto dei fornitori di servizi di crowdfunding in Italia*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2025). Dall'avvio nel 2023 della vigilanza microprudenziale sui fornitori di servizi di crowdfunding, a fronte di 43 operatori inizialmente autorizzati, solo 29 risultano attivi con progetti effettivamente pubblicati nelle rispettive piattaforme. La riduzione della rilevanza del settore è confermata dal calo dei flussi raccolti (39 per cento in meno nel solo 2025) in tutte le forme di servizio prestato (*equity, debt e lending-based crowdfunding*) e dalla redditività complessivamente negativa del comparto, con oltre il 75 per cento degli intermediari in perdita nello scorso anno. La contrazione, seguita dalla Vigilanza attraverso un'intensa attività cartolare e ispettiva, è spiegata da fattori sia macroeconomici sia idiosincratichi³³, che hanno portato i soci di alcuni operatori a ripensare il progetto imprenditoriale, con la cessione delle quote, l'uscita diretta dal mercato o la ricerca di una massa critica di raccolta attraverso altri intermediari.

Il patrimonio gestito dal comparto dei fondi immobiliari italiani è aumentato nel 2025. Gli investitori nei fondi istituiti nel periodo sono per quasi due terzi italiani (fig. 2.24). I fondi immobiliari hanno effettuato nell'insieme rivalutazioni nette del patrimonio gestito pari allo 0,2 per cento del portafoglio, a fronte di svalutazioni nette registrate nel 2024 (fig. 2.25.a).

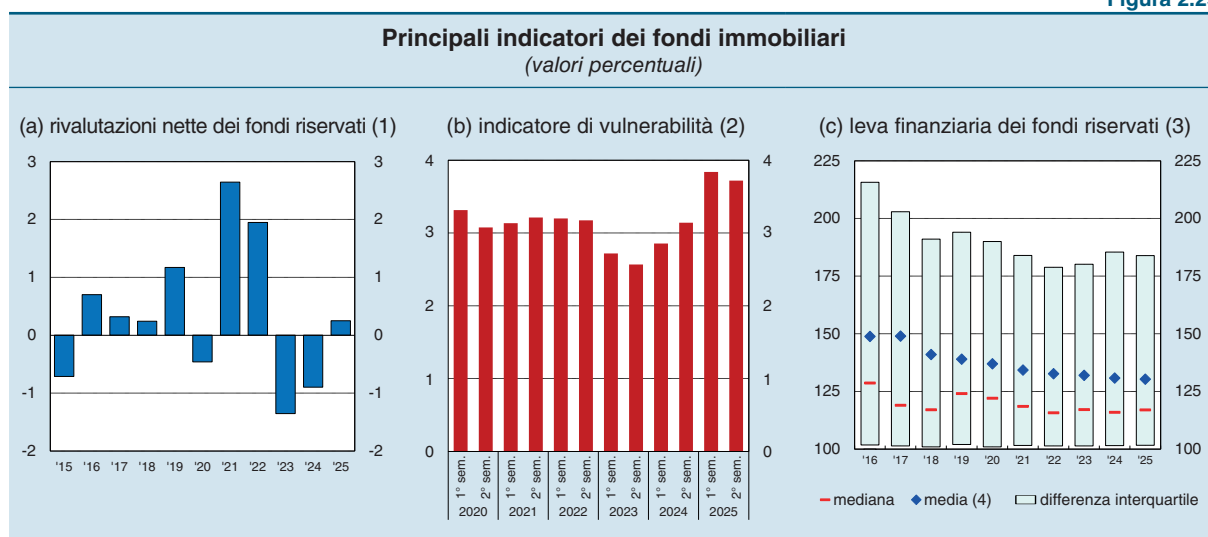
³³ I fattori macroeconomici si riferiscono al perdurare di un livello di tassi di interesse superiore al periodo precedente la pandemia, con premi al rischio più alti per investimenti, come i progetti di crowdfunding, connotati da maggiore incertezza. I fattori idiosincratichi sono invece collegati ai costi per gli adeguamenti procedurali e organizzativi prescritti dalla normativa europea.

Figura 2.24



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

Figura 2.25



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

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi immobiliari si mantengono complessivamente moderati. Al contrario della maggior parte dei fondi europei, quelli italiani sono costituiti in forma chiusa in base alla normativa vigente e di conseguenza non sono soggetti al rischio di liquidità derivante da elevate richieste di rimborso. Il rischio che alla scadenza le valutazioni del

portafoglio dei fondi divergano in modo significativo dai valori di mercato, pur restando su livelli ridotti, è lievemente aumentato nel corso del 2025 (fig. 2.25.b).

La leva finanziaria dei fondi immobiliari è rimasta stabile (fig. 2.25.c). Le esposizioni dirette di banche e altri intermediari operanti in Italia verso il comparto dei fondi immobiliari si mantengono contenute.

3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

Nei primi mesi dell'anno la Banca d'Italia ha confermato le misure macroprudenziali in vigore nel 2025. L'Istituto continua a monitorare il contesto macrofinanziario per cogliere prontamente segnali di possibili impatti del conflitto in Medio Oriente. I rischi per la stabilità finanziaria valutati nell'ambito del potere di intervento assegnato alla Banca d'Italia risultano complessivamente contenuti.

La Banca d'Italia monitora il quadro dei rischi nell'attuale contesto macrofinanziario per individuare tempestivamente eventuali ripercussioni del conflitto in Medio Oriente e, se necessario, adeguare il proprio orientamento di politica macroprudenziale.

Le misure macroprudenziali in vigore nel 2025 sono state confermate. Ad aprile l'Istituto ha lasciato invariata all'1 per cento la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB), attivata nel 2024 e pienamente in vigore da giugno del 2025¹. La Banca ha inoltre mantenuto il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) allo zero per cento nei primi due² trimestri del 2026 (cfr. nell'Appendice la tav. A11).

I requisiti per le banche sistemiche a livello nazionale sono stati aggiornati per tenere conto delle operazioni di concentrazione perfezionate lo scorso anno. L'Istituto ha identificato come banche a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) i due gruppi bancari BPER e Monte dei Paschi di Siena, nelle loro nuove configurazioni. Gli intermediari mantengono dal 1° aprile scorso un buffer pari allo 0,50 per cento dei propri RWA³. I due gruppi si aggiungono alla lista delle O-SII, già identificate per il 2026, pubblicata lo scorso novembre⁴.

L'Istituto ha valutato la richiesta di riconoscimento di una misura macroprudenziale austriaca e ha deciso di adottarla anche in Italia⁵; la misura prevede un SyRB pari all'1 per cento degli RWA verso società non finanziarie dei settori edilizio e immobiliare aventi sede in Austria⁶.

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dagli strumenti finanziari in circolazione in Italia sono contenuti. Tra gli strumenti a disposizione della Banca d'Italia per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale rientra il potere di intervento previsto dal regolamento UE/2014/600⁷.

¹ La riserva si applica alle esposizioni domestiche ponderate per il rischio di credito e di controparte; cfr. Banca d'Italia, *Rivalutazione della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico*, comunicato stampa del 24 aprile 2026.

² Banca d'Italia, *Il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (countercyclical capital buffer, CCyB)*, comunicato stampa del 27 marzo 2026.

³ Banca d'Italia, *Identificazione delle istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia*, comunicato stampa del 27 febbraio 2026.

⁴ Banca d'Italia, *Identificazione per il 2026 delle istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia*, comunicato stampa del 14 novembre 2025.

⁵ Banca d'Italia, *Decisione di riconoscere una misura macroprudenziale austriaca ai sensi della raccomandazione ESRB/2025/10 del Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB)*, comunicato stampa del 30 gennaio 2026.

⁶ Sono escluse dalla misura le esposizioni verso le associazioni edilizie a limitato scopo di lucro.

⁷ La stessa facoltà è anche assegnata alla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), con l'obiettivo di tutelare gli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari e delle merci. Per approfondimenti 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*.

A questo fine vengono svolte periodicamente analisi dei rischi che possono derivare dagli strumenti finanziari commercializzati, distribuiti o venduti in Italia o a partire dall'Italia⁸. In base agli approfondimenti più recenti su titoli e derivati⁹, i rischi per la stabilità finanziaria associati alle categorie di strumenti analizzate risultano complessivamente limitati. I *certificates* sono cresciuti moderatamente nella seconda metà del 2025; quelli detenuti dalle famiglie sono per lo più con protezione totale o parziale del capitale. Nel mercato dei derivati, le posizioni lunghe e corte detenute dai principali operatori appaiono nell'insieme bilanciate.

Il 4 dicembre si è tenuta la seconda riunione del 2025 del Comitato per le politiche macroprudenziali¹⁰: durante l'incontro sono stati discussi i rischi per la stabilità del sistema finanziario italiano, le iniziative in corso aventi rilevanza macroprudenziale e la definizione dei contenuti della relazione sulle attività del Comitato¹¹, pubblicata a marzo. La prossima riunione del Comitato è prevista a giugno del 2026.

⁸ 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 d'intervento*.

⁹ 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 27 aprile 2026.

¹⁰ Comitato per le politiche macroprudenziali, *Verbale della riunione del 4 dicembre 2025*, 9 gennaio 2026. 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.

¹¹ Comitato per le politiche macroprudenziali, *Relazione sulle attività. Anno 2025*, marzo 2026.