BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria



novembre 2026

2 | 2026

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 2 / 2026
Novembre

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© 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, Paola Antilici, Giulia Avola (Ivass), Paolo Cantatore, Maria Giulia Cassinis, Ginette Eramo, Giuseppe Floccari, Francesca Francetti, Federico Guerra, Eleonora Iachini, Michelina Lo Russo, Luca Moller, Angelo Nunnari, Tommaso Orlando, Stefano Pasqualini (Ivass), Fabiana Sabatini, Giovanni Secondin

Riquadri
Michele Adamini, Paola Antilici, Luigi Bellomarini, Annalisa De Nicola, Francesca De Vivo, Fulvio Di Stefano, Gennaro Fusco, Raffaele Gallo, Marco Ligios, Stelvio Troncone

Aspetti editoriali
Fabrizio Martello, Silvia Mussolin, Marco Paciucci

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 6 novembre 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 11
- 1.3 I mercati finanziari 14
- 1.4 I mercati immobiliari 19
- 1.5 Le famiglie e le imprese 20

2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI 26
- 2.1 Le banche 26
- 2.2 Le assicurazioni 39
- 2.3 L'industria del risparmio gestito 44

3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA 51

INDICE DEI RIQUADRI

L'intelligenza artificiale come possibile amplificatore dei rischi sistemici 9
L'attività degli hedge fund nel mercato repo con titoli di Stato italiani 16
L'applicazione delle aspettative sugli accantonamenti prudenziali per i crediti deteriorati delle banche meno significative 29
Il rafforzamento della resilienza operativa digitale del sistema finanziario italiano 38
Valutazione di impatto della revisione di Solvency II 40
La crescita del private credit e i rischi per la stabilità finanziaria: canali di interconnessione e carenze informative 46

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

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia; per i dati dell'Istituto si omette l'indicazione della fonte.

Segni convenzionali:

– il fenomeno non esiste;

.... il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;

.. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;

:: i dati sono statisticamente non significativi;

() i dati sono provvisori.

Nelle figure con differenti scale di destra e di sinistra viene richiamata in nota la sola scala di destra.

Per la denominazione dei paesi indicati in sigla all'interno della pubblicazione, cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea (https://publications.europa.eu/code/it/it-5000600.htm).

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

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

SINTESI

Il protrarsi delle tensioni geopolitiche, il considerevole rialzo dei tassi di interesse a lungo termine e le elevate valutazioni finanziarie rappresentano le principali fonti di vulnerabilità per il quadro macrofinanziario globale. *Nonostante le recenti correzioni nel settore tecnologico, caratterizzato da una notevole incertezza sulle prospettive di redditività, le quotazioni sui mercati finanziari rimangono esposte al rischio di ulteriori ribassi. L'attuale contesto si caratterizza per premi per il rischio compressi, soprattutto nei comparti legati all'intelligenza artificiale, oltre che per alti rendimenti a lungo termine, particolarmente in alcune giurisdizioni. Un ampio aggiustamento delle quotazioni sui mercati statunitensi avrebbe ripercussioni a livello globale.*

In Italia le vulnerabilità macrofinanziarie di origine interna sono contenute e sostanzialmente invariate dalla scorsa primavera. *Le condizioni sui mercati finanziari restano relativamente distese, pur nella fase di elevati rendimenti in cui si trovano le maggiori economie avanzate. Il differenziale tra il tasso sui titoli di Stato decennali italiani e quello sui corrispondenti titoli tedeschi è aumentato, ma rimane su livelli inferiori alla media degli ultimi vent'anni. Dopo i volumi particolarmente alti raggiunti nei mesi estivi, gli scambi nel comparto dei titoli di Stato italiani sono tornati su valori in linea con quelli dei mesi primaverili.*

Il credito è in moderata espansione e la situazione finanziaria del settore privato si mantiene equilibrata. *Il rialzo dei prezzi ha ridotto il potere d'acquisto del reddito delle famiglie. Le imprese continuano a caratterizzarsi per bassi livelli di indebitamento e ampie riserve liquide. Nel complesso i rischi per la stabilità finanziaria sono contenuti, ma il perdurare delle tensioni in Medio Oriente potrebbe incidere sulla situazione finanziaria di famiglie e imprese a seguito di ulteriori rincari energetici e di un irrigidimento delle condizioni monetarie e finanziarie.*

Gli intermediari mantengono una posizione di complessiva solidità, che contribuisce ad attenuare i rischi derivanti da un eventuale peggioramento della situazione macrofinanziaria. *Il sistema bancario resta contraddistinto da alti livelli di patrimonializzazione e di redditività, nonché da una qualità del credito elevata. Anche il settore assicurativo presenta un'elevata solvibilità e una redditività in miglioramento.*

Le autorità di vigilanza stanno monitorando le implicazioni per la stabilità finanziaria della rapida diffusione dei modelli di intelligenza artificiale di frontiera. *L'esposizione ai rischi cibernetici e operativi richiede un rafforzamento dei presidi di sicurezza da parte di tutti gli intermediari. Il Comitato europeo per il rischio sistemico ha emesso una segnalazione di carattere generale rivolta alle istituzioni dell'Unione europea e dei suoi Stati membri sui rischi informatici. La BCE, la Banca d'Italia e l'Ivass hanno adottato specifiche iniziative di sensibilizzazione degli intermediari vigilati.*

In questo Rapporto sono inclusi sei riquadri. *I temi trattati sono: l'intelligenza artificiale come possibile amplificatore dei rischi sistemici; l'attività degli hedge fund sul mercato repo collateralizzato da titoli di Stato italiani; le aspettative di vigilanza per la svalutazione dei crediti deteriorati delle banche meno significative; le iniziative della Banca d'Italia per rafforzare la resilienza operativa digitale del sistema finanziario nazionale; le conseguenze della revisione della direttiva Solvency II per le assicurazioni italiane; la crescita del private credit a livello globale.*

1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI GLOBALI E DELL'AREA DELL'EURO

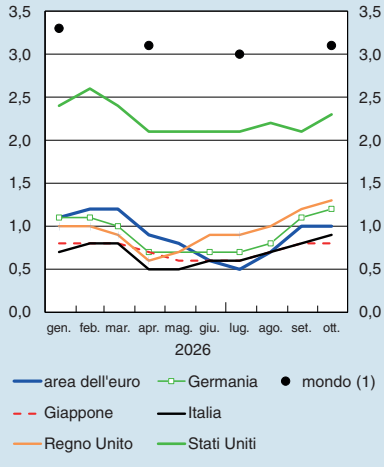
Nonostante il conflitto nel Golfo Persico, nei mesi scorsi l'attività economica ha continuato a espandersi, sospinta dalla crescita degli investimenti legati all'intelligenza artificiale. Le pressioni sui mercati energetici e sull'inflazione dovute al protrarsi delle tensioni mediorientali restano tuttavia una fonte di vulnerabilità per il quadro macrofinanziario globale. Le valutazioni delle attività finanziarie rimangono esposte a ulteriori ribassi, malgrado le recenti correzioni, in un contesto di rendimenti a lungo termine elevati, premi per il rischio compressi in diversi mercati e prospettive di redditività del settore tecnologico soggette ad ampi margini di incertezza.

Nella prima metà del 2026 la crescita globale ha mostrato una tenuta superiore alle attese; le prospettive restano tuttavia esposte ai rischi geopolitici e alle pressioni sui prezzi. Gli effetti negativi del conflitto in Medio Oriente sono stati contrastati dall'espansione degli investimenti nelle infrastrutture connesse con l'intelligenza artificiale (IA). Nel terzo trimestre la crescita sarebbe proseguita a ritmi sostenuti in Cina e negli Stati Uniti e moderati nell'area dell'euro. Le previsioni per il 2026 e per il 2027 sono di poco migliorate rispetto alle valutazioni immediatamente successive all'inizio delle ostilità (fig. 1.1.a). I rischi per il 2027 rimangono orientati al ribasso per l'ulteriore deterioramento dei rapporti tra Iran e Stati Uniti e per l'incertezza sugli scambi e sulle politiche commerciali.

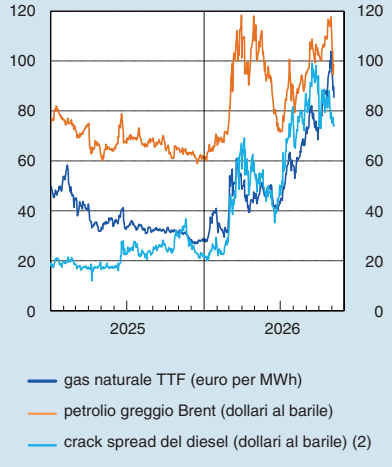
Figura 1.1

Aspettative sulla crescita, prezzi dell'energia e inflazione

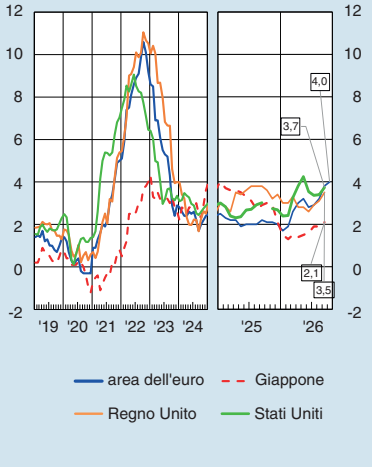
(a) previsioni di crescita del PIL per il 2026 *(valori percentuali)*



(b) quotazioni del Brent e prezzi del gas europeo e dei prodotti raffinati *(dati giornalieri)*



(c) inflazione complessiva *(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)*



Fonte: per le previsioni di crescita del PIL, Consensus Economics (per i dati mensili) e FMI (per i dati trimestrali); per petrolio, gas e crack spread del diesel, LSEG Datastream; per l'inflazione, statistiche nazionali.
(1) Previsioni di crescita del PIL dell'FMI. – (2) Il crack spread del diesel, pari alla differenza tra il prezzo del diesel e quello del greggio, è utilizzato come indicatore dell'andamento dei principali prodotti raffinati.

Il contesto geopolitico mostra andamenti alterni, ma nel complesso continua ad alimentare rischi di tensioni nelle forniture e pressioni sui prezzi energetici; le condizioni monetarie si sono inasprite. Benché inferiori rispetto ad aprile, le quotazioni del greggio rimangono elevate, nonostante il miglioramento dopo i massimi di fine ottobre (fig. 1.1.b). Anche i prezzi dei principali prodotti raffinati sono aumentati e i differenziali rispetto al greggio si sono ampliati, riflettendo i vincoli alla capacità di raffinazione globale. I prezzi di riferimento del gas naturale sul mercato europeo (Title Transfer Facility, TTF) sono cresciuti, in un contesto di stoccaggi bassi a livello europeo, tensioni sull'offerta di gas naturale liquefatto e forte domanda nel corso dell'estate. Nelle principali economie avanzate l'inflazione si è mantenuta superiore agli obiettivi, sospinta soprattutto dai rincari energetici (fig. 1.1.c). Le principali banche centrali hanno alzato i tassi ufficiali; le aspettative di mercato prefigurano ulteriori rialzi nei prossimi mesi.

I rendimenti dei titoli di Stato a livello globale sono saliti, soprattutto sulle scadenze a più lungo termine in alcune giurisdizioni (fig. 1.2.a)**.** L'aumento è stato determinato prevalentemente dalle attese di nuovi incrementi dei tassi di politica monetaria. Tali aspettative sono connesse con la prospettiva di un'inflazione più persistente, in un quadro di cospicue emissioni sia da parte dei governi, a fronte di disavanzi in espansione, sia da parte delle grandi società tecnologiche, per le esigenze di finanziamento degli ingenti investimenti in infrastrutture per l'IA (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2026). L'acuirsi dei timori sulla sostenibilità del debito pubblico e i crescenti rischi politici in alcune economie avanzate hanno contribuito al rialzo dei rendimenti e, nell'area dell'euro, a un ampliamento degli spread sovrani. Rischi per i mercati globali dei titoli di Stato derivano anche da un possibile apprezzamento dello yen che, in presenza di elevata volatilità sul mercato dei cambi, potrebbe determinare repentine riduzioni delle posizioni degli investitori in *carry trade*[1].

I corsi azionari sono lievemente cresciuti da aprile, beneficiando di aspettative sulla redditività delle imprese in miglioramento, con andamenti eterogenei tra paesi. Da ottobre una flessione della propensione al rischio degli investitori ha alimentato un calo dei corsi e un incremento della volatilità, che continua comunque a collocarsi intorno alla media degli ultimi vent'anni (fig. 1.2.b). Sul mercato dei titoli di Stato la volatilità implicita è aumentata, segnalando una maggiore incertezza degli investitori sulle dinamiche dei tassi di interesse.

La propensione al rischio degli investitori si conferma nel complesso elevata, sostenuta dal prevalere di giudizi fortemente ottimistici sugli sviluppi dell'IA. I premi per il rischio sul mercato azionario hanno continuato a diminuire, collocandosi su valori molto al di sotto delle medie di lungo periodo sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro (fig. 1.2.c). Negli Stati Uniti le valutazioni di mercato e gli investimenti legati all'IA sono sostenuti da alte aspettative di crescita dei profitti e della produttività. Le recenti correzioni dei titoli tecnologici evidenziano la reattività dei mercati a revisioni di tali attese. Ulteriori peggioramenti delle aspettative, in particolare sulla velocità di adozione dell'IA e sulla capacità delle imprese di portare a frutto gli ingenti investimenti effettuati, potrebbero determinare altri ribassi significativi delle attività finanziarie più esposte; i cali potrebbero essere amplificati dalla notevole concentrazione dei

[1] Si tratta di una strategia di investimento che sfrutta differenziali di rendimento tra attività finanziarie, ottenendo finanziamenti a basso costo per investire in attività a rendimento più elevato. Lo yen giapponese è tradizionalmente una delle principali valute di finanziamento sui mercati globali. Aumenti nella volatilità del tasso di cambio e pressioni al rialzo sui tassi possono innescare la chiusura delle posizioni di *carry trade*; cfr. M. Aquilina, M. Lombardi, A. Schrimpf e V. Sushko, *The market turbulence and carry trade unwind of August 2024*, in *BIS Bulletin*, 90, 2024.

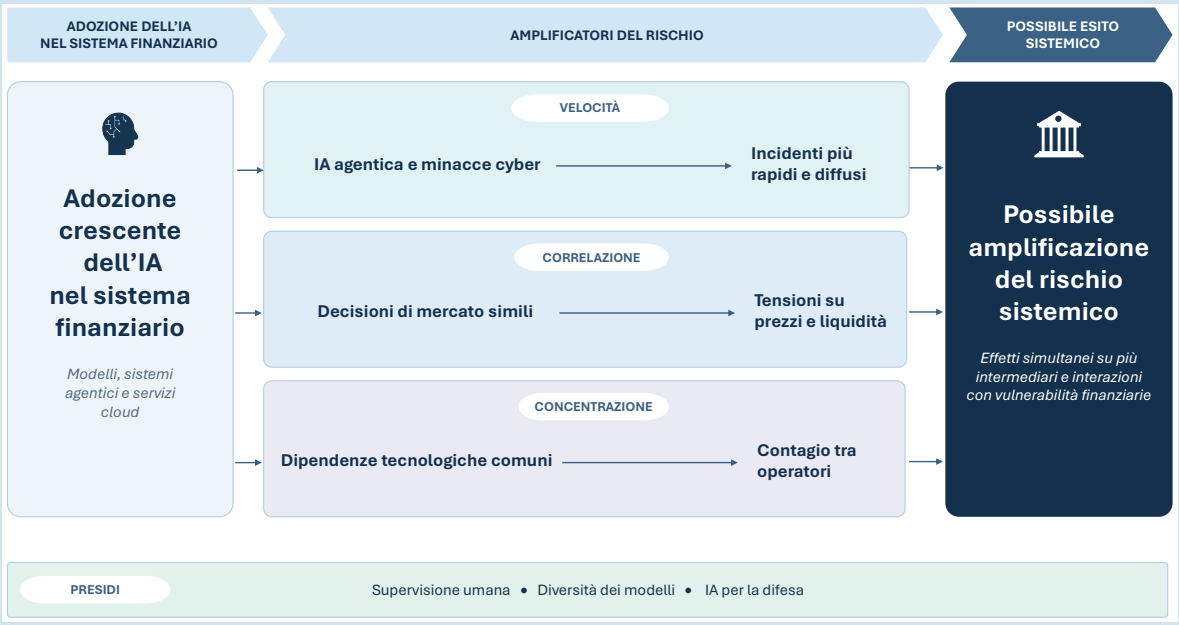
mercati azionari e dal crescente ricorso al finanziamento esterno, con ripercussioni sui mercati finanziari globali. L'utilizzo sempre maggiore dell'IA nel sistema finanziario potrebbe inoltre aumentare la rapidità e l'intensità con cui uno shock si propaga (cfr. il riquadro: *L'intelligenza artificiale come possibile amplificatore dei rischi sistemici*).

L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE COME POSSIBILE AMPLIFICATORE DEI RISCHI SISTEMICI[1]

In prospettiva la diffusione dell'intelligenza artificiale (IA) genererà guadagni di produttività, offrendo un impulso significativo al potenziale di sviluppo dell'economia. Ciò nonostante, non vanno trascurate le possibili implicazioni per i mercati finanziari e, in particolare, per le modalità con cui gli shock vengono trasmessi e amplificati. Il crescente impiego di sistemi autonomi, l'utilizzo di modelli simili e il ricorso a infrastrutture tecnologiche comuni possono aumentare l'interconnessione tra i comportamenti e soprattutto la velocità con cui le tensioni si propagano tra mercati e intermediari (figura).

Figura

IA come amplificatore dei rischi: velocità, correlazione, concentrazione



La cosiddetta IA agentica[2] può rappresentare una fonte di rischio per la sua capacità di pianificare ed eseguire velocemente attività in autonomia, anche interagendo con altri strumenti digitali e prendendo decisioni con un intervento umano limitato[3]. Nei mercati finanziari ciò potrebbe

[1] A cura di Luigi Bellomarini e Stelvio Troncone.
[2] Comprende modelli o sistemi di IA progettati per operare come agenti autonomi, capaci di ragionare, nonché di pianificare e svolgere le attività necessarie al conseguimento di obiettivi complessi.
[3] Tra gli operatori finanziari italiani, il 18 per cento dichiara di utilizzare modelli di tipo agentico; cfr. OCSE, *L'intelligenza artificiale nei mercati finanziari italiani*, 2026.

accelerare le reazioni agli shock e diminuire i tempi a disposizione degli operatori per valutarne gli effetti e intervenire.

L'utilizzo diffuso di modelli di IA con le medesime caratteristiche e alimentati da dati comuni può favorire l'adozione di decisioni di investimento e di gestione del rischio simili, accrescendo la correlazione dei comportamenti, amplificando le oscillazioni dei prezzi e le tensioni sulla liquidità. Inoltre, gli agenti di IA potrebbero essere in grado di anticipare le reazioni degli operatori, mentre questi ultimi potrebbero incontrare difficoltà nel comprendere e prevedere le decisioni degli agenti, dando luogo a un'asimmetria di comprensione[4]. Tale asimmetria potrebbe ridurre la capacità degli operatori di controllare i rischi e intervenire tempestivamente.

Rischi significativi possono derivare anche da un utilizzo malevolo dell'IA che, per le sue capacità di individuare e sfruttare le vulnerabilità dei sistemi informatici in maniera molto veloce, può rendere le frodi e gli attacchi tecnologici più insidiosi. La rapidità con cui tali vulnerabilità possono essere sfruttate potrebbe ridurre i tempi disponibili per adottare misure correttive e rendere più difficile il contrasto agli attacchi. D'altra parte, gli stessi sistemi di IA possono essere usati per rafforzare le difese cibernetiche, accelerando l'identificazione delle minacce e la risposta agli incidenti.

Le implicazioni dell'IA per la stabilità finanziaria sono oggetto di crescente attenzione da parte delle autorità internazionali e italiane. Il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) ha esaminato le principali criticità associate alla sua adozione e, nel giugno scorso, ha posto in consultazione un insieme di buone prassi per un utilizzo responsabile[5]. Nello stesso mese il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) ha pubblicato una segnalazione formale sui rischi derivanti dai modelli di frontiera[6]; contestualmente, la Vigilanza bancaria della Banca centrale europea ha chiesto alle banche significative di predisporre piani di azione specifici. Anche la Banca d'Italia ha richiesto approfondimenti sui presidi di resilienza digitale degli intermediari vigilati (cfr. il riquadro: *Il rafforzamento della resilienza operativa digitale del sistema finanziario italiano* del capitolo 2).

[4] M.K. Brunnermeier, *Artificial intelligence and the brave new world in finance*, relazione presentata al Jackson Hole Economic Policy Symposium 2026, Federal Reserve Bank of Kansas City, 27-29 agosto 2026.

[5] FSB, *The financial stability implications of artificial intelligence*, 14 novembre 2024; FSB, *Monitoring adoption of artificial intelligence and related vulnerabilities in the financial sector*, 10 ottobre 2025; FSB, *Sound practices for responsible adoption of artificial intelligence (AI). Consultation report*, 10 giugno 2026.

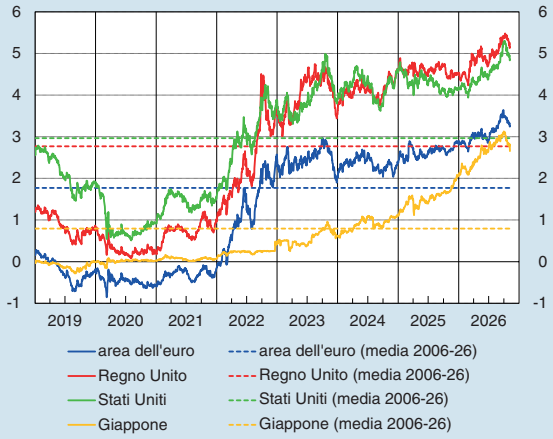
[6] ESRB, *Frontier AI models could strain cyber resilience in the financial system, ESRB warns*, comunicato stampa del 7 luglio 2026.

I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie, pur mantenendosi su livelli storicamente contenuti, sono aumentati, mostrando segnali di vulnerabilità (fig. 1.2.d)**.** Negli Stati Uniti è cresciuto il numero di emittenti con differenziali di rendimento superiori a quelli coerenti con il rating, soprattutto tra le imprese impegnate negli investimenti in IA, che dalla seconda metà del 2025 hanno fatto un sempre maggiore ricorso a emissioni obbligazionarie. La leva finanziaria di queste società, seppure contenuta, potrebbe sottostimare l'indebitamento effettivo che deriva da obblighi contrattuali pluriennali fuori bilancio per l'acquisto di servizi e di capacità di calcolo. Le esigenze di raccolta si sono riflesse anche sul mercato in euro, dove nella prima metà del 2026 le emissioni nette delle imprese statunitensi hanno superato quelle delle aziende dell'area dell'euro, soprattutto sulle scadenze più lunghe.

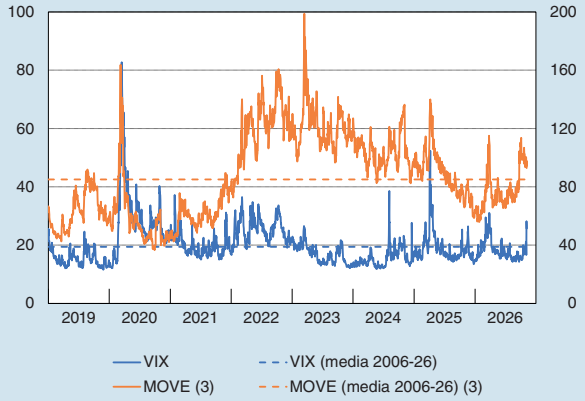
Figura 1.2

Rendimenti dei titoli di Stato, volatilità, premi per il rischio azionario e differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie

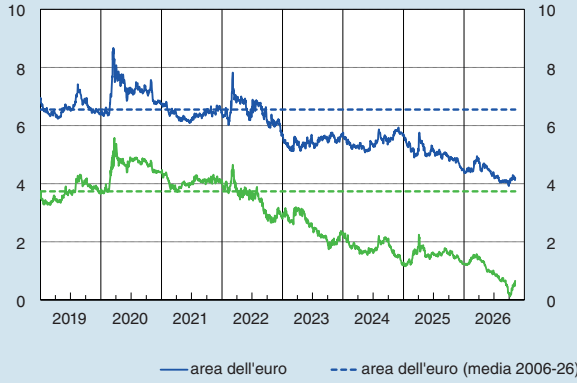
(a) rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine (1)
(dati giornalieri; punti percentuali)



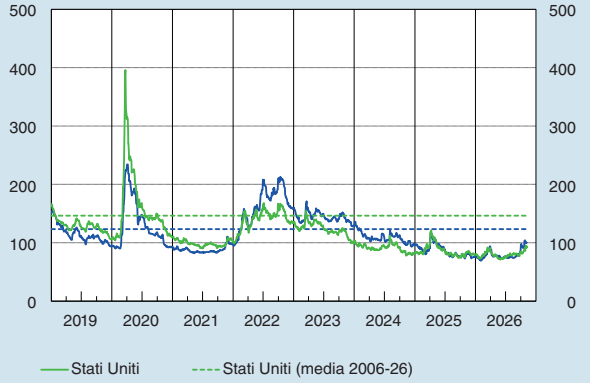
(b) volatilità attesa dei corsi azionari e dei titoli di Stato statunitensi (2)
(dati giornalieri; punti percentuali e punti base)



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



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



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

1.2 LA CONDIZIONE MACROFINANZIARIA DELL'ITALIA

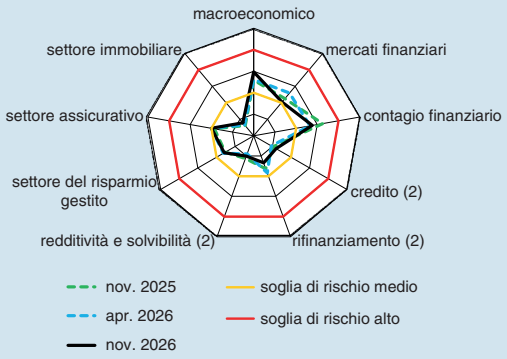
La condizione macrofinanziaria dell'Italia rimane relativamente favorevole. Continuano a essere significativi i rischi generati dalle pressioni sui prezzi e sulle condizioni di finanziamento derivanti dal perdurare delle tensioni geopolitiche internazionali.

In Italia le vulnerabilità macrofinanziarie si mantengono su livelli moderati, sostanzialmente invariati dallo scorso aprile (fig. 1.3.a)**.** Il quadro beneficia della solidità del settore bancario e del settore privato non finanziario, nonché del miglioramento della dinamica del credito (cfr. il paragrafo 1.5). Le condizioni sui mercati finanziari restano relativamente distese, nonostante un deterioramento dall'inizio di settembre (fig. 1.3.b), soprattutto nel comparto dei titoli di Stato. I principali fattori di vulnerabilità rimangono l'elevato debito pubblico e il basso potenziale di crescita; in prospettiva, su entrambi potrebbero incidere il forte rialzo dei tassi di interesse a lungo termine (cfr. il paragrafo 1.3) e le incertezze del quadro geopolitico internazionale.

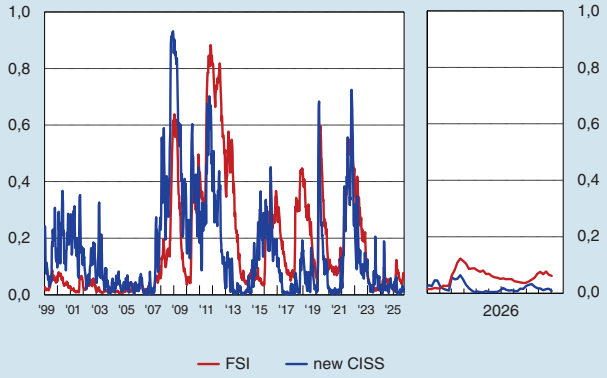
Figura 1.3

Indicatori sintetici dei rischi per la stabilità finanziaria

(a) indicatori aggregati per categoria di rischio (1)



(b) indicatori di stress finanziario per l'Italia (FSI) e per l'area dell'euro (new CISS) (3)
(medie settimanali di dati giornalieri; numeri indice)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Ivass e LSEG.
(1) 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. – (2) Indicatori di rischio riferiti al settore bancario. – (3) 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 ulteriori informazioni 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.

Il ciclo finanziario domestico rimane in una fase neutrale. L'indicatore composito di rischio ciclico (*cyclical risk indicator*, CRI) per l'Italia risultava ancora lievemente negativo nel secondo trimestre (fig. 1.4). La variazione di medio periodo del rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL ha fornito un contributo positivo al CRI[2], riflettendo principalmente il sostenuto andamento dei corsi azionari del settore bancario. Secondo nostre stime, nel prossimo biennio l'indicatore si porterebbe su valori positivi, seppure contenuti, in connessione con le attese di un ulteriore aumento dei tassi di interesse e di una riduzione del saldo commerciale.

L'attività economica continua a espandersi, sebbene frenata dai rincari energetici. Nel terzo trimestre la crescita del PIL si è attenuata, allo 0,8 per cento in termini tendenziali, risentendo del rallentamento nel comparto dell'industria e del contributo negativo della domanda estera netta. Il tasso di disoccupazione si è mantenuto in prossimità dei minimi storici, pur risultando in

[2] Nel secondo trimestre del 2026 la capitalizzazione del mercato azionario italiano ha raggiunto il 47,5 per cento del PIL nominale, in aumento di 18 punti percentuali rispetto a giugno del 2022. Il rapporto si è così avvicinato al picco del 50 per cento registrato alla metà del 2007, pur rimanendo ampiamente inferiore al massimo storico del 65 per cento toccato nel 2000. Per maggiori dettagli sul CRI, cfr. la nota 1 della fig. 1.4.

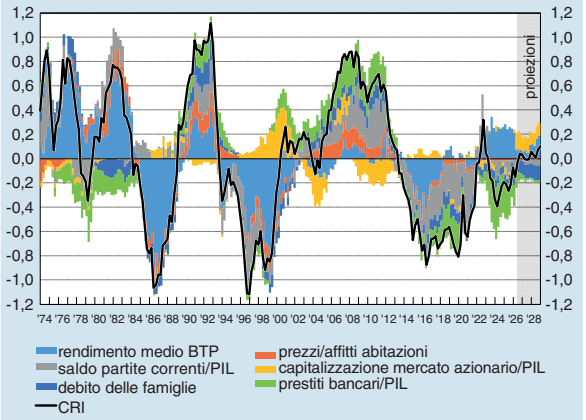
aumento a causa della maggiore partecipazione al mercato del lavoro.

Le proiezioni di crescita e di inflazione per l'anno in corso e per il biennio successivo sono state riviste complessivamente al rialzo. Secondo le più recenti proiezioni macroeconomiche della Banca d'Italia, a parità di giornate lavorative il prodotto crescerebbe dello 0,9 per cento nel 2026, dello 0,7 nel 2027 e dello 0,8 nel 2028, ritmi complessivamente analoghi a quelli previsti prima della guerra nel Golfo Persico. L'inflazione al consumo si porterebbe al 3,2 per cento nel 2026, soprattutto a causa della componente energetica, per poi calare gradualmente all'1,7 per cento nel 2028 (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2026).

Il *Documento programmatico di finanza pubblica 2026* (DPFP 2026) delinea un percorso di consolidamento fiscale più graduale rispetto a quanto previsto in precedenza, principalmente per effetto dell'attivazione della clausola nazionale di salvaguardia per la spesa per energia e difesa. Secondo lo scenario indicato dal Governo, nell'anno in corso l'indebitamento netto scenderebbe al 2,9 per cento del PIL, prospettando la possibilità di un'uscita dalla procedura per disavanzo eccessivo. Nel biennio 2027-28 il disavanzo tuttavia aumenterebbe, rispettivamente al 3,4 e al 3,2 per cento del PIL, a causa dello scostamento di bilancio previsto per l'attuazione della clausola di salvaguardia; tornerebbe sotto il 3 per cento nel 2029, al 2,3. Il rapporto tra debito pubblico e PIL salirebbe fino al 138,5 per cento nel 2027, per poi diminuire al 136,6 nel 2029, un livello sostanzialmente analogo a quello dello scorso anno.

Figura 1.4

Indicatore composito di rischio ciclico (CRI) per l'Italia (1)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BIS, Istat, LSEG e OCSE.
(1) Il CRI è ottenuto come media ponderata dei seguenti indicatori standardizzati: variazione a 12 trimestri del rapporto tra credito bancario al settore privato non finanziario e PIL (peso: 17 per cento); tasso di crescita a 16 trimestri del credito bancario alle famiglie aggiustato per l'inflazione (ritardato di 14 trimestri, peso: 10 per cento); variazione a 16 trimestri del rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL (peso: 10 per cento); rapporto tra saldo delle partite correnti e PIL (segno invertito, peso: 20 per cento); rapporto tra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione (peso: 10 per cento); variazione a 16 trimestri del rendimento nominale medio dei BTP (peso: 33 per cento). Le proiezioni delle componenti del CRI (area a sfondo grigio chiaro) si basano sulle proiezioni macroeconomiche pubblicate dalla Banca d'Italia in ottobre, ad eccezione del rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL, che si assume resti costante per l'intero periodo di previsione. Per ulteriori dettagli, cfr. L. Moller, *A composite indicator of systemic risk related to the Italian financial cycle*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 1007, 2026.

Le persistenti tensioni geopolitiche continuano a rappresentare la principale fonte di rischio. Le loro ripercussioni, in particolare sui mercati dell'energia, accrescono l'incertezza sulle prospettive macroeconomiche, riducono gli spazi di manovra della politica di bilancio e aumentano il rischio di correzioni sui mercati finanziari globali (cfr. il paragrafo 1.1). In tale contesto, una politica di bilancio prudente, entro le regole fiscali europee, e un rafforzamento della capacità di crescita possono attenuare i fattori di vulnerabilità e assicurare una riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL nel medio termine[3].

[3] *Audizione preliminare all'esame del Documento programmatico di finanza pubblica 2026*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Commissioni riunite 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 12 ottobre 2026.

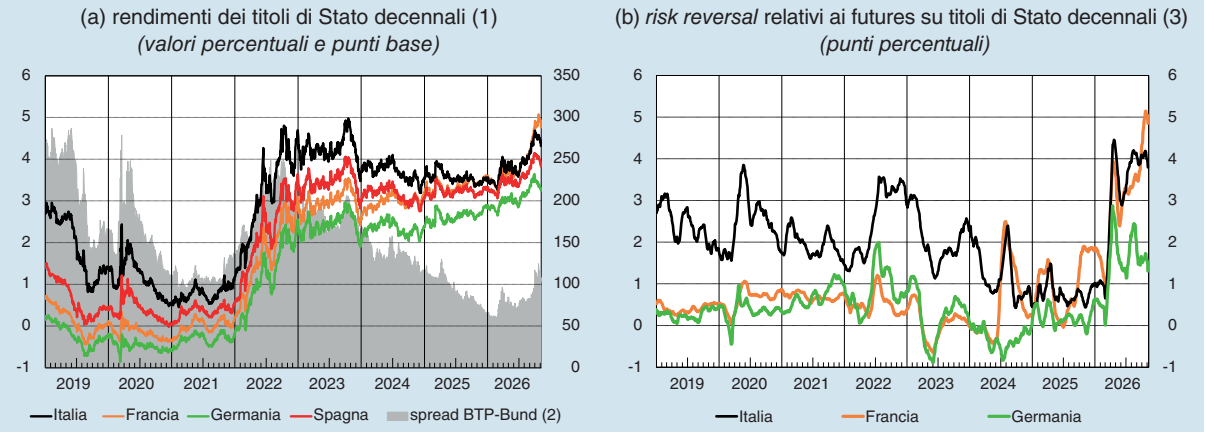
1.3 I MERCATI FINANZIARI

Le condizioni sui mercati finanziari italiani rimangono nel complesso distese, nonostante il contesto di incertezza a livello globale. I rendimenti dei titoli di Stato italiani e il loro differenziale rispetto ai titoli tedeschi sono aumentati, ma il funzionamento del mercato resta ordinato. Le quotazioni azionarie sono in crescita rispetto ad aprile, ma restano esposte a oscillazioni.

Dalla fine di giugno i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono saliti in modo significativo, in linea con quelli delle altre maggiori economie dell'area dell'euro (fig. 1.5.a)**.** Il rialzo risente delle pressioni inflazionistiche legate alla crisi mediorientale e delle aspettative di un orientamento più restrittivo delle politiche monetarie delle principali economie avanzate (cfr. il paragrafo 1.1). Il differenziale tra il tasso di interesse sui titoli di Stato decennali italiani e quello sui corrispondenti titoli tedeschi è salito di circa 50 punti base rispetto ai minimi di gennaio; si mantiene tuttavia su valori inferiori alla media degli ultimi vent'anni, beneficiando anche del miglioramento dei giudizi sul merito di credito dell'Italia formulati lo scorso anno da diverse agenzie di rating[4]. I credit default swap (CDS) relativi all'emittente sovrano italiano hanno mostrato un andamento analogo.

Figura 1.5

Rendimenti e *risk reversal* sui titoli di Stato
(dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e LSEG.
(1) Rendimenti dei titoli di Stato benchmark con scadenza decennale emessi dai paesi indicati in legenda e differenziale di rendimento (spread) fra il titolo di Stato benchmark con scadenza decennale emesso dall'Italia e il corrispondente titolo tedesco. – (2) Scala di destra. – (3) Differenza delle volatilità implicite dei prezzi delle opzioni put e call sul contratto attivo dei futures sul titolo di Stato a 10 anni dei paesi in legenda, che presentano il medesimo scostamento relativo del prezzo di esercizio rispetto al prezzo del sottostante (*moneyness*) e pari scadenza (1 mese). Medie mobili a 30 giorni. Sulla borsa europea dei derivati sono quotate le opzioni sui futures sui titoli di Stato decennali francesi, italiani e tedeschi.

Dall'avvio del conflitto in Medio Oriente, sul mercato dei derivati è fortemente aumentata la domanda di protezione contro un calo dei prezzi dei titoli di Stato (fig. 1.5.b)**.** Come avvenuto nelle altre maggiori economie dell'area dell'euro, la differenza tra il prezzo delle opzioni che proteggono da una discesa dei futures sui titoli di Stato e il prezzo di quelle che traggono profitto da un loro incremento (*risk reversal*) ha raggiunto in Italia valori elevati[5].

[4] *Il risparmio nella società che cambia*, intervento del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta alla Giornata Mondiale del Risparmio, Roma, 30 ottobre 2026.

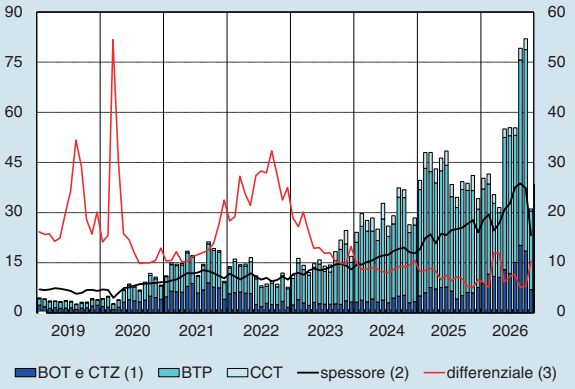
[5] Un valore positivo (negativo) indica una maggiore domanda di strumenti per la protezione da ribassi (rialzi) di prezzo dei titoli di Stato, ovvero da rialzi (ribassi) dei tassi di interesse a scadenza.

Le condizioni di liquidità sul mercato secondario si sono confermate complessivamente favorevoli, pur mostrando un deterioramento rispetto ai mesi estivi (fig. 1.6)**.** Il differenziale denaro-lettera è rimasto contenuto nel confronto storico e la capacità del mercato di assorbire ordini di importo cospicuo senza effetti rilevanti sui prezzi si è mantenuta buona, a fronte di un incremento della volatilità infragiornaliera tra settembre e ottobre. Dopo il significativo aumento tra maggio e settembre, soprattutto sul tratto a breve della curva dei rendimenti[6], i volumi scambiati si sono collocati su livelli sostanzialmente in linea con quelli di aprile. La flessione si è inserita in un contesto di forte incertezza e di maggiore cautela sui mercati obbligazionari globali.

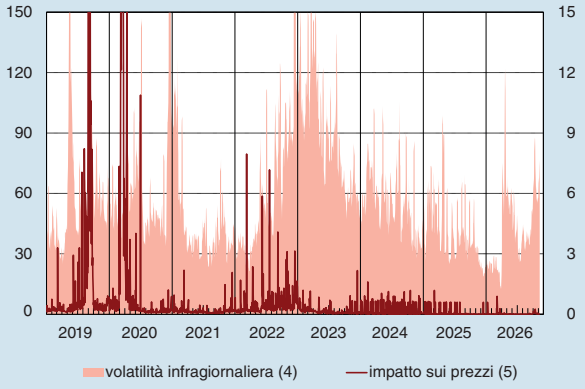
Figura 1.6

Indicatori di liquidità sui titoli di Stato italiani

(a) scambi, spessore e differenziale denaro-lettera sull'MTS
(medie mensili di dati giornalieri; miliardi di euro e punti base)



(b) volatilità infragiornaliera e impatto di ordini di importo elevato sui prezzi quotati sull'MTS
(medie giornaliere di dati ad alta frequenza; punti base e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati MTS.
(1) A partire da ottobre 2022 la serie include solo i dati sui BOT, in quanto le consistenze dei CTZ si sono azzerate in seguito all'interruzione dei collocamenti di questa tipologia di titoli e al rimborso degli ultimi CTZ giunti a scadenza. – (2) Media delle quantità in denaro e lettera rilevate durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. – (3) Media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. Scala di destra. – (4) 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.

La sostenuta attività sul mercato a pronti dei titoli di Stato è stata accompagnata da un'operatività elevata anche sui futures e sui repo. In quest'ultimo comparto si è rafforzata la presenza dei fondi diversi da quelli monetari, inclusi gli hedge fund, per i quali l'indebitamento netto in repo collateralizzati con titoli di Stato italiani ha raggiunto livelli storicamente alti, maggiori di quelli degli altri operatori non bancari (cfr. il riquadro: *L'attività degli hedge fund nel mercato repo con titoli di Stato italiani*). I tassi repo sul mercato MTS si sono mantenuti su valori di poco superiori al tasso di remunerazione sui depositi dell'Eurosistema.

Nella prima metà dell'anno è nuovamente cresciuta la quota di titoli di Stato nei portafogli degli investitori esteri (fig. 1.7)**.** La percentuale detenuta dalle famiglie italiane, maggiore che negli altri paesi dell'area, è leggermente aumentata, mentre quella delle banche domestiche è rimasta sostanzialmente stabile. Si sono ulteriormente ridotte la quota dell'Eurosistema e, più lievemente, quella delle compagnie di assicurazione italiane.

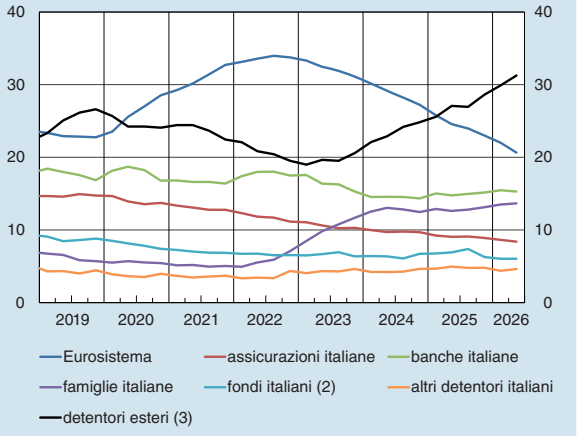
[6] All'incremento del numero e della frequenza delle transazioni nei mesi estivi hanno contribuito anche le strategie di trading ad alta velocità: l'intervallo di tempo tra operazioni consecutive si è sensibilmente ridotto ed è ulteriormente aumentata l'attività di copertura effettuata sul mercato a pronti. Per approfondimenti sull'attuazione di queste strategie nel mercato dei titoli di Stato italiani, cfr. O. Panzarino e A. Perrella, *Hedging at speed in sovereign bond markets*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, 90, 2026.

Sul mercato primario l'attività di collocamento prosegue in modo regolare. I volumi sono cresciuti nei comparti a medio e a lungo termine, sostenuti anche dalle emissioni rivolte agli investitori al dettaglio, in particolare dal collocamento a giugno del BTP Italia Sì e a ottobre da una doppia emissione del BTP Valore. Rispetto ad aprile, i rendimenti medi all'emissione sono in rialzo, così come il costo medio dei titoli in circolazione, che si è portato al 3 per cento (fig. 1.8). La vita media residua rimane prossima ai sette anni.

Figura 1.7

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

(dati trimestrali; valori percentuali)

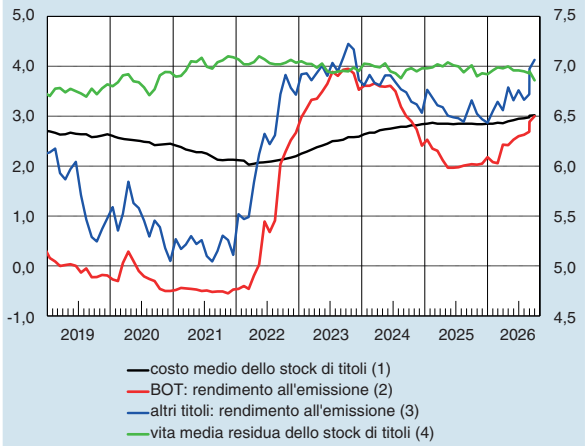


Fonte: Banca d'Italia (Conti finanziari) e stime basate su dati Assogestioni e BCE.
(1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme dei detentori. – (2) Include gestioni e fondi comuni esteri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

Figura 1.8

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

(dati mensili; valori percentuali e anni)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Ministero dell'Economia e delle finanze.
(1) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese. – (2) Media ponderata dei tassi di tutti i BOT collocati nel mese, per data di regolamento. – (3) Media ponderata dei tassi dei titoli diversi dai BOT e dai BTP indicizzati collocati nel mese, per data di regolamento. – (4) Valori di fine periodo ponderati per le consistenze in essere. Scala di destra.

L'ATTIVITÀ DEGLI HEDGE FUND NEL MERCATO REPO CON TITOLI DI STATO ITALIANI[1]

Gli hedge fund hanno assunto un ruolo crescente a livello internazionale nei mercati dei titoli di Stato[2], incluso quello italiano. La loro operatività, se da un lato contribuisce a sostenere la liquidità degli scambi e l'efficienza dei mercati[3], dall'altro rappresenta una potenziale fonte di vulnerabilità sistemiche, soprattutto in periodi di tensione. Le posizioni assunte dagli hedge fund sono infatti tipicamente finanziate a leva e una loro rapida riduzione può generare oscillazioni dei mercati[4]. I repo (operazioni di pronti contro termine in titoli) rappresentano un'importante fonte attraverso cui gli hedge fund finanziano le proprie posizioni, anche per attuare strategie di arbitraggio sui titoli sovrani[5].

[1] A cura di Paola Antilici e Annalisa De Nicola.

[2] FMI, *Global Financial Stability Report. Resilience, Risk, and Transformation*, ottobre 2026.

[3] F.M. Ferrara, T. Linzert, B. Nguyen, I. Rahmouni-Rousseau, M. Skrzypińska e L. Vaz Cruz, *Hedge funds: good or bad for market functioning?*, "The ECB Blog", 23 settembre 2024.

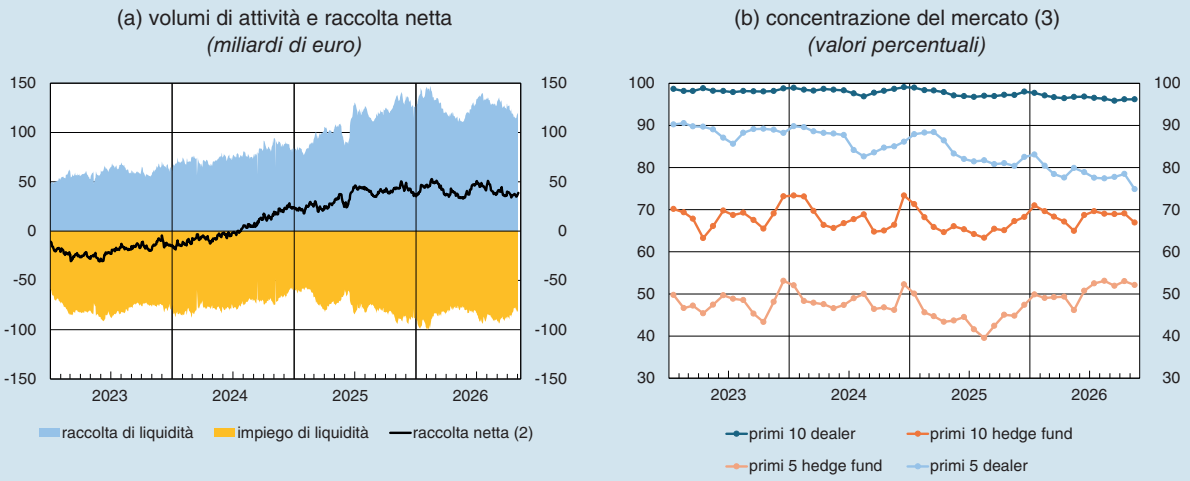
[4] C. Bassi, F. Hermes, S. Kördel, F. Lenoci, R. Pizzeghello e A. Sowiński, *Financial stability risks from basis trades in the US Treasury and euro area government bond markets*, in BCE, *Financial Stability Review*, maggio 2024.

[5] Le principali strategie di questo tipo sono: (a) il *cash-futures basis trade*, che sfrutta differenze di prezzo tra titoli e futures; (b) lo *swap spread arbitrage*, basato su differenziali di rendimento tra titoli di Stato e swap; (c) altre operazioni di *relative value*, che mirano a sfruttare differenze di valutazione tra titoli di Stato o tra segmenti diversi della curva dei rendimenti. Evidenze disponibili per gli Stati Uniti collegano l'aumento dell'operatività degli hedge fund sul mercato repo alla diffusione di strategie a leva sui titoli sovrani americani, tra le quali il *cash-futures basis trade* e lo *swap spread arbitrage*; cfr. P.J. Monin, *Decomposing Hedge Funds' U.S. Treasury Exposures*, "FEDS Notes", 22 giugno 2026.

Negli scorsi anni l'attività degli hedge fund sul mercato repo con titoli di Stato italiani è cresciuta, in un contesto caratterizzato da condizioni di finanziamento favorevoli nel comparto e da un miglioramento del profilo rischio-rendimento dei titoli di Stato italiani (misurato dal rapporto tra rendimento e volatilità). Dalla metà del 2024 gli hedge fund hanno aumentato il loro finanziamento attraverso repo collateralizzati con titoli di Stato italiani, passando da una posizione netta di impiego di liquidità a una posizione netta di raccolta (che a ottobre scorso ammontava a circa 37 miliardi; figura, pannello a).

Figura

Attività degli hedge fund nel mercato repo collateralizzato con titoli di Stato italiani (1)
(dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni su dati secondo il regolamento UE/2015/2365 (*Securities Financing Transactions Regulation*, SFTR).
(1) La figura mostra le operazioni repo collateralizzate con titoli di Stato italiani concluse dagli hedge fund. Per i fondi residenti al di fuori dell'Unione europea, il perimetro è limitato alle operazioni effettuate con controparti della UE. Sono considerati hedge fund gli intermediari appartenenti al settore dei fondi di investimento non monetari (settore economico S.124 del Sistema europeo dei conti nazionali e regionali SEC 2010). – (2) La raccolta netta è calcolata come differenza tra la raccolta di liquidità e gli impieghi di liquidità. – (3) La concentrazione è calcolata sui volumi mensili delle operazioni di raccolta degli hedge fund. Con "primi 5" e "primi 10" si intendono rispettivamente i dealer e gli hedge fund con l'attività più elevata in ciascun mese.

Il crescente ricorso al finanziamento repo rende le posizioni assunte dagli hedge fund sul segmento a pronti dei titoli di Stato più esposte a variazioni delle condizioni di mercato. Nelle fasi di tensione – ad esempio in presenza di un incremento della volatilità, di maggiori richieste di margini o di un deterioramento delle condizioni di finanziamento – gli hedge fund potrebbero essere indotti a ridurre repentinamente le proprie posizioni, contribuendo ad amplificare i movimenti dei prezzi e la volatilità stessa[6]. Gli effetti potrebbero risultare accentuati dalla durata relativamente breve dei finanziamenti, che richiede ai fondi di rinnovare frequentemente i repo, e da scarti di garanzia (*haircuts*) contenuti o nulli. Questi ultimi favoriscono l'impiego della leva, diminuendo la quota della posizione sostenuta con risorse proprie, e limitano il margine di protezione dei finanziatori in caso di inadempimento da parte degli hedge fund. Nell'aprile 2025 e nel marzo 2026, ad esempio, in presenza di un peggioramento del profilo rischio-rendimento dei titoli sovrani italiani, si sono osservate riduzioni delle posizioni in raccolta degli hedge fund sul mercato repo maggiori di quelle operate dagli altri intermediari attivi nel comparto. Gli aggiustamenti sono stati di breve durata e si sono rapidamente riassorbiti.

[6] Nel marzo 2020 le tensioni sul mercato dei titoli di Stato statunitensi si sono accompagnate a un rapido smobilizzo di posizioni a leva da parte degli hedge fund; cfr. M.S. Kruttli, P.J. Monin, L. Petrasek e S.W. Watugala, *Hedge fund treasury trading and funding fragility: evidence from the Covid-19 crisis*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 038, 2021.

La raccolta dei fondi sul mercato repo con titoli di Stato italiani è concentrata nel segmento non compensato centralmente ed è riconducibile a pochi dealer[7]. Una quota rilevante del finanziamento degli hedge fund è riferibile ai primi dieci operatori (figura, pannello b), tutti grandi gruppi bancari europei o internazionali. La concentrazione è elevata anche dal lato dei fondi. Tali configurazioni possono contribuire alla propagazione di eventuali tensioni, attraverso aggiustamenti simultanei delle posizioni dei fondi o diffuse contrazioni dei finanziamenti da parte dei dealer.

A livello internazionale, la natura transfrontaliera dei mercati repo[8] e dell'operatività degli hedge fund possono rappresentare un canale di trasmissione di eventuali tensioni. Un deterioramento delle condizioni di finanziamento in una giurisdizione potrebbe infatti riflettersi anche altrove sulle diverse posizioni assunte dagli hedge fund, con possibili effetti di contagio.

[7] Un'evidenza analoga si osserva nel mercato repo dell'area dell'euro; cfr. L. Caverni, A. De Nicola e M. Persico, *The euro-area repo market: structure, participants and interlinkages*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, 81, 2026. Per quanto riguarda i dealer, si tratta di intermediari finanziari riconosciuti per il loro ruolo nella sottoscrizione e negoziazione di titoli di debito sovrano sui mercati primario e secondario. L'identificazione di tali soggetti è basata sull'elenco degli operatori autorizzati pubblicato dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA; cfr. sul sito dell'ESMA: *Elenco dei market maker e dei principali rivenditori autorizzati*).

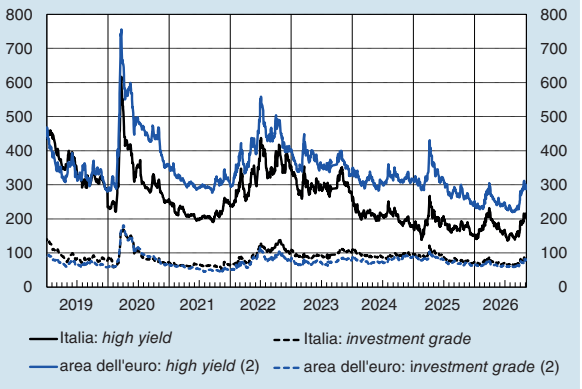
[8] FSB, *Vulnerabilities in government bond-backed repo markets*, 4 febbraio 2026.

I rischi sul mercato delle obbligazioni societarie restano complessivamente contenuti. Dallo scorso aprile, il differenziale di rendimento tra i titoli emessi dalle imprese non finanziarie italiane e i tassi privi di rischio (asset swap spread) è salito sia per i titoli *investment grade* sia per quelli *high yield*, pur restando su livelli bassi (fig. 1.9).

Le quotazioni azionarie sono salite rispetto ad aprile, nonostante il calo registrato nei mesi autunnali. La crescita del mercato azionario italiano è superiore a quella dell'area dell'euro (fig. 1.10.a), in un contesto che continua a essere caratterizzato da premi al rischio contenuti in entrambi i mercati. La volatilità implicita rimane su valori modesti (fig. 1.10.b); l'indicatore *risk reversal*[7] non segnala al momento particolari timori di ribassi dei corsi azionari (cfr. nell'*Appendice* la tav. A6).

Figura 1.9

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



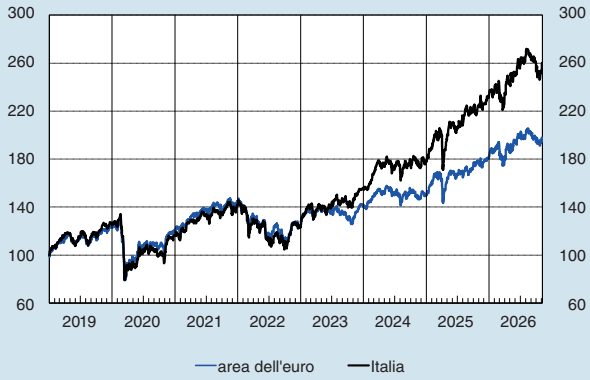
Fonte: elaborazioni su dati ICE BofAML.
(1) Asset swap spread ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli di società non finanziarie. – (2) Gli indici ICE BofAML per l'area dell'euro sono stati rielaborati escludendo l'Italia.

[7] 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.

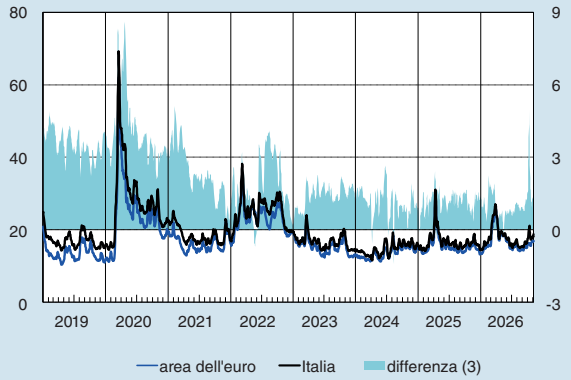
Figura 1.10

Indicatori del mercato azionario
(dati giornalieri)

(a) corsi azionari (1)
(indici: 1° gennaio 2019=100)



(b) volatilità implicita (2)
(valori percentuali e punti percentuali)



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 di quello dell'area dell'euro. Scala di destra.

1.4 I MERCATI IMMOBILIARI

I prezzi delle abitazioni continuano a crescere, ma non si rilevano segnali di sopravvalutazione.

Nell'area dell'euro i prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere nel secondo trimestre, con andamenti eterogenei tra i principali paesi. In media sono saliti del 3,8 per cento sul corrispondente periodo del 2025 (fig. 1.11.a): sono leggermente scesi in Francia, mentre sono aumentati in misura contenuta in Germania e ancora particolarmente marcata in Spagna (12,1 per cento).

In Italia il rialzo è proseguito sia per le abitazioni nuove sia per quelle esistenti. Nel complesso tale incremento è stato del 4,0 per cento (fig. 1.11.b); le compravendite si sono invece confermate sostanzialmente stabili. Tra gli indicatori di valutazione del mercato immobiliare, lo scostamento dei prezzi dalla media di lungo periodo (*price gap*) resta su valori positivi[8], mentre l'indicatore relativo ai prezzi in rapporto al reddito disponibile e agli affitti resta su livelli negativi (fig. 1.11.c).

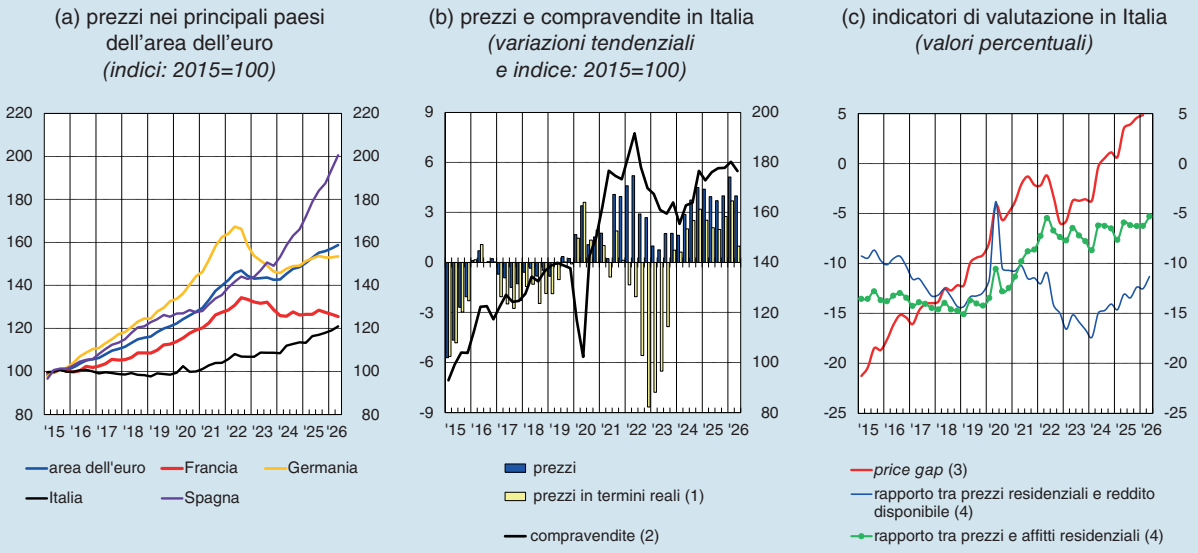
I giudizi raccolti tra giugno e luglio nel *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* indicano che nel secondo trimestre la domanda di abitazioni è rimasta contenuta, mentre l'offerta ha continuato a ridursi. Le condizioni di accesso al credito si sono mantenute distese.

Secondo nostre stime la crescita dei prezzi nominali delle abitazioni si attenuerebbe nella seconda parte del 2026 e nei successivi due anni[9].

[8] Uno scostamento positivo non costituisce di per sé un segnale di sopravvalutazione.
[9] 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.

Figura 1.11

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



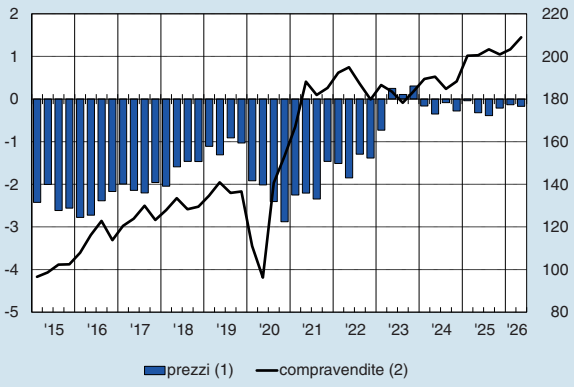
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Eurostat, Istat e Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate.
(1) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (2) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra.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

Nell'area dell'euro i prezzi degli immobili non residenziali sono aumentati nel quarto trimestre del 2025. Le quotazioni sono salite dell'1,9 per cento, con rialzi più marcati in Spagna e Germania. Nel secondo trimestre del 2026 i prezzi in Francia hanno subito un deciso calo.

In Italia i prezzi sono rimasti sostanzialmente stabili nel secondo trimestre del 2026. Nello stesso periodo il numero delle compravendite è cresciuto (4,2 per cento, fig. 1.12).

Figura 1.12

Mercato degli immobili non residenziali in Italia
(dati trimestrali)



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

1.5 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

Le famiglie

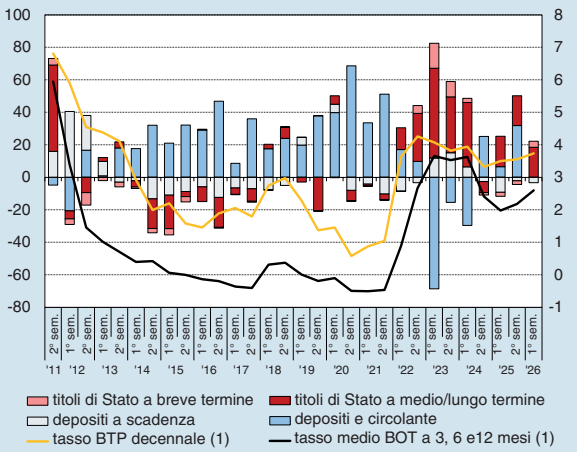
I rischi provenienti dalla situazione finanziaria delle famiglie restano contenuti. Le tensioni innescate dal conflitto in Medio Oriente e il conseguente rialzo dei prezzi energetici hanno tuttavia accresciuto i rischi per il reddito disponibile e indebolito i consumi, determinando un peggioramento della fiducia. Ulteriori incrementi dei tassi di interesse influirebbero in misura modesta sulle condizioni finanziarie del settore nel suo complesso.

Nel primo semestre la ricchezza finanziaria delle famiglie è cresciuta, sostenuta soprattutto dall'andamento positivo dei mercati finanziari. Gli investimenti si sono concentrati in misura rilevante in prodotti del risparmio gestito, in particolare fondi comuni (cfr. il paragrafo 2.3), e in titoli di Stato italiani, acquistati soprattutto nelle fasi caratterizzate da rendimenti più elevati (fig. 1.13)[10]. Le famiglie italiane si confermano esposte in misura marginale ai titoli emessi dal settore tecnologico statunitense (cfr. il riquadro: *L'esposizione dei residenti italiani e dell'area dell'euro ai titoli del settore tecnologico statunitense*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2026).

Figura 1.13

Investimenti in depositi e titoli di Stato italiani e livello dei rendimenti

(dati semestrali; miliardi di euro e valori percentuali)



Fonti: Banca d'Italia (Conti finanziari) e BCE.
(1) Rendimenti riferiti a quelli medi dell'ultimo mese del semestre: giugno e dicembre. Scala di destra.

L'aumento dell'inflazione ha inciso sul potere d'acquisto, erodendo la capacità di risparmio e la fiducia. Al termine del secondo trimestre del 2026 il reddito reale e la propensione al risparmio delle famiglie si sono ridotti rispetto agli ultimi tre mesi del 2025. Secondo i dati preliminari dell'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane*, condotta dalla Banca d'Italia tra agosto e ottobre, sono peggiorate anche le prospettive dichiarate dai nuclei intervistati, con un aumento rispetto allo scorso anno sia della quota di chi si aspetta che il proprio potere d'acquisto si riduca a causa dall'inflazione, sia della percentuale dei nuclei che prevedono di non riuscire risparmiare entro la fine dell'anno. È inoltre diventata più diffusa la percezione di avere difficoltà nel far fronte alle spese mensili con il proprio reddito.

I rischi per la sostenibilità del debito restano contenuti, grazie al basso livello di indebitamento e alla modesta esposizione al rischio di tasso. Le famiglie italiane si caratterizzano per un livello di indebitamento più basso rispetto alla media dell'area dell'euro e al contempo per una quota di prestiti a tasso variabile che ha raggiunto livelli minimi nel confronto storico (fig. 1.14.a). Nei tre trimestri dell'anno in corso l'incremento delle erogazioni di finanziamenti a tasso variabile per l'acquisto di abitazioni è stato relativamente modesto, pur a fronte di tassi di interesse stabilmente inferiori a quelli dei mutui a tasso fisso (fig. 1.14.b; cfr. il riquadro: *L'esposizione delle famiglie al rischio di tasso nei mutui abitativi*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2022). Tra i prenditori con un reddito più basso di quello mediano[11], le erogazioni a tasso variabile sono cresciute in misura più contenuta.

A settembre la dinamica del credito è stata robusta e caratterizzata da una sostanziale stabilità rispetto a marzo sia per i mutui (al 3,3 per cento), sia per il credito al consumo (al 5,2 per cento). Il costo complessivo di quest'ultimo a settembre è salito ulteriormente al 10,8 per cento, raggiungendo il valore massimo da gennaio del 2024.

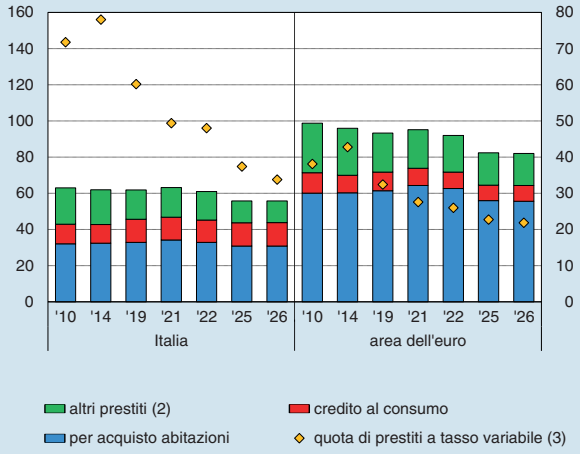
[10] L'ultima emissione di BTP Valore e BTP Valore Insieme, svoltasi tra il 19 e il 23 ottobre scorso, ha raccolto 16,7 miliardi, tra gli importi più elevati nel confronto storico. Nel 2026 le emissioni dedicate agli investitori al dettaglio hanno ricevuto ordini per un totale di 41,7 miliardi.

[11] I dati sul reddito mediano, rilevati a livello familiare, provengono dall'indagine dell'Eurostat sul reddito e le condizioni di vita (*European Union statistics on income and living conditions*, EU-SILC), condotta per l'Italia dall'Istat e riferita al biennio 2024-25.

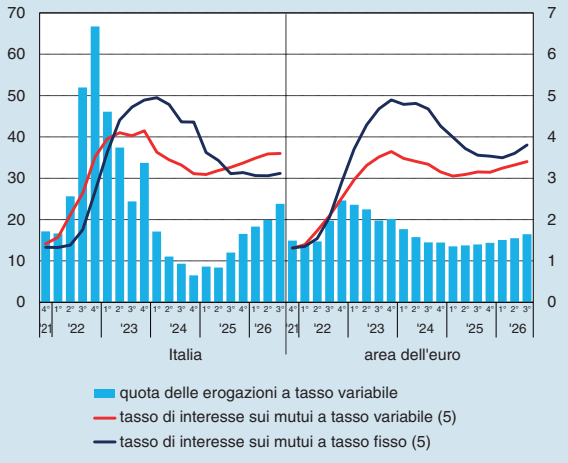
Figura 1.14

Debiti finanziari e nuove erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni

(a) debiti finanziari e quota di prestiti a tasso variabile (1)
(in percentuale del reddito disponibile e valori percentuali)



(b) mutui: tassi di interesse e quota di nuove erogazioni a tasso variabile (4)
(valori percentuali)



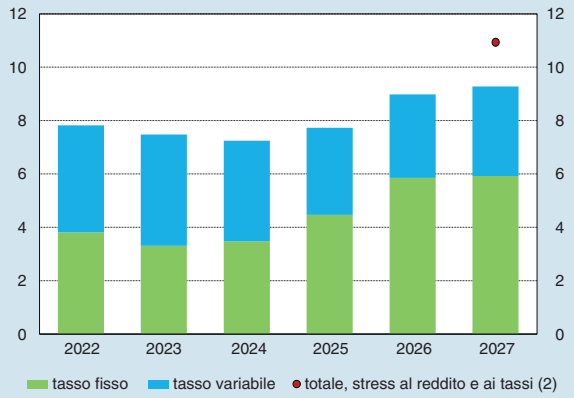
Fonti: per l'Italia, Banca d'Italia e Istat; per l'area dell'euro, BCE.
(1) Dati di fine periodo riferiti a famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per il 2026 gli ultimi dati disponibili sono riferiti a giugno. – (2) Altre forme di finanziamento: 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. – (4) Il tasso fisso è quello applicato ai mutui con periodo di determinazione del tasso di interesse superiore a 10 anni; il tasso variabile è quello applicato ai mutui con periodo di determinazione del tasso di interesse inferiore a 1 anno. Valori medi trimestrali ponderati per l'ammontare erogato per ciascuna categoria. – (5) Scala di destra.

La qualità del credito si conferma buona. Lo scorso giugno l'indicatore di ingresso in deterioramento riferito ai mutui era dello 0,6 per cento; quello riferito al credito al consumo è su livelli bassi (2,5 per cento)[12], nonostante un lieve aumento nel primo semestre.

Anche in uno scenario particolarmente avverso, la vulnerabilità finanziaria rimarrebbe inferiore rispetto al periodo precedente la pandemia. Secondo le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia[13], coerenti con le più recenti previsioni macroeconomiche

Figura 1.15

Quota di debito detenuto da famiglie vulnerabili (1)
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF).
(1) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito equivalente inferiore al valore mediano. Gli ultimi dati IBF disponibili risalgono al 2022. – (2) Rispetto allo scenario di base, nelle condizioni di stress nel 2027: (a) il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali; (b) l'Euribor a 3 mesi, l'*interest rate swap* (IRS) a 10 anni e il tasso di interesse sul credito al consumo sono più elevati di 200 punti base.

[12] 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.

[13] 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, 1, 2020, pp. 67-91, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 531, 2019.

dell'Istituto, nel 2027 l'incremento dei tassi di mercato farebbe crescere la quota di famiglie vulnerabili in misura contenuta (il debito a loro ascrivibile si porterebbe al 9,3 per cento; fig. 1.15). Un aumento rilevante si osserverebbe solo in uno scenario particolarmente avverso, con una marcata riduzione del reddito disponibile e condizioni finanziarie fortemente restrittive; rimarrebbe tuttavia su un valore moderato nel confronto con il periodo pre-pandemico.

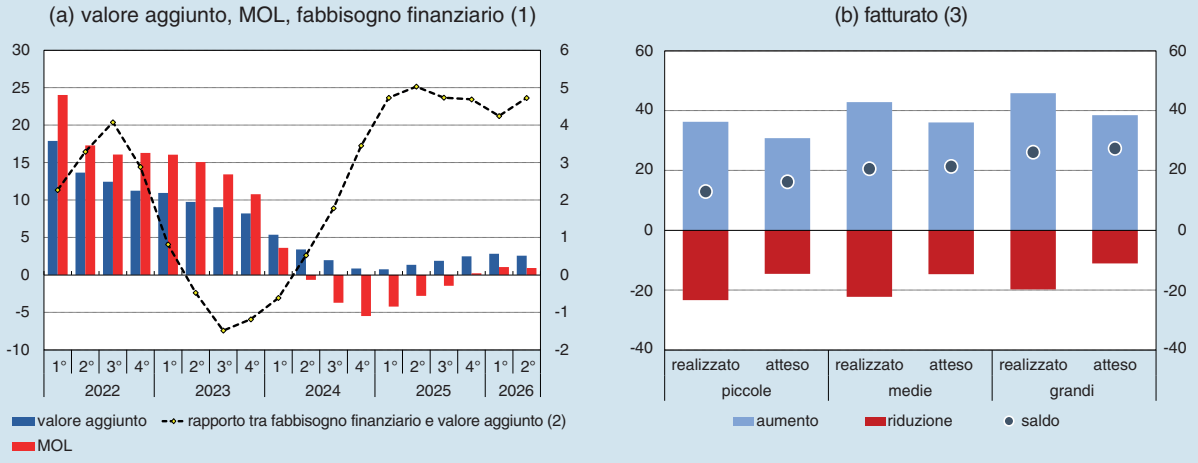
Le imprese

La situazione finanziaria delle imprese resta nel complesso equilibrata, con livelli contenuti di indebitamento e adeguate riserve liquide. Il credito ha continuato a espandersi, trainato da quello concesso alle aziende di maggiore dimensione. Le perduranti tensioni geopolitiche e l'incremento dei tassi sulle nuove erogazioni potrebbero avere conseguenze sulle necessità di finanziamento delle imprese, sulle loro possibilità di accesso al credito e sulla loro capacità di rimborso.

Le imprese italiane operano in condizioni di redditività complessivamente favorevoli, che potrebbero però risentire dell'impatto dei rincari energetici. Nella prima metà dell'anno la dinamica del valore aggiunto e quella del margine operativo lordo (MOL) sono state moderatamente positive, con un lieve indebolimento nel secondo trimestre (fig. 1.16.a). Le aziende partecipanti al *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi* (Sondtel) della Banca d'Italia hanno segnalato un miglioramento del fatturato nei primi nove mesi dell'anno e attese favorevoli per i sei mesi successivi, con una quota di valutazioni positive più contenuta tra le piccole imprese (fig. 1.16.b). Oltre il 40 per cento delle aziende intervistate ha però indicato un notevole impatto negativo dei rincari energetici sui margini di profitto nell'anno in corso.

Figura 1.16

Redditività e fabbisogno finanziario delle imprese
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Tassi di crescita su base annua del valore aggiunto e del margine operativo lordo annualizzati delle società non finanziarie. – (2) Scala di destra. – (3) Indagine Sondtel, condotta tra settembre e ottobre 2026. Quota di imprese che riportano un aumento o una riduzione del fatturato nei primi 9 mesi del 2026 rispetto ai primi 9 mesi del 2025 (realizzato) e nei 6 mesi successivi rispetto alla data di rilevazione (atteso). Sono considerate piccole le imprese con almeno 20 e meno di 50 addetti, medie quelle con almeno 50 e meno di 250 addetti, grandi quelle con almeno 250 addetti.

Il fabbisogno finanziario ha ripreso ad aumentare. Anche in ragione della più debole dinamica del reddito, nel secondo trimestre la decelerazione dell'autofinanziamento in atto dal 2024 si è intensificata (-3,2 per cento su base annua). Nonostante un rallentamento degli investimenti, il fabbisogno

finanziario, che si era ridotto dalla seconda metà del 2025, è tornato a crescere: a giugno era pari al 4,7 per cento del valore aggiunto, dal 4,2 di marzo.

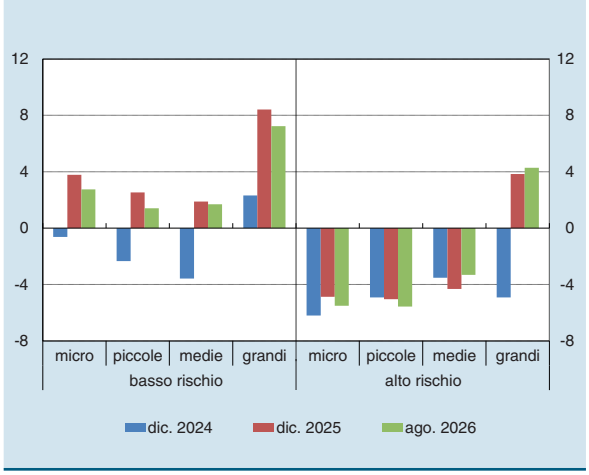
Le riserve di liquidità rimangono adeguate. Nel secondo trimestre il loro valore complessivo ammontava al 10 per cento del totale delle passività, a fronte di una media di poco più del 7 nell'area dell'euro. Circa il 70 per cento delle aziende intervistate nell'ambito dell'indagine Sondtel ha dichiarato di disporre di liquidità ampiamente sufficiente per sostenere le esigenze operative sino alla fine dell'anno. La consistenza media dei depositi bancari nei primi nove mesi del 2026 è salita del 4,4 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2025; l'andamento è risultato più sostenuto tra le imprese di maggiore dimensione.

L'indebitamento resta su livelli contenuti. I principali indicatori di indebitamento sono rimasti pressoché invariati nel secondo trimestre. Il rapporto tra debito finanziario e PIL era pari al 59 per cento, un valore significativamente inferiore alla media dell'area dell'euro. La leva finanziaria si è mantenuta al minimo storico raggiunto alla fine del 2025 (poco meno del 30 per cento, oltre 4 punti sotto la media dell'area). Dagli ultimi mesi del 2024 l'incidenza dei debiti bancari su quelli finanziari si è stabilizzata attorno al 46 per cento, un livello storicamente basso ma superiore a quello dell'area dell'euro (circa il 32 per cento).

Prosegue l'espansione dei prestiti, seppure in modo eterogeneo. La crescita del credito bancario, in atto dal secondo semestre del 2025, si è rafforzata: a settembre le consistenze dei prestiti erano aumentate di oltre il 3,7 per cento su base annua, il valore più elevato da settembre del 2022. L'andamento positivo ha riguardato in particolare le imprese più grandi, mentre il credito alle aziende di minore dimensione ha continuato a contrarsi, benché meno intensamente che nei trimestri precedenti. Stanno però aumentando i prestiti a favore delle piccole e medie imprese più solide (fig. 1.17), soprattutto per finanziamenti a breve termine.

Figura 1.17

Prestiti alle imprese per dimensione e classe di rischio (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei rischi e Cerved.
(1) Dati riferiti a 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 della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved: le imprese a rischio basso (alto) hanno un valore compreso tra 1 e 4 (5 e 10). La classificazione dimensionale fa riferimento a quanto stabilito dalla raccomandazione CE/2003/361, che definisce: (a) micro le società con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo non superiore a 2 milioni di euro; (b) piccole quelle con meno di 50 addetti e un fatturato o un attivo non superiore a 10 milioni, non incluse tra le micro; (c) medie quelle con meno di 250 addetti e un fatturato o un attivo non superiore rispettivamente a 50 e a 43 milioni, non incluse tra le micro o tra le piccole; (d) grandi quelle residuali.

Cresce anche il finanziamento obbligazionario, sebbene rimanga concentrato in pochi emittenti di grande dimensione. Nel secondo trimestre il peso relativo delle obbligazioni rispetto al debito finanziario si è lievemente ampliato, raggiungendo un nuovo massimo storico (oltre il 17 per cento, a fronte di una media di poco meno del 12 per cento nell'area dell'euro). Nei primi nove mesi del 2026 le emissioni lorde hanno quasi raggiunto 90 miliardi, importo di poco inferiore a quello dell'intero 2025; circa il 70 per cento del valore collocato è riconducibile ai cinque maggiori emittenti.

La riduzione del peso degli oneri finanziari si è interrotta. I tassi sulle nuove erogazioni, esclusi i finanziamenti in conto corrente, sono saliti, portandosi al 3,8 per cento a settembre, dal 3,4 di marzo. In un contesto di moderata espansione del reddito, si è arrestata la graduale contrazione, in corso dal 2024, del rapporto tra oneri finanziari e MOL (a giugno era pari all'8 per cento).

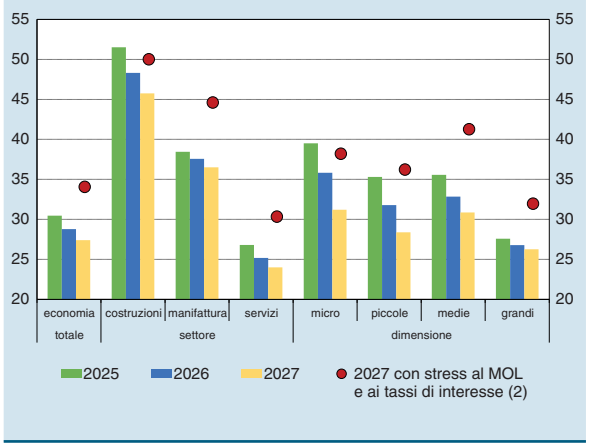
La qualità del credito bancario è nuovamente migliorata. Il tasso di deterioramento dei crediti, in calo dalla seconda metà del 2025, è sceso all'1,5 per cento alla fine del secondo trimestre, dal 2,1 per cento dello scorso dicembre. Tuttavia, ulteriori inasprimenti delle condizioni di finanziamento e accresciute esigenze di liquidità potrebbero generare pressioni sulla capacità di alcune imprese di provvedere al servizio del debito.

Il merito di credito medio degli emittenti corporate italiani continua a rafforzarsi. Tra aprile e novembre del 2026 il 3,8 per cento del valore nominale dei titoli in circolazione è stato oggetto di un rialzo del rating, a fronte dello 0,2 per cento di declassamenti. Nel resto dell'area dell'euro i miglioramenti di giudizio hanno riguardato il 5,8 per cento del valore nominale in circolazione e il 2,6 per cento è stato interessato da declassamenti. In Italia la quota di obbligazioni con classe di rating BBB, più esposte al rischio di declassamento a *high yield*, rimane comunque più elevata rispetto al resto dell'area dell'euro (86,2 per cento sul totale del comparto *investment grade*, contro il 61,7 per cento).

In prospettiva, la vulnerabilità finanziaria potrebbe ancora diminuire, ma i rischi legati alla situazione internazionale restano elevati. Secondo i risultati del modello di microsimulazione della Banca d'Italia[14], in uno scenario di base coerente con le più recenti proiezioni macroeconomiche dell'Istituto, nel 2027 la quota dei debiti finanziari delle aziende finanziariamente vulnerabili si ridurrebbe di 1,4 punti percentuali, a poco più del 27 per cento; il calo risulterebbe più intenso per le imprese di minore dimensione (fig. 1.18). Le stime sono soggette a forte incertezza per via della situazione geopolitica: in uno scenario avverso caratterizzato da una significativa diminuzione del MOL e da un inasprimento delle condizioni di finanziamento, la quota di debito delle imprese vulnerabili salirebbe al 34 per cento, con valori superiori al 36 per cento tra le piccole e medie imprese.

Figura 1.18

Vulnerabilità finanziaria delle imprese (1)
(valori percentuali)



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 una parte prevalente del campione sono relativi al 2025. – (2) Rispetto allo scenario di base, le condizioni di stress applicate nel 2027 sono un tasso di crescita del MOL nominale più basso di 10 punti percentuali e un tasso di interesse nominale più elevato di 200 punti base.

[14] Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, "Journal of Policy Modeling", 39, 2017, pp. 147-168, pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 293, 2015. Per le proiezioni macroeconomiche, cfr. Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 16 ottobre 2026.

2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

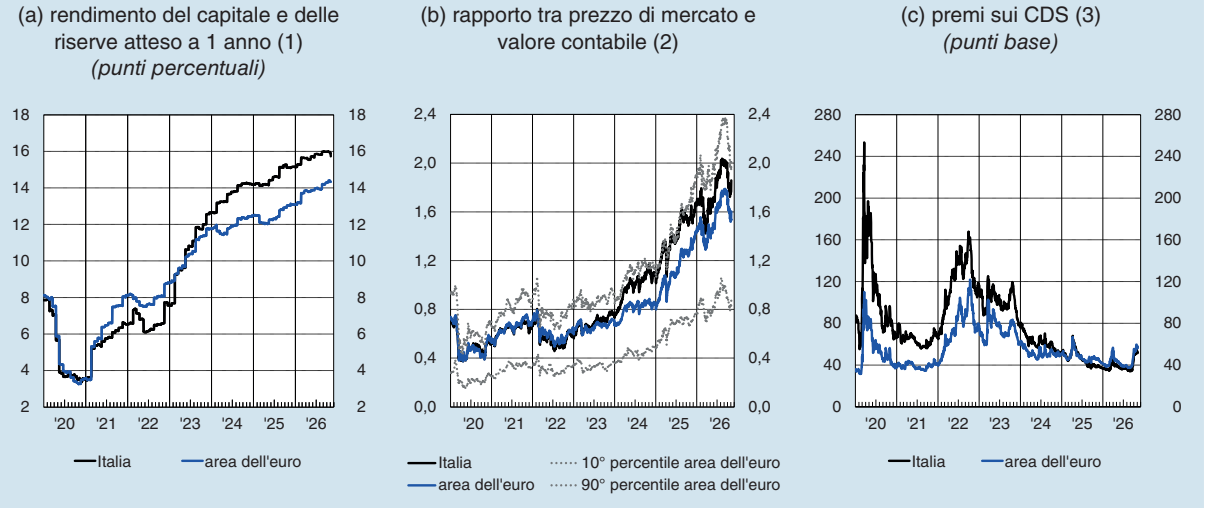
2.1 LE BANCHE

Il sistema bancario italiano si conferma solido, con alti livelli di patrimonializzazione e redditività. In prospettiva i rincari energetici e l'aumento dei tassi di interesse potrebbero tuttavia ridurre la capacità delle imprese di far fronte al rimborso dei finanziamenti, causando un deterioramento della qualità del credito. Inoltre la diffusione di nuove tecnologie come l'intelligenza artificiale può portare significativi benefici, ma al contempo amplifica i rischi cibernetici e operativi.

La redditività attesa delle banche italiane quotate resta elevata e superiore a quella dei principali intermediari dell'area dell'euro (fig. 2.1.a)**.** Il rapporto tra prezzo di mercato e valore contabile (*price-to-book ratio*) è tuttavia lievemente diminuito dalla metà di agosto, risentendo delle recenti tensioni sui mercati (fig. 2.1.b). All'inizio di ottobre i premi sui credit default swap (CDS) sono aumentati, pur rimanendo su valori contenuti (fig. 2.1.c).

Figura 2.1

Banche quotate italiane nel confronto internazionale
(dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.
(1) Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) è stimato dagli operatori di mercato. Media ponderata per il valore di mercato. Dati relativi alle banche incluse nell'indice Euro STOXX Banks; per l'Italia si considerano Banco BPM, BPER Banca, Intesa Sanpaolo 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, Crédit Agricole, Commerzbank, Deutsche Bank e Société Générale. Media semplice dei premi sui CDS a 5 anni.

Il patrimonio e la redditività

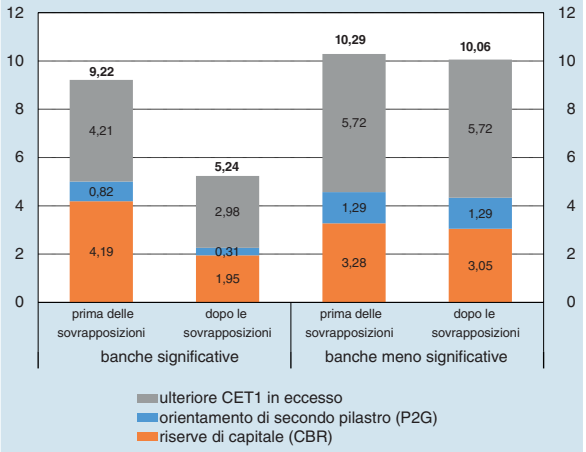
La posizione patrimoniale delle banche rimane solida. A giugno il *CET1 ratio* dell'intero sistema bancario – dato dal rapporto tra il capitale di migliore qualità (CET1) e gli attivi ponderati per il rischio (*risk weighted assets*, RWA) – era pari al 15,5 per cento (dal 15,7 a dicembre del 2025). Dalla fine dello scorso anno l'indicatore relativo alle banche significative italiane si è ridotto di 20 punti base, al 15,7 per cento. La diminuzione riflette la crescita marcata degli RWA, riconducibile prevalentemente all'aumento dei volumi di credito. La patrimonializzazione delle banche significative italiane era di circa 35 punti base inferiore a quella complessiva degli intermediari dei paesi partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM). Il *CET1 ratio* delle banche meno significative è salito di circa 20 punti base, al 18,6 per cento[1].

Nel primo 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, hanno raggiunto volumi elevati, segnando un deciso incremento rispetto al corrispondente periodo del 2025. Il rapporto tra queste passività e gli RWA delle banche significative e di quelle meno significative assoggettabili a risoluzione, pari al 31,3 per cento, continua a essere ampiamente superiore ai requisiti stabiliti dalle autorità di risoluzione.

Tenendo conto delle sovrapposizioni di capitale[2], tra dicembre del 2025 e giugno scorso la capacità complessiva di assorbire le perdite senza incorrere nella violazione di un requisito minimo[3] da parte delle banche italiane è rimasta sostanzialmente stabile, al 5,2 per cento degli RWA per gli intermediari significativi e al 10,1 per quelli meno significativi (fig. 2.2).

Figura 2.2

Capacità di assorbimento delle perdite per categoria di banche a giugno 2026 (1)
(in percentuale degli RWA)



Fonte: segnalazioni di vigilanza e 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 (*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, se la medesima unità di capitale è al contempo utilizzata anche per soddisfare un requisito minimo. In tali situazioni il ricorso a queste risorse patrimoniali comporterebbe infatti la violazione del requisito minimo, che potrebbe portare anche all'avvio di una procedura di risoluzione o liquidazione.

La redditività si mantiene elevata. Nel primo semestre il ROE, al netto delle componenti straordinarie, si è collocato al 14,4 per cento (dal 14,8 nel primo semestre del 2025; fig. 2.3).

[1] Nel sistema bancario italiano sono comprese anche le filiazioni di gruppi significativi europei, per le quali l'indicatore si è ridotto di 30 punti base, portandosi al 12,0 per cento a giugno scorso.

[2] Le sovrapposizioni derivano dall'utilizzo contestuale del CET1 per i requisiti ponderati, per la leva finanziaria e per il requisito MREL; per maggiori dettagli, cfr. la nota 1 della fig. 2.2. Per un'illustrazione delle sovrapposizioni e della metodologia utilizzata, cfr. W. Cornacchia e G. Guerra, *Overlaps between minimum requirements and capital buffers: the case of Italian banks*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 30, 2022; cfr. anche *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2024.

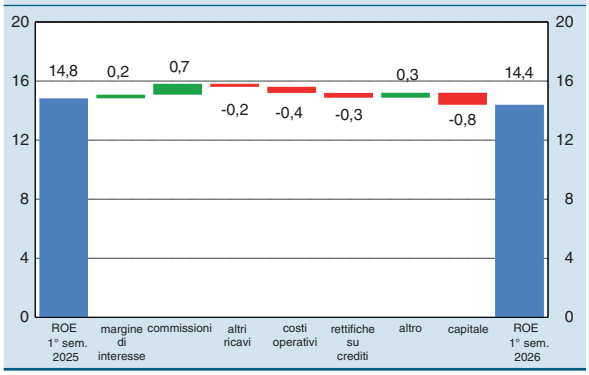
[3] L'ammontare delle risorse patrimoniali utilizzabili è composto dalla riserva combinata di capitale (*combined buffer requirement*, CBR), dagli orientamenti di secondo pilastro (P2G) e dall'ulteriore eccedenza di CET1 disponibile.

Il risultato ha beneficiato dell'aumento delle commissioni e, in misura meno marcata, del margine di interesse. Tali effetti positivi sono stati in parte compensati dalla lieve crescita dei costi operativi, sostenuta dai maggiori costi legati alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (*information and communication technology*, ICT), e dall'incremento delle rettifiche su crediti, rimaste tuttavia su livelli contenuti. L'aumento del patrimonio netto[4] ha contribuito negativamente alla dinamica del ROE.

Stime coerenti con lo scenario macroeconomico pubblicato dalla Banca d'Italia lo scorso ottobre[5] indicano che la redditività complessiva delle banche rimarrebbe elevata nella parte finale dell'anno in corso e nel prossimo biennio. Le rettifiche di valore su crediti si manterrebbero su livelli storicamente contenuti, simili a quelli osservati nel biennio 2024-25.

Figura 2.3

Scomposizione della variazione del ROE tra il 1° semestre del 2025 e il 1° semestre del 2026 (1)
(valori e punti percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) I contributi alla variazione del ROE (in punti percentuali) sono rapportati al capitale proprio e alle riserve e contribuiscono positivamente (barre verdi) o negativamente (barra rosse) al ROE del 1° semestre 2025, determinando il valore finale del ROE del 1° semestre 2026. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra decimale è dovuta agli arrotondamenti.

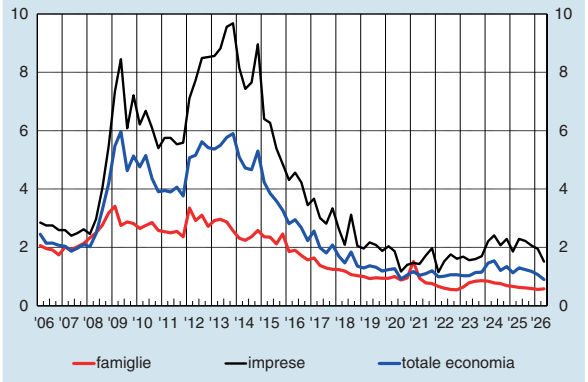
I rischi dell'attivo

La qualità degli attivi si conferma elevata. Nel secondo trimestre il tasso di deterioramento dei prestiti al settore privato è sceso, allo 0,9 per cento (dall'1,2 del quarto trimestre del 2025; fig. 2.4), grazie al miglioramento della qualità del credito alle imprese.

L'incidenza dei prestiti deteriorati al netto delle rettifiche sul totale dei finanziamenti (*non-performing loans ratio*, *NPL ratio*) è lievemente diminuita, all'1,4 per cento a giugno (dall'1,5 del dicembre 2025; fig. 2.5.a; cfr. nell'*Appendice* la tav. A2), anche per la crescita dei finanziamenti dei gruppi significativi. Per questi ultimi l'indicatore si è ridotto allo 0,9 per cento, un valore inferiore di 20 punti base a quello medio degli intermediari dei paesi partecipanti all'SSM (fig. 2.5.b).

Figura 2.4

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



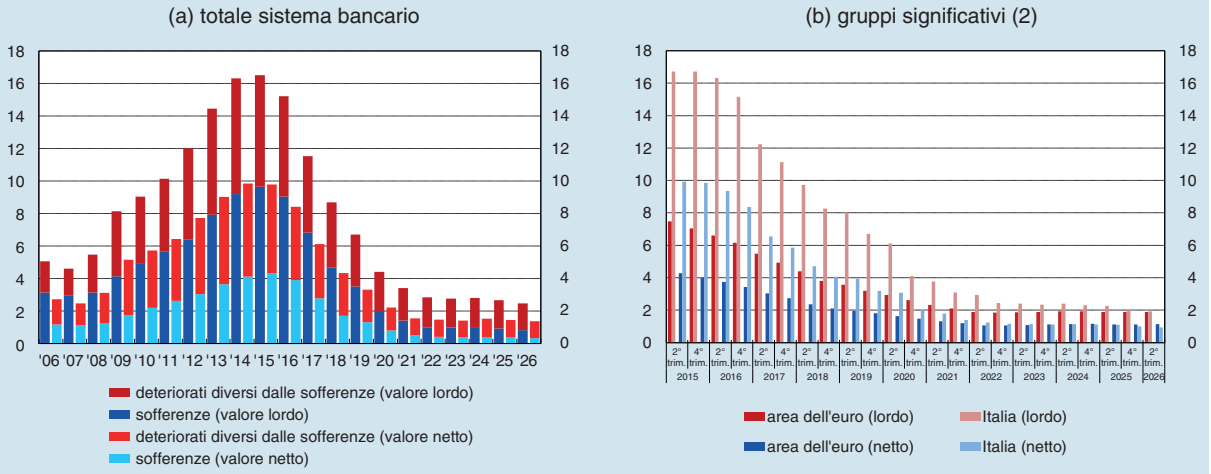
Fonte: Centrale dei rischi.
(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti *in bonis* alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, se presente.

[4] L'andamento risulta ascrivibile da un lato alle voci che hanno sostenuto il CET1 (soprattutto l'autofinanziamento), dall'altro alla contabilizzazione degli avviamenti generati dalle operazioni di concentrazione realizzate nel 2025, che sono invece dedotti dal capitale a fini prudenziali.

[5] Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 16 ottobre 2026.

Figura 2.5

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



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari italiani, individuali per il resto del sistema; BCE, *Supervisory Banking Statistics* per l'area dell'euro.
(1) I prestiti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere; sono inoltre comprese le banche specializzate nella gestione dei crediti deteriorati, il cui peso sull'intero sistema bancario in termini di tale categoria di prestiti si colloca intorno al 5 per cento. Le quote sono calcolate al netto e al lordo delle relative rettifiche di valore. I dati di giugno 2026 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 FinecoBank e Mediolanum.

Nel contesto di una qualità del credito mediamente buona, recenti iniziative di vigilanza mirano a rafforzare la convergenza delle prassi di copertura per le esposizioni deteriorate tra banche significative e meno significative (cfr. il riquadro: *L'applicazione delle aspettative sugli accantonamenti prudenziali per i crediti deteriorati delle banche meno significative*).

L'APPLICAZIONE DELLE ASPETTATIVE SUGLI ACCANTONAMENTI PRUDENZIALI PER I CREDITI DETERIORATI DELLE BANCHE MENO SIGNIFICATIVE[1]

Facendo seguito a un'analoga iniziativa adottata nel 2018 per le banche significative (*significant institutions*, SI), alla fine dello scorso anno la BCE ha pubblicato le linee guida[2] che introducono un approccio di vigilanza armonizzato sugli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate (*non-performing exposures*, NPE) detenute dalle banche meno significative (*less significant institutions*, LSI) e relative a crediti erogati prima del 26 aprile 2019. L'intervento si è reso necessario a fronte del perdurare di un divario tra i tassi di copertura di tali attivi tra SI e LSI. Le aspettative previste dalle linee guida si aggiungono al requisito vincolante già in vigore per tutte le banche (cosiddetto *backstop* di primo pilastro) ai sensi dell'art. 47c del regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR); tale requisito si applica alle esposizioni originate a partire dal 26 aprile 2019 (tavola).

[1] A cura di Michele Adamini e Francesca De Vivo.

[2] Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, *Indirizzo (UE) 2025/2595 della Banca centrale europea del 10 dicembre 2025 sull'approccio di vigilanza delle autorità nazionali competenti alla copertura delle esposizioni deteriorate detenute da soggetti vigilati meno significativi*, 19 dicembre 2025.

Tavola

Disciplina sugli accantonamenti prudenziali per le NPE

	NPE derivanti da crediti originati prima del 26 aprile 2019: linee guida ("secondo pilastro")	NPE derivanti da crediti originati a partire dal 26 aprile 2019: requisito vincolante ("primo pilastro")
SI	linee guida BCE marzo 2018 (1)	*backstop* di cui all'art. 47c del CRR
LSI	linee guida BCE dicembre 2025	*backstop* di cui all'art. 47c del CRR

(1) BCE, *Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate*, marzo 2018. Le aspettative riportate nel documento si applicano alle esposizioni delle SI classificate come deteriorate a partire dal 1° aprile 2018; per quelle già deteriorate a tale data, la BCE aveva adottato un approccio analogo mediante lettere inviate alle singole banche in esito al processo di revisione e valutazione prudenziale.

Le linee guida adottate alla fine dello scorso anno prevedono quote di copertura minime crescenti all'aumentare dell'anzianità nello status di deteriorate delle posizioni creditizie; le coperture sono differenziate in base alla presenza di garanzie e alla loro tipologia. Per le banche con tassi di copertura inferiori alle aspettative di vigilanza, le autorità nazionali competenti (National Competent Authorities, NCA) possono imporre un requisito di capitale aggiuntivo (*add-on*) di secondo pilastro nell'ambito delle decisioni sul capitale. Queste aspettative sono applicabili dal 31 dicembre 2025, con un'introduzione graduale che prevede percentuali di copertura iniziali ridotte e un'entrata a regime alla fine del 2028[3]. Per il primo anno di applicazione, le NCA possono non considerare gli eventuali disallineamenti rispetto alle aspettative ai fini della determinazione degli *add-on* patrimoniali. Le linee guida prevedono inoltre che le NCA possano definire annualmente il perimetro di applicazione delle aspettative, tenendo conto della situazione delle singole banche e delle caratteristiche dei loro portafogli. Eventuali esenzioni vanno giustificate sulla base del rischio o di altre circostanze ritenute rilevanti dalle Autorità[4].

Negli scorsi mesi la Banca d'Italia ha raccolto informazioni sul posizionamento delle LSI italiane rispetto alle aspettative di vigilanza. Contestualmente, le banche sono state invitate a sfruttare i margini disponibili – anche grazie ai favorevoli risultati economici – per consolidare i progressi registrati nel contenimento della rischiosità creditizia, aumentando i livelli di copertura delle esposizioni deteriorate già in occasione della chiusura dei bilanci relativi al 2025. I primi riscontri sono stati positivi: nello specifico, per le LSI con un modello di attività tradizionale si è osservato un miglioramento diffuso degli indicatori di qualità creditizia. In particolare a giugno scorso il grado di copertura dei crediti deteriorati di questi intermediari si collocava al 50,8 per cento, a fronte del 52,1 per le SI. Il divario tra le due categorie si è ridotto di oltre 2 punti percentuali nel confronto con giugno del 2025, quando i tassi di copertura erano pari rispettivamente al 48,4 e al 52,1 per cento. Per la stessa categoria di LSI, i portafogli deteriorati che rientrano nel perimetro della misura mostrano generalmente livelli di copertura più elevati al crescere dell'anzianità delle esposizioni[5] (figura). Coerentemente, l'analisi dei dati raccolti presso queste banche indica che gli impatti patrimoniali delle aspettative sono gestibili: il differenziale di copertura rispetto alle attese indicate nelle linee guida alla fine del 2025 era mediamente corrispondente allo 0,07 per cento degli RWA durante il periodo transitorio e allo 0,20 a regime[6].

[3] Nello specifico, per le esposizioni che hanno raggiunto i livelli di anzianità per la copertura integrale (ad esempio 3 anni per le esposizioni non garantite), si partirà da un'aspettativa sul grado di copertura (*coverage ratio*) minimo del 60 per cento, per arrivare al 100 per cento dalla fine del 2028.

[4] In particolare, le fattispecie di possibili esenzioni sono previste dagli artt. 3 e 4 delle linee guida e possono essere applicate a livello di ente o di esposizione.

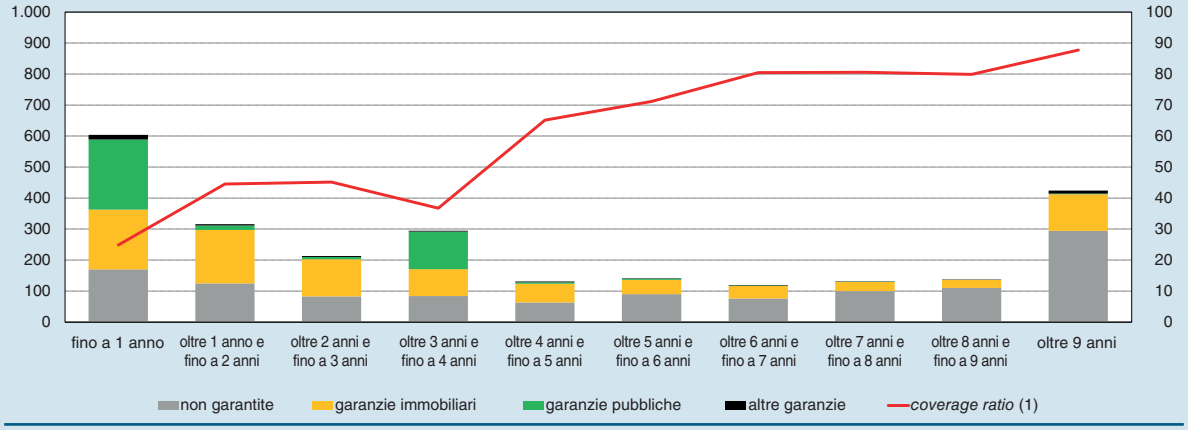
[5] Tali portafogli sono composti per poco meno della metà da posizioni prive di garanzia (48 per cento), seguite dalle posizioni assistite da garanzie immobiliari (36 per cento); risulta minore la quota di NPL con garanzia pubblica, pari al 15 per cento, nonché quella di NPL assistiti da altre garanzie.

[6] La quantificazione degli impatti patrimoniali è stata effettuata rapportando il differenziale di copertura che emerge applicando l'approccio di calendario previsto dalle linee guida all'ammontare complessivo degli RWA, sia nello scenario transitorio sia in quello a pieno regime.

Figura

Crediti deteriorati delle LSI tradizionali: importi, tassi di copertura per anzianità e caratteristiche delle esposizioni soggette alle aspettative di vigilanza

(milioni di euro e valori percentuali)



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

Per quanto riguarda le LSI che svolgono attività non tradizionale, i dati confermano la presenza di casi in cui l'applicazione delle aspettative non sarebbe coerente con la finalità della misura e potrebbe determinare riflessi negativi sull'offerta di credito. In linea con le discrezionalità consentite dalle linee guida, la Vigilanza applicherà pertanto delle esenzioni ad alcune specifiche linee di attività (in particolare l'acquisizione e la gestione di crediti deteriorati e il factoring su crediti verso enti della Pubblica amministrazione), sulla base di una valutazione delle specificità operative di ciascuna banca. Tali esenzioni non pregiudicheranno comunque l'applicazione del *backstop* di primo pilastro ai crediti originati a partire dal 26 aprile 2019, che è disciplinata dalla normativa europea e in merito alla quale le NCA non dispongono di discrezionalità, diversamente da quanto previsto dalle linee guida[7].

[7] La disciplina di primo pilastro prescrive quote di copertura minima analoghe a quelle previste a regime dalle linee guida, richiedendo che gli eventuali differenziali di copertura siano dedotti dal capitale primario di classe 1.

Nel primo semestre i prestiti nello stadio 2 della classificazione IFRS 9[6] sono lievemente diminuiti in rapporto al totale dei prestiti *in bonis* (dal 7,8 al 7,3 per cento), sia per le banche significative sia per quelle meno significative. Il tasso di ingresso in arretrato dei finanziamenti alle imprese, che misura i ritardi di pagamento dei prenditori *in bonis*[7], è sceso allo 0,7 per cento, mentre quello per i prestiti alle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile. A giugno del 2026 i settori più esposti ai rialzi dei prezzi dell'energia non mostravano segnali di deterioramento rispetto al resto dell'economia; in prospettiva il perdurare dei rincari energetici potrebbe tuttavia ridurre la capacità delle imprese di far fronte al rimborso dei finanziamenti, causando un deterioramento della qualità del credito.

I prestiti con garanzia pubblica alle imprese si riducono. A giugno l'incidenza dei prestiti assistiti da una garanzia pubblica concessa dal Fondo centrale di garanzia (FCG) o dalla SACE è scesa di

[6] Sulla base del principio contabile IFRS 9, si tratta di esposizioni per le quali è stato osservato un significativo incremento del rischio di credito rispetto alla data di origine (*significant increase in credit risk*, SICR), ma che non sono ancora deteriorate.

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

2 punti percentuali, al 19 per cento dei prestiti *in bonis* alle imprese censite in AnaCredit, per effetto dell'aumento dei rimborsi anticipati e del calo delle nuove erogazioni, in particolare da parte della SACE. Lo stock di finanziamenti garantiti dall'FCG, seppure in riduzione, rimane rilevante per le banche meno significative (21 miliardi, pari al 28 per cento dello stock di prestiti)[8]. Nonostante un generale rafforzamento dei presidi e una maggiore consapevolezza dei rischi da parte di tali intermediari, permangono margini di miglioramento[9]; questi ultimi sono oggetto di valutazione da parte della Vigilanza ai fini dell'adozione di eventuali interventi, specie nei confronti degli intermediari con un'operatività fortemente incentrata sullo strumento della garanzia pubblica.

Nostre proiezioni, coerenti con le previsioni macroeconomiche della Banca d'Italia pubblicate lo scorso ottobre, indicano che il tasso di deterioramento dei prestiti alle imprese resterebbe pressoché stabile al 2,1 per cento nella media dell'anno in corso, per poi salire al 2,3 per cento nel 2027, principalmente per effetto dell'aumento del costo di finanziamento delle imprese. L'incremento risulterebbe più marcato nello scenario avverso, raggiungendo il 2,5 per cento nella media del 2027. Nello stesso periodo l'indicatore rimarrebbe prossimo allo 0,7 per cento per le famiglie.

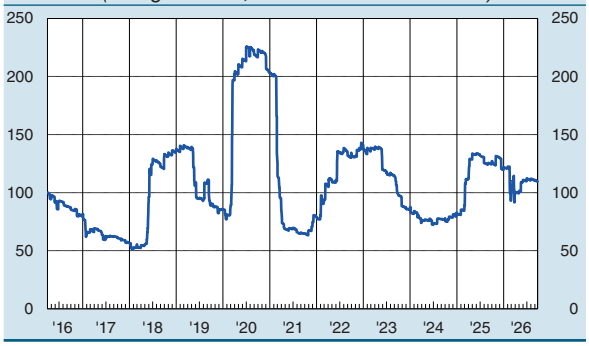
I rischi di mercato e di tasso di interesse

I rischi di mercato e di tasso di interesse sono cresciuti a seguito dei rialzi dei tassi ufficiali e di mercato. Gli effetti sul patrimonio delle banche rimangono tuttavia limitati. Dall'inizio di aprile il *Value at Risk* (VaR) del portafoglio titoli degli intermediari è salito a causa dei recenti episodi di volatilità sui mercati finanziari (fig. 2.6).

Figura 2.6

Andamento del VaR delle banche italiane (1)

(dati giornalieri; indice: marzo 2016=100)



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli, LSEG e Matrice dei conti.
(1) Medie ponderate per la dimensione dei portafogli dei singoli intermediari. Il VaR rappresenta la perdita di valore del portafoglio che in 1 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.

I rischi connessi con l'aumento dei rendimenti sui titoli pubblici restano contenuti. A settembre il valore dei titoli di Stato italiani detenuti dalle banche residenti era cresciuto rispetto a febbraio per effetto di acquisti netti, pur a fronte di un decremento dei prezzi di mercato. Il rapporto tra i titoli pubblici italiani e il totale delle attività si era mantenuto sostanzialmente invariato, all'8,8 per cento (fig. 2.7.a). La durata finanziaria media del portafoglio di tali titoli si era leggermente ampliata, a 4,9 anni (fig. 2.7.b). La maggior parte di questi titoli rimane valutata al costo ammortizzato (73,6 per cento), con conseguente attenuazione dell'impatto dei rialzi dei tassi di mercato.

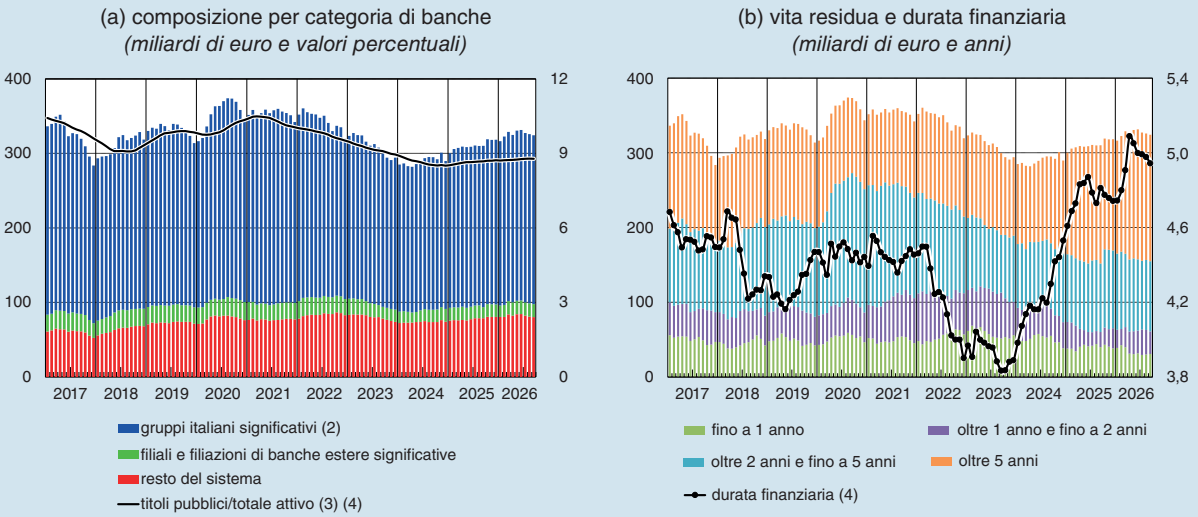
Con riferimento al portafoglio complessivo dei titoli valutati al costo ammortizzato in essere alla fine di giugno, l'impatto medio delle perdite potenziali che si realizzerebbero se gli intermediari fossero costretti a vendere tali titoli prima della scadenza, considerando le quotazioni della fine di ottobre, è stimato (al netto delle coperture in derivati) in 107 punti base di *CET1 ratio*. Questo valore, seppure

[8] Diversamente dall'indicatore relativo al totale del sistema, che è basato sulla rilevazione AnaCredit, la consistenza è ricavata dalle segnalazioni di vigilanza delle banche meno significative.

[9] Per alcune banche sono state riscontrate carenze nell'ambito dei presidi organizzativi e di controllo, oppure nella valorizzazione dei rischi connessi con questa tipologia di prestiti nel processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*, ICAAP). Altri aspetti critici sono rappresentati dal progressivo deterioramento della qualità di tale portafoglio o dalla rapida crescita dei volumi erogati. Per approfondimenti, cfr. il riquadro: *Il ricorso delle banche meno significative alle garanzie pubbliche a supporto dei prestiti alle imprese, i relativi rischi e l'azione di vigilanza*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025.

Figura 2.7

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



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. I dati tengono conto solo di 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.

in netto aumento rispetto alla stima dei 3 punti base di dicembre, risulta significativamente più contenuto rispetto alle perdite potenziali calcolate durante il ciclo di rialzo dei tassi ufficiali del biennio 2022-23. Inoltre, considerando che il contesto attuale è caratterizzato da livelli di liquidità ben al di sopra del minimo regolamentare e da ampia disponibilità di collaterale, la vendita dei titoli prima della loro scadenza appare uno scenario poco probabile.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

La raccolta delle banche continua a espandersi. A settembre il tasso di crescita sui dodici mesi della raccolta delle banche era pari al 2,3 per cento, dal 4,4 di febbraio (tav. 2.1); il rallentamento riflette principalmente la dinamica dei depositi dei non residenti[10].

Nel terzo trimestre le emissioni obbligazionarie nette delle banche italiane sui mercati internazionali sono state sostanzialmente nulle (fig. 2.8.a).

Tavola 2.1

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

VOCI	Consistenze (quote sul totale)	Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	settembre 2026	settembre 2026	febbraio 2026
Depositi di residenti in Italia (3)	67,1	2,8	4,9
Depositi di non residenti (4)	19,4	-4,3	8,3
Obbligazioni	11,1	5,3	0,5
di cui: detenute da famiglie	2,9	2,7	-0,3
Passività nette verso controparti centrali (5)	1,6	51,9	-11,8
Passività verso l'Eurosistema (6)	0,8	21,5	-30,2
Raccolta complessiva	100,0	2,3	4,4

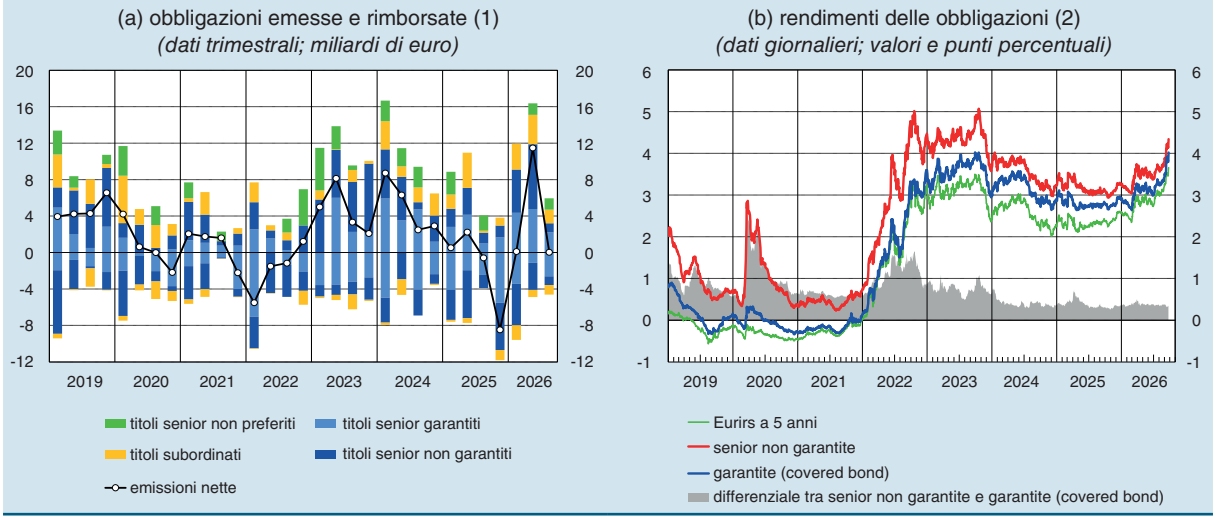
Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali. I dati includono solo quelli segnalati da intermediari creditizi iscritti all'albo di vigilanza della Banca d'Italia.
(1) Esclude tutte le passività verso altre banche residenti in Italia. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) La contrazione dei depositi di non residenti riflette principalmente il calo osservato presso un singolo intermediario appartenente a un gruppo internazionale; tale intermediario aveva effettuato nel corso del 2025 operazioni intragruppo di segno opposto. Per approfondimenti, cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2025. – (5) Include le sole operazioni di pronti contro termine e rappresenta la raccolta estera effettuata attraverso controparti centrali. – (6) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. sul *Portale delle statistiche* della Banca d'Italia: *Banche e moneta: serie nazionali*, fig. 3.3b.

[10] Per la contrazione dei depositi dei non residenti, cfr. la nota 4 della tav. 2.1. Per ulteriori approfondimenti, cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2025.

Sono saliti i rendimenti sia delle obbligazioni senior non garantite sia di quelle garantite, mentre il loro differenziale è rimasto su livelli modesti (fig. 2.8.b).

Figura 2.8

Obbligazioni bancarie collocate sui mercati internazionali

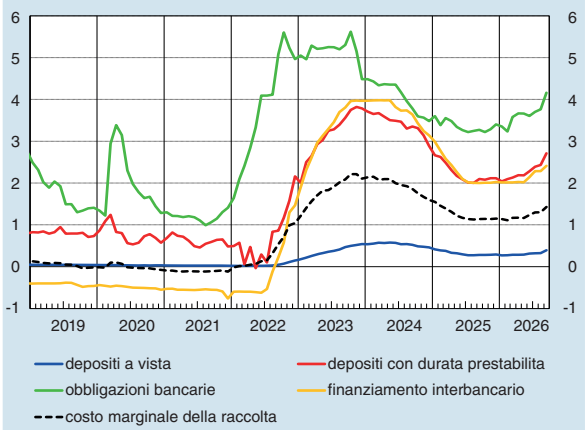


Fonte: Bloomberg e Dealogic.
(1) Emissione di titoli di banche italiane sui mercati internazionali. Non sono incluse le emissioni trattenute a bilancio, né quelle destinate al mercato al dettaglio. Sono incluse le obbligazioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione. Valori positivi indicano le emissioni di titoli, valori negativi i rimborsi. – (2) Rendimenti a scadenza di titoli di banche italiane con vita residua pari a 5 anni. Il differenziale tra il rendimento a scadenza delle obbligazioni senior non garantite e quello delle obbligazioni garantite è espresso in punti percentuali.

Il costo di rifinanziamento delle banche si è ampliato, in linea con i tassi di mercato. In settembre il costo marginale della raccolta è cresciuto all'1,4 per cento, circa 30 punti base in più rispetto a febbraio (fig. 2.9). All'incremento hanno contribuito prevalentemente il rialzo dei tassi interbancari e quello dei rendimenti delle obbligazioni, in linea con l'aumento dei tassi ufficiali e di mercato. Per i depositi con durata prestabilita del settore privato non finanziario, che rappresentano una quota contenuta della raccolta bancaria complessiva, la remunerazione è salita, collocandosi al 2,7 per cento (dal 2,1 di febbraio). Il tasso di interesse sui conti correnti, che sono la componente prevalente della raccolta, è cresciuto di 10 punti base, allo 0,4 per cento.

Figura 2.9

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



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

Il ricorso alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema resta contenuto, nel contesto di riserve ampie ma in calo. Da aprile 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 aumentato (a 19 miliardi). L'ammontare di riserve in eccesso depositate presso la Banca d'Italia continua a diminuire: nel periodo di mantenimento terminato a novembre è risultato in media pari a 72 miliardi

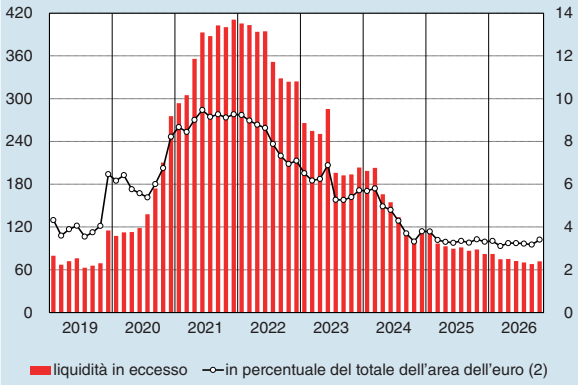
(da 77 di aprile), il 3,4 per cento del totale dell'area (fig. 2.10).

Nonostante le recenti modifiche al quadro delle garanzie, il valore delle attività libere conferite e di quelle conferibili presso la banca centrale rimane elevato. Tra febbraio e settembre il valore complessivo delle attività conferite in garanzia (*collateral pool*) è passato da 177 a 161 miliardi (fig. 2.11.a). La contrazione riflette principalmente la revoca dell'idoneità di alcune categorie di attività stanziabili nell'ambito dello schema temporaneo sui prestiti bancari aggiuntivi della Banca d'Italia, conseguente all'entrata in vigore, il 30 marzo, delle modifiche al quadro delle garanzie dell'Eurosistema annunciate nel 2024[11].

Malgrado la riduzione delle categorie stanziabili, i prestiti continuano a rappresentare la principale classe di attività del pool, con un peso stabile al 60 per cento (fig. 2.11.b). Le controparti

Figura 2.10

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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE.
(1) Ogni barra indica l'eccesso di liquidità medio per ciascun periodo di mantenimento, calcolato come somma del saldo medio sui conti di riserva delle banche, al netto dell'obbligo di riserva, e del ricorso medio alla *deposit facility*. L'ultimo dato è riferito al 6° periodo di mantenimento del 2026. – (2) Scala di destra.

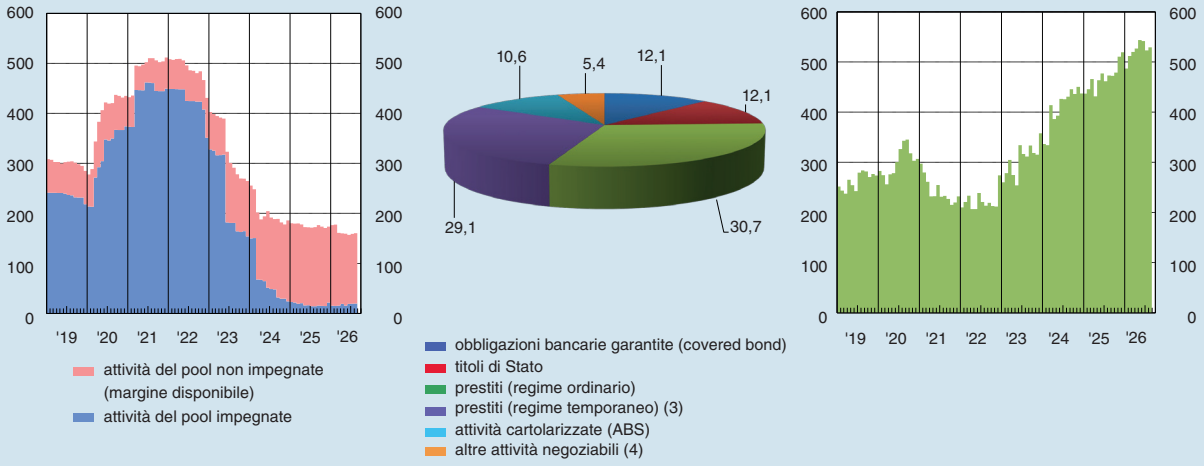
Figura 2.11

Attività stanziabili del sistema bancario italiano (1)

(a) attività stanziate nel *collateral pool* (2)
(dati mensili; miliardi di euro)

(b) composizione del *collateral pool*
(valori percentuali)

(c) titoli stanziabili al di fuori del *collateral pool* (5)
(dati mensili; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Eurosistema e su segnalazioni di vigilanza.
(1) Dati di fine settembre 2026 riferiti alle controparti di politica monetaria della Banca d'Italia. – (2) L'ammontare delle attività impegnate presso l'Eurosistema comprende la parte a copertura degli interessi maturati e del rifinanziamento in dollari. Il *collateral pool* è valutato ai prezzi rilevati dal Common Eurosystem Pricing Hub, al netto degli scarti di garanzia (*haircuts*). – (3) Nel regime temporaneo i criteri di idoneità delle attività conferibili in garanzia, che nel regime ordinario sono definite sulla base di principi comuni a tutto l'Eurosistema, 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'Eurosistema.

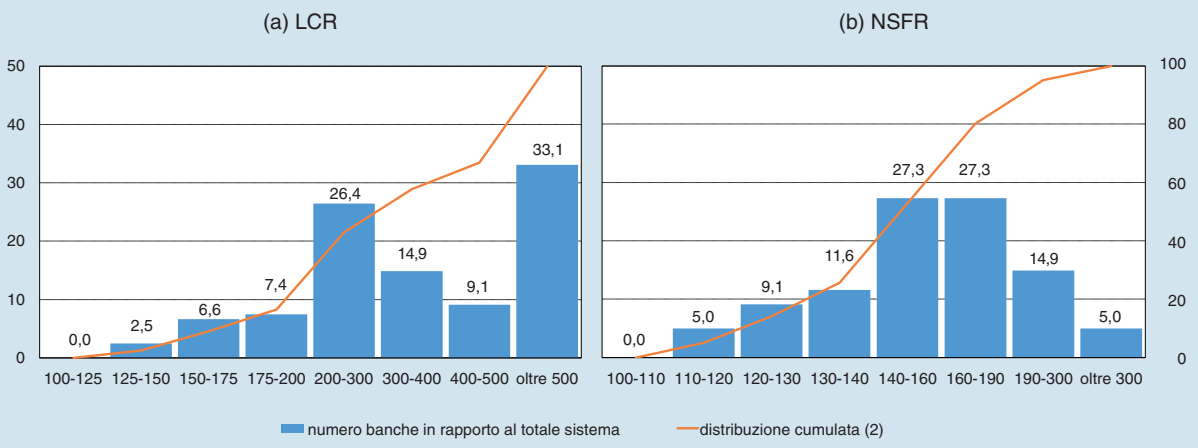
[11] Per maggiori dettagli, cfr. BCE, *ECB announces changes to the Eurosystem collateral framework to foster greater harmonisation*, comunicato stampa del 29 novembre 2024.

dispongono inoltre di ulteriori 524 miliardi di titoli potenzialmente stanziabili (fig. 2.11.c), costituiti per il 68 per cento da titoli di Stato. A giugno il quadro delle garanzie è stato oggetto di nuovi interventi: il Consiglio direttivo della BCE ha definito le regole per l'inclusione dei portafogli di crediti alle imprese non finanziarie nel regime permanente, la cui attuazione è prevista non prima di novembre del 2027; è inoltre divenuta operativa la misura che prevede l'applicazione di un fattore correttivo climatico ai titoli emessi da società non finanziarie, differenziato in base alla loro esposizione ai rischi di transizione[12].

Il profilo di liquidità delle banche si conferma equilibrato su tutte le scadenze. A giugno l'indice medio di copertura della liquidità su un orizzonte temporale di un mese (*liquidity coverage ratio*, LCR) era pari al 175 per cento e il coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR) si collocava al 132 per cento. Per entrambi gli indicatori tutti gli intermediari riportavano valori al di sopra del minimo regolamentare (pari al 100 per cento) e circa l'80 per cento di essi disponeva di un ampio margine (fig. 2.12).

Figura 2.12

Distribuzione delle banche italiane per valori di LCR e NSFR a giugno 2026 (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.
(1) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra decimale è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Scala di destra.

I rischi operativi e cibernetici

Il numero di incidenti gravi è sostanzialmente stabile. Nel primo semestre il numero di incidenti gravi[13] segnalati dagli intermediari finanziari italiani vigilati è rimasto pressoché invariato rispetto al periodo corrispondente del 2025, su valori significativi nel confronto con la media degli ultimi anni. In particolare, sono stati rilevati 77 incidenti, 19 dei quali riconducibili a eventi cibernetici (fig. 2.13.a). Circa il 60 per cento degli incidenti ha coinvolto, direttamente o indirettamente, un fornitore esterno

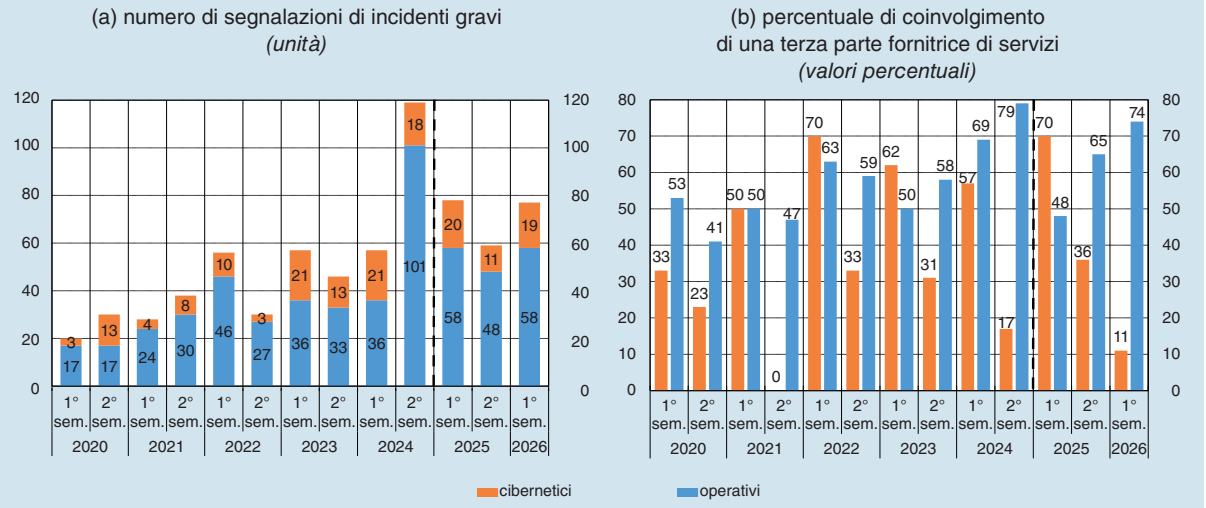
[12] Per approfondimenti, cfr. BCE, *ECB to integrate non-financial credit claim portfolios into general collateral framework, phasing out temporary measures*, comunicato stampa del 25 giugno 2026.

[13] L'art. 3 del regolamento UE/2022/2554 sulla resilienza operativa digitale (Digital Operational Resilience Act, DORA) definisce come grave un incidente connesso con le ICT che ha un impatto avverso sui sistemi informatici e di rete a supporto delle funzioni essenziali o importanti dell'entità finanziaria. Per il numero di incidenti segnalati all'Ivass dalle imprese di assicurazione, cfr. il paragrafo 2.2.

di servizi ICT, confermando il ruolo critico di tali soggetti per la resilienza operativa degli intermediari (fig. 2.13.b). Inoltre, con riferimento ai sistemi di pagamento e alle infrastrutture di mercato, sono state ricevute 3 segnalazioni di incidenti (tutti di natura operativa), un numero sostanzialmente in linea con quello del primo semestre del 2025. Questi eventi non hanno determinato impatti finanziari e hanno avuto effetti limitati sulla continuità dei servizi.

Figura 2.13

Incidenti cibernetici e operativi (1)



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 (significative e meno significative), 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 criptoattività, 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'art. 3 del regolamento DORA.

Le persistenti tensioni geopolitiche accrescono i rischi operativi, con possibili ricadute sulla continuità dei servizi finanziari. Le tensioni geopolitiche aumentano i rischi di interruzione delle catene di approvvigionamento energetico; la dipendenza di più operatori finanziari dalle medesime infrastrutture e forniture critiche può amplificare e propagare gli effetti di eventuali interruzioni[14]. In tale contesto, nell'ambito del Comitato per la continuità operativa del mercato finanziario italiano (Codise) è stata avviata una ricognizione sul grado di preparazione degli operatori sistemici e sulle misure adottate per assicurare la continuità dei servizi finanziari essenziali, anche in caso di interruzioni prolungate di infrastrutture e servizi critici. Sono inoltre in corso interlocuzioni con le autorità competenti volte a individuare possibili azioni coordinate e misure per rafforzare la preparazione alle crisi, la resilienza e la capacità di risposta del settore finanziario in scenari di emergenza[15].

Nei mesi scorsi il Cyber Expert Group del G7 ha svolto un'esercitazione internazionale per verificare i meccanismi di coordinamento tra autorità finanziarie nella gestione di incidenti cyber di ampia

[14] La resilienza operativa dei singoli intermediari e delle infrastrutture di mercato può non essere sufficiente ad assicurare quella dell'intero sistema in presenza di vulnerabilità sistemiche, come interconnessioni, concentrazione e dipendenze comuni. Per maggiori approfondimenti, cfr. Bank of England, *Financial Stability in Focus: the FPC's macroprudential approach to operational resilience*, Financial Policy Committee, marzo 2024. Sull'importanza della preparazione alle crisi e del coordinamento tra autorità e settori per preservare le funzioni finanziarie essenziali, cfr. Commissione europea, *Relazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo sulla preparazione del settore finanziario dell'UE*, COM(2026) 119 final, 10 marzo 2026.

[15] Tra le misure oggetto di valutazione rientrano, a titolo esemplificativo, la possibilità di garantire la continuità della fornitura elettrica agli operatori finanziari critici anche in situazioni di emergenza energetica prolungata.

portata con effetti transfrontalieri[16]. Gli esiti dell'iniziativa, alla quale la Banca d'Italia ha partecipato insieme al Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) e alla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), hanno confermato l'importanza di effettuare test periodici (basati su scenari realistici) per verificare l'effettiva capacità di attuare sia piani coordinati di risposta a eventi che possono avere impatti sistemici, sia possibili iniziative di comunicazione congiunta tra i paesi del G7.

Il rafforzamento della resilienza operativa digitale costituisce una priorità strategica per garantire la continuità dei servizi essenziali e contenere i rischi derivanti dalle dipendenze tecnologiche e dalle minacce cyber in continua evoluzione (cfr. il riquadro: *Il rafforzamento della resilienza operativa digitale del sistema finanziario italiano*).

IL RAFFORZAMENTO DELLA RESILIENZA OPERATIVA DIGITALE DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO[1]

Negli ultimi anni il rischio relativo alle tecnologie ICT ha assunto una crescente rilevanza per la stabilità finanziaria, per effetto della digitalizzazione del settore e delle sempre più strette interconnessioni tra intermediari e fornitori tecnologici. La complessità delle catene di fornitura ICT aumenta il potenziale impatto sistemico di incidenti operativi e di sicurezza informatica, rendendo cruciale il rafforzamento della resilienza operativa digitale ai fini della continuità dei servizi finanziari. Per far fronte a tali rischi, la Banca d'Italia ha adottato un approccio integrato di supervisione fondato su tre direttrici complementari: (a) analisi trasversali ai diversi intermediari vigilati e monitoraggio dei rischi; (b) vigilanza sui singoli intermediari; (c) azioni mirate nei confronti dei fornitori di servizi ICT.

Le evidenze raccolte nell'ambito delle attività di supervisione e delle prime analisi sui dati contenuti nei registri delle informazioni[2] previsti dal regolamento DORA mostrano la rilevanza delle dipendenze tecnologiche all'interno del settore finanziario. Alla fine del 2025 gli intermediari direttamente vigilati dalla Banca d'Italia[3] si avvalevano di oltre 3.600 fornitori e subfornitori di servizi ICT, a fronte di circa 9.600 contratti; di questi ultimi, intorno al 95 per cento riguarda fornitori esterni al gruppo di appartenenza dell'intermediario, localizzati prevalentemente nell'area dell'euro, e circa la metà supporta funzioni critiche o importanti. Con riferimento a tali funzioni, le analisi fanno emergere significativi fenomeni di concentrazione: per le forniture extra gruppo i primi 4 fornitori diretti assorbono circa il 50 per cento della spesa complessiva. Inoltre le catene di fornitura risultano spesso articolate in più livelli di subfornitura e sono caratterizzate da una limitata sostituibilità dei fornitori, evidenziando rilevanti dipendenze operative e la necessità di rafforzare le strategie di uscita e continuità operativa previste dal regolamento DORA.

L'azione di vigilanza è stata accompagnata dal dialogo strutturato con intermediari e fornitori, volto ad accrescere la consapevolezza dei rischi emergenti, in linea con le aspettative di vigilanza[4].

[1] A cura di Fulvio Di Stefano.

[2] L'ultima rilevazione fa riferimento al 31 dicembre 2025.

[3] Sono incluse le banche meno significative, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica, le imprese di investimento, i gestori e gli emittenti di *tokens* collegati ad attività, i prestatori di servizi per le criptoattività, i fornitori di servizi di crowdfunding, Cassa depositi e prestiti e Poste Italiane (limitatamente all'attività di Bancoposta).

[4] Tra le principali iniziative di confronto con il settore, organizzate dalla Banca d'Italia, si segnalano il *Workshop sulla Resilienza Operativa Digitale con le associazioni di categoria del settore finanziario*, Roma, 4 febbraio 2026 e il seminario *Resilienza operativa digitale e modelli avanzati di IA: la Comunicazione della Banca d'Italia del 17 luglio 2026*, Roma, 9 ottobre 2026.

[16] Il *Cross-Border Coordination Exercise* (CBCE) 2026 si è articolato in più sessioni tra marzo e maggio e si è concluso il 18 maggio in occasione della riunione dei Ministri e dei Governatori. L'esercitazione ha coinvolto 24 autorità finanziarie dei paesi del G7 e ha simulato un incidente cyber di ampia portata, verificando i meccanismi di comunicazione e coordinamento transfrontaliero tra le autorità. Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *G7 Cyber Expert Group: conclusa con successo l'esercitazione internazionale 2026*, 3 agosto 2026.

In questo quadro si inserisce la comunicazione della Banca d'Italia dello scorso 17 luglio[5] in materia di resilienza operativa digitale e di modelli avanzati di intelligenza artificiale, che richiama l'attenzione degli intermediari sulle opportunità e sui rischi per la cybersicurezza e la resilienza operativa connessi con l'adozione dell'IA. Se da un lato tali strumenti sono in grado di potenziare le capacità di monitoraggio, nonché di rilevazione e risposta agli incidenti informatici, dall'altro possono accrescere l'efficacia degli attacchi cyber. La comunicazione sottolinea pertanto la necessità di rafforzare i presidi di governance e di "igiene informatica", la gestione delle vulnerabilità e delle risorse informatiche, i sistemi di monitoraggio, le attività di test e il controllo dei rischi ICT e di terze parti, in coerenza con il quadro introdotto dal regolamento DORA. La Banca d'Italia ha invitato gli intermediari a effettuare una valutazione approfondita dei propri presidi e a predisporre entro il 31 dicembre 2026 una relazione corredata da un piano di rafforzamento coerente con il proprio profilo di rischio.

[5] Banca d'Italia, *Comunicazione al mercato in materia di resilienza operativa digitale e modelli avanzati di Intelligenza Artificiale*, 17 luglio 2026. La comunicazione è in linea con quella inviata alle banche significative dell'area dell'euro dal Presidente del Consiglio di vigilanza della Banca centrale europea: *Addressing AI-enabled cybersecurity threats*, 7 luglio 2026.

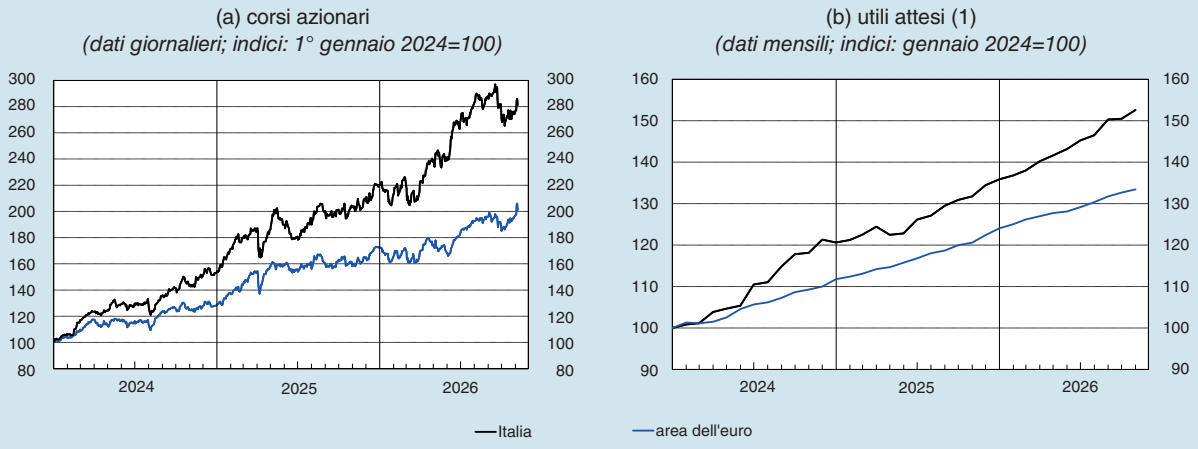
2.2 LE ASSICURAZIONI

I rischi per il settore assicurativo rimangono sostanzialmente stabili. A giugno la patrimonializzazione si collocava su livelli elevati; la redditività, in lieve aumento nel primo semestre, potrebbe in prospettiva risentire dell'incremento delle minusvalenze latenti osservato nella seconda metà dell'anno a causa del rialzo dei tassi di interesse. Restano buone le condizioni di liquidità.

Il quadro basato sugli indicatori di mercato è favorevole. La recente fase di diminuzione dei corsi azionari, iniziata nella seconda metà di settembre e successiva ai massimi storici raggiunti nei mesi estivi, riflette l'evoluzione generale del mercato e non modifica le attese complessivamente positive per il settore; la crescita degli utili attesi per le compagnie italiane rimane maggiore rispetto alla media dell'area dell'euro (fig. 2.14).

Figura 2.14

Indicatori di mercato delle società assicurative

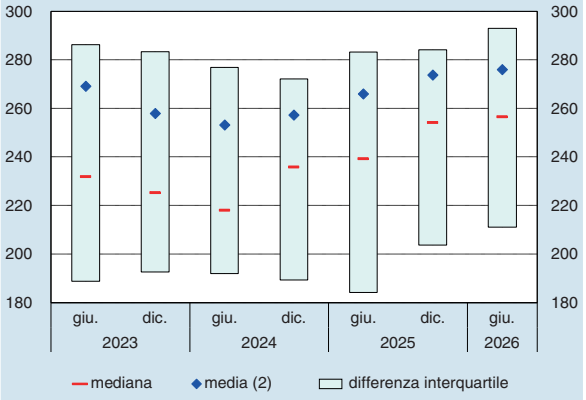


Fonte: elaborazioni su dati LSEG.
(1) Media ponderata per il numero di azioni in circolazione degli utili attesi per azione nei 12 mesi successivi alla data di riferimento di un campione delle principali società assicurative italiane e dell'area dell'euro. L'Italia comprende Assicurazioni Generali, Revo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

La situazione patrimoniale si conferma solida. A giugno l'indice di solvibilità medio si è collocato al 276 per cento, in lieve rialzo dal 274 di dicembre (fig. 2.15) e al di sopra della media europea (252 per cento). Dal 2027 l'indice dovrebbe ulteriormente aumentare per effetto della revisione della normativa Solvency II (cfr. il riquadro: *Valutazione di impatto della revisione di Solvency II*). Nella composizione del requisito di solvibilità il contributo dei rischi dell'attività di investimento resta superiore a quello dei rischi dell'attività assicurativa (cfr. nell'*Appendice* la tav. A8). Tra i primi cresce l'incidenza della componente legata al rischio di tasso di interesse; tra i secondi rimane preponderante la componente connessa con il rischio di riscatto dei contratti.

Figura 2.15

Indice di solvibilità (1)
(valori percentuali)



Fonte: Ivass.
(1) L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale Solvency II. I dati provengono dalle segnalazioni trimestrali di vigilanza Solvency II individuali (*Quantitative reporting template*). – (2) Media ponderata con pesi pari al requisito patrimoniale di solvibilità.

Secondo le stime dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass), l'impatto del rialzo dei rendimenti sui fondi propri derivante dalla variazione di attivi e passivi in essere al 30 giugno sarebbe contenuto[17]: l'effetto della svalutazione degli investimenti verrebbe mitigato da una diminuzione delle riserve tecniche.

VALUTAZIONE DI IMPATTO DELLA REVISIONE DI SOLVENCY II[1]

La revisione della normativa Solvency II diventerà pienamente operativa il 30 gennaio 2027.

Nelle intenzioni del legislatore europeo, la riforma mira a favorire il contributo delle compagnie assicurative all'economia europea, incentivando gli investimenti di lungo periodo, l'innovazione tecnologica e la sostenibilità. Al raggiungimento di questo obiettivo concorre anche una ricalibrazione dei requisiti patrimoniali, che rende più attrattivi gli investimenti in azioni, private equity e venture capital. La riforma non prevede tuttavia vincoli specifici sull'utilizzo del capitale che verrà liberato grazie alle modifiche introdotte. La Commissione europea ha quindi affidato all'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) il compito di monitorare l'effettiva destinazione di tale quota di capitale; a questa attività contribuirà anche l'Ivass.

Per stimare l'impatto della revisione sul settore assicurativo italiano l'Ivass ha condotto una valutazione sulla base dei dati riferiti al 31 dicembre 2025. Come atteso, i risultati indicano un rafforzamento dei coefficienti patrimoniali e una significativa liberazione di capitale, dovuti principalmente alla riduzione delle riserve tecniche.

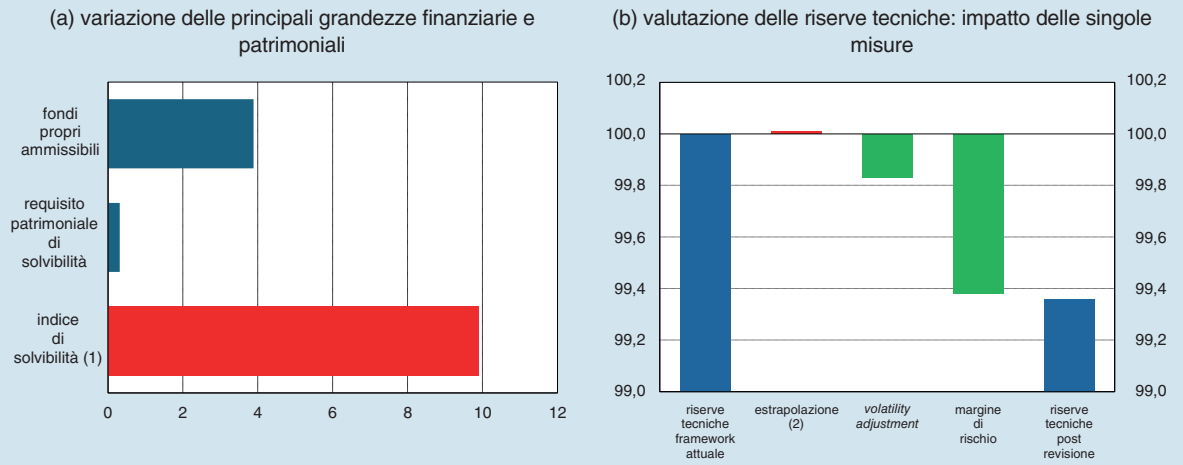
[1] A cura di Marco Ligios.

[17] La valutazione è effettuata considerando i tassi osservati alla fine di settembre, a cui è applicato anche un rialzo di ulteriori 100 punti base.

Alla rilevazione hanno partecipato 49 imprese individuali, che rappresentano l'83 per cento degli attivi del mercato italiano. L'applicazione delle nuove regole comporterebbe una liberazione di capitale per circa 5 miliardi e un aumento di 10 punti percentuali dell'indice di solvibilità. Il miglioramento deriverebbe in prevalenza dall'incremento dei fondi propri, corrispondente a circa il 4 per cento (figura, pannello a), per effetto di una diminuzione delle riserve tecniche di poco meno di 6 miliardi, equivalenti allo 0,64 per cento del loro ammontare complessivo alla fine del 2025. Tale riduzione è dovuta soprattutto alle modifiche introdotte nelle modalità di calcolo del margine di rischio e dell'aggiustamento per la volatilità (*volatility adjustment*). L'aumento delle riserve tecniche derivante dalla revisione della metodologia di estrapolazione dei tassi di interesse privi di rischio a lungo termine risulta invece molto contenuto nelle attuali condizioni di mercato, caratterizzate da livelli relativamente elevati dei tassi di interesse[2] (figura, pannello b).

Figura

Stima dell'impatto della revisione di Solvency II sulle compagnie italiane
(dati al 31 dicembre 2025; valori percentuali, se non diversamente specificato)



Fonte: Ivass.
(1) Punti percentuali. Per la definizione di indice di solvibilità, cfr. la nota 1 della fig. 2.15. – (2) Estrapolazione dei tassi di interesse privi di rischio a lungo termine.

Il requisito patrimoniale di solvibilità rimarrebbe nel complesso sostanzialmente stabile, ma l'effetto della revisione sulle singole compagnie cambierebbe a seconda della metodologia utilizzata per il calcolo. In particolare, risulterebbero penalizzate le compagnie che adottano la formula standard, per le quali si osserverebbe un incremento medio del requisito del 4,5 per cento; per le imprese che usano il modello interno il requisito si ridurrebbe invece di circa il 3 per cento[3].

[2] La nuova metodologia di estrapolazione genera tassi a lungo termine inferiori rispetto a quelli ottenuti con la metodologia attualmente in vigore e di conseguenza determina riserve tecniche più elevate. L'impatto è maggiore in contesti di bassi tassi di interesse e tende ad annullarsi quando i tassi sono elevati.

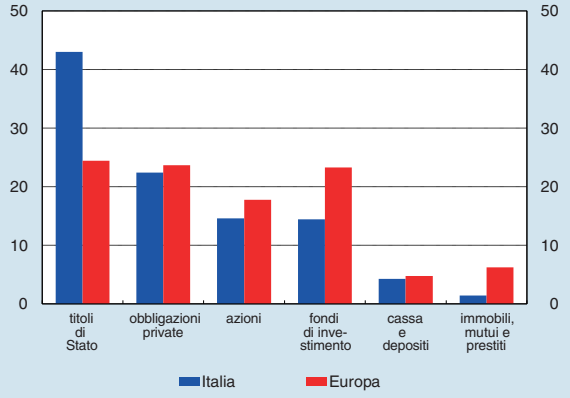
[3] A fronte di una riduzione del requisito patrimoniale comune a tutte le compagnie per effetto delle modifiche all'aggiustamento per la volatilità, l'aumento per quelle che adottano la formula standard è riconducibile alla revisione della metodologia di calcolo del requisito per il rischio di tasso di interesse, introdotta per correggere alcune carenze. L'attuale metodologia è basata su scenari di stress della curva dei tassi la cui calibrazione si è rivelata inadeguata a rappresentare le condizioni dei mercati finanziari, soprattutto in periodi prolungati di tassi bassi (*low for long*). Le imprese che utilizzano un modello interno non sono invece interessate da tali modifiche, avendo già rivisto le proprie metodologie negli anni precedenti; pertanto per queste imprese si verifica una riduzione del requisito patrimoniale.

La qualità degli investimenti rimane elevata. A giugno il valore degli investimenti delle assicurazioni ha raggiunto 1.125 miliardi (in rialzo del 3 per cento rispetto alla fine del 2025). I titoli governativi, prevalentemente titoli di Stato italiani, continuano a costituire il 43 per cento del portafoglio di investimenti per il quale le compagnie sopportano il rischio (802 miliardi); tale quota, nonostante il graduale calo, resta ampiamente superiore a quella media delle imprese assicurative europee (25 per cento; fig. 2.16.a). Tra le obbligazioni pubbliche, la quota di titoli italiani si è ridotta al 62 per cento (dal 64 a dicembre dello scorso anno; fig. 2.16.b), contribuendo a una graduale diversificazione del portafoglio. Sia per i titoli di Stato italiani sia per quelli esteri rimane preponderante la quota con vita residua superiore a dieci anni (rispettivamente 38 e 49 per cento), coerentemente con la natura di lungo periodo delle passività assicurative. I titoli obbligazionari privati, per lo più emessi da società estere e per oltre la metà riconducibili al settore finanziario, si sono confermati stabili al 22 per cento del totale (fig. 2.16.d). Non si è modificata rispetto alla fine del 2025 neanche la ripartizione per rating, nella quale prevalgono titoli con merito creditizio BBB e A (rispettivamente 45 e 37 per cento; fig. 2.16.c). Le quote degli investimenti in azioni e fondi comuni si sono mantenute pari al 15 e al 14 per cento.

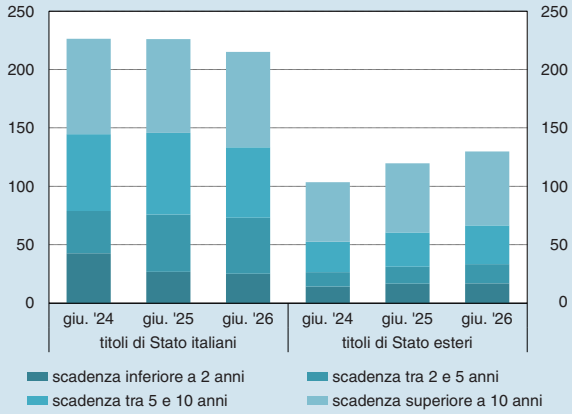
Figura 2.16

Investimenti delle società assicurative

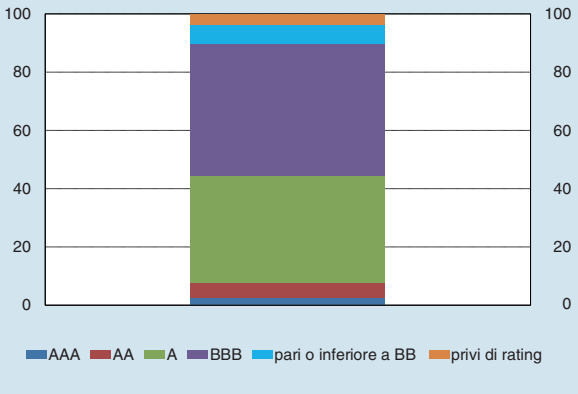
(a) investimenti (1)
(dati al 30 giugno 2026; valori percentuali)



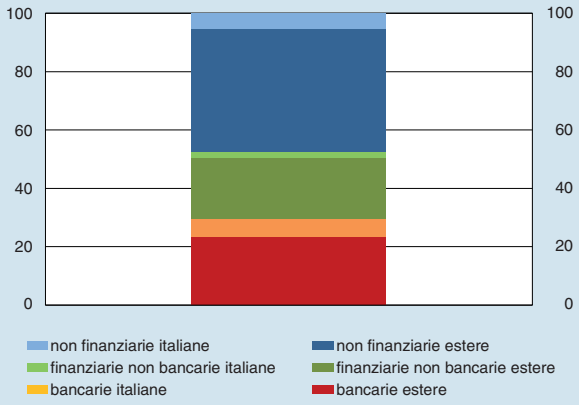
(b) investimenti in obbligazioni pubbliche
(miliardi di euro)



(c) rating delle obbligazioni private
(dati al 30 giugno 2026; valori percentuali)



(d) composizione delle obbligazioni private
(dati al 30 giugno 2026; valori percentuali)

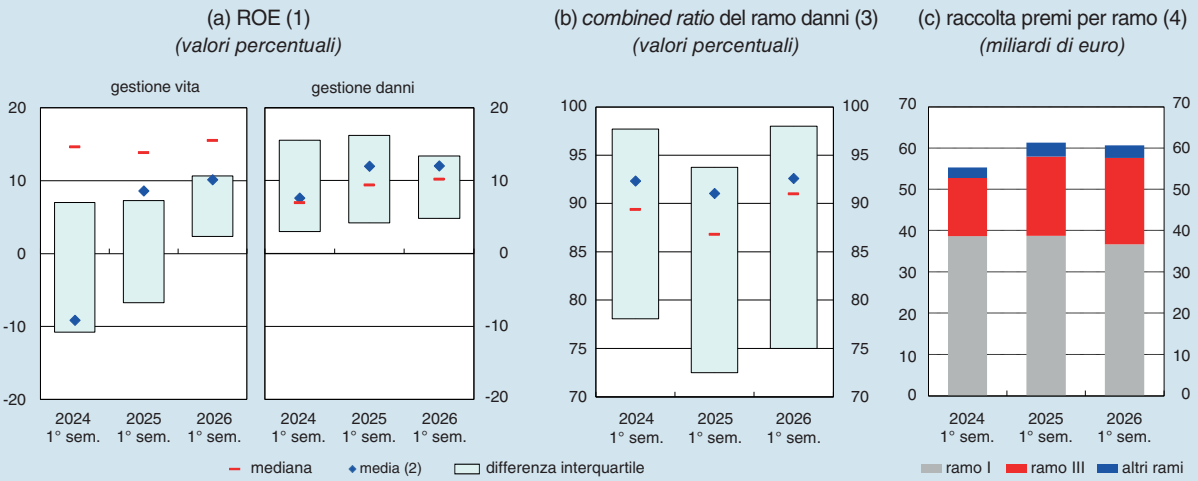


Fonte: Ivass ed EIOPA.
(1) I dati per l'Europa sono riferiti allo Spazio economico europeo.

Nel primo semestre la redditività del settore è lievemente migliorata. Il ROE complessivo si è collocato all'11 per cento. Nel comparto vita è salito al 10 per cento (fig. 2.17.a); a fronte di una dinamica sostanzialmente stabile della raccolta premi (fig. 2.17.c), la redditività ha beneficiato della riduzione delle minusvalenze nette non realizzate, che a giugno erano scese a 2 miliardi (da 6 alla fine del 2025; fig. 2.18)[18]. Nel comparto danni il ROE è rimasto invariato al 12 per cento; alla dinamica positiva della raccolta premi (cresciuta del 5 per cento rispetto a giugno del 2025) si è associato un lieve aumento del rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e i premi di competenza (*combined ratio*, al 93 per cento; fig. 2.17.b).

Figura 2.17

Indicatori di bilancio delle società assicurative italiane e raccolta premi vita



Fonte: Ivass.
(1) Rapporto tra utile e patrimonio netto. I dati dei semestri non sono annualizzati e sono basati su un campione rappresentativo delle principali compagnie italiane. – (2) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto. – (3) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. Per il 1° semestre del 2026, i dati provengono dalle segnalazioni trimestrali di vigilanza Solvency II individuali (*Quantitative reporting template*). – (4) Il ramo I include in prevalenza polizze rivalutabili (prodotti vita tradizionali garantiti); il ramo III include in prevalenza polizze unit e index linked (prodotti vita con rischio a carico degli assicurati); gli altri rami includono tutti gli altri prodotti vita.

Il recente incremento delle minusvalenze latenti potrebbe incidere negativamente sulla redditività. A seguito del rialzo dei tassi di interesse, nella seconda metà dell'anno le minusvalenze nette non realizzate sono tornate a salire, raggiungendo i 31 miliardi alla fine di settembre (fig. 2.18).

Le condizioni di liquidità sono rimaste sostanzialmente stabili. A giugno il valore mediano dell'indicatore del grado di liquidabilità degli attivi (*liquid asset ratio*)[19] si è mantenuto al 58 per cento, un livello superiore a quello europeo (45 per cento a marzo del 2026). Nel comparto vita, a settembre il rapporto tra riscatti e premi era in lieve calo rispetto allo stesso periodo del 2025 (dal 70 al 67 per cento).

[18] La facoltà di sospendere temporaneamente gli effetti sulla redditività di esercizio delle minusvalenze sugli investimenti, riconosciuta dal regolamento Ivass 57/2026, è stata adottata per il primo semestre del 2026 da un numero molto limitato di compagnie, che rappresentano il 3 per cento degli attivi del settore.

[19] 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*).

I rischi operativi e cibernetici assumono maggiore rilievo. Aumentano gli incidenti gravi segnalati all'Ivass in conformità con quanto previsto dal regolamento DORA (24 nel primo semestre del 2026[20], da 8 nello stesso periodo del 2025). In coerenza con le iniziative della Banca d'Italia e dei diversi organismi internazionali (cfr. il riquadro: *Il rafforzamento della resilienza operativa digitale del sistema finanziario italiano*), il 17 luglio l'Ivass ha pubblicato la *Comunicazione al mercato in materia di resilienza operativa digitale e modelli avanzati di intelligenza artificiale*, richiamando le imprese al rafforzamento dei presidi in materia, in linea con i requisiti previsti dal regolamento DORA.

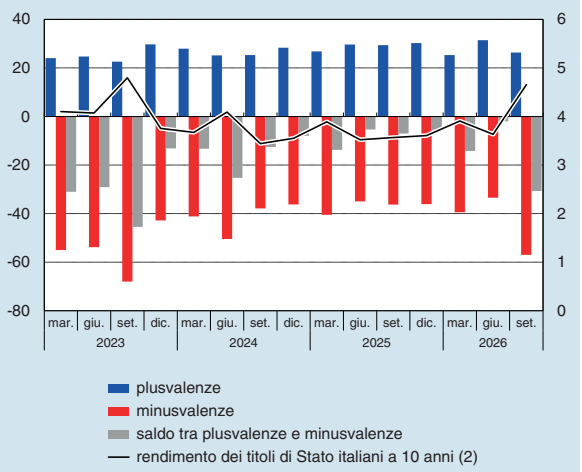
2.3 L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Nel secondo e nel terzo trimestre del 2026 la raccolta netta del risparmio gestito italiano è tornata positiva, dopo i deflussi seguiti all'avvio del conflitto in Medio Oriente. I rischi rimangono moderati.

Da aprile, in linea con l'andamento nell'area dell'euro, i fondi comuni aperti gestiti da società appartenenti a gruppi italiani hanno registrato afflussi netti significativi. La raccolta netta è stata di 15,1 miliardi, dopo i deflussi di febbraio e marzo (fig. 2.19). Il patrimonio del comparto, che rappresenta circa la metà dei fondi distribuiti in Italia, è aumentato del 7,1 per cento, a 724 miliardi. Le sottoscrizioni nette hanno interessato tutte le principali categorie, in particolare i fondi azionari e quelli flessibili. Un contributo rilevante alla raccolta è derivato dai cosiddetti fondi a finestra[21], a cui è riconducibile la quasi totalità dei flussi netti dei fondi italiani nel periodo. I fondi che rispettano criteri di sostenibilità sotto i profili ambientale, sociale e di governo societario (*environmental*, *social and governance*, ESG) hanno invece subito deflussi

Figura 2.18

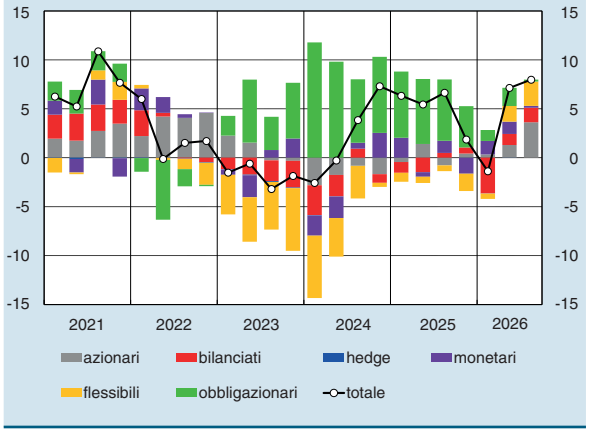
Plusvalenze e minusvalenze latenti (1)
(miliardi di euro e valori percentuali)



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

Figura 2.19

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



Fonte: Assogestioni.
(1) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio italiane o appartenenti a gruppi italiani. I dati relativi al 3° trimestre 2026 sono provvisori.

[20] Di cui 17 di natura operativa e 7 di natura cibernetica (dati preliminari).

[21] Si tratta prevalentemente di fondi obbligazionari e misti con un periodo di sottoscrizione predefinito (una finestra di collocamento compresa in genere tra le 6 e le 12 settimane), un orizzonte temporale di investimento (tra 5 e 7 anni) e una strategia che mira a ottimizzare il rendimento nell'arco temporale identificato. Tipicamente questi fondi prevedono, oltre alle commissioni di collocamento – in larga parte oggetto di retrocessione alle reti distributive – anche commissioni di rimborso decrescenti nel tempo. Da una parte, questo regime tende a scoraggiare i rimborsi anticipati da parte degli investitori, riducendo così il rischio di liquidità; dall'altra si associa a costi in media più elevati per i sottoscrittori. Il patrimonio gestito da questa categoria di fondi rappresenta poco meno di un terzo di quello dei fondi aperti di diritto italiano.

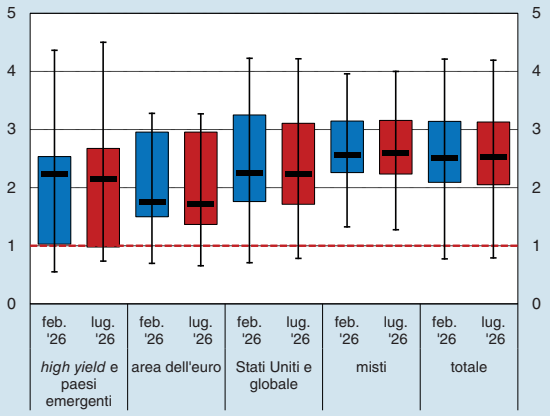
netti. L'esposizione dei fondi aperti italiani verso titoli statunitensi, per la maggior parte azionari, si mantiene su livelli più contenuti rispetto al resto dell'Europa.

La liquidità dei fondi aperti non presenta vulnerabilità. Il rischio di liquidità dei fondi di diritto italiano dei comparti non azionari[22] non è cambiato (fig. 2.20.a); il patrimonio dei fondi vulnerabili a richieste di rimborso particolarmente elevate[23] resta su livelli bassi (circa il 2,6 per cento del totale). Secondo un approfondimento della Vigilanza, le politiche adottate dai gestori di fondi aperti maggiormente esposti al rischio di liquidità sono sostanzialmente conformi alla regolamentazione vigente; potrebbero essere tuttavia migliorate nella definizione e nell'attuazione delle prove di stress[24]. Un contributo in questa direzione potrebbe venire da un quadro normativo europeo più stringente, analogamente a quanto già previsto per i fondi monetari.

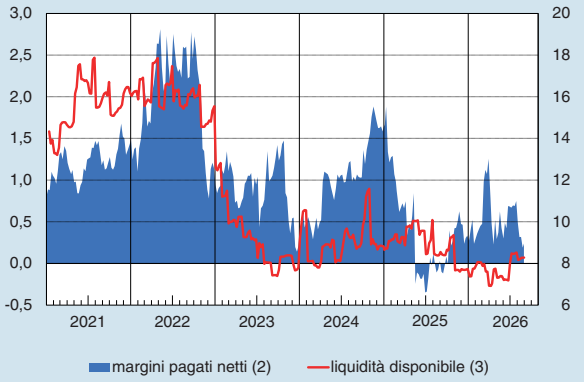
Figura 2.20

Indicatori del rischio di liquidità dei fondi comuni aperti italiani

(a) indicatore di vulnerabilità al rischio di liquidità derivante da riscatti di quote dei fondi di diritto italiano (1)
(quota percentuale del patrimonio)



(b) margini pagati netti e liquidità disponibile
(dati settimanali; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati regolamento UE/2012/648 (European Market Infrastructure Regulation, EMIR), segnalazioni di vigilanza e BCE (Centralised Securities Database).
(1) Sono inclusi i fondi comuni aperti appartenenti ai comparti obbligazionario e misto. L'indicatore del rischio di liquidità è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità di ciascuna esposizione e i riscatti netti in uno scenario di stress. Gli scenari di stress sono pari alla media dei valori superiori al 99° percentile delle distribuzioni dei riscatti netti mensili in rapporto al patrimonio relativi a ciascuno dei comparti analizzati tra gennaio 2008 e novembre 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 ad agosto 2026. Scala di destra.

L'indebitamento del comparto verso banche e altri intermediari si conferma contenuto[25], così come l'esposizione in derivati. Alla fine di agosto la leva sintetica (calcolata come il rapporto tra l'esposizione nozionale lorda in derivati[26] e il patrimonio netto) era inferiore all'unità. Nel 2026 i

[22] 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. 2.20).

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

[24] Tale approfondimento fa seguito a una prima analisi condotta nel 2024, i cui esiti sono descritti nel riquadro: *Analisi delle prove di stress di liquidità condotte dai gestori dei fondi aperti vulnerabili*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2024.

[25] 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.

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

margini netti corrisposti sono ampiamente inferiori alla liquidità disponibile (fig. 2.20.b); dopo un aumento nei mesi di marzo e aprile, in concomitanza con le tensioni sui mercati legate al conflitto nel Golfo Persico, sono tornati su livelli moderati.

Nel primo semestre il patrimonio gestito dai fondi di investimento alternativi (FIA) mobiliari italiani (principalmente fondi di private equity, private debt e venture capital) ha continuato ad aumentare (4 per cento). Il patrimonio di questo comparto ha così superato i 60 miliardi; meno di un decimo è riconducibile ai gestori sotto soglia[27], la cui disciplina è stata modificata con la riforma del Testo unico della finanza (TUF)[28].

Il settore ha continuato a mostrare vulnerabilità a livello globale, in particolare nel private credit. I timori sulla qualità dei prestiti e sull'adeguatezza delle valutazioni hanno determinato un forte aumento delle richieste di rimborso dai fondi semiliquidi, soprattutto statunitensi[29]. I rischi per la stabilità finanziaria connessi con questi episodi possono essere amplificati dalle crescenti interconnessioni tra i fondi e gli altri intermediari, in particolare le banche, e dalle perduranti lacune informative (cfr. il riquadro: *La crescita del private credit e i rischi per la stabilità finanziaria: canali di interconnessione e carenze informative*).

LA CRESCITA DEL PRIVATE CREDIT E I RISCHI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA: CANALI DI INTERCONNESSIONE E CARENZE INFORMATIVE[1]

La crescita del private credit a livello globale ha permesso lo sviluppo di una fonte di finanziamento alternativa ai canali tradizionali, ma ha anche intensificato i legami tra fondi, banche e altri intermediari, creando nuovi canali di trasmissione degli shock. La valutazione e la gestione dei rischi che ne derivano sono rese più complesse dalla scarsa trasparenza che caratterizza il comparto e dalle persistenti lacune informative.

Negli ultimi anni il settore dei fondi di private credit ha registrato una rapida espansione, raggiungendo circa 2.000 miliardi di dollari alla fine del 2025 (figura). Sebbene lo sviluppo del comparto sia avvenuto soprattutto negli Stati Uniti, sono notevolmente aumentati anche i finanziamenti alle imprese europee. In Italia questo settore rimane di dimensioni contenute: negli ultimi tre anni oltre l'80 per cento dei finanziamenti erogati alle imprese residenti (pari a 15 miliardi di euro) è stato concesso da intermediari esteri.

[1] A cura di Raffaele Gallo e Gennaro Fusco.

[27] Si tratta dei gestori di fondi 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 per 5 anni dopo l'investimento iniziale) o a 100 milioni (in mancanza delle predette condizioni).

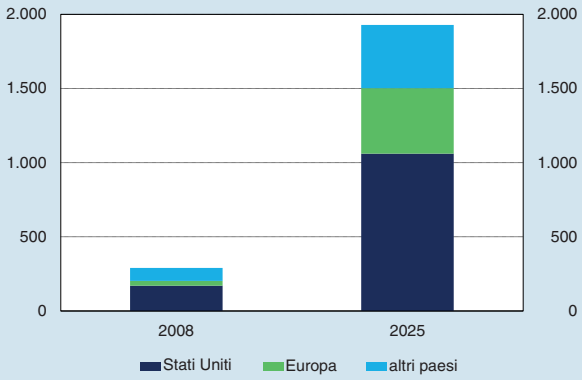
[28] Le nuove disposizioni introducono il regime di registrazione, in luogo di quello di autorizzazione, per i gestori sotto soglia, i quali non saranno più sottoposti a vigilanza microprudenziale. Essi dovranno comunque rispettare la normativa antiriciclaggio e sottostare ai controlli necessari per verificare il permanere delle condizioni per la registrazione e per contenere il rischio sistemico; a tali fini le autorità di vigilanza continueranno a esercitare poteri di controllo e verifica, anche di natura ispettiva. La normativa primaria ha previsto un periodo transitorio entro cui gli attuali gestori sotto soglia dovranno comunicare alla Banca d'Italia se intendono assoggettarsi al regime dei gestori autorizzati (*opt-in*), rispettandone le condizioni, oppure essere derubricati a gestori registrati, qualora posseggano gli adeguati requisiti.

[29] I fondi semiliquidi (*liquidity-offering vehicles*) investono prevalentemente in attività illiquide, come prestiti a imprese non quotate, e offrono agli investitori la possibilità di rimborso periodico, in genere trimestrale. I rimborsi sono soggetti ad alcuni limiti, come tetti agli importi rimborsabili (di solito il 5 per cento del valore netto dell'attivo), periodi di preavviso o commissioni per l'uscita anticipata. Molti dei fondi interessati dall'aumento delle richieste di rimborso hanno applicato i limiti ai rimborsi previsti dai regolamenti. Le tensioni sono state assorbite senza necessità di vendite forzate sul mercato e le prime indicazioni per il terzo trimestre segnalano un graduale allentamento delle richieste di rimborso, sebbene queste restino elevate per alcune società veicolo.

I fondi di private credit tendono a finanziare segmenti nei quali le banche sono meno attive, in particolare quelli relativi alle imprese più rischiose e innovative. Lo sviluppo di questi fondi si accompagna tuttavia a potenziali vulnerabilità, evidenziate negli ultimi mesi dai fallimenti di alcuni prenditori statunitensi e dall'elevata esposizione dei fondi verso le imprese del settore informatico, potenzialmente penalizzate dalla diffusione dell'intelligenza artificiale[2].

Figura

Patrimonio gestito dai fondi di private credit per area geografica di domicilio del fondo
(miliardi di dollari)



Fonte: PitchBook.

In caso di instabilità nel comparto del private credit i rischi possono trasmettersi ad altri intermediari finanziari, in particolare alle banche, in considerazione delle crescenti interconnessioni. Le banche assumono tipicamente esposizioni dirette verso tali operatori, concedendo finanziamenti ai fondi, ai gestori o ai veicoli[3]; in quest'ultimo caso, l'intermediario eroga credito a una società veicolo (*special purpose vehicle*, SPV) gestita da un fondo, oppure acquista una tranche di obbligazioni garantite da prestiti (*collateralized loan obligations*, CLO). Inoltre, quando un istituto finanzia un'impresa che riceve credito anche da un fondo di private credit, l'esposizione verso la stessa azienda può essere sia diretta, attraverso il prestito bancario, sia indiretta, nel caso in cui la banca finanzi pure il fondo.

Il legame tra banche e fondi può operare anche in senso inverso, in quanto le prime possono cedere il rischio di credito di un portafoglio prestiti a un investitore non bancario, come nelle operazioni di cartolarizzazione sintetica (*synthetic risk transfer*, SRT)[4].

Le stime disponibili indicano che le esposizioni dirette delle banche dell'area dell'euro verso i fondi di private credit sono in crescita (alla fine del 2024 avevano raggiunto 60-70 miliardi di euro)[5], sono concentrate su un numero limitato di grandi intermediari e consistono in larga misura in finanziamenti a veicoli. Le esposizioni delle banche italiane sono nel complesso contenute e sono prevalentemente riconducibili a investimenti in CLO.

Queste stime forniscono tuttavia una rappresentazione parziale dei legami complessivi. Nonostante l'intensificarsi delle iniziative internazionali, permangono infatti rilevanti lacune informative sulla leva finanziaria e sulle interconnessioni lungo l'intera catena di intermediazione, incluse le esposizioni verso debitori comuni e i legami con gestori esteri. La frammentazione normativa tra giurisdizioni riduce ulteriormente la trasparenza e può favorire fenomeni di arbitraggio regolamentare.

[2] FSB, *Report on vulnerabilities in private credit*, 6 maggio 2026.

[3] Alle diverse modalità sono associati trattamenti prudenziali differenti. In particolare, il finanziamento attraverso società veicolo consente alle banche di assumere un'esposizione verso un portafoglio di imprese con un assorbimento di capitale significativamente inferiore rispetto al prestito diretto. Per maggiori dettagli, cfr. M.A. Aiello, R. Gallo e I. Quaglia, *European banks and private markets: mapping the linkages*, "VoxEU CEPR", 2 settembre 2026.

[4] Nelle cartolarizzazioni sintetiche, diversamente da quanto avviene in quelle tradizionali, le esposizioni sottostanti rimangono nel bilancio della banca; il rischio di credito associato alle esposizioni è invece trasferito mediante strumenti di protezione del credito, quali derivati creditizi o garanzie; cfr. regolamento UE/2017/2402, art. 2, punto 10.

[5] K. Cera, D. Dieckelmann, K. Nikolov, G. Schepens e O. Schwartz Blicke, *Stress in global private credit markets and its implications for euro area financial stability*, in BCE, *Financial Stability Review*, maggio 2026 e FSB, 2026, op. cit.

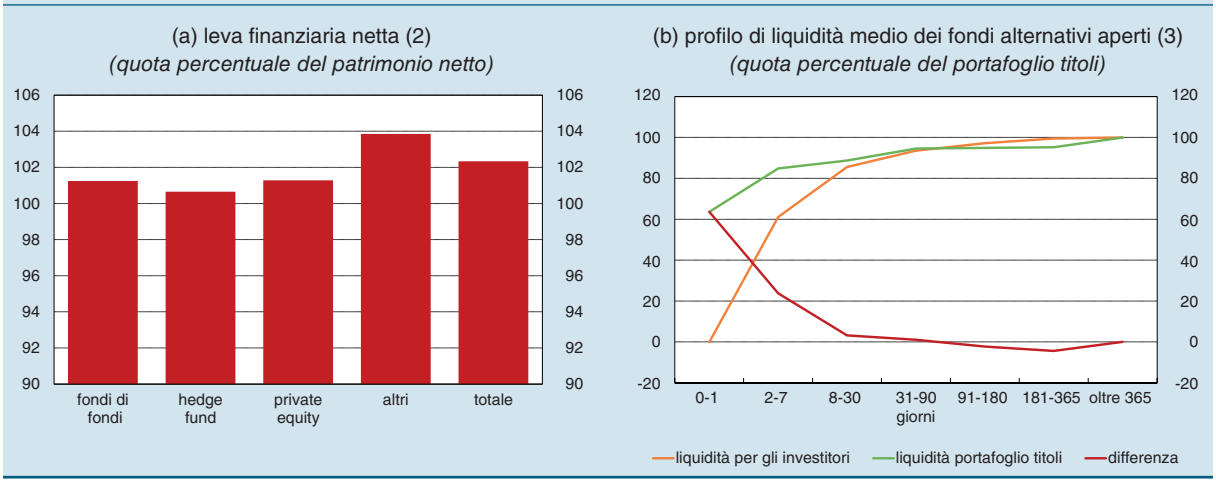
In Italia i rischi del private credit sono limitati. I fondi residenti acquistano prevalentemente crediti originati da terzi, per lo più deteriorati (appartenenti principalmente alla categoria delle inadempienze probabili, *unlikely to pay*), e hanno forma chiusa[30]. Il patrimonio del comparto ha continuato ad aumentare, raggiungendo i 20 miliardi (un terzo del totale dei FIA mobiliari), beneficiando anche di una raccolta netta positiva.

I fondi di private equity e venture capital italiani hanno avuto un incremento contenuto; nel 2026 il loro patrimonio è aumentato del 2,5 per cento. Grazie alla crescita sostenuta dell'ultimo decennio, il patrimonio si è collocato a circa 31 miliardi, ma resta di dimensioni ridotte rispetto alle principali economie europee. Lo sviluppo del comparto ha favorito la diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese, ma è soggetto a vulnerabilità: gli investimenti si concentrano in operazioni che fanno significativamente ricorso alla leva finanziaria (*buyout*) e i disinvestimenti avvengono principalmente mediante cessione ad altri fondi di private equity, anziché con la quotazione sul mercato[31].

I rischi dei FIA legati all'uso della leva finanziaria e quelli di liquidità permangono limitati. La leva finanziaria diretta dei FIA è rimasta pressoché stabile (102 per cento; fig. 2.21.a); quella indiretta

Figura 2.21

Indicatori dei fondi alternativi mobiliari italiani a giugno del 2026 (1)



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 dei FIA di fornire periodicamente alle autorità competenti informazioni sulle principali attività ed esposizioni. – (2) Esposizione complessiva calcolata con il metodo fondato sugli impegni in rapporto al patrimonio netto dei fondi alternativi mobiliari gestiti da società di gestione del risparmio italiane. La categoria "altri" comprende i fondi che erogano direttamente finanziamenti o acquistano crediti originati da altri intermediari e quelli che non sono inclusi nelle altre categorie secondo i criteri adottati dall'ESMA. – (3) Per ogni periodo è indicata la differenza tra la liquidità del portafoglio titoli, pari alla quota media del portafoglio titoli che i fondi alternativi aperti possono liquidare entro quella data, e la liquidità per gli investitori, pari alla quota media dell'attivo che gli investitori di tali fondi possono riscattare nello stesso periodo. La stima non tiene conto di eventuali giacenze sui conti correnti.

[30] Anche in Italia, con il recepimento nel TUF delle modifiche apportate dalla direttiva UE/2024/927 (Alternative Investment Fund Managers Directive 2, AIFMD2) alla disciplina europea sul risparmio gestito, sarà consentita l'istituzione di fondi di credito in forma aperta al verificarsi di determinate condizioni. In particolare, il gestore di un fondo di credito aperto deve essere in grado di dimostrare alle autorità competenti che il sistema di gestione del rischio di liquidità del fondo è compatibile con la sua strategia di investimento e con la sua politica di rimborso. La Banca d'Italia può vietare la forma aperta per questi fondi se le condizioni non sono soddisfatte.

[31] Gli interventi finalizzati a finanziare l'espansione delle imprese hanno rappresentato appena il 10 per cento (21 per cento nella media della UE). La cessione ad altri fondi di private equity costituisce la metà dei disinvestimenti per numero di operazioni (una quota superiore a quella dei principali paesi europei), mentre le quotazioni in borsa rappresentano circa il 4 per cento dei disinvestimenti, contro l'8 della media europea; cfr. D. Arnaudo, V. Cuciniello, G. Gobbi, F. Guerra, F. Labianca, V. Nigro, S. Pinoli, M. Rigon, P. Rossi, F.M. Signoretti e P. Tramontano, *Il capitale per crescere: evoluzione, struttura e ruolo del private equity e del venture capital in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 1061, 2026.

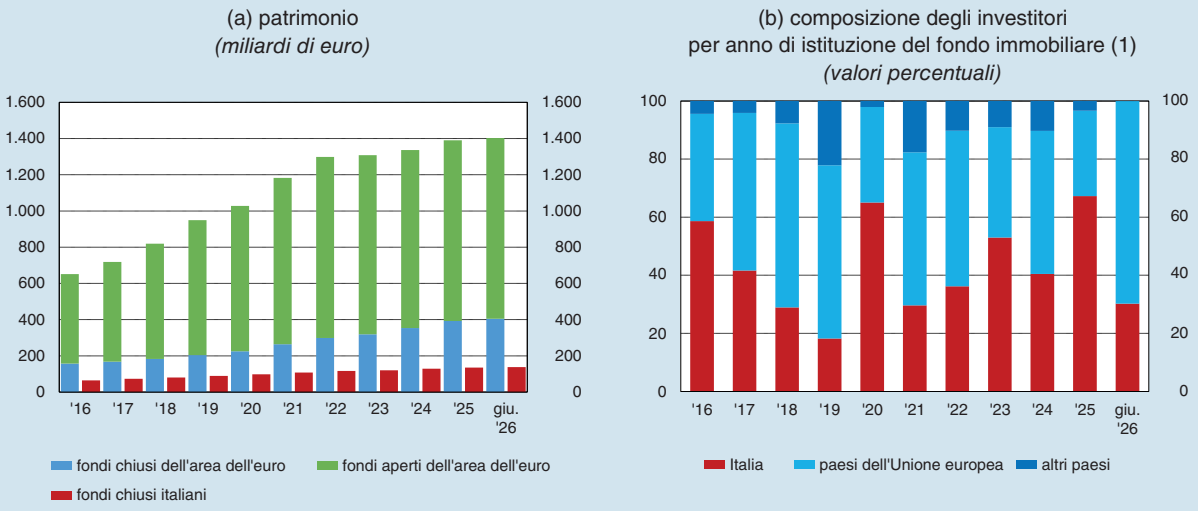
dei fondi di private equity, riconducibile all'indebitamento delle società controllate direttamente e indirettamente, è scesa anche nel 2026 (al 40 per cento). I rischi di liquidità rimangono contenuti in quanto circa il 90 per cento dei FIA mobiliari italiani è costituito in forma chiusa[32]; per quelli aperti si osserva un sostanziale allineamento tra la liquidità dell'attivo e il profilo di rimborso delle passività a breve termine (fig. 2.21.b).

La raccolta nel comparto del crowdfunding continua a segnalare difficoltà. Il calo dei flussi raccolti è proseguito anche nel 2026, con l'eccezione dei progetti immobiliari finanziati tramite strumenti di capitale (*equity crowdfunding*). Il profilo reddituale degli operatori rimane debole: oltre due terzi sono in perdita.

Nel primo semestre il patrimonio gestito dal comparto dei fondi immobiliari italiani è lievemente aumentato, da 134 a 138 miliardi (fig. 2.22.a)**.** Circa due terzi degli investitori nei fondi istituiti nel periodo sono esteri (fig. 2.22.b); rallenta la raccolta sulle iniziative immobiliari a sviluppo. I fondi immobiliari hanno effettuato complessivamente rivalutazioni nette del patrimonio gestito pari allo 0,3 per cento del portafoglio, proseguendo la tendenza positiva iniziata nel secondo semestre del 2024 (fig. 2.23.a).

Figura 2.22

Fondi comuni immobiliari



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

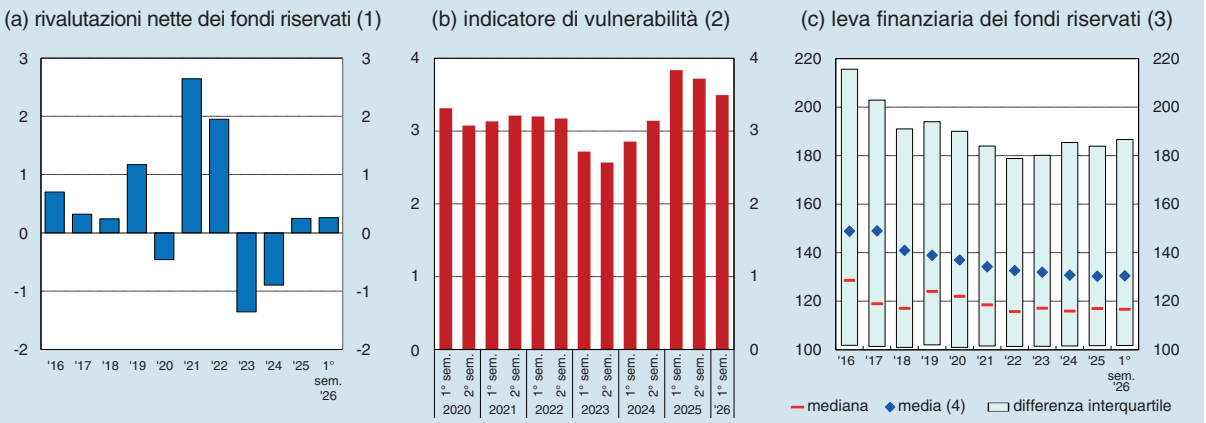
I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi immobiliari si mantengono contenuti. Al contrario della maggior parte dei fondi europei, quelli italiani sono costituiti in forma chiusa secondo la normativa vigente e di conseguenza non sono soggetti al rischio di liquidità derivante da elevate richieste di rimborso. In base ai dati disponibili sui prezzi degli immobili, anche il rischio che alla scadenza le valutazioni del portafoglio immobiliare dei fondi divergano in modo significativo dai valori di mercato rimane ridotto (fig. 2.23.b). La leva finanziaria dei fondi immobiliari resta stabile (130 per cento a giugno del 2026;

[32] La normativa italiana, ad eccezione di quanto introdotto per i fondi di credito con il recepimento della direttiva AIFMD2 (cfr. la nota 30), impone la costituzione in forma chiusa per i fondi che investono più del 20 per cento del proprio patrimonio in attività illiquide.

fig. 2.23.c). Le esposizioni dirette di banche e altri intermediari operanti in Italia verso il comparto si confermano moderate.

Figura 2.23

Principali indicatori dei fondi immobiliari
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza ed elaborazioni su dati Istat e OMI.
(1) Rivalutazioni di bilancio al netto delle svalutazioni dei fondi riservati in rapporto alla media del totale dell'attivo alla fine dell'anno di riferimento e 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.

3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

La Banca d'Italia ha confermato le misure macroprudenziali in essere. I rischi per la stabilità finanziaria valutati nell'ambito del potere di intervento risultano complessivamente contenuti.

Le misure macroprudenziali in vigore sono state confermate. Al 30 giugno 2026 il requisito relativo alla riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB) ammontava a circa 7,3 miliardi di euro per l'intero sistema bancario in termini di capitale di migliore qualità (CET1). La misura, pienamente applicata da giugno del 2025 e confermata dalla Banca d'Italia lo scorso aprile, è pari all'1 per cento delle esposizioni domestiche ponderate per il rischio di credito e di controparte[1]. La Banca ha mantenuto invariato il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB), allo zero per cento, nel terzo e nel quarto[2] trimestre del 2026 (cfr. nell'*Appendice* la tav. A11).

I requisiti per le banche sistemiche a livello nazionale sono rimasti invariati. Sulla base dei dati al 31 dicembre 2025, la Banca d'Italia ha confermato i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Monte dei Paschi di Siena, Banco BPM, BPER e il gruppo bancario cooperativo ICCREA come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII); le riserve di capitale fissate per il 2027 sono rimaste invariate per tutti i gruppi[3]. La decisione potrebbe essere rivista alla luce dell'esito dei processi di aggregazione in corso che coinvolgono diversi intermediari del sistema bancario italiano.

La Banca d'Italia ha identificato i paesi terzi rilevanti per il sistema bancario italiano ai fini dell'applicazione del CCyB[4]. Tra questi rientrano gli Stati Uniti, il Regno Unito, la Svizzera e la Russia. L'attività di sorveglianza diretta dei rischi dei quattro paesi è svolta dall'ESRB, che li ha inclusi tra quelli rilevanti per l'intero Spazio economico europeo.

L'Istituto ha accolto la richiesta di riconoscimento in Italia di una misura macroprudenziale austriaca relativa al settore immobiliare[5].

[1] 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) resta invariato allo zero per cento per il quarto trimestre del 2026*, comunicato stampa del 25 settembre 2026.

[3] Banca d'Italia, *Identificazione per il 2027 delle istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia*, comunicato stampa del 23 ottobre 2026.

[4] Banca d'Italia, *Identificazione dei paesi terzi rilevanti per l'Italia ai sensi della raccomandazione ESRB/2015/1 del Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB)*, comunicato stampa del 3 luglio 2026.

[5] Banca d'Italia, *Decisione di riconoscere una misura macroprudenziale austriaca ai sensi della raccomandazione ESRB/2026/2 del Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB)*, comunicato stampa del 31 luglio 2026. La decisione di riconoscimento riguarda l'incremento del SyRB verso società non finanziarie dei settori edilizio e immobiliare aventi sede in Austria, inizialmente fissato all'1 per cento e già riconosciuto in Italia lo scorso gennaio. L'autorità macroprudenziale austriaca ha aumentato la riserva al 2 per cento a partire dal 1° luglio 2026 e la porterà al 3,5 per cento dal 1° luglio 2027; sono escluse dalla misura le esposizioni verso le associazioni edilizie a limitato scopo di lucro.

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dagli strumenti finanziari in circolazione in Italia sono contenuti. Tra i mezzi a disposizione della Banca d'Italia per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale rientra il potere di intervento previsto dal regolamento UE/2014/600[6]. A questo fine vengono svolte periodicamente analisi dei rischi che possono derivare dai prodotti finanziari commercializzati, distribuiti o venduti in Italia o da soggetti italiani[7]. In base alle analisi più recenti su titoli e derivati, i rischi per la stabilità finanziaria associati alle categorie di strumenti esaminate risultano complessivamente limitati. I *certificates* sono cresciuti nella prima metà dell'anno; 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 18 giugno si è tenuta la prima riunione del 2026 del Comitato per le politiche macroprudenziali[8]. Durante l'incontro sono stati discussi i rischi per la stabilità del sistema finanziario italiano, le iniziative in corso aventi rilevanza macroprudenziale e le raccomandazioni preliminari predisposte dall'FMI nell'ambito del *Financial Sector Assessment Program* (FSAP) recentemente condotto sull'Italia. Il Comitato ha inoltre esaminato lo stato di avanzamento dei lavori volti a sviluppare il quadro analitico e operativo a supporto dei suoi compiti in materia di indici di riferimento (*benchmark*) utilizzati nei contratti finanziari. La prossima riunione del Comitato è prevista a dicembre del 2026.

[6] La stessa facoltà è assegnata anche alla 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*.

[7] Per maggiori informazioni sui criteri utilizzati dalla Banca d'Italia per l'esercizio del potere di intervento, cfr. Banca d'Italia, *Il potere di intervento della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate: quadro giuridico, analitico e metodologico*, aprile 2024. Per l'elenco e le definizioni di tutti gli strumenti finanziari analizzati nell'ambito del potere di intervento, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Glossario delle tipologie di strumenti finanziari analizzati dalla Banca d'Italia nell'ambito del potere di intervento.*

[8] Comitato per le politiche macroprudenziali, *Verbale della riunione del 18 giugno 2026*, 17 luglio 2026.