



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Rapporto sulla stabilità finanziaria

aprile 2018

1 | 2018





**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Rapporto sulla stabilità finanziaria**

**Numero 1 / 2018**  
**Aprile**

---

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

**Relazione annuale**

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

**Bollettino economico**

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

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione (Working Papers)**

Collana di studi economici, empirici e teorici

**Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)**

Una miscellanea di studi su tematiche 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](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni)

Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi: [richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it](mailto:richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it)

---

**© Banca d'Italia, 2018**

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**

Eugenio Gaiotti

**Comitato di redazione**

Antonio Di Cesare (coordinatore), Giorgio Albareto, Piergiorgio Alessandri, Massimo Argirò, Antonio Bassanetti, Marcello Bofondi, Pierluigi Bologna, Emilia Bonaccorsi di Patti, Annalisa Bucalossi, Marianna Caccavaio, Filippo Calabresi, Mario Cappabianca, Luisa Carpinelli, Francesco Columba, Lia Paola Condorelli, Flavia Corneli, Carla Desideri (Ivass), Roberta Fiori, Francesco Franceschi, Paolo Garofalo, Giovanni Guazzarotti, Elisa Guglielminetti, Eleonora Iachini, Silvia Magri, Gaetano Marseglia, Stefano Nobili, Stefano Pasqualini (Ivass), Sabrina Pastorelli, Tommaso Perez, Raffaella Pico, Francesco Piersante, Anna Rendina, Raffaele Santioni, Marco Taboga, Valerio Vacca, Silvia Vori, Francesco Zollino

**Riquadri**

Domenico Albamonte, Michele Leonardo Bianchi, Nicola Branzoli, Maria Ludovica Drudi, Giulio Guerra, Stefania Matteucci, Federica Pallante (Ivass), Alessandra Pischredda, Anna Maria Rinaldi, Pietro Stecconi

**Aspetti editoriali e grafici**

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano, Daniela Falcone, Silvia Mussolin, Rosa Maria Roccasecca, Rosanna Visca

**Indirizzo**

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

**Telefono**

+39 0647921

**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 20 aprile 2018, salvo diversa indicazione

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

# INDICE

SINTESI	5
<b>1</b> I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI	<b>7</b>
1.1 I rischi macroeconomici	7
1.2 Le famiglie e le imprese	12
<b>2</b> I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO	<b>19</b>
2.1 I mercati monetari e finanziari	19
2.2 Le banche	24
2.3 Le assicurazioni e l'industria del risparmio gestito	35
<b>3</b> LE MISURE MACROPRUDENZIALI	<b>44</b>
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	51

---

## INDICE DEI RIQUADRI

La diffusione delle cryptoattività e le implicazioni per la stabilità finanziaria	8
Le imprese finanziariamente vulnerabili dopo la crisi	16
I risultati dello stress test dell'ESMA sulle controparti centrali europee	20
Le iniziative nazionali per favorire il recupero dei crediti deteriorati garantiti da immobili	27
Le nuove regole sul requisito MREL: effetti sulla raccolta delle banche	29
Gli effetti di un rialzo dei tassi di interesse sugli indici di liquidità	33
L'impatto delle misure di garanzia a lungo termine previste da Solvency II	37
Gli investimenti dei fondi comuni italiani conformi alla normativa sui PIR	40
Le principali misure macroprudenziali adottate di recente nell'Unione europea	46

---

---

## **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.

Per la denominazione dei paesi europei indicati in sigla all'interno della pubblicazione,  
cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea  
(<http://publications.europa.eu/code/it/it-370100.htm>).

---

## SINTESI

*La crescita robusta dell'economia globale mitiga i rischi per la stabilità finanziaria. I mercati azionari e obbligazionari appaiono tuttavia particolarmente esposti a eventi economici e geopolitici inattesi, che possono innescare – come avvenuto in recenti episodi – variazioni anche ampie dei prezzi dei titoli.*

*Nell'area dell'euro prosegue il rafforzamento del settore bancario, pur con significative differenze tra intermediari. I rischi connessi con l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea si sono attenuati a seguito dell'intesa su un periodo di transizione, anche se rimangono incertezze sulla ratifica dell'accordo e sul futuro assetto per l'accesso a infrastrutture e mercati finanziari.*

*In Italia l'impatto sul costo medio dei titoli di Stato di un eventuale rialzo dei tassi di interesse sarebbe attenuato dalla loro lunga vita residua. L'alto livello del debito pubblico rende tuttavia l'economia italiana vulnerabile a forti tensioni sui mercati finanziari e a revisioni al ribasso delle prospettive di crescita.*

*La situazione finanziaria delle famiglie italiane è solida. L'indebitamento è contenuto; la crescita del reddito disponibile e i bassi tassi di interesse ne favoriscono la sostenibilità. La vulnerabilità finanziaria rimarrebbe limitata anche nel caso di andamenti sfavorevoli del reddito e di un forte aumento dei tassi di interesse. La ripresa economica sostiene la redditività delle imprese e ne attenua la vulnerabilità. Permangono però aree di fragilità tra le imprese di minore dimensione e nel settore delle costruzioni, caratterizzato da*

*un indebitamento elevato e da livelli di attività ancora contenuti.*

*La qualità del credito bancario continua a migliorare. I flussi di nuovi prestiti deteriorati sono sui livelli precedenti la crisi finanziaria. Il peso dei crediti deteriorati nei bilanci degli intermediari è in forte riduzione, soprattutto per le banche che hanno effettuato ingenti operazioni di cessione; rimane però elevato per diversi intermediari. Il completamento di alcuni aumenti di capitale ha ridotto il divario in termini di patrimonializzazione rispetto alla media degli altri paesi europei.*

*La redditività delle banche sta aumentando, ma rimane molto bassa per numerosi intermediari di piccola e media dimensione. La necessità di ampliare i ricavi e di ridurre i costi operativi è accentuata dall'imminente introduzione del requisito MREL, che potrebbe determinare incrementi rilevanti del costo della raccolta.*

*Gli indici di solvibilità delle assicurazioni italiane sono aumentati. L'impatto del periodo di bassi tassi di interesse sulle compagnie italiane è stato meno pronunciato che in altri paesi. Prosegue la diversificazione degli investimenti finanziari, ma le compagnie restano esposte ai rischi connessi con l'eventuale acuirsi di tensioni sui mercati del debito sovrano.*

*La crescita sostenuta del risparmio gestito pone rischi contenuti per la stabilità finanziaria, a causa del buon allineamento tra la liquidità dell'attivo e del passivo dei fondi comuni e della ridotta dimensione di quelli caratterizzati da un'elevata leva finanziaria.*





# 1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI

## 1.1 I RISCHI MACROECONOMICI

### *I rischi globali e dell'area dell'euro*

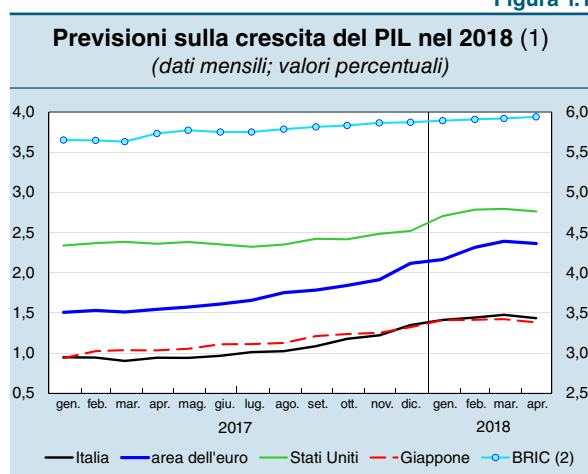
Il miglioramento delle prospettive di crescita (fig. 1.1) contribuisce ad attenuare i rischi per la stabilità finanziaria a livello mondiale. Nonostante un aumento della volatilità (fig. 1.2.a), la liquidità nei mercati è abbondante e i premi per il rischio sono contenuti, anche per la gradualità che ha finora caratterizzato il rialzo dei tassi a lungo termine. I prezzi delle attività finanziarie rimangono tuttavia esposti al rischio di forti oscillazioni.

I premi per il rischio delle obbligazioni private si collocano ampiamente al di sotto dei valori medi di lungo periodo (fig. 1.2.b). In diverse economie avanzate ed emergenti i bassi tassi di interesse hanno favorito la crescita dell'indebitamento delle imprese non finanziarie, soprattutto di quelle con merito di credito relativamente contenuto<sup>1</sup>. Un'accelerazione del rialzo dei tassi di interesse a lungo termine potrebbe determinare problemi di rifinanziamento per le società maggiormente indebitate, con riflessi negativi per gli investitori e per gli intermediari finanziari.

Sui mercati azionari i premi per il rischio sono prossimi ai valori medi di lungo periodo negli Stati Uniti, mentre in Europa sono molto più elevati (fig. 1.2.c). Non vi sono evidenti segnali di sopravvalutazione delle quotazioni ma eventi macroeconomici inattesi possono innescare repentini cali dei prezzi e aumenti della volatilità, come avvenuto in febbraio negli Stati Uniti (cfr. il riquadro: *L'aumento della volatilità sui mercati finanziari*, in *Bollettino economico*, 2, 2018). L'inasprimento delle tensioni geopolitiche e commerciali potrebbe incidere sulla fiducia degli investitori.

È notevolmente aumentata la volatilità delle quotazioni delle criptoattività (*cryptoassets*). All'inizio del 2018 il loro valore ha raggiunto circa 660 miliardi di euro (poco meno dell'1 per cento della capitalizzazione totale delle borse a livello globale) e si è successivamente dimezzato in poche settimane. Il volume delle transazioni che coinvolgono le criptoattività non è tale da alimentare rischi rilevanti per la stabilità

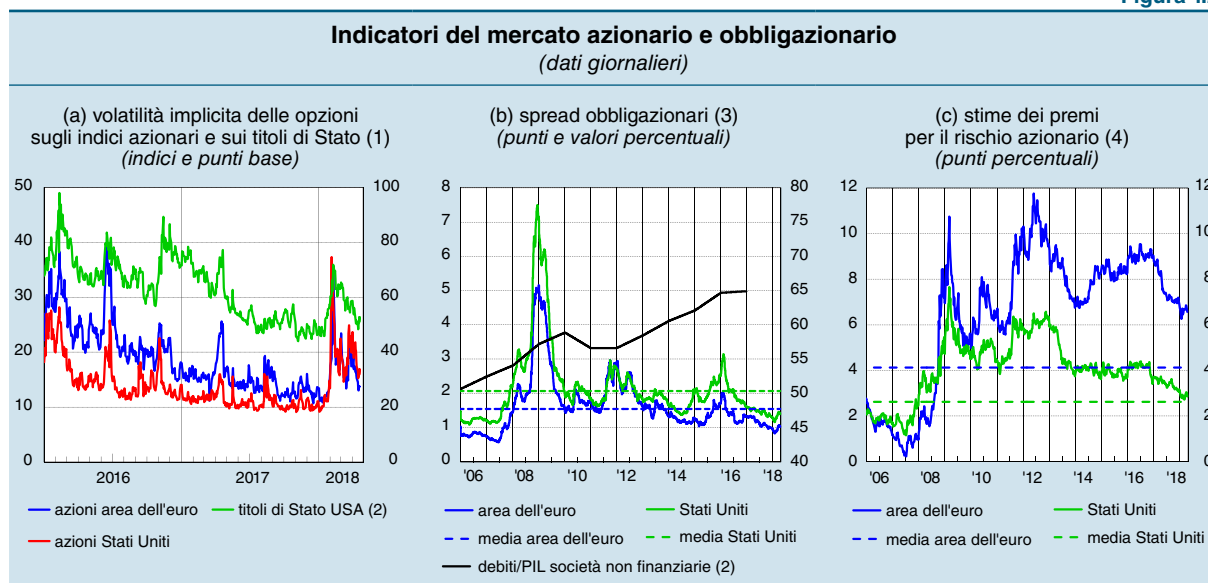
Figura 1.1



Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics.

(1) Previsioni formulate nel mese indicato sull'asse orizzontale. – (2) Scala di destra. Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India e Cina, ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL nel 2016, valutato alla parità dei poteri d'acquisto.

<sup>1</sup> FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2018 e FMI, *Global Financial Stability Report*, aprile 2018.



Fonte: ICE Bank of America Merrill Lynch, FMI e Thomson Reuters Datastream.

(1) Indici VIX, VSTOXX e MOVE per, rispettivamente, le azioni statunitensi, le azioni dell'area dell'euro e i titoli di Stato statunitensi. – (2) Scala di destra. – (3) Gli spread si riferiscono alle obbligazioni con rating BBB emesse dalle società non finanziarie. Le linee tratteggiate indicano le medie degli spread nel periodo dal 2000 al 2018. Il rapporto tra debiti delle società non finanziarie e PIL è riferito al complesso dei paesi appartenenti al G20. – (4) Per gli indici azionari S&P 500 (Stati Uniti) e Datastream EMU Total Market (area dell'euro) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili medi per azione e il valore dell'indice (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il rendimento reale dei titoli di Stato decennali indicizzati all'inflazione, ottenendo una stima del premio per il rischio azionario. Le linee tratteggiate indicano le medie dei premi per il rischio nel periodo dal 1993 al 2018.

finanziaria, che potrebbero tuttavia aumentare con lo sviluppo del mercato (cfr. il riquadro: *La diffusione delle cryptoattività e le implicazioni per la stabilità finanziaria*).

## LA DIFFUSIONE DELLE CRIPTOATTIVITÀ E LE IMPLICAZIONI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

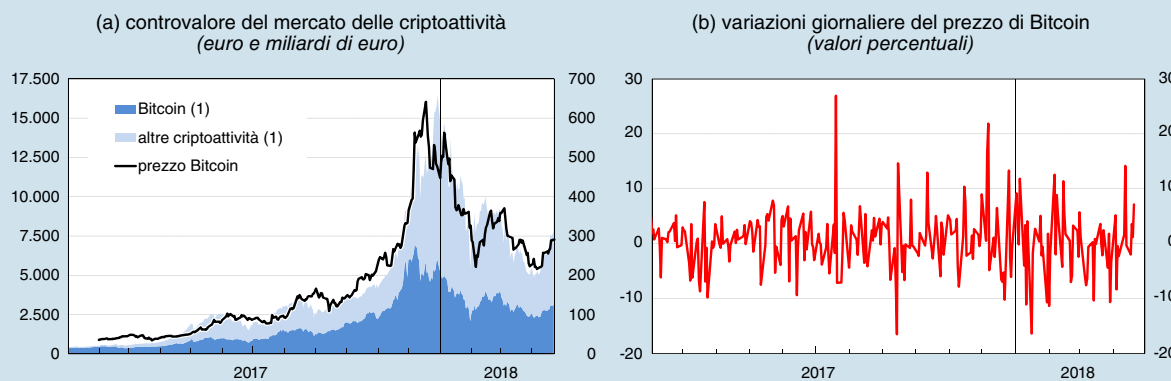
Con il termine cryptoattività (*cryptoassets*) si indicano attività di natura digitale il cui trasferimento è basato sull'uso della crittografia e sulla *distributed ledger technology*<sup>1</sup>. Alcune di esse, quali il Bitcoin, vengono comunemente chiamate “valute virtuali”, anche se non svolgono le funzioni economiche della moneta (cfr. i riquadri: *Opportunità e rischi della tecnologia blockchain*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2016 e *La diffusione e i rischi delle monete virtuali: il caso Bitcoin*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2014).

La dimensione del mercato mondiale delle cryptoattività è assai ridotta, ma negli ultimi anni è aumentata in misura notevole. Si stima che dall'inizio del 2017 il numero di tali attività sia più che triplicato, passando da circa 500 a oltre 1.600, e il loro controvalore più che raddoppiato, raggiungendo circa 310 miliardi di euro, un importo comunque inferiore allo 0,5 per cento della capitalizzazione delle borse a livello globale. Quasi la metà del controvalore complessivo delle cryptoattività è costituita da Bitcoin (figura, pannello a). Anche in Italia hanno iniziato a operare diverse piattaforme online attraverso cui è possibile acquistare e vendere queste attività.

Attualmente limiti di natura tecnologica contribuiscono a rendere inefficiente l'utilizzo delle cryptoattività come strumenti di pagamento. L'uso nei pagamenti all'ingrosso è ostacolato

<sup>1</sup> La *distributed ledger technology* permette di archiviare e condividere in maniera considerata sicura informazioni come il trasferimento di un bene o di un'attività finanziaria tra più soggetti. La *blockchain*, dove le informazioni sono archiviate in “catene di blocchi”, è la più nota delle tecnologie *distributed ledger*.

## Il mercato delle cryptoattività



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e CoinMarketCap.  
(1) Scala di destra.

dall'incertezza sui costi associati alla singola transazione e sui tempi di esecuzione. Il numero di pagamenti al dettaglio che si possono eseguire attraverso queste attività è notevolmente inferiore a quello tipicamente effettuato mediante gli altri sistemi di pagamento. BitcoinCash, una cryptoattività sviluppata appositamente per consentire un numero elevato di transazioni, permette di compiere circa 60 operazioni al secondo mentre un circuito di carte di pagamento tradizionale può eseguirne normalmente circa 2.000 e superare le 50.000. L'estrema volatilità dei prezzi (figura, pannello b) non rende conveniente l'utilizzo di queste attività neanche come riserva di valore e unità di conto.

Le cryptoattività non conferiscono diritti di carattere economico (quali il pagamento di cedole o di dividendi) e non rappresentano passività di un ente emittente. Il loro acquisto è pertanto motivato prevalentemente dalle aspettative di aumenti dei prezzi, un meccanismo tipico delle bolle speculative<sup>2</sup>. A causa dell'anonimato che garantiscono ai loro detentori sono inoltre utilizzate anche per fini illegali, tra cui il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo<sup>3</sup>.

Sebbene la *distributed ledger technology* possa portare benefici all'economia (ad es. se applicata alle attività di compensazione e regolamento degli acquisti di titoli finanziari), le cryptoattività comportano numerosi rischi, in primo luogo per gli investitori che possono incorrere in perdite rilevanti<sup>4</sup>. Tali rischi potrebbero avere implicazioni per la stabilità del sistema finanziario qualora la dimensione del mercato delle cryptoattività diventasse significativa o gli intermediari finanziari acquisissero esposizioni verso queste attività, che li esporrebbero anche a rischi reputazionali.

Alla luce della rapidità di sviluppo del mercato, il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) ha recentemente sottolineato che i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dalle cryptoattività, sebbene appaiano al momento contenuti, potrebbero aumentare in maniera repentina. Per prevenire le conseguenze sistemiche che potrebbero scaturire da una crescita eccessiva

<sup>2</sup> E.T. Chean e J. Fry, *Speculative bubbles in Bitcoin markets? An empirical investigation into the fundamental value of Bitcoin*, "Economics Letters" 130, 2015, pp. 32-36.

<sup>3</sup> GAFI, *Virtual currencies: key definitions and potential AML/CFT risks*, giugno 2014.

<sup>4</sup> N. Gandal, J.T. Hamrick, T. Moore e T. Oberman, *Price manipulation in the Bitcoin ecosystem*, "Journal of Monetary Economics", di prossima pubblicazione; A. Cheung, E. Roca e J. Su, *Crypto-currency bubbles: an application of the Phillips-Shi-Yu (2013) methodology on Mt. Gox bitcoin prices*, "Applied Economics", 47, 23, 2015, pp. 2348-2358.

del valore o dell'utilizzo di queste attività, il Consiglio ha avviato un piano di analisi e controllo dei rischi in collaborazione con le autorità nazionali dei paesi membri<sup>5</sup>.

La Banca d'Italia scoraggia gli intermediari finanziari dall'acquistare, vendere e detenere criptoattività<sup>6</sup>; ha diffuso inoltre un documento per chiarire i principali rischi derivanti dal loro utilizzo per i consumatori e i piccoli investitori, così come effettuato anche dalle tre autorità finanziarie europee (l'Autorità bancaria europea, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali)<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> FSB, [FSB Chair's letter] to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 13 marzo 2018.

<sup>6</sup> Banca d'Italia, *Comunicazione del 30 gennaio 2015. Valute virtuali*, in *Bollettino di Vigilanza*, 1, 2015.

<sup>7</sup> Banca d'Italia, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 30 gennaio 2015 e Banca d'Italia, *Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee*, 19 marzo 2018.

In Europa l'intesa su alcune parti dell'accordo di recesso del Regno Unito dall'Unione europea ha al momento attenuato l'incertezza sull'esito dei negoziati. L'intesa prevede, tra l'altro, un periodo di transizione fino al dicembre 2020, durante il quale il Regno Unito continuerà a far parte del mercato unico. Permangono tuttavia incertezze sia sull'effettiva ratifica dell'accordo sia sulle condizioni di reciproco accesso a infrastrutture e mercati finanziari, ancora da definire.

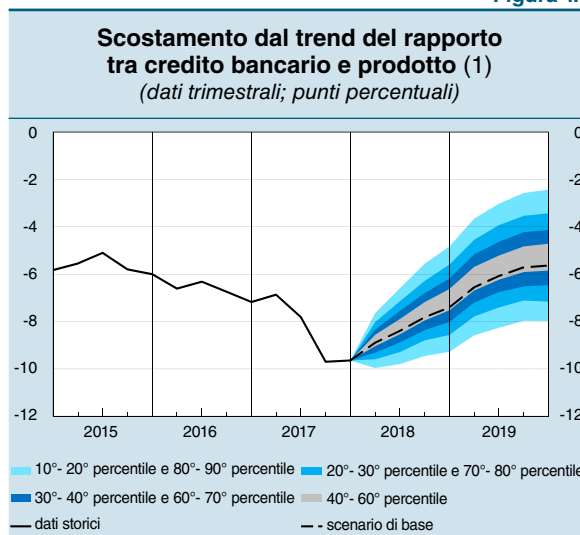
Redditività e grado di patrimonializzazione del settore bancario europeo sono in aumento, anche se persistono aree di vulnerabilità. Il peso dei crediti deteriorati nei bilanci delle banche è in riduzione, ma rimane elevato nei paesi interessati in passato dalle fasi recessive più gravi. Alcuni intermediari sono esposti a significativi rischi di mercato.

### La condizione macrofinanziaria dell'Italia

In Italia prosegue il rafforzamento delle condizioni finanziarie di famiglie e imprese (cfr. il par. 1.2) e si riducono i rischi per il settore bancario (cfr. il par. 2.2). Gli indicatori di sostenibilità del debito evidenziano una situazione nel complesso solida e in miglioramento (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A1). L'indebitamento del settore privato è tra i più bassi nell'area dell'euro; la posizione debitoria netta dell'Italia verso l'estero è fortemente diminuita negli ultimi tre anni, dal 25 a meno del 7 per cento del PIL.

Il credito bancario è in moderato aumento e le imprese hanno accresciuto il ricorso al mercato obbligazionario, ma il ciclo finanziario è ancora debole. Lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito bancario e prodotto (*credit-to-GDP gap*) resta ampiamente negativo, di circa 14 punti percentuali se calcolato sulla base della metodologia proposta dal Comitato di Basilea, di 10 secondo il modello sviluppato dalla Banca d'Italia, che tiene conto delle caratteristiche

Figura 1.3



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

(1) Le proiezioni non tengono conto di eventuali operazioni di cartolarizzazione che verosimilmente potrebbero rendere lo scostamento più negativo. La distribuzione di probabilità delle proiezioni, rappresentata graficamente per classi di percentili, consente di valutare la dimensione dei rischi che caratterizzano la previsione ritenuta più probabile (scenario di base). Tale distribuzione tiene conto di shock asimmetrici ai principali fattori di rischio, secondo la procedura descritta in C. Miani e S. Siviero, *A non-parametric model-based approach to uncertainty and risk analysis of macroeconomic forecasts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 758, 2010.

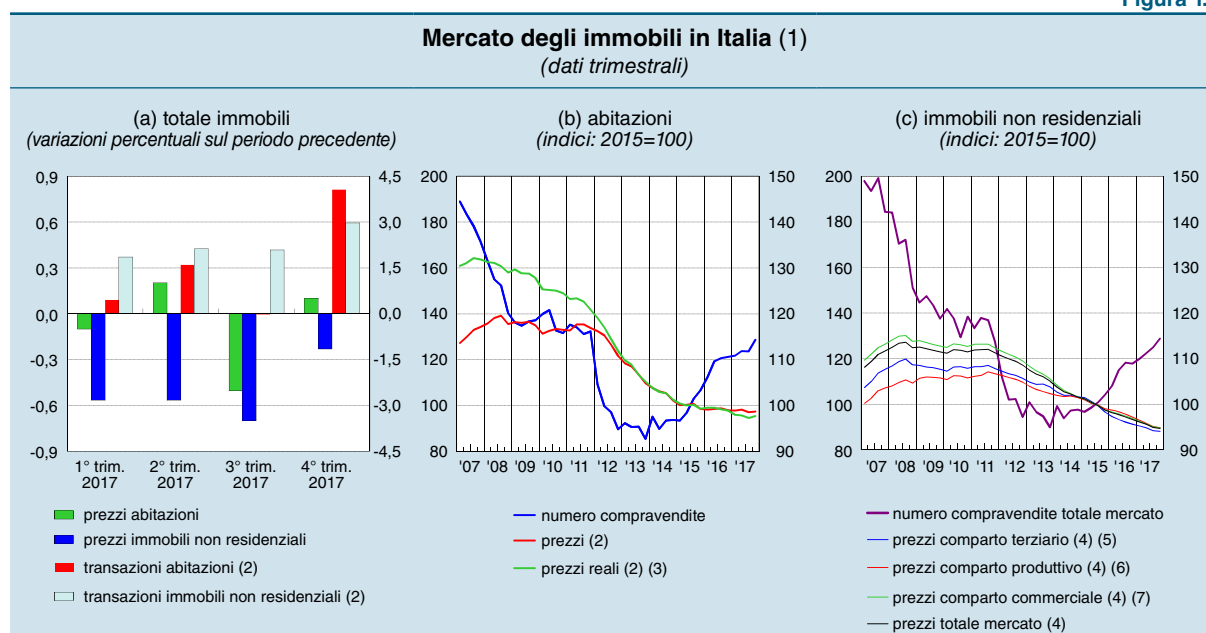
specifiche del ciclo finanziario nazionale<sup>2</sup>. Nostre proiezioni, coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti e con le previsioni pubblicate nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio, indicano che il credito bancario al settore non finanziario aumenterà nell'anno in corso, per poi stabilizzarsi nel 2019. Il *credit-to-GDP gap* rimarrebbe comunque negativo, anche qualora la crescita del credito fosse notevolmente più rapida di quella prevista (fig. 1.3).

Nel 2017 è proseguito il miglioramento delle finanze pubbliche, con il calo del rapporto tra l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche e il PIL. Il debito in rapporto al prodotto si è tuttavia solo marginalmente ridotto, al 131,8 per cento (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2018), rimanendo elevato sia nel confronto internazionale sia rispetto al passato. L'elevata vita media residua dei titoli di Stato riduce l'impatto sul loro costo medio di un eventuale rialzo dei tassi di interesse: i conti pubblici non ne risentirebbero purché l'incremento dei tassi sia in linea con il miglioramento della crescita e sia preservato l'impegno al consolidamento del bilancio pubblico<sup>3</sup>. L'alto livello del debito pubblico rende tuttavia l'economia italiana vulnerabile a tensioni sui mercati finanziari e a revisioni al ribasso delle prospettive di crescita.

### I mercati immobiliari

I prezzi delle abitazioni continuano a salire in quasi tutti i principali paesi europei; nel complesso dell'area si sono riportati su valori superiori a quelli registrati prima della crisi. La fase di rialzo delle quotazioni prosegue a ritmo sostenuto anche nel mercato non residenziale. Per contenere i rischi

Figura 1.4



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

(1) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. – (2) Scala di destra. – (3) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (4) Scala di destra. L'indicatore, a carattere sperimentale, utilizza informazioni desunte dalle transazioni effettivamente avvenute sul mercato. – (5) Il comparto terziario include uffici e enti creditizi. – (6) Il comparto produttivo include gli immobili destinati a impieghi industriali. – (7) Il comparto commerciale include negozi, aree commerciali e alberghi.

<sup>2</sup> Per la metodologia, cfr. P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori e E. Sette, *A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015.

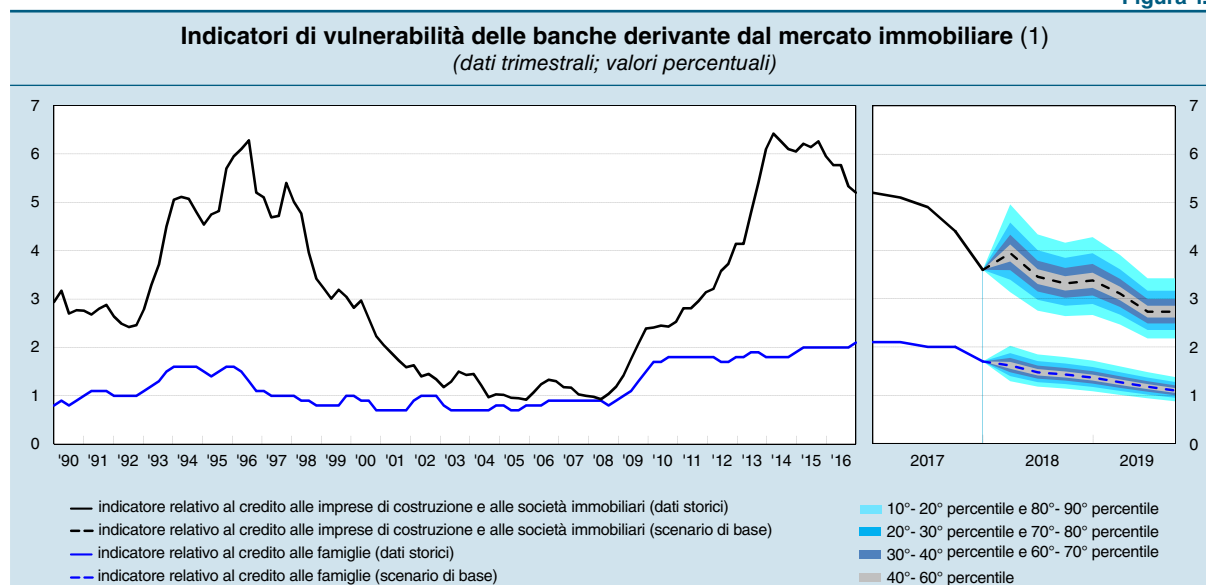
<sup>3</sup> *Intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco*, 24° Congresso Assiom-Forex, Verona, 10 febbraio 2018; cfr. inoltre *La politica monetaria nell'area dell'euro: passato, presente e futuro prossimo*, intervento del Vice Direttore generale della Banca d'Italia F. Panetta, Convegno in memoria di Giacomo Vacaggio, Milano, 6 aprile 2018.

che ne derivano per la stabilità finanziaria, nuove misure macroprudenziali sono state adottate in Danimarca, Finlandia, Irlanda, Portogallo, Slovacchia e Svezia; interventi sono stati annunciati anche in Belgio<sup>4</sup>.

In Italia il ciclo immobiliare è invece ancora debole. I prezzi delle abitazioni e del comparto non residenziale sono scesi anche nel 2017 (fig. 1.4); la riduzione dell'ampio stock di case invendute prosegue lentamente, anche se aumenta il numero delle compravendite. Secondo nostre valutazioni nel corso del 2018, pur in presenza di un rafforzamento della domanda, i prezzi delle abitazioni registreranno una ripresa debole. Le imprese di costruzione sono interessate a espandere gli investimenti per l'anno in corso (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 9 aprile 2018).

I rischi per le banche derivanti dal mercato immobiliare si confermano in graduale riduzione. Nel complesso del 2017 il flusso di nuovi prestiti classificati in sofferenza è sceso sia per le famiglie sia per le imprese di costruzione e le società immobiliari. In base a nostre previsioni, nei prossimi trimestri gli indicatori di vulnerabilità continueranno a diminuire (fig. 1.5).

Figura 1.5



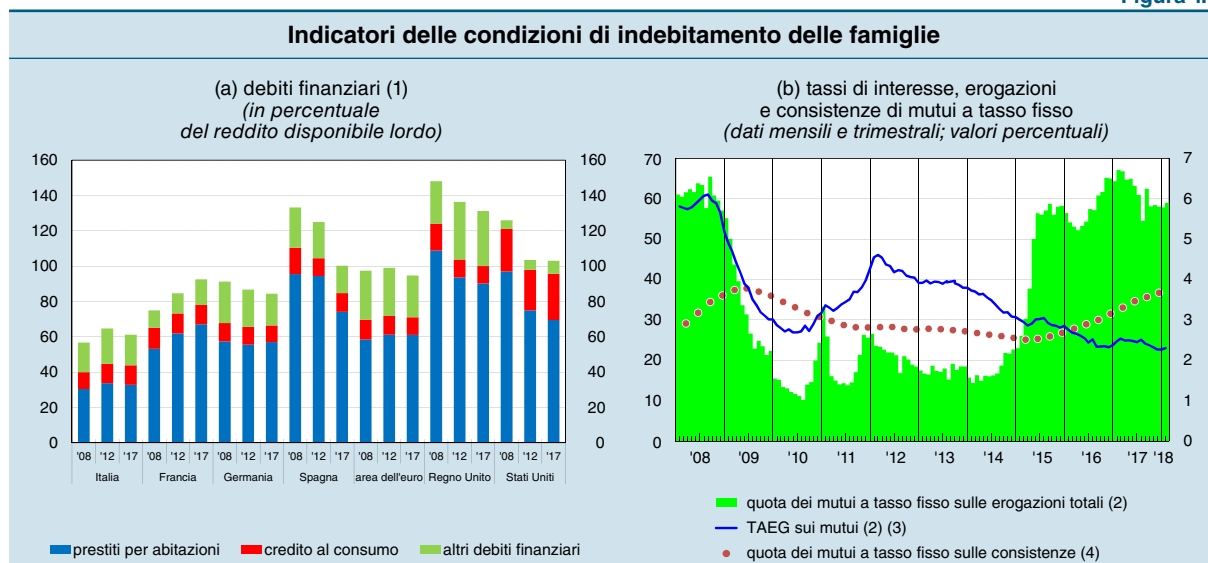
(1) La vulnerabilità delle banche è misurata dal rapporto tra il flusso di nuovi prestiti in sofferenza negli ultimi 4 trimestri e la media di capitale e riserve delle banche nello stesso periodo. La distribuzione di probabilità delle proiezioni, rappresentata graficamente per classi di percentili, consente di valutare la dimensione dei rischi che caratterizzano la previsione mediana (scenario di base). Per la metodologia, cfr. F. Ciocchetta, W. Cornacchia, R. Felici e M. Loberto, *Assessing financial stability risks from the real estate market in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 323, 2016.

## 1.2 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

### Le famiglie

La situazione finanziaria delle famiglie rimane solida. Il debito si mantiene stabile in rapporto al reddito disponibile e su livelli molto contenuti nel confronto internazionale (fig. 1.6.a). La quota di debito detenuta dai nuclei più vulnerabili resta su valori bassi rispetto al passato.

<sup>4</sup> Per dettagli sulle singole misure, cfr. sul sito dell'ESRB: *National measures of macroprudential interest in EU/EEA*.



Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia, BCE per i paesi dell'area dell'euro, Office for National Statistics e Banca d'Inghilterra per il Regno Unito, Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis per gli Stati Uniti.

(1) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici e produttrici e includono le sofferenze; per gli Stati Uniti il dato fa riferimento alle sole famiglie consumatrici. Dati di fine anno; quelli del 2017 si riferiscono al 3° trimestre. – (2) Famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie; dati relativi alle nuove operazioni. – (3) Scala di destra. Tasso annuo effettivo globale. – (4) Dati riferiti alle sole famiglie consumatrici.

Crescono i finanziamenti per l'acquisto di abitazioni, in connessione con la ripresa delle transazioni nel mercato immobiliare e le favorevoli condizioni di offerta da parte delle banche. I tassi di interesse sui mutui continuano a diminuire (fig. 1.6.b). Le famiglie ne traggono vantaggio anche ricontrattando le condizioni applicate ai prestiti già in essere: nel corso del 2017 hanno rifinanziato o rinegoziato circa il 6 per cento dei finanziamenti. La quota dei mutui a tasso fisso è salita di oltre dieci punti percentuali negli ultimi tre anni, al 37 per cento delle consistenze, mitigando l'esposizione al rischio di futuri rialzi dei tassi di interesse.

La crescita dell'indebitamento per finalità di consumo, in atto dalla fine del 2015, prosegue. L'aumento è più ampio per la componente dei prestiti per l'acquisto di beni durevoli e servizi, caratterizzati da una probabilità di insolvenza inferiore rispetto a quella di altre tipologie di finanziamenti<sup>5</sup>. I debiti per finalità di consumo sono inoltre più diffusi tra le famiglie con redditi superiori alla mediana che nel 2016 ne detenevano circa i due terzi, oltre dieci punti percentuali in più rispetto al 2008.

I bassi tassi di interesse e la crescita del reddito disponibile riducono le difficoltà di ripagare i debiti. Il tasso di insolvenza è stabile attorno ai livelli minimi osservati da oltre dieci anni, sia per i finanziamenti per scopi di consumo (1,7 per cento su base annua)<sup>6</sup> sia per quelli di importo più elevato (1,2 per cento). L'incidenza dei prestiti deteriorati sui finanziamenti in essere è diminuita all'8,7 per cento.

<sup>5</sup> Secondo i dati della centrale dei rischi privata Crif spa, negli ultimi cinque anni la media del tasso di ingresso in deterioramento dei prestiti finalizzati è stata pari all'1,5 per cento, contro il 3,5 dei prestiti personali (*Osservatorio sul credito al dettaglio*, dicembre 2017).

<sup>6</sup> Assofin, Crif spa e Prometeia, *Osservatorio sul credito al dettaglio*, dicembre 2017.

Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia<sup>7</sup> indicano che, in uno scenario coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche<sup>8</sup>, alla fine del 2018 la quota di famiglie vulnerabili e l'incidenza dei loro debiti sul totale sarebbero pari, rispettivamente, all'1,8 e all'11,4 per cento, valori prossimi a quelli stimati per il 2017 e molto più contenuti di quelli osservati nel 2008 (3,1 e 24,2 per cento).

La vulnerabilità finanziaria rimarrebbe limitata anche nel caso di un consistente aumento dei tassi di interesse e di andamenti sfavorevoli del reddito. Nell'ipotesi in cui i tassi di interesse risultassero superiori di 100 punti base<sup>9</sup> rispetto allo scenario di consenso, la quota di debito a rischio salirebbe al 12,4 per cento. In uno scenario particolarmente avverso, caratterizzato da un rialzo dei tassi di interesse di 200 punti base e da una riduzione del tasso di crescita del reddito nominale di 4 punti percentuali<sup>10</sup>, l'incidenza del debito delle famiglie vulnerabili aumenterebbe al 13,4 per cento. Le famiglie con le maggiori difficoltà negli scenari di stress sarebbero soprattutto quelle residenti nel Mezzogiorno e quelle più giovani gravate da un mutuo.

La solidità dei bilanci delle famiglie è rafforzata dal possesso di attività finanziarie poco rischiose e facilmente liquidabili. Nel 2017 la ricchezza finanziaria lorda pro capite ha superato 70.000 euro, un valore di poco inferiore al livello massimo raggiunto prima della crisi<sup>11</sup>. Prosegue la ricomposizione del portafoglio: crescono i depositi e gli investimenti in strumenti del risparmio gestito (prevalentemente quote di fondi comuni) e continuano a non essere rinnovati gli ingenti volumi di obbligazioni bancarie in scadenza.

## Le imprese

Il consolidamento della ripresa dell'attività economica sostiene la redditività delle imprese e ne attenua la vulnerabilità. I bassi tassi di interesse e la riduzione del debito concorrono a limitare l'incidenza degli oneri finanziari sul margine operativo lordo (MOL), scesa al livello minimo degli ultimi vent'anni. Permangono sacche di fragilità tra le imprese di minore dimensione e tra quelle operanti nel settore delle costruzioni.

La redditività, in moderato aumento, alimenta l'accumulazione di attività liquide e contribuisce al rafforzamento patrimoniale. La leva finanziaria si è ridotta al 40 per cento, un valore più elevato di circa due punti percentuali rispetto a quello medio dell'area dell'euro e superiore a quello di Francia e Germania (32 e 37 per cento, rispettivamente). Dal picco raggiunto nel 2011, la contrazione è stata più ampia tra le imprese manifatturiere, che hanno destinato una parte cospicua dei profitti all'incremento del capitale di rischio (fig. 1.7.a). Nel settore delle costruzioni, le perdite emerse

<sup>7</sup> Il modello di microsimulazione si basa sull'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBF) e sulle previsioni delle variabili macroeconomiche effettuate dalla Banca d'Italia. Per i dettagli sul modello, cfr. V. Michelangeli e M. Pietrunti, *A microsimulation model to evaluate Italian households' financial vulnerability*, "International Journal of Microsimulation", 7, 3, 2014, pp. 53-79, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 225, 2014. Rispetto alle proiezioni pubblicate nel precedente *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, l'utilizzo dei dati effettivi per il 2016, tratti dall'ultima edizione dell'IBF, si è riflesso in un calo marcato della quota di debito delle famiglie vulnerabili. Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito disponibile inferiore al valore mediano della distribuzione.

<sup>8</sup> Lo scenario di base è caratterizzato da tassi di interesse pressoché invariati e da una crescita del reddito disponibile e del debito per acquisto di abitazioni in capo alle famiglie.

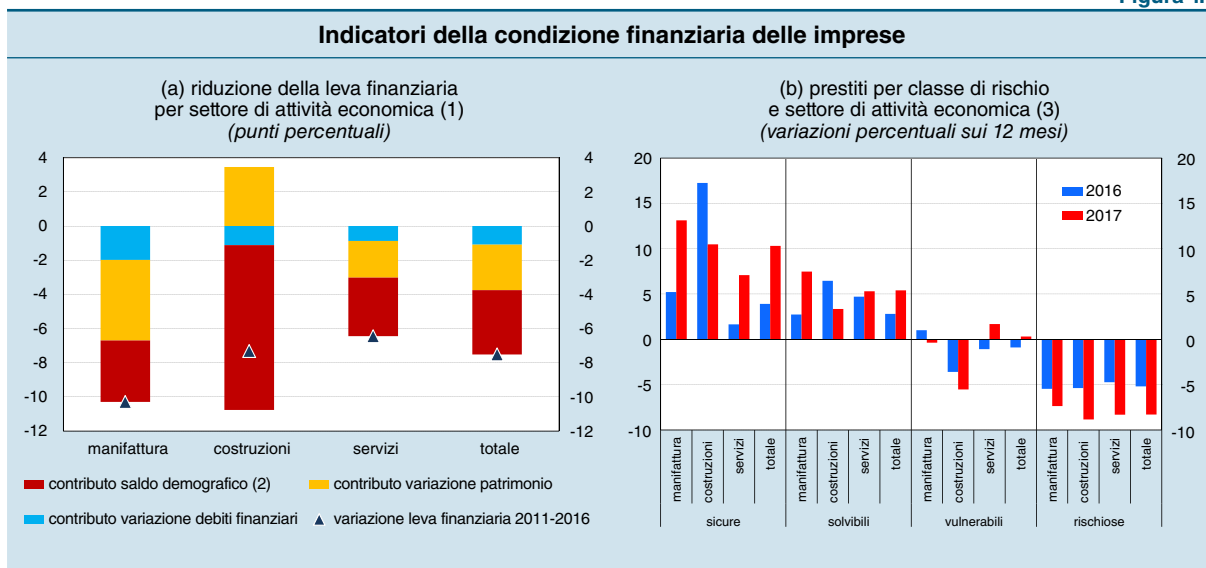
<sup>9</sup> La differenza dello scenario di stress rispetto a quello di base è pari a una deviazione standard delle variazioni annuali del tasso di interesse.

<sup>10</sup> Tali differenze rispetto allo scenario di base corrispondono a variazioni superiori a quelle registrate storicamente e sono pari a due deviazioni standard delle variazioni annuali del tasso di interesse e del reddito.

<sup>11</sup> Dati deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo armonizzati, riproporzionato sull'anno 2017.



Figura 1.7



Fonte: Banca d'Italia e Cerved.

(1) Le elaborazioni sono basate su campioni annuali che includono in media oltre 550.000 società di capitale. La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto; dati a valori di bilancio. – (2) Contributo netto di imprese entrate e uscite dal campione nel periodo considerato. – (3) Dati riferiti a un campione di oltre 400.000 società di capitale. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie e tengono conto delle cartolarizzazioni. L'attribuzione della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved.

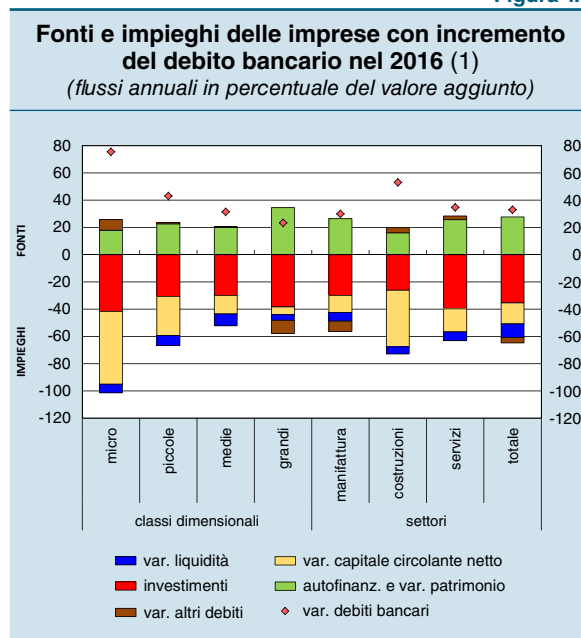
durante la crisi hanno provocato una forte erosione del patrimonio netto e l'indebitamento si è ridotto quasi esclusivamente per l'uscita dal mercato delle imprese più fragili; circa il 36 per cento delle aziende del comparto presenta ancora una leva finanziaria superiore al 75 per cento, una quota più elevata rispetto alla manifattura e ai servizi (27 e 32 per cento, rispettivamente).

Dopo un biennio di sostanziale stabilità, tornano a crescere i finanziamenti alle imprese concessi da banche e società finanziarie. L'espansione del credito è connessa con l'accelerazione degli investimenti avviatisi nella seconda metà dello scorso anno (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2018). Già nel 2016 le imprese che avevano aumentato il ricorso al debito bancario avevano destinato in via prioritaria le nuove risorse all'accumulazione di capitale fisso (fig. 1.8).

Si amplia l'eterogeneità della dinamica del credito tra classi di rischio e settori di attività economica (fig. 1.7.b). I prestiti accelerano solo per le società solide operanti nella manifattura e nei servizi; si riducono in misura più accentuata che in passato per le aziende più rischiose.

Aumenta la diversificazione delle fonti di finanziamento. Nel 2017 le emissioni nette di titoli obbligazionari effettuate nel nostro paese o all'estero da società e gruppi italiani hanno superato 20 miliardi di euro rispetto a una

Figura 1.8



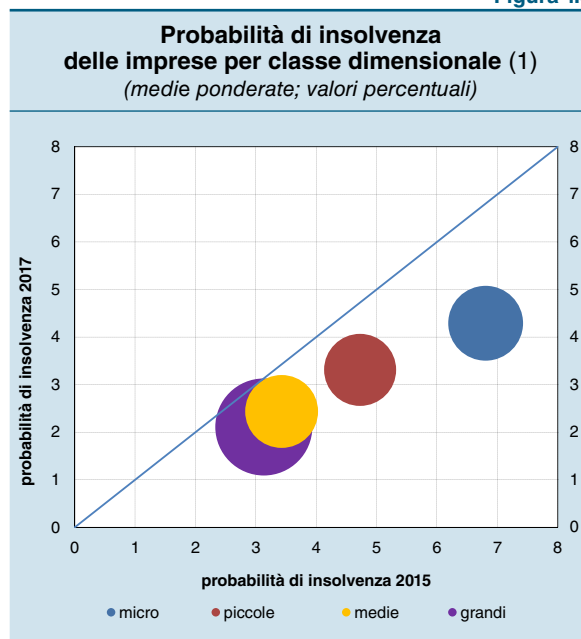
Fonte: Cerved.

(1) Dati tratti dai bilanci di un campione di oltre 105.000 società di capitale che hanno incrementato il debito bancario nel 2016.

media di poco superiore a 6 miliardi nel triennio precedente<sup>12</sup>. Il numero delle società che nel 2017 hanno collocato titoli per la prima volta, in prevalenza di media e grande dimensione e con un profilo di rischio moderato, è stato più elevato nel confronto con gli anni precedenti; è aumentato anche il volume delle emissioni. Si è ampliato il ricorso al mercato azionario: le nuove quotazioni sono state 28 a fronte di una media di 18 nell'ultimo triennio.

Il rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese attenua le difficoltà di rimborso dei debiti. Sulla base del modello per la valutazione dei crediti bancari della Banca d'Italia (*In-house Credit Assessment System, ICAS*), tra il 2015 e il 2017 il rischio di insolvenza è diminuito in tutte le classi dimensionali; resta più elevato per le microimprese (fig. 1.9). Il numero di fallimenti è in calo per il terzo anno consecutivo<sup>13</sup>. Il tasso medio annuo di deterioramento dei prestiti è sceso al 3,2 per cento, dal 4,1 del 2016. Rispetto al periodo precedente la crisi, la quota di debito facente capo a imprese finanziariamente fragili si è ridotta in misura marcata (cfr. il riquadro: *Le imprese finanziariamente vulnerabili dopo la crisi*).

Figura 1.9



Fonte: Banca d'Italia e Cerved.  
(1) L'ampiezza della bolla corrisponde all'ammontare del credito erogato alle imprese di ciascuna classe dimensionale.

### LE IMPRESE FINANZIARIAMENTE VULNERABILI DOPO LA CRISI

Nel modello di microsimulazione della Banca d'Italia sono definite come finanziariamente vulnerabili le imprese con un margine operativo lordo (MOL) negativo o un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Nel 2007, alla vigilia della lunga fase recessiva che ha colpito l'economia italiana, circa un terzo delle imprese incluse nel campione analizzato<sup>1</sup> era classificato come vulnerabile; a queste faceva capo il 44 per cento dei debiti finanziari (tavola). La fragilità finanziaria cresceva al ridursi della dimensione aziendale ed era diffusa nei comparti delle costruzioni e dei servizi immobiliari, nei quali l'incidenza dei debiti delle aziende vulnerabili superava il 60 per cento. Il principale fattore di vulnerabilità era costituito dall'indebitamento, che si rifletteva in un elevato peso degli interessi passivi sul reddito aziendale: i debiti delle società vulnerabili con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento rappresentavano circa un terzo di quelli complessivi e oltre il 70 per cento dei debiti di tutte le aziende vulnerabili.

<sup>1</sup> In entrambi gli anni considerati (2007 e 2016), il campione include oltre 650.000 società di capitale che non sono classificate in sofferenza dagli intermediari e per le quali è disponibile il bilancio di esercizio.

<sup>12</sup> I dati sulle emissioni nette sono stimati sulla base della scadenza originaria dei titoli.

<sup>13</sup> Nel 2017 i fallimenti sono stati pari a circa 12.000, in calo dell'11 per cento rispetto al 2016 (Cerved, *Fallimenti, procedure e chiusure di imprese*, 33, febbraio 2018).

## Principali indicatori delle imprese vulnerabili

	2007				2016					
	% debiti finanziari delle imprese vulnerabili	di cui:		leva finanziaria (1)	redditività (2)	% debiti finanziari delle imprese vulnerabili	di cui:		leva finanziaria (1)	redditività (2)
		imprese con MOL<0	imprese con oneri finanziari/MOL>50%			imprese con MOL<0	imprese con oneri finanziari/MOL>50%			
<b>Dimensione</b>										
micro	58,7	20,0	38,7	76,7	-1,6	44,8	23,8	21,0	65,6	-3,3
piccole	52,6	12,0	40,6	75,3	0,2	34,5	15,7	18,8	61,8	-2,6
medie	46,7	12,7	34,0	68,7	-0,3	29,0	13,9	15,1	62,2	-2,8
grandi	33,3	8,5	24,8	52,0	0,1	26,2	9,2	17,0	50,8	-0,8
<b>Settore</b>										
costruzioni	63,4	11,4	52,0	77,9	1,5	57,6	24,0	33,6	70,5	-1,0
immobiliari	66,9	13,9	52,9	70,8	1,5	40,1	15,1	25,0	61,7	-0,6
manifattura	39,0	11,5	27,5	67,7	-0,1	23,9	13,2	10,7	49,2	-2,6
servizi	38,5	12,5	26,0	54,8	-1,7	22,8	11,7	11,1	61,0	-3,6
altri settori	20,4	10,5	9,9	62,0	-0,7	41,1	9,4	31,7	49,4	0,0
<b>Totale</b>	<b>43,8</b>	<b>12,1</b>	<b>31,7</b>	<b>64,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>30,6</b>	<b>13,1</b>	<b>17,5</b>	<b>56,8</b>	<b>-2,0</b>

Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto a valori di bilancio. – (2) La redditività è misurata dal rapporto tra MOL e attivo.

Nel 2016, ultimo anno per il quale sono disponibili i dati di bilancio, il numero delle imprese vulnerabili è sceso, al 25 per cento del totale, e la quota dei loro debiti è diminuita, al 31 per cento. Le società fragili continuano a rappresentare una frazione elevata delle microimprese e delle aziende del settore delle costruzioni, categorie che stentano a recuperare i livelli di attività precedenti la crisi.

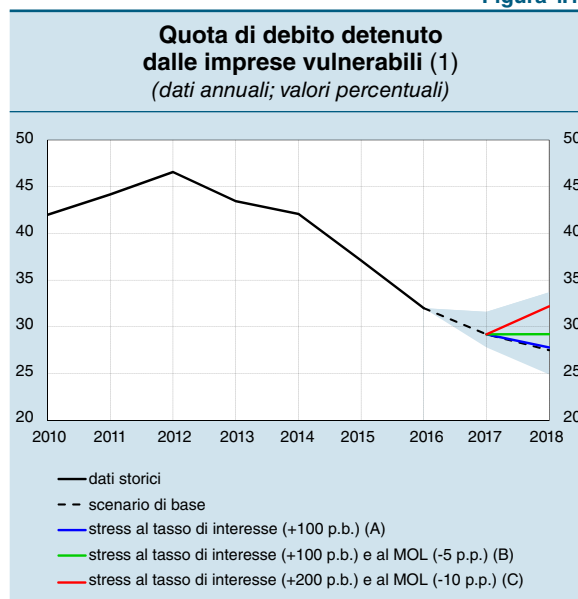
I bassi tassi di interesse e una marcata contrazione della leva finanziaria (in media superiore a sette punti percentuali) hanno reso l'indebitamento un fattore di vulnerabilità meno rilevante: i debiti delle aziende con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento si sono ridotti al 18 per cento del totale e al 57 per cento dei debiti delle aziende fragili. Ha invece acquisito rilevanza la bassa redditività, che interessa soprattutto le microimprese e il settore dei servizi. I debiti delle società definite come vulnerabili in ragione del MOL negativo sono cresciuti al 13 per cento del totale e al 43 per cento di quelli di tutte le aziende vulnerabili.

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal settore delle imprese sono attualmente riconducibili in misura più ampia a un rallentamento della ripresa economica rispetto agli squilibri nella struttura finanziaria, che pure persistono per alcune categorie di aziende.

Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia indicano che, in uno scenario coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili scenderebbe, al 28 per cento alla fine del 2018 (fig. 1.10)<sup>14</sup>. Il miglioramento meno marcato rispetto agli anni precedenti riflette soprattutto la crescita più contenuta della redditività. La quota di debito a rischio rimarrebbe molto elevata nel settore delle costruzioni (59 per cento).

A livello aggregato, la quota di debito delle imprese vulnerabili aumenterebbe solo in caso di un significativo incremento dei tassi di interesse e di un forte calo della redditività. Nell'ipotesi in cui il tasso di interesse fosse superiore di 100 punti base<sup>15</sup> rispetto allo scenario di consenso, la quota di debito a rischio risulterebbe comunque in diminuzione rispetto ai valori stimati per il 2017; salirebbe invece al 32 per cento nel caso, particolarmente avverso, di un rialzo del tasso di interesse pari a 200 punti base e di una riduzione del tasso di crescita del MOL nominale di 10 punti percentuali<sup>16</sup>. Le aziende più esposte sarebbero quelle di media dimensione e quelle operanti nella manifattura.

Figura 1.10



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) Sono definite vulnerabili le imprese con MOL negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Gli ultimi bilanci disponibili sono relativi al 2016. La zona ombreggiata indica un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base. Negli scenari di stress si è ipotizzato che, rispetto allo scenario di base, nel 2018: (A) il tasso di interesse sia più elevato di 100 punti base; (B) contemporaneamente la variazione del MOL nominale sia più bassa di 5 punti percentuali (divenendo negativa rispetto al 2017); (C) il tasso di interesse sia più elevato di 200 punti base e la variazione del MOL nominale sia più bassa di 10 punti percentuali.

<sup>14</sup> Per 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.

<sup>15</sup> Un aumento del costo del debito di 100 punti base corrisponde a poco più di una deviazione standard della sua variazione annuale ed è superiore agli incrementi osservati nel 2007 e nel 2011.

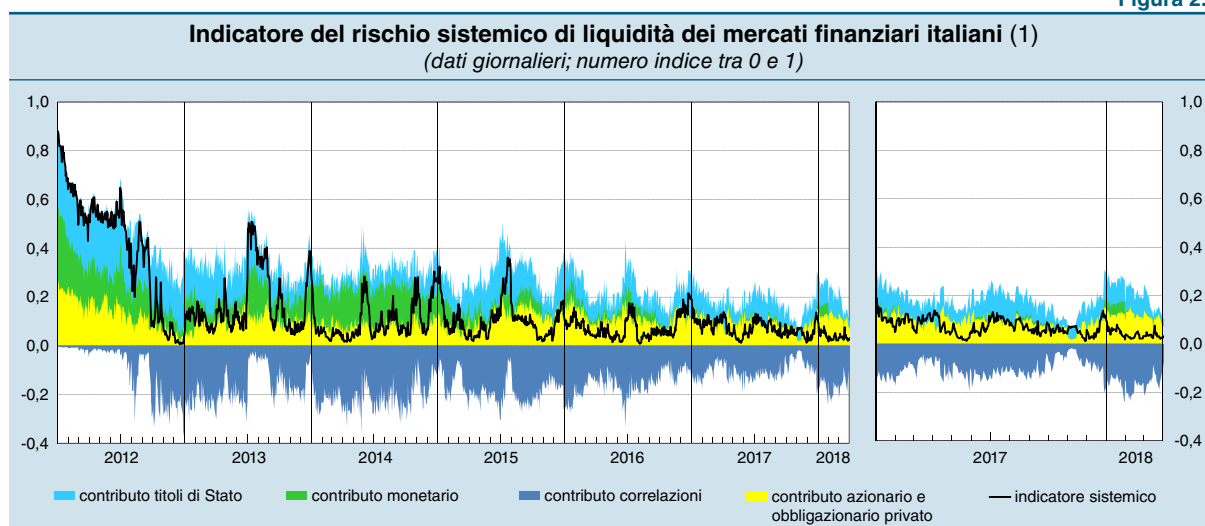
<sup>16</sup> Tali differenze rispetto allo scenario di base corrispondono a variazioni superiori a quelle registrate storicamente e sono pari a poco più di due deviazioni standard della variazione annuale del tasso di interesse e del MOL.

# 2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO

## 2.1 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

L'aumento della volatilità, che ha interessato i mercati finanziari internazionali dall'inizio di febbraio, in Italia e nell'area dell'euro ha coinvolto il mercato azionario ma non si è trasmesso al comparto monetario e dei titoli di Stato. L'indicatore di rischio di liquidità dei mercati italiani, che tiene conto delle loro interconnessioni, rimane su bassi livelli (fig. 2.1). I progressi nei negoziati hanno attenuato il rischio che l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (UE) possa avere conseguenze sfavorevoli per la continuità dei contratti e la compensazione (*clearing*) dei derivati<sup>1</sup>.

Figura 2.1



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Moody's KMV, MTS spa, e-MID SIM spa e Banca d'Italia.

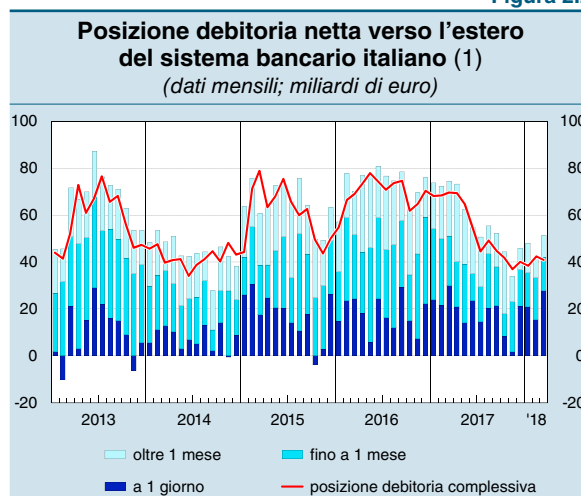
(1) L'indicatore sistemico misura il rischio congiunto nei mercati monetario, secondario dei titoli di Stato, azionario e obbligazionario privato. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). Il grafico mostra anche i contributi all'indicatore sistemico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

Il valore delle transazioni sul mercato repo si mantiene su livelli elevati. I requisiti regolamentari sul rapporto di leva finanziaria (*leverage ratio*) riducono tuttavia la disponibilità delle banche a detenere risorse liquide alla fine di ogni trimestre, determinando oscillazioni pronunciate dei tassi a breve termine. L'abbondante liquidità a disposizione delle banche italiane limita la loro necessità di ricorrere alla provvista sull'estero: la posizione debitoria netta sul mercato MTS repo nei primi mesi del 2018 è inferiore di circa un quarto rispetto alla media del 2017 (fig. 2.2). Il calo riflette principalmente la riduzione dei contratti a lunga scadenza: alla fine di marzo oltre l'80 per cento dell'esposizione riguardava contratti con durata residua inferiore al mese.

<sup>1</sup> Nell'eventualità di un'uscita della Gran Bretagna dalla UE non accompagnata da un accordo di recesso o da accordi di transizione, le controparti centrali britanniche LCH Ltd e ICE Clear Europe Ltd sarebbero considerate come appartenenti a un paese terzo; in attesa del riconoscimento richiesto dalla normativa UE, le esposizioni delle banche nei loro confronti sarebbero soggette a requisiti patrimoniali più elevati di quelli attuali.

La quota degli scambi intermediati dalle controparti centrali (*central counterparties*, CCP) sul mercato MTS repo è elevata, anche per effetto dei vantaggi sui requisiti prudenziali di cui beneficiano le banche<sup>2</sup>. La concentrazione degli scambi presso le CCP riduce le esposizioni creditizie dirette e quindi le interconnessioni tra gli investitori, diminuendo il rischio che shock riguardanti singoli operatori si propaghino. Affinché la riduzione dei rischi sistemici sia effettiva è però necessario che le CCP siano in grado di assorbire le perdite derivanti da eventi sfavorevoli di notevole entità. I risultati dello stress test coordinato dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) nel 2017 indicano che le CCP europee sono attualmente in grado di fronteggiare rischi di credito e di liquidità molto alti (cfr. il riquadro: *I risultati dello stress test dell'ESMA sulle controparti centrali europee*).

Figura 2.2



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) La posizione debitoria netta è calcolata sul controvalore dei contratti in essere; media mensile di dati giornalieri per la posizione netta complessiva, dati di fine periodo per la disaggregazione per durata.

## I RISULTATI DELLO STRESS TEST DELL'ESMA SULLE CONTROPARTI CENTRALI EUROPEE

Lo scorso febbraio l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) ha pubblicato i risultati dello stress test condotto nel corso del 2017, con la collaborazione delle autorità nazionali competenti, sulle 16 controparti centrali (*central counterparties*, CCP) autorizzate in Europa<sup>1</sup>. L'esercizio, il secondo dopo quello del 2016, ha riguardato sia l'adeguatezza delle garanzie acquisite dalle CCP a fronte dell'esposizione al rischio di credito nei confronti dei loro partecipanti, sia, per la prima volta, il rischio di liquidità. L'ESMA ha utilizzato in entrambi i casi tre scenari di stress, caratterizzati da shock sul mercato dei credit default swap (CDS) e sui mercati valutario e monetario<sup>2</sup>. L'adozione di scenari diversi tiene conto dell'eterogeneità dei modelli di attività delle controparti centrali europee, anche al fine di consentire un grado di severità del test omogeneo fra i partecipanti.

La capacità delle CCP di fronteggiare il rischio di credito è stata valutata confrontando le garanzie da loro acquisite – i margini e il fondo di garanzia (*default fund*) – con le perdite derivanti: (a) dal fallimento contemporaneo dei due partecipanti (*clearing members*) aventi le maggiori esposizioni presso ogni controparte centrale; (b) dal fallimento dei due gruppi con le maggiori esposizioni a livello europeo. Il rischio di liquidità è stato valutato esaminando la capacità delle CCP di eseguire regolarmente le transazioni nell'ipotesi di fallimento dei due operatori con la maggiore posizione debitoria netta nei loro confronti<sup>3</sup>. I risultati relativi al rischio di credito mostrano che lo scenario più avverso determinerebbe una lieve insufficienza delle risorse finanziarie disponibili per due sole controparti centrali; per le altre,

<sup>1</sup> ESMA, *Report: EU-wide CCP Stress Test 2017*, febbraio 2018.

<sup>2</sup> Gli shock prevedevano rispettivamente: (a) l'aumento di sei indici iTraxx comprendenti CDS su emittenti sovrani e privati; (b) il deprezzamento dell'euro nei confronti di renminbi, yen, sterlina, dollaro australiano, dollaro canadese e dollaro statunitense; (c) l'aumento dei tassi monetari e swap in euro.

<sup>3</sup> Oltre ai partecipanti sono state considerate a questi fini altre categorie di operatori, quali emittenti, banche custodi, banche di regolamento e controparti repo.

<sup>2</sup> L'interposizione di una CCP nelle negoziazioni consente alle controparti interessate di tenere conto della sola esposizione netta ai fini del calcolo del proprio *leverage ratio*, riducendo in tal modo l'assorbimento di capitale regolamentare.

inclusa l'italiana Cassa di compensazione e garanzia spa (CCG), non sono emerse carenze<sup>4</sup>. Tutte le CCP sarebbero in grado di coprire le esigenze di liquidità nei diversi scenari.

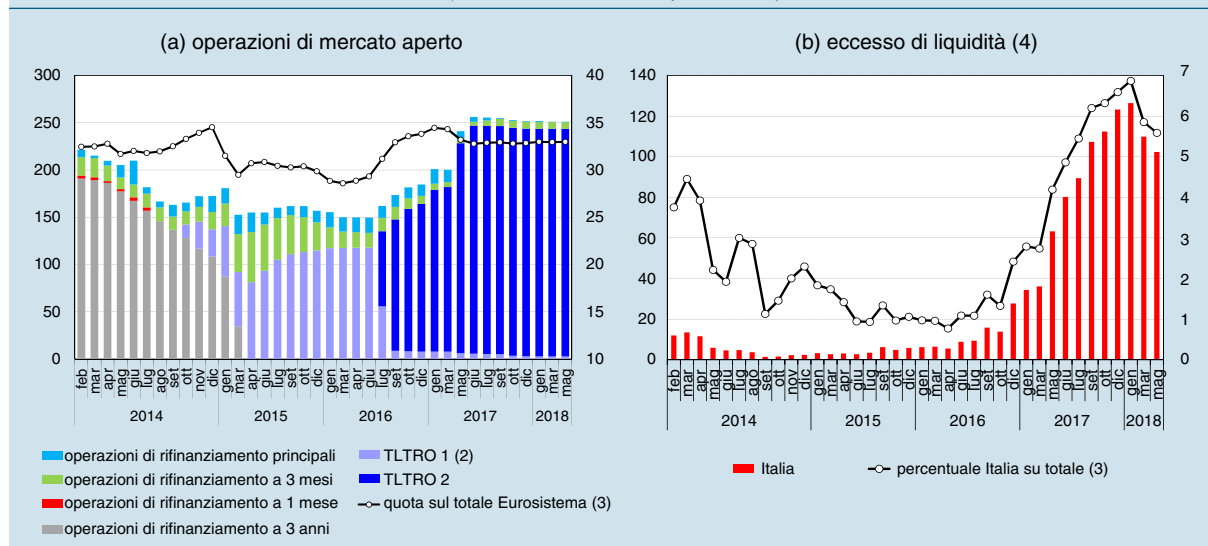
Il rapporto dell'ESMA fornisce anche informazioni sul grado di concentrazione dell'attività di compensazione, nel complesso e all'interno delle singole controparti centrali: una maggiore concentrazione aumenta infatti la probabilità che il fallimento dei *clearing members* più rilevanti si ripercuota sugli altri partecipanti<sup>5</sup>. La concentrazione di margini e *default fund* fra i circa 900 membri delle CCP europee, misurata dall'indice di Herfindahl-Hirschmann (*Herfindahl-Hirschmann index*, HHI), è piuttosto bassa<sup>6</sup>: su una scala tra 0 e 10.000, il suo valore è di circa 150 se calcolato a livello di singoli partecipanti e 290 a livello di gruppi. La concentrazione tra i *clearing members* all'interno delle singole CCP ha invece un valore medio di 1.350. Per l'italiana CCG il valore medio dell'indice relativo ai quattro comparti di attività è circa 1.000; a fronte di un'elevata concentrazione in settori di scarsa attività (derivati su energia e grano) si ha una bassa concentrazione nei due comparti in cui la controparte centrale è più attiva (azionario e obbligazionario).

- <sup>4</sup> La CCG, nell'ambito delle proprie valutazioni interne per identificare condizioni di mercato estreme nelle quali verificare la robustezza del sistema di garanzia, fa riferimento a shock che nella maggior parte dei casi sono più restrittivi di quelli forniti dall'ESMA.
- <sup>5</sup> È possibile che gli altri partecipanti siano chiamati a fornire risorse aggiuntive per concorrere alla copertura delle perdite causate dal fallimento di uno dei partecipanti della CCP.
- <sup>6</sup> Per la valutazione del grado di concentrazione l'ESMA fa riferimento alle soglie dell'HHI adottate dalla Commissione europea per valutare il livello di concentrazione di un mercato ai fini della normativa antitrust: da 0 a 1.000 nessuna concentrazione significativa; tra 1.001 e 2.000 concentrazione limitata; maggiore di 2.000 concentrazione significativa.

L'ammontare del rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia si mantiene costante sui livelli raggiunti a marzo del 2017 dopo l'ultima delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (251 miliardi al 20 aprile; fig. 2.3.a). La liquidità in eccesso detenuta dalle

Figura 2.3

**Rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia ed eccesso di liquidità in Italia (1)**  
(miliardi di euro e valori percentuali)



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

(1) La data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento, ad eccezione del valore di maggio 2018 per il quale i dati si fermano al 20 aprile 2018. A partire da gennaio 2015 la durata dei periodi di mantenimento è stata estesa da 4 a 6 settimane. – (2) Operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine dell'Eurosistema (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO). – (3) Scala di destra. – (4) L'eccesso di liquidità è calcolato come somma del saldo medio sui conti di riserva delle banche, al netto dell'obbligo di riserva, del ricorso medio alla *deposit facility* e di quello alle operazioni di assorbimento della liquidità immessa a seguito dell'attivazione del programma di acquisto definitivo di titoli sul mercato secondario (operazioni attive fino a giugno del 2014).

banche italiane è alta (fig. 2.3.b), anche in ragione dei bassi rendimenti che riducono la convenienza a impiegarla sul mercato monetario.

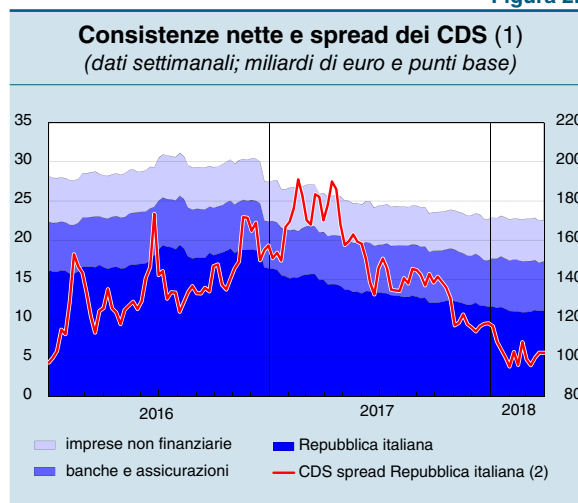
Alla metà di marzo le agenzie di rating Moody's e Fitch hanno confermato il merito di credito dei titoli pubblici italiani. La domanda di protezione dal rischio paese dell'Italia da parte degli investitori continua a diminuire: si sono ridotte le consistenze nette e gli spread dei credit default swap (CDS) sui titoli di Stato (fig. 2.4). Negli ultimi sei mesi lo spread rispetto ai titoli tedeschi è sceso attorno ai 120 punti base, un livello superiore a quelli di Spagna e Portogallo che hanno registrato cali più ampi.

La vita media residua dei titoli di Stato, stabile a 6,8 anni<sup>3</sup>, contribuisce a contenere il rischio che un rialzo dei tassi di interesse si trasmetta rapidamente all'onere del debito. Il costo medio dei titoli in essere ha raggiunto un minimo del 2,7 per cento (fig. 2.5), a causa dei bassi rendimenti all'emissione e della scadenza di titoli con tassi di interesse relativamente alti. Il livello elevato del debito pubblico rende tuttavia l'economia italiana vulnerabile a tensioni sui mercati finanziari e a revisioni al ribasso delle prospettive di crescita. Tra aprile e dicembre del 2018 scadranno titoli a medio e a lungo termine per 134 miliardi di euro; ne giungeranno a scadenza altri 201 l'anno prossimo. Il loro rinnovo a tassi contenuti è legato al permanere di condizioni favorevoli sui mercati e della fiducia degli investitori sulla sostenibilità del debito pubblico italiano.

I volumi scambiati sul mercato secondario dei titoli di Stato italiani dall'inizio del 2018 sono superiori a quelli del 2017 (fig. 2.6.a). Il funzionamento del mercato è stato regolare anche nelle giornate di maggiore volatilità. Sono cresciuti i volumi scambiati e le posizioni aperte sul contratto futures sul BTP decennale, dove tendono a concentrarsi le negoziazioni ad alta frequenza; rapide variazioni di tali posizioni potrebbero riflettersi in temporanei aumenti della volatilità delle quotazioni a pronti. La resilienza del mercato rimane comunque alta e l'immissione di ordini di importo rilevante avrebbe effetti contenuti sui prezzi quotati per il BTP benchmark (fig. 2.6.b).

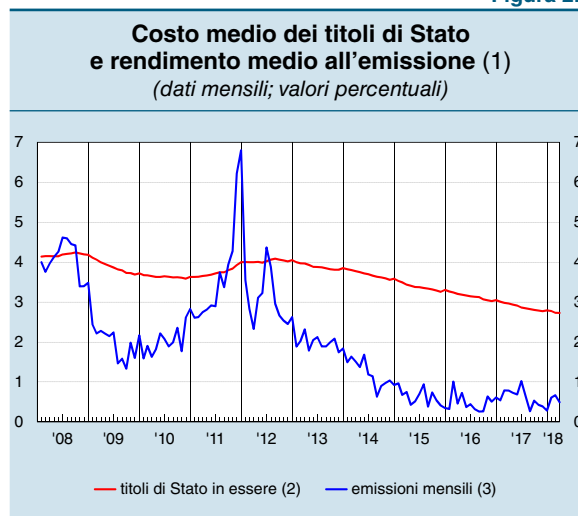
<sup>3</sup> Il dato esclude le emissioni sui mercati internazionali.

Figura 2.4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC).  
 (1) Il dato sulle consistenze nette si riferisce ai *net notional values*, misurati secondo la definizione DTCC. – (2) Scala di destra. Scadenza a 5 anni; schema contrattuale ISDA 2014; nozionale in dollari.

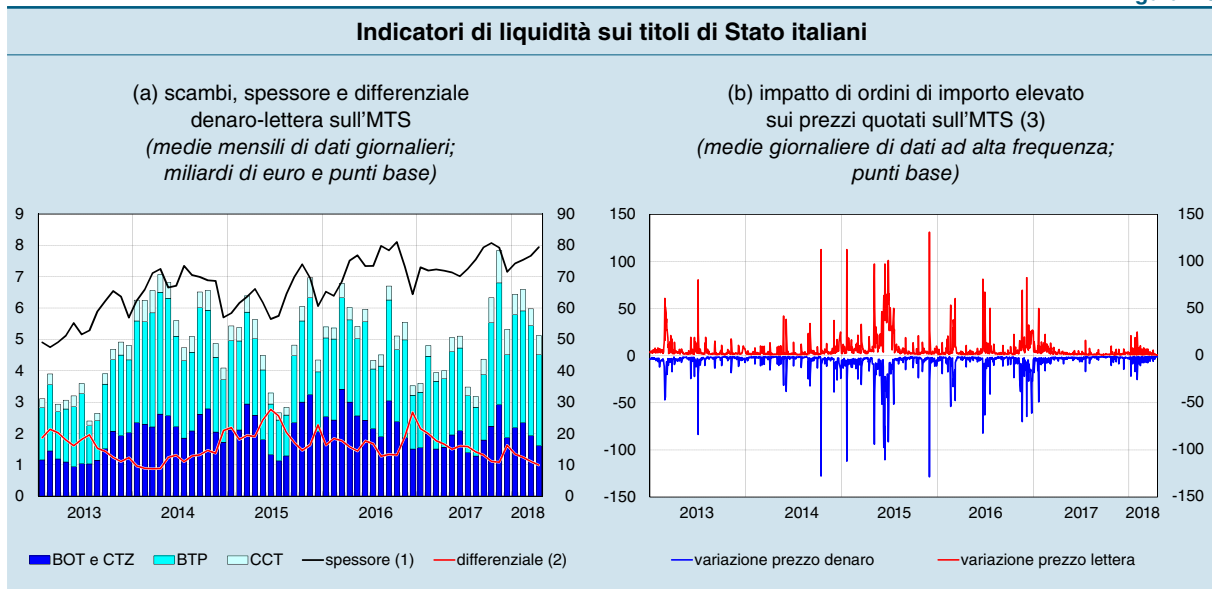
Figura 2.5



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia. Dati aggiornati al 31 marzo 2018.  
 (1) Collocamenti sul mercato interno di titoli di Stato non indicizzati. – (2) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese. – (3) Media ponderata dei tassi dei titoli di Stato collocati nel mese, per data di regolamento.



Figura 2.6

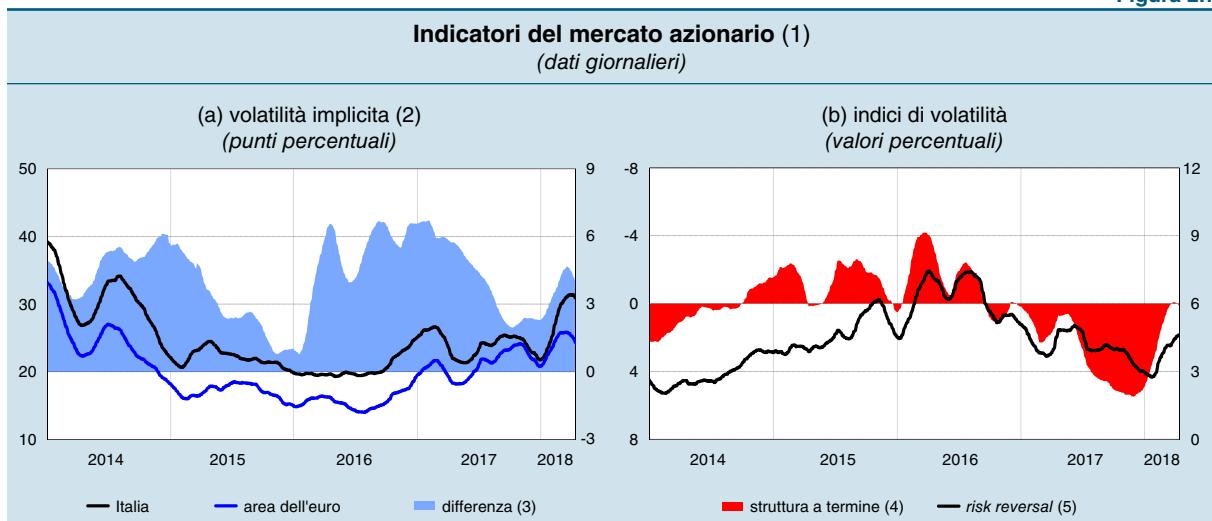


Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) Lo spessore è calcolato come la media delle quantità quotate in denaro e lettera per il comparto BTP. – (2) Scala di destra. Il differenziale è calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati sui BTP quotati sull'MTS durante l'intera giornata operativa. – (3) L'analisi è riferita al BTP benchmark decennale ed è basata su rilevazioni effettuate ogni 5 minuti. La linea blu e quella rossa rappresentano la stima dell'impatto sui prezzi denaro e lettera dell'immissione nel portafoglio di negoziazione dell'MTS di un eventuale ordine (di vendita o di acquisto) di 50 milioni di euro.

Nel 2017 la quota di titoli pubblici italiani detenuta dalla Banca d'Italia è salita di circa cinque punti percentuali al 19,1 per cento in seguito agli acquisti nell'ambito del programma dell'Eurosistema; è diminuita la quota detenuta dalle banche (dal 17,8 al 15,3 per cento), mentre sono rimaste pressoché stabili quelle delle famiglie e degli investitori esteri (rispettivamente pari al 5,4 e al 33,2 per cento).

Figura 2.7



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Medie mobili a 60 giorni. – (2) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni con scadenza a 2 mesi sull'indice di borsa italiano FTSE MIB e sull'indice Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro. – (3) Scala di destra. Differenza tra le volatilità implicite nei prezzi delle opzioni sull'indice azionario italiano e su quello dell'area dell'euro per opzioni con scadenza a 2 mesi. – (4) Scala di destra. Differenza delle volatilità implicite su opzioni sull'indice di borsa italiano FTSE MIB con scadenza a 12 e a 2 mesi. – (5) Calcolato come differenza fra la volatilità implicita dei prezzi delle opzioni put e call aventi lo stesso rapporto incrementale rispetto al valore dell'indice del mercato azionario italiano (delta pari a 0,25) e pari scadenza (2 mesi).

Sui mercati azionari al forte calo delle quotazioni dell'inizio di febbraio si è accompagnato un incremento della volatilità implicita, più marcato in Italia che nell'area dell'euro (fig. 2.7.a). Il rialzo delle quotazioni delle opzioni a più breve scadenza conferma la maggiore incertezza degli investitori (fig. 2.7.b); è aumentato anche l'indicatore che misura il prezzo relativo delle opzioni che proteggono da una discesa dell'indice azionario rispetto a quelle che traggono profitto da una sua risalita (*risk reversal*).

Pur mantenendosi su livelli storicamente bassi, è tornato a crescere da novembre il differenziale di rendimento tra le obbligazioni private con minore merito di credito (*high yield*) e i tassi swap (fig. 2.8). L'incremento, diffuso a livello internazionale, in Italia è stato più ampio rispetto al resto dell'area dell'euro.

## 2.2 LE BANCHE

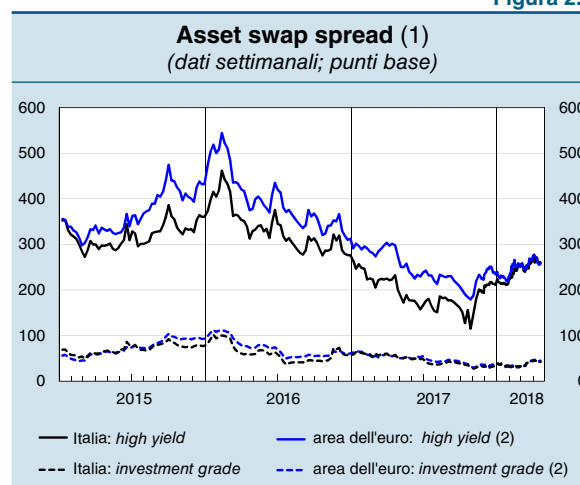
I rischi sistemici nel settore bancario italiano continuano a diminuire. I nuovi crediti deteriorati, in rapporto al totale dei prestiti, sono tornati sui livelli precedenti la crisi finanziaria; le operazioni di cessione di sofferenze effettuate da diversi intermediari hanno determinato un miglioramento della qualità degli attivi. Le esigenze di finanziamento delle banche italiane continuano a essere soddisfatte in ampia misura dall'espansione dei depositi. Prosegue la crescita del capitale e i coefficienti patrimoniali si avvicinano a quelli delle altre banche europee.

Il miglioramento delle condizioni delle banche italiane si è riflesso sugli indicatori di mercato: negli ultimi sei mesi la cospicua revisione al rialzo delle attese degli analisti sugli utili (fig. 2.9.a) si è tradotta in un aumento dei corsi azionari (fig. 2.9.b). Il rischio di insolvenza misurato dai premi sui CDS è sceso ai livelli delle altre banche europee. Il costo medio del capitale di rischio è diminuito di oltre due punti percentuali, a circa il 9 per cento, riducendo il divario con gli altri principali intermediari europei a poco più di un punto (era superiore a quattro punti all'inizio del 2017; cfr. il riquadro: *Il costo del capitale delle banche europee*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017), ma rimane al di sopra della redditività attesa (fig. 2.9.c).

I progressi finora conseguiti nella gestione dei crediti deteriorati e nel rafforzamento patrimoniale sono tuttavia diseguali e persistono aree di vulnerabilità, specialmente tra gli operatori di minore dimensione.

Il peso degli attivi bancari sull'economia continua a contrarsi e i ricavi netti da interesse rimangono molto contenuti. Gli utili sono tornati su valori positivi, in seguito al calo degli accantonamenti per le coperture sui crediti e al miglioramento dell'efficienza operativa, ma la bassa redditività rappresenta ancora il principale fattore di rischio. La necessità di ampliare i ricavi e di accelerare il recupero di efficienza operativa è accentuata dall'imminente introduzione dei requisiti minimi di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL), che per diversi intermediari potrebbero rendere necessarie nuove ingenti emissioni di obbligazioni sui mercati all'ingrosso con un rialzo del costo medio della raccolta.

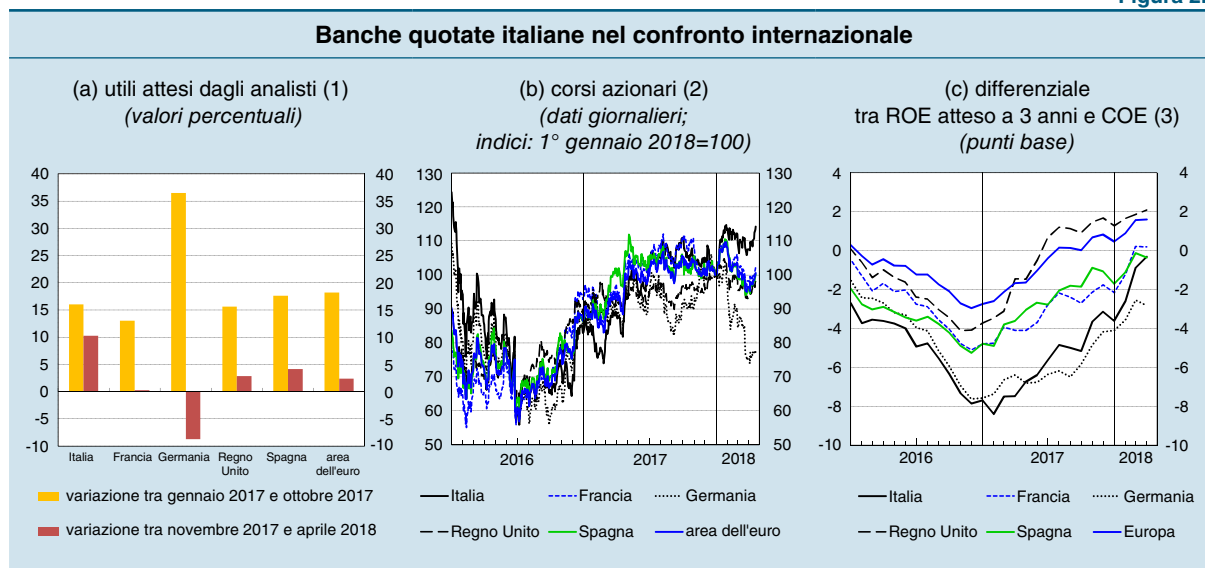
Figura 2.8



Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch.

(1) Asset swap spread ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli. Non esiste una perfetta corrispondenza tra i titoli inclusi negli indici Bank of America Merrill Lynch, utilizzati nel grafico, e la loro idoneità ai fini dei programmi di acquisto dell'Eurosistema. – (2) Gli indici ICE Bank of America Merrill Lynch per l'area dell'euro sono stati rielaborati escludendo l'Italia.

Figura 2.9

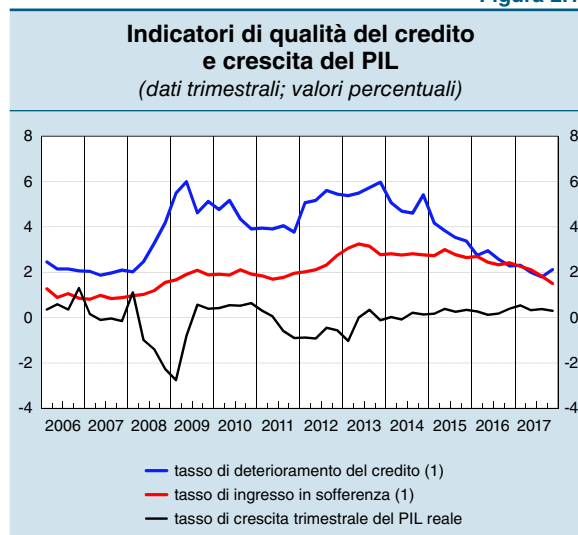


(1) Stime sugli utili netti per i successivi 12 mesi espressi in euro. Dati relativi alle banche incluse negli indici FTSE Italy Banks, FTSE Germany Banks, FTSE France Banks, FTSE Spain Banks, FTSE UK Banks, Euro Stoxx Banks espressi in euro. – (2) Dati relativi agli indici indicati nella nota 1 espressi in euro. – (3) Rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) e costo del capitale proprio (*cost of equity*, COE). I dati si riferiscono alle 34 banche europee quotate che partecipano allo stress test dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) nel 2018: per l'Italia, UniCredit spa, Intesa Sanpaolo spa, UBI Banca spa, Banco BPM spa; per l'Austria, Erste Group Bank AG, Raiffeisen Bank International AG; per il Belgio: KBC Group NV; per la Germania: Deutsche Bank AG, Commerzbank AG; per la Danimarca: Danske Bank AS, Jyske Bank AS; per la Spagna: Banco Santander SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Banco de Sabadell SA, CaixaBank SA; per la Francia: BNP Paribas SA, Société Générale SA, Crédit Agricole SA; per il Regno Unito: Lloyds Banking Group plc, HSBC Holdings plc, The Royal Bank of Scotland Group plc, Barclays plc; per l'Ungheria: OTP Bank Nyrt.; per l'Irlanda: Allied Irish Banks plc, Bank of Ireland; per i Paesi Bassi: ABN AMRO Groep NV, ING Groep NV; per la Norvegia: DNB ASA; per la Polonia: Bank Pekao SA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA; per la Svezia: Swedbank AB, Nordea Bank AB, Skandinaviska Enskilda Banken AB, Svenska Handelsbanken AB. Il livello del costo del capitale è ottenuto utilizzando il modello analitico CAPM. I dati si riferiscono ad aprile 2018 e a medie ponderate per la capitalizzazione di mercato.

### I rischi dell'attivo

Il flusso di nuovi crediti deteriorati, valutato in rapporto al totale dei prestiti *in bonis*, si è stabilizzato attorno ai valori della metà dello scorso decennio (fig. 2.10). Nel secondo semestre del 2017 numerosi intermediari hanno effettuato ingenti cessioni di prestiti in sofferenza (26,5 miliardi, contro 5,7 nel primo semestre), realizzate per quasi due terzi attraverso operazioni di cartolarizzazione, in molti casi avvalendosi della garanzia pubblica. Nel corso dell'anno sono stati venduti anche crediti deteriorati diversi dalle sofferenze per circa 2 miliardi. Le cessioni hanno favorito un calo significativo delle consistenze dei crediti deteriorati, sia al lordo sia al netto delle svalutazioni (rispettivamente di 40 e 16 miliardi) e una riduzione della loro incidenza sul totale dei prestiti (al 14,5 e al 7,5 per cento; tav. 2.1 e fig. 2.11.a). La dispersione dell'indicatore tra le banche è diminuita (fig. 2.11.b), ma per diversi intermediari il peso delle esposizioni deteriorate rimane su valori elevati.

Figura 2.10



Fonte: Centrale dei rischi.  
(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati e di sofferenze rettificare in rapporto alle consistenze dei prestiti al netto, rispettivamente, dei prestiti deteriorati rettificati e delle sofferenze rettificate alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, ove presente.

Tavola 2.1

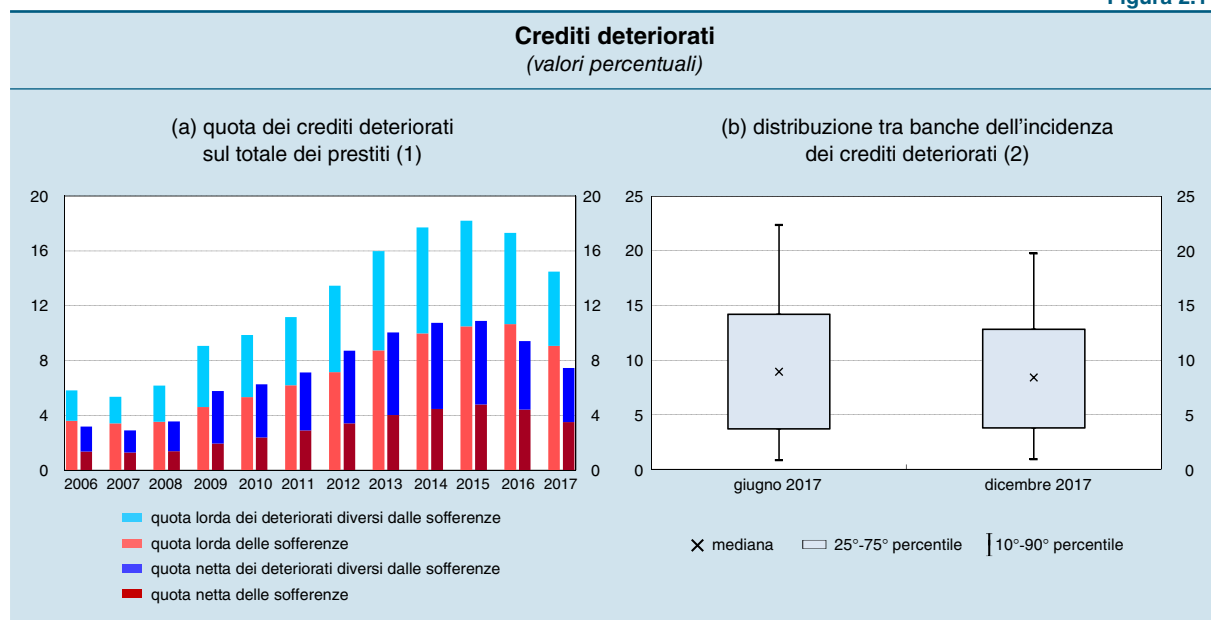
**Qualità del credito: importi, incidenze e tassi di copertura dei crediti deteriorati (1)**  
(miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2017)

	Banche significative (2)					Banche meno significative (2)					Totale (2)				
	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura
<b>Crediti verso la clientela (3)</b>	<b>1.463</b>	<b>1.343</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>8,2</b>	<b>308</b>	<b>280</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>9,0</b>	<b>1.965</b>	<b>1.807</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>8,1</b>
<i>In bonis</i>	1.251	1.245	85,5	92,7	0,5	254	252	82,5	90,1	0,6	1.681	1.672	85,5	92,5	0,5
Deteriorati (4)	212	98	14,5	7,3	53,8	54	28	17,5	9,9	48,5	285	135	14,5	7,5	52,7
sofferenze	133	46	9,1	3,4	65,3	33	13	10,7	4,5	61,3	178	63	9,1	3,5	64,4
inadempienze probabili	76	49	5,2	3,7	34,7	19	13	6,1	4,7	31,0	101	67	5,1	3,7	33,9
scaduti	3	2	0,2	0,2	28,3	2	2	0,7	0,7	9,8	6	5	0,3	0,3	21,4

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

(1) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. Nel caso dei crediti *in bonis* è calcolato come rapporto tra gli accantonamenti generici e i crediti *in bonis*. Il totale può non corrispondere alla somma delle componenti a causa degli arrotondamenti. I dati sono provvisori. – (2) Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE, le banche meno significative sono quelle vigilate dalla Banca d'Italia in stretta collaborazione con la BCE. Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative italiane né come meno significative italiane e rappresentano circa il 10 per cento del totale dei crediti lordi verso la clientela. Sono escluse le filiali di banche estere. – (3) Includono il portafoglio "attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione". – (4) Le sottocategorie di crediti deteriorati riflettono la definizione della Banca d'Italia, non armonizzata, che si affianca a quella europea; essa consente la distinzione delle esposizioni per classi di rischiosità decrescenti: sofferenze, inadempienze probabili e esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, in continuità storica con la definizione precedente.

Figura 2.11



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

(1) Crediti verso clientela. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Le quote sono calcolate al lordo e al netto delle relative rettifiche di valore. – (2) Al netto delle rettifiche di valore. Le banche di credito cooperativo sono state convenzionalmente raggruppate nei 3 gruppi in cui a breve confluiranno a seguito della riforma del settore.

Nel 2017 le banche italiane significative con elevati livelli di crediti deteriorati hanno conseguito risultati in linea con gli obiettivi di riduzione indicati nei piani triennali presentati all'autorità di vigilanza. Lo scorso marzo le banche hanno trasmesso i piani aggiornati per il triennio 2018-2020, che prevedono un calo complessivo di esposizioni deteriorate del 38 per cento. Entro la fine del 2018 anche le banche meno significative con elevati livelli di crediti deteriorati dovranno predisporre strategie e piani operativi, coerenti con le linee guida emanate dalla Banca d'Italia lo scorso gennaio<sup>4</sup>.

Nel marzo di quest'anno la Commissione europea ha pubblicato una proposta legislativa che prevede per tutte le banche l'obbligo, a fini prudenziali (primo pilastro), di svalutare integralmente in otto anni le esposizioni deteriorate garantite e in due anni quelle non garantite. Per le esposizioni deteriorate per cui non si registrano ritardi di pagamento superiori a 90 giorni è previsto un obbligo di svalutazione inferiore (80 per cento): in Italia questo trattamento di favore si applicherebbe a circa il 15 per cento delle esposizioni deteriorate. La Banca centrale europea (BCE) ha pubblicato, sempre in marzo, un'integrazione alle linee guida relative alla gestione dei crediti deteriorati (*addendum*)<sup>5</sup>. I due provvedimenti non si discostano da quelli posti in consultazione lo scorso novembre<sup>6</sup>. Nei paesi dell'Unione europea in cui i tempi delle procedure di recupero dei crediti deteriorati sono ampiamente al di sopra della media, come l'Italia, queste misure potrebbero avere effetti indesiderati sull'offerta di credito.

In Italia sono state avviate di recente o sono in corso di realizzazione diverse iniziative volte a favorire il recupero dei crediti (cfr. il riquadro: *Le iniziative nazionali per favorire il recupero dei crediti deteriorati garantiti da immobili*).

#### LE INIZIATIVE NAZIONALI PER FAVORIRE IL RECUPERO DEI CREDITI DETERIORATI GARANTITI DA IMMOBILI

Sono in via di aggiornamento le disposizioni di vigilanza in materia di investimenti in immobili, poste in consultazione dalla Banca d'Italia lo scorso marzo. Le nuove misure da un lato confermano il limite al valore degli immobili che le banche possono detenere, per evitare i rischi di un eccessivo immobilizzo dell'attivo; dall'altro eliminano o modificano regole (ad es. requisiti di capitale aggiuntivi e l'imposizione di un pronto smobilizzo) che potrebbero disincentivare il recupero dei crediti attraverso l'acquisizione dei beni immobili ricevuti in garanzia o accelerare la dismissione degli immobili acquisiti, con effetti indesiderati sull'entità del recupero stesso.

È in fase di conclusione la definizione delle norme che regoleranno il funzionamento del registro delle procedure di espropriazione forzata immobiliare, delle procedure di insolvenza e degli strumenti di gestione della crisi, che sarà istituito presso il Ministero della Giustizia. La fase di sperimentazione della piattaforma informatica è stata avviata lo scorso gennaio. Il registro permetterà alle banche di reperire in tempo reale informazioni sullo stato di avanzamento delle procedure: in tal modo gli intermediari disporranno di un ulteriore strumento per decidere se gestire in proprio l'attività di recupero dei crediti deteriorati, trasferirla (in tutto o in parte) a società terze, oppure cedere queste posizioni sul mercato. In caso di esternalizzazione del recupero dei crediti, il registro delle procedure consentirà alle banche di controllare l'attività delle società

<sup>4</sup> Banca d'Italia, *Linee guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati*, gennaio 2018.

<sup>5</sup> La *misura della BCE* prevede che le svalutazioni avvengano in sette anni per le posizioni garantite e in due anni per quelle non garantite. Inoltre si applica alle esposizioni – anche già in essere – che diventeranno deteriorate successivamente al 1° aprile 2018; la *misura della Commissione europea* si applicherebbe invece solo alle esposizioni deteriorate riconducibili a crediti erogati successivamente alla pubblicazione della proposta (14 marzo 2018).

<sup>6</sup> Cfr. il riquadro: *Le recenti proposte della BCE e della Commissione europea sulla valutazione dei crediti deteriorati*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017 e la risposta della Banca d'Italia alla consultazione della Commissione europea.

interessate (*servicers*), verificandone l'efficacia. Accrescendo la trasparenza sulle procedure giudiziali, tale strumento potrà inoltre attrarre nuovi operatori del comparto del recupero crediti e stimolare lo sviluppo del relativo mercato secondario.

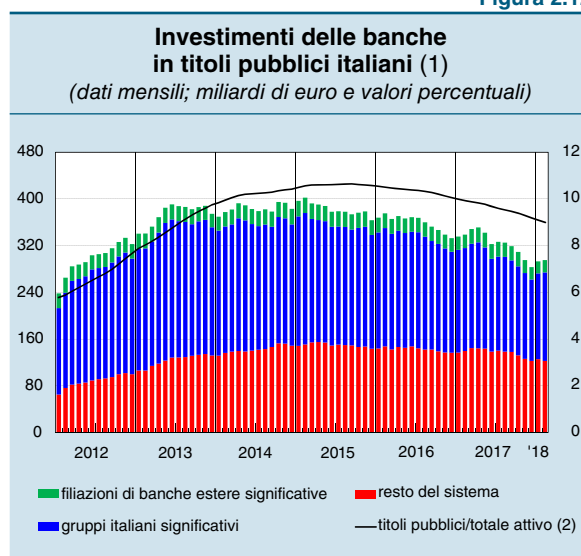
Lo scorso febbraio è entrato in vigore l'obbligo di pubblicare gli avvisi di vendita all'asta degli immobili sul Portale delle vendite pubbliche, che rappresenta un importante avanzamento nel processo di digitalizzazione delle aste giudiziarie. Il portale, gestito dal Ministero della Giustizia, permette di reperire su un unico sito i documenti relativi agli immobili e le informazioni sulle procedure da seguire per partecipare all'incanto. Ciò faciliterà l'accesso alle aste e amplierà la platea dei possibili acquirenti.

Le banche stanno aumentando i tassi di copertura dei crediti deteriorati. La cessione in blocco da parte di UniCredit di un portafoglio di sofferenze fortemente svalutate ha comportato in aggregato una riduzione dell'indicatore al 52,7 per cento, dal 53,5 di giugno del 2017; escludendo tale operazione il tasso di copertura sarebbe aumentato di oltre un punto percentuale.

Il *Texas ratio*<sup>7</sup> delle banche classificate come significative ai fini di vigilanza è diminuito di dieci punti percentuali, all'86 per cento; si è ridotto il divario con i principali intermediari europei.

L'esposizione delle banche italiane nei confronti del settore pubblico del Paese continua a ridursi a un ritmo sostenuto. Nei dodici mesi terminanti in febbraio l'ammontare di titoli pubblici italiani in portafoglio è diminuito di 44 miliardi, a 295 (fig. 2.12) e la loro quota sul totale delle attività è scesa dal 9,6 all'8,5 per cento.

Figura 2.12



Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
(1) Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. È esclusa la Cassa depositi e prestiti spa. – (2) Scala di destra. Media mobile dei 12 mesi terminanti in quello indicato.

### I rischi di rifinanziamento e di liquidità

Le esigenze di finanziamento delle banche italiane continuano a essere soddisfatte dalla sostenuta espansione dei depositi (tav 2.2); il ricorso all'Eurosistema è rimasto pressoché costante dal marzo 2017, dopo l'ultima delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

Prosegue la riduzione della raccolta obbligazionaria, scesa alla fine di febbraio a 267 miliardi<sup>8</sup>; l'ammontare degli strumenti subordinati è pari a 39 miliardi, di cui 15 detenuti da famiglie (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A5). Circa la metà delle obbligazioni giungerà a scadenza entro il 2020. Qualora i requisiti relativi alle passività soggette a *bail-in*, attualmente oggetto di negoziazione a livello europeo, rendessero necessarie nuove ingenti emissioni sui mercati all'ingrosso, i rendimenti richiesti dagli investitori potrebbero aumentare in misura notevole, con effetti negativi sul costo e sulla

<sup>7</sup> Il *Texas ratio* è dato dal rapporto tra crediti deteriorati lordi e la somma del capitale di migliore qualità e delle rettifiche di valore dei crediti deteriorati.

<sup>8</sup> Sono escluse le obbligazioni detenute da banche appartenenti al gruppo dell'emittente e da altre banche residenti.

<b>Raccolta delle banche italiane (1)</b> (miliardi di euro e variazioni percentuali)					
	consistenze a febbraio 2018	quota sul totale	variazioni percentuali sui 12 mesi (2)		
			febbraio 2018	agosto 2017	febbraio 2017
Depositi da residenti in Italia (3)	1.480	63,4	4,0	4,1	2,9
di cui: da famiglie	1.055	45,2	3,2	2,8	3,4
da imprese	263	11,3	13,1	11,4	72
Depositi da non residenti	299	12,8	0,3	-1,6	-6,8
Obbligazioni	267	11,5	-19,0	-14,7	-14,6
di cui: detenute da famiglie	99	4,2	-34,9	-29,5	-23,0
Passività nette verso controparti centrali (4)	36	1,6	-46,8	-18,4	-8,1
Passività verso l'Eurosistema (5)	251	10,8	25,9	46,1	31,7
<b>Raccolta complessiva</b>	<b>2.334</b>	<b>100,0</b>	<b>0,6</b>	<b>3,0</b>	<b>0,2</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali. È inclusa la Cassa depositi e prestiti spa.

(1) Esclude tutte le passività verso altre banche residenti in Italia. I dati di febbraio 2018 sono provvisori. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Include le sole operazioni di pronti contro termine, rappresenta la raccolta estera effettuata mediante controparti centrali. – (5) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. [Banche e moneta: serie nazionali](#), Banca d'Italia, Statistiche, tavv. 3.3a e 3.3b.

disponibilità di credito (cfr. il riquadro: *Le nuove regole sul requisito MREL: effetti sulla raccolta delle banche*).

#### LE NUOVE REGOLE SUL REQUISITO MREL: EFFETTI SULLA RACCOLTA DELLE BANCHE

La direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) prevede un requisito minimo di fondi propri e passività soggette a bail-in (minimum requirement for own funds and eligible liabilities, MREL)<sup>1</sup> per assicurare che ogni intermediario, in caso di risoluzione, disponga di un ammontare adeguato di risorse patrimoniali e di altre passività in grado di assorbire le perdite e ricostituire il capitale. Il requisito MREL mira a preservare la stabilità finanziaria, promuovendo un sistema di gestione delle crisi ordinato ed efficace; allo stesso tempo la sua introduzione potrebbe dar luogo a un rilevante aumento del costo della raccolta per gli intermediari e a una minore disponibilità di credito bancario per l'economia, come documentato nel rapporto sulla definizione e l'attuazione del requisito MREL pubblicato dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) alla fine del 2016<sup>2</sup>.

Le stime sui costi del MREL sono molto incerte. Gli impatti calcolati dall'EBA sono mediamente contenuti, ma sono molto diversi sia tra le banche (a seconda del rating e della capacità di accedere ai mercati per il collocamento delle nuove passività) sia tra i paesi dell'Unione europea. In alcuni di questi, a regime, l'impatto sul PIL potrebbe essere prossimo allo zero, mentre in altri potrebbe comportare, nel lungo periodo, una riduzione fino a due punti percentuali<sup>3</sup>; gli effetti potrebbero essere ancora più ampi nel periodo di transizione. Un'ipotesi cruciale delle analisi dell'EBA è che il mercato obbligazionario sia profondo e liquido, in grado di assorbire tutti i nuovi titoli emessi dalle banche. Lo stesso studio dell'EBA riconosce che si tratta di un'ipotesi non del tutto realistica,

<sup>1</sup> Cfr. il riquadro: *Il requisito MREL (minimum requirement for own funds and eligible liabilities)*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2016.

<sup>2</sup> EBA, *Final report on MREL. Report on the implementation and design of the MREL framework*, dicembre 2016.

<sup>3</sup> L'EBA quantifica anche i benefici del requisito MREL in termini di minore perdita di prodotto. Si ipotizza infatti che la prospettiva di una risoluzione ordinata riduca l'eccessiva assunzione di rischio (azzardo morale), promuova una maggiore disciplina di mercato e determini minori costi per le finanze pubbliche in caso di crisi. A tali effetti corrisponderebbero una riduzione della probabilità di crisi e più bassi costi della stessa. Sebbene la quantificazione dei benefici sia estremamente incerta, l'EBA conclude che il requisito MREL comporterebbe benefici netti positivi per l'economia.

soprattutto con riferimento agli intermediari che non hanno avuto finora regolare accesso ai mercati internazionali.

Nostre analisi – basate sulla proposta di revisione della BRRD presentata dalla Commissione europea alla fine del 2016<sup>4</sup> – stimano che, alla fine di un periodo di transizione ipotizzato di tre anni, le banche italiane significative (il cui requisito verrà stabilito dal Comitato per la risoluzione unico) potrebbero registrare una carenza aggregata di passività idonee tra i 30 e i 60 miliardi di euro, a seconda del grado di subordinazione del requisito tuttora in discussione. Le stime confermano la conclusione del rapporto dell'EBA riguardo all'ampia variabilità tra banche degli effetti sul costo della raccolta in relazione alla loro rischiosità e capacità di accesso al mercato. Nelle attuali condizioni – caratterizzate da premi per il rischio particolarmente bassi – l'aumento del costo medio della raccolta<sup>5</sup> dovuto alla ricomposizione delle passività sarebbe molto contenuto per i gruppi che già emettono obbligazioni in modo continuativo. Per le altre banche le stime sono più incerte: il costo medio della loro raccolta, pari a circa 70 punti base nel giugno 2017, potrebbe aumentare tra i 10 e i 30 punti base. A parità di altre condizioni, ciò comporterebbe un calo del margine di intermediazione compreso tra il 2 e l'8 per cento. Alcune banche inoltre potrebbero trovare meno oneroso rispettare il requisito mediante una diminuzione delle attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA), ottenuta ricomponendo o riducendo le proprie attività.

Sia l'aumento del costo della raccolta sia gli interventi sulle attività si rifletteranno in una minore disponibilità di credito per l'economia. Gli effetti saranno tanto più ampi quanto maggiore è la quantità di passività MREL da soddisfare con strumenti subordinati. Per mitigare questi effetti negativi, la revisione delle regole sul MREL dovrebbe quindi prevedere risorse proporzionate in quantità e qualità alle effettive esigenze della risoluzione, nonché un periodo transitorio sufficientemente ampio per permettere alle banche di costituire il requisito in modo graduale.

<sup>4</sup> La proposta della Commissione prevede un regime differenziato per le banche a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Banks*, G-SIB) rispetto alle altre banche, con riguardo sia alla quantità di risorse richieste sia alla natura degli strumenti computabili: (a) per le prime è previsto un MREL minimo armonizzato equivalente a quello concordato a livello internazionale nell'ambito del Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) relativamente alla misura di capacità totale di assorbimento delle perdite (*total loss absorbency capacity*, TLAC), da soddisfare con passività subordinate; (b) per le seconde viene stabilito un requisito MREL da definire caso per caso dall'autorità di risoluzione secondo precisi criteri che saranno esplicitati nella nuova BRRD; tale requisito potrà essere soddisfatto anche con passività non subordinate. Per una puntuale descrizione della disciplina MREL per le due categorie di banche, cfr. il testo della [proposta di direttiva](#) della Commissione europea del 23 novembre 2016.

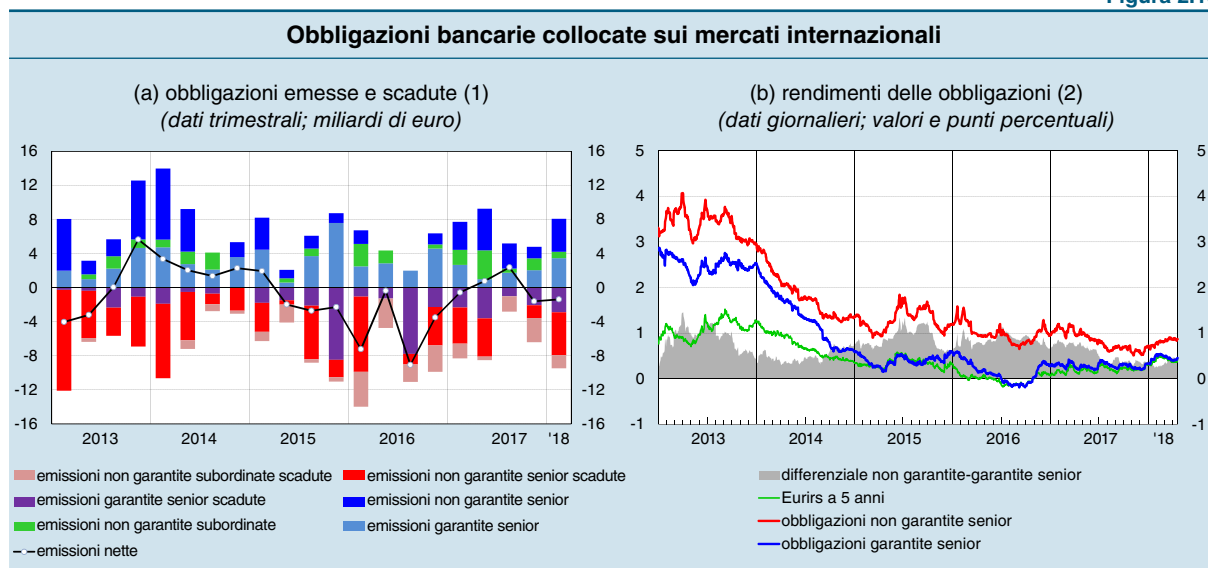
<sup>5</sup> Quest'ultimo è riferito all'intera raccolta con l'eccezione di quella ottenuta come finanziamento dalla banca centrale.

La provvista delle banche italiane sui mercati obbligazionari internazionali rimane limitata: negli ultimi tre anni l'importo totale dei collocamenti lordi è stato pari a 65 miliardi di euro per le banche significative e a 15 per quelle meno significative, il 2,6 per cento della consistenza media delle attività per entrambe le categorie di intermediari (fig. 2.13.a). All'inizio del 2018 sono stati collocati i primi titoli subordinati computabili ai fini MREL destinati a investitori qualificati, recentemente introdotti dalla regolamentazione europea (obbligazioni chirografarie non preferite)<sup>9</sup>; due intermediari italiani hanno collocato 2 miliardi (15 miliardi le emissioni complessive degli altri intermediari europei). Il rendimento medio delle obbligazioni senior garantite a cinque anni emesse sui mercati internazionali nei primi mesi del 2018 dalle banche italiane è stato pari allo 0,46 per cento (fig. 2.13.b), un valore analogo a quello delle banche spagnole e circa il doppio di quello degli intermediari tedeschi e francesi. Il divario con i rendimenti richiesti sulle obbligazioni non garantite ammonta a circa 35 punti base.

<sup>9</sup> Direttiva UE/2017/2399 del 12 dicembre 2017, recepita nel nostro ordinamento con L. 205/2017.

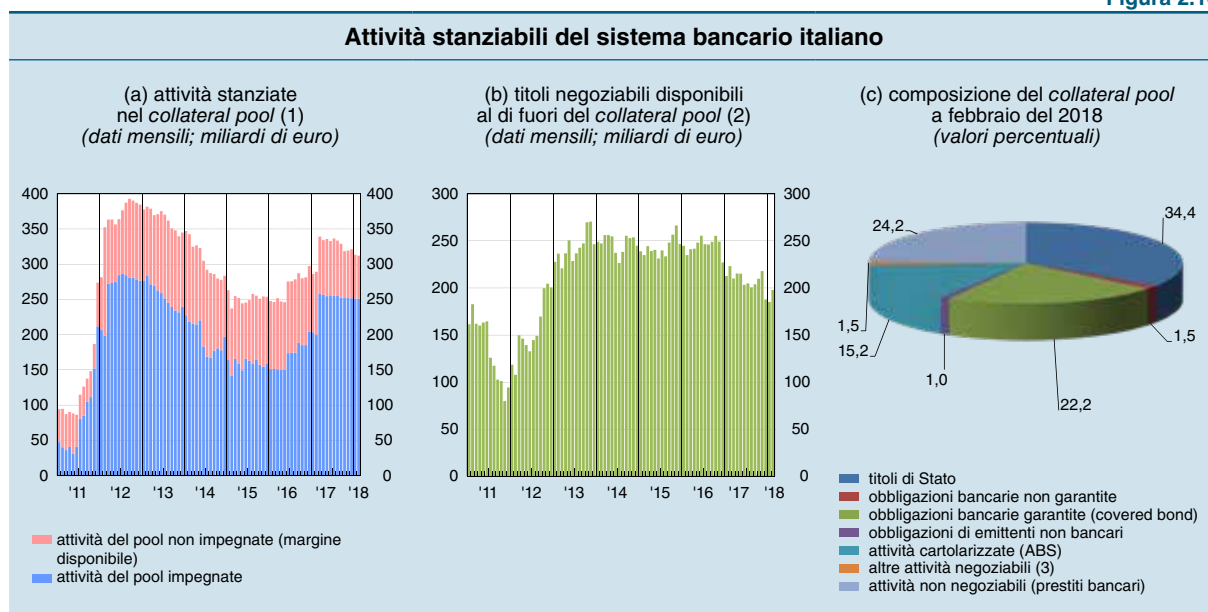


Figura 2.13



L'importo delle attività utilizzabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema rimane ampio, anche se in calo rispetto a settembre del 2017 a seguito della riduzione di titoli di Stato nel portafoglio delle banche. Sono diminuite sia le attività depositate presso la Banca d'Italia (*collateral pool*; fig. 2.14.a) sia i titoli negoziabili non vincolati al di fuori del *collateral pool* (fig. 2.14.b); il peso dei

Figura 2.14



titoli di Stato nel *collateral pool* è sceso a favore dei prestiti bancari e delle cartolarizzazioni (fig. 2.14.c; cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A6). A fronte di un ricorso pressoché costante all'Eurosistema, la quota di attività utilizzate come garanzia (*asset encumbrance*) dalle banche italiane significative è stabile poco al di sotto del 30 per cento, un valore prossimo a quello delle principali banche europee (28 per cento). Per le banche meno significative è aumentata al 24 per cento (22 per cento nel settembre del 2017) per effetto del maggior ricorso al mercato dei pronti contro termine.

L'accesso delle banche italiane al rifinanziamento non risentirà negativamente delle modifiche degli scarti di garanzia (*haircuts*) applicati alle attività conferite in garanzia per le operazioni di politica monetaria entrate in vigore in aprile, a seguito della revisione delle misure di controllo del rischio da parte dell'Eurosistema<sup>10</sup>. Queste misure determineranno complessivamente una riduzione del valore cauzionale delle attività attualmente conferite di circa l'1 per cento (3 miliardi). Per i titoli fuori dal *collateral pool* si avranno impatti trascurabili. Nel mese di febbraio il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di estendere la validità delle regole relative ai prestiti bancari aggiuntivi (*additional credit claims*) fino al marzo 2021<sup>11</sup>, quando scadrà l'ultima TLTRO; l'utilizzo di tali prestiti per le banche italiane è pari a 32 miliardi.

La riduzione dei titoli di Stato negli attivi bancari non ha modificato la posizione netta di liquidità delle banche significative, che si è mantenuta al 14 per cento, ma ne ha cambiato la composizione (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A7): la diminuzione delle riserve di attività non impegnate e stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema (*counterbalancing capacity*) è stata controbilanciata dall'andamento dei flussi di cassa cumulati attesi sull'orizzonte temporale di 30 giorni che sono divenuti positivi per effetto delle ampie riserve di liquidità depositate presso la banca centrale (cfr. il par. 2.1). L'indicatore relativo alle banche meno significative è stabile intorno al 17 per cento.

L'indice di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*, LCR) alla fine del 2017 era pari al 171 per cento (tav. 2.3)<sup>12</sup>; l'indicatore rimarrebbe ben superiore al minimo regolamentare del 100 per cento anche nel caso di una riduzione del valore dei titoli disponibili dovuta a un forte rialzo dei tassi di interesse privi di rischio (cfr. il riquadro: *Gli effetti di un rialzo dei tassi di interesse sugli indici di liquidità*).

**Tavola 2.3**

**Indicatore di copertura della liquidità delle banche italiane (1)**  
(valori percentuali)

	Indicatore (30 giugno 2017)	Indicatore (31 dicembre 2017)	Attività di 1° livello in rapporto al totale buffer (2) (31 dicembre 2017)
Primi 5 gruppi (3)	202	160	97
Altre banche significative (3)	153	137	97
Banche meno significative (4)	203	247	100
<b>Totale sistema</b>	<b>197</b>	<b>171</b>	<b>97</b>

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

(1) L'indicatore di copertura della liquidità è dato dal rapporto tra il totale delle attività liquide di elevata qualità e il totale dei deflussi di cassa netti calcolato per un orizzonte futuro di 30 giorni di calendario, cfr. Comitato di Basilea, *Basilea 3. Il Liquidity Coverage Ratio e gli strumenti di monitoraggio del rischio di liquidità*, BIS, gennaio 2013. – (2) Regolamento delegato UE/2015/61, art. 10. – (3) Banche vigilate direttamente dalla BCE. Il dato include solo gli intermediari in essere a entrambe le date. – (4) Banche vigilate dalla Banca d'Italia in collaborazione con la BCE.

<sup>10</sup> BCE, *ECB amends guidelines relating to the Eurosystem's monetary policy implementation*, comunicato stampa dell'8 febbraio 2018.

<sup>11</sup> BCE, *Decisions taken by the Governing Council of the ECB (in addition to decisions setting interest rates)*, comunicato stampa del 23 febbraio 2018.

<sup>12</sup> La riduzione nel confronto con il dato di giugno 2017 dipende da una rettifica nelle modalità segnaletiche di un intermediario.

## GLI EFFETTI DI UN RIALZO DEI TASSI DI INTERESSE SUGLI INDICI DI LIQUIDITÀ

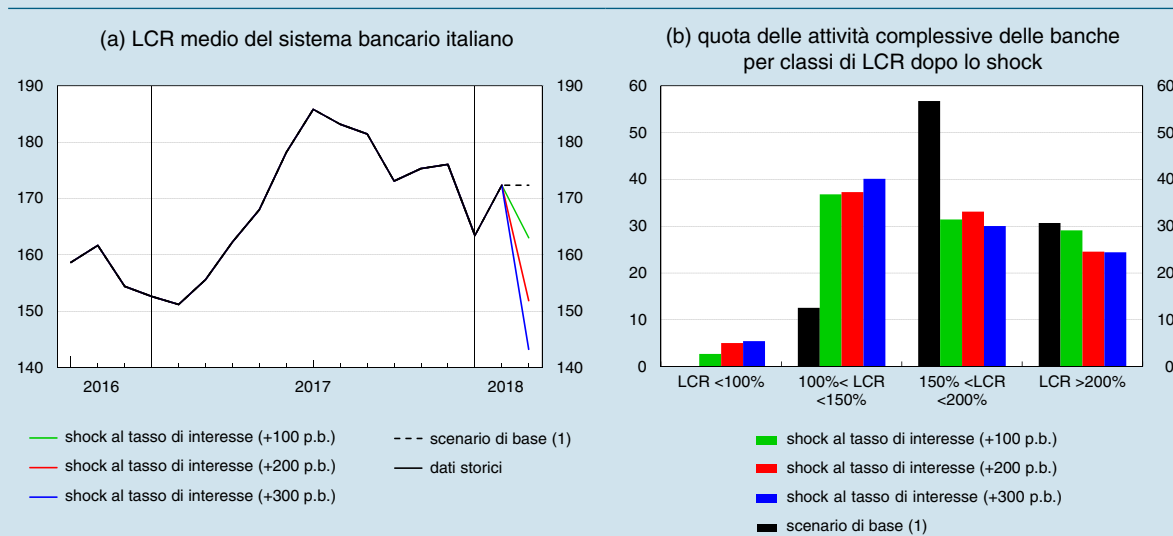
Un incremento dei tassi di interesse privi di rischio avrebbe un impatto negativo sull'indice di copertura della liquidità delle banche (*liquidity coverage ratio*, LCR) a causa della contrazione del valore degli attivi che compongono il numeratore dell'indice. Inoltre, la riduzione del valore dei titoli vincolati a garanzia dei finanziamenti costringerebbe le banche, a parità di altre condizioni, a reintegrare il valore delle garanzie vincolando nuovi titoli; poiché questi ultimi non potrebbero più essere computati come titoli liberi nel numeratore dell'indice, si avrebbe un ulteriore effetto negativo sull'LCR.

Per valutare questi effetti sulle banche italiane sono stati esaminati tre scenari in cui si ipotizza una crescita dei tassi di interesse privi di rischio rispettivamente di 100, 200 e 300 punti base sull'intera curva dei rendimenti, mantenendo costanti i premi al rischio, a fronte di uno scenario di base in cui i tassi di interesse rimangono sui livelli della fine di gennaio del 2018.

I risultati mostrano che l'LCR medio<sup>1</sup> del sistema, pur diminuendo dal 172 al 143 per cento, rimarrebbe ben al di sopra del minimo regolamentare del 100 per cento anche nel caso dello shock più severo (figura, pannello a). Nello scenario di un rialzo dei tassi di interesse privi di rischio di 100 punti base, la quota delle banche che si troverebbe sotto la soglia sarebbe pari al 2,6 per cento e in termini di dimensione rappresenterebbe il 2,7 per cento del totale dell'attivo (figura, pannello b). Tali valori salirebbero rispettivamente a 4,3 e 5,0 per cento nello scenario intermedio e a 4,6 e 5,4 per cento in quello più severo.

Figura

**Analisi di stress sull'indice di copertura della liquidità (LCR)**  
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza armonizzate a livello europeo consolidate per i gruppi, individuali per le banche non appartenenti a un gruppo. L'LCR è conforme con il regolamento delegato UE/2015/61.

(1) Lo scenario di base fa riferimento ai livelli dei tassi di interesse e dell'indice di copertura della liquidità registrati alla fine di gennaio del 2018.

Nel complesso il sistema bancario italiano detiene adeguati livelli di attività liquide ed è in grado di resistere ad aumenti dei tassi di interesse privi di rischio anche molto elevati.

<sup>1</sup> Ponderato per la dimensione di ciascuna banca.

## I rischi di tasso di interesse e di mercato

Le banche italiane sono poco esposte al rischio di tasso di interesse, misurato dalla variazione del valore economico netto del bilancio (differenza tra il valore delle attività e quello delle passività del *banking book*) che può derivare da spostamenti della curva dei rendimenti privi di rischio. Sulla base degli ultimi dati disponibili, riferiti alla fine del 2017, un rialzo di 200 punti base dell'intera curva dei rendimenti determinerebbe per gli 11 gruppi bancari significativi un aumento medio del valore economico pari al 2,9 per cento dei fondi propri<sup>13</sup>. Per 2 degli intermediari considerati vi sarebbe un effetto negativo, seppure contenuto (in media pari all'1,7 per cento).

Prosegue la diminuzione dei rischi di mercato, sia per il complesso dei portafogli valutati al *fair value* (*trading e banking book*) sia per il solo *trading book* (fig. 2.15), riconducibile da un lato alla bassa volatilità che sino alla fine del 2017 ha caratterizzato la maggior parte dei mercati finanziari e dall'altro alla riduzione della durata finanziaria media dei titoli obbligazionari in portafoglio.

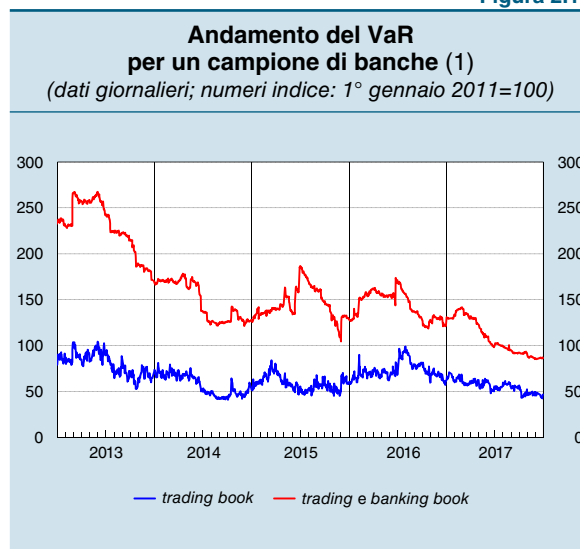
## Il patrimonio e la redditività

Il patrimonio delle banche italiane continua a crescere. Alla fine del 2017 il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) era pari al 13,8 per cento delle attività ponderate per il rischio, in aumento di circa 130 punti base rispetto a giugno del 2017; per le banche significative ammontava al 13,3 per cento, con un incremento di 150 punti base. È ulteriormente diminuito il divario tra il grado di patrimonializzazione delle banche significative italiane e quello medio delle principali banche europee, pari a 150 punti base alla fine del 2017. Il rapporto di leva finanziaria (*leverage ratio*), che misura l'adeguatezza del capitale rispetto alle attività non ponderate per il rischio, rimane più elevato per gli intermediari italiani (6,0 per cento, 5,5 per quelli europei).

Il rafforzamento patrimoniale è dovuto soprattutto al perfezionamento degli aumenti di capitale da parte di alcuni grandi intermediari. Nel secondo semestre del 2017 i gruppi Monte dei Paschi di Siena, Banca Carige e UBI Banca hanno portato a termine operazioni per un importo complessivo superiore a 9 miliardi di euro. Nel marzo di quest'anno è stato completato anche l'aumento di capitale di Credito Valtellinese, per un ammontare di 700 milioni. Gli attivi ponderati per il rischio sono diminuiti del 3 per cento rispetto a giugno, prevalentemente per effetto della riallocazione verso attività meno rischiose.

<sup>13</sup> L'esposizione al rischio di tasso di interesse a fini prudenziali viene calcolata dalle banche secondo le linee guida dell'EBA (*Final report. Guidelines on the management of the interest rate risk arising from non-trading activities*, maggio 2015) stimando l'effetto di una variazione della struttura dei rendimenti sulla parte di bilancio classificata come *banking book*, tenendo conto della scadenza o di ipotesi sulla durata finanziaria di tutte le poste di bilancio (cfr. il riquadro: *Le metodologie per la misurazione del rischio di tasso*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2010).

Figura 2.15



Fonte: dati relativi ai 5 gruppi bancari che utilizzano modelli interni per la quantificazione dei rischi di mercato.

(1) Medie ponderate per la dimensione dei portafogli dei singoli intermediari. Il Value at Risk (VaR) rappresenta la perdita di valore del portafoglio che in un dato intervallo temporale (10 giorni) non sarà superata con un certo livello di confidenza (il 99 per cento). Gli indici riflettono l'andamento dei VaR riferiti a tutte le posizioni (titoli e derivati) iscritti in bilancio al *fair value* (linea rossa) e alla sola componente iscritta nel portafoglio di *trading* (linea blu). Una diminuzione segnala una riduzione del rischio.

La redditività delle banche italiane è cresciuta nel 2017, principalmente grazie ai minori accantonamenti per rettifiche su crediti e al miglioramento dell'efficienza operativa (fig. 2.16). Nel confronto con il 2016, il margine di intermediazione è rimasto sostanzialmente stabile (-0,3 per cento). A fronte della flessione del margine di interesse (-0,9 per cento) sono aumentate le commissioni legate alla gestione e all'amministrazione del risparmio (con un incremento del 6,3 per cento) per effetto della robusta espansione della raccolta in fondi comuni (cfr. il par. 2.3).

I costi operativi si sono ridotti del 5,5 per cento, a seguito della flessione sia delle spese per il personale (-3,8 per cento) sia delle altre spese amministrative (-7,8 per cento). L'incidenza dei costi operativi sul margine di intermediazione è diminuita di oltre quattro punti percentuali, al 69 per cento. Le rettifiche su crediti, scese quasi del 40 per cento, hanno pesato sul risultato di gestione per il 77 per cento; nel 2016 il rapporto era stato del 155 per cento, anche a causa del forte aumento delle rettifiche su posizioni in sofferenza effettuate dal gruppo UniCredit in vista della loro cessione.

Nel 2017 il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) è stato del 7,0 per cento, sostenuto anche da componenti straordinarie relative a operazioni di aggregazione realizzate nel corso dell'anno. Al netto di tali componenti, il ROE sarebbe stato del 4,1 per cento, comunque in forte crescita rispetto al -5,7 dell'anno precedente. Il valore mediano del ROE è pari al 2,5 per cento; per un quarto degli intermediari è inferiore all'1 per cento.

Secondo le previsioni basate sullo scenario macroeconomico più recente, nel biennio 2018-2019 i ricavi aumenterebbero, beneficiando dell'incremento del margine di interesse dovuto sia alle condizioni congiunturali favorevoli sia al rialzo dei tassi di interesse; le svalutazioni su crediti registrerebbero un ulteriore calo. Qualora i costi operativi rimanessero invariati rispetto al 2017, alla fine del 2019 il risultato di gestione in rapporto alle attività su base non consolidata salirebbe di un decimo di punto, allo 0,7 per cento, rimanendo comunque al di sotto dei livelli della metà dello scorso decennio (1,0 per cento); l'incidenza delle rettifiche su crediti sulla redditività operativa si ridurrebbe di oltre il 30 per cento rispetto al 2017.

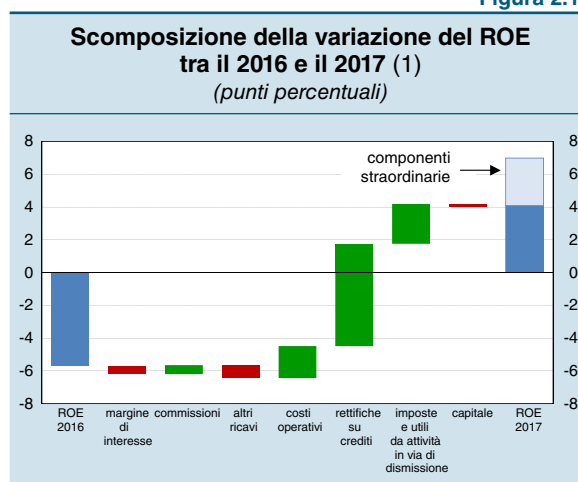
## 2.3 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

### Le assicurazioni

Gli indici di solvibilità<sup>14</sup> delle compagnie italiane sono in crescita: nel 2017 hanno raggiunto in media il 240 per cento, un valore in linea con quello delle compagnie europee e ampiamente al di sopra di quello minimo regolamentare del 100 per cento (fig. 2.17.c). La quota del capitale di migliore qualità (*tier 1*) sul totale dei fondi propri idonei ad assolvere al requisito di capitale è pari

<sup>14</sup> Per la definizione dell'indice di solvibilità, cfr. la nota 4 della figura 2.17.

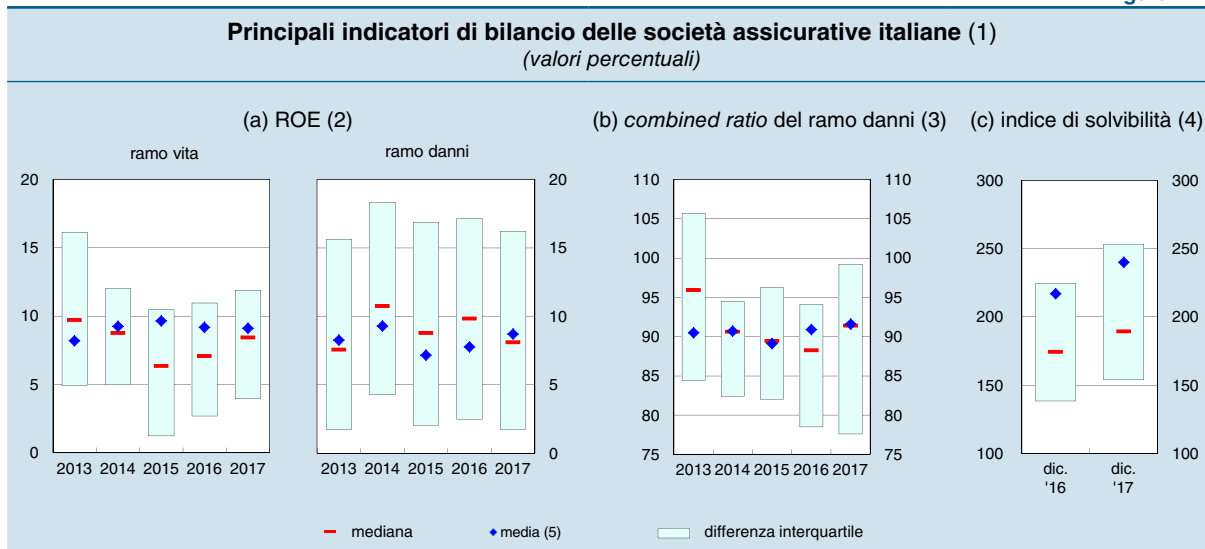
Figura 2.16



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

(1) Le variazioni sono riportate in rapporto al capitale proprio e alle riserve e contribuiscono positivamente (barra in verde) o negativamente (barra in rosso) al ROE di partenza del 2016, determinando il valore finale del ROE nel 2017. I dati del 2017 sono provvisori.

Figura 2.17



Fonte: Ivass.

(1) Dati preliminari. – (2) Rendimento del capitale e delle riserve. – (3) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (4) L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri idonei ad assolvere al requisito di capitale e il livello minimo regolamentare calcolato sulla base di Solvency II (*solvency capital requirement*, SCR). I fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale includono principalmente il capitale sociale ordinario, le riserve patrimoniali e, con precisi limiti, le azioni privilegiate e le passività subordinate. – (5) Media ponderata con i pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

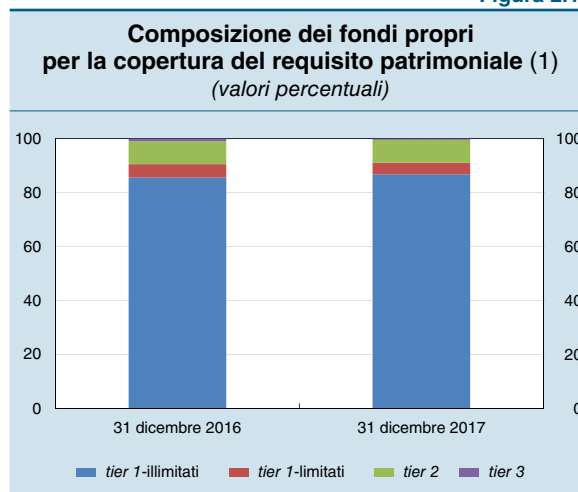
al 91 per cento, a fronte di un valore minimo di un terzo previsto dalla normativa Solvency II<sup>15</sup> (fig. 2.18).

L'incremento degli indici di solvibilità deriva soprattutto da un aumento del valore dei fondi propri, su cui si sono riflessi favorevolmente la riduzione degli spread sui titoli pubblici italiani e l'innalzamento della curva dei tassi di interesse privi di rischio, a fronte di un requisito patrimoniale sostanzialmente costante. Le risorse patrimoniali delle compagnie sono alimentate da una redditività stabile ed elevata (fig. 2.17.a e 2.17.b). Le attese per l'anno in corso di un incremento degli utili delle principali compagnie si sono tradotte in un rialzo dei corsi azionari (fig. 2.19).

Le compagnie continuano ad accrescere la diversificazione degli investimenti finanziari (fig. 2.20): nel 2017 hanno ridotto la quota di titoli obbligazionari pubblici e privati e aumentato quella di azioni e fondi comuni di investimento; i titoli di Stato italiani restano tuttavia il principale investimento (43 per cento del totale). La quasi totalità delle obbligazioni societarie ha un merito di credito pari o superiore a BBB.

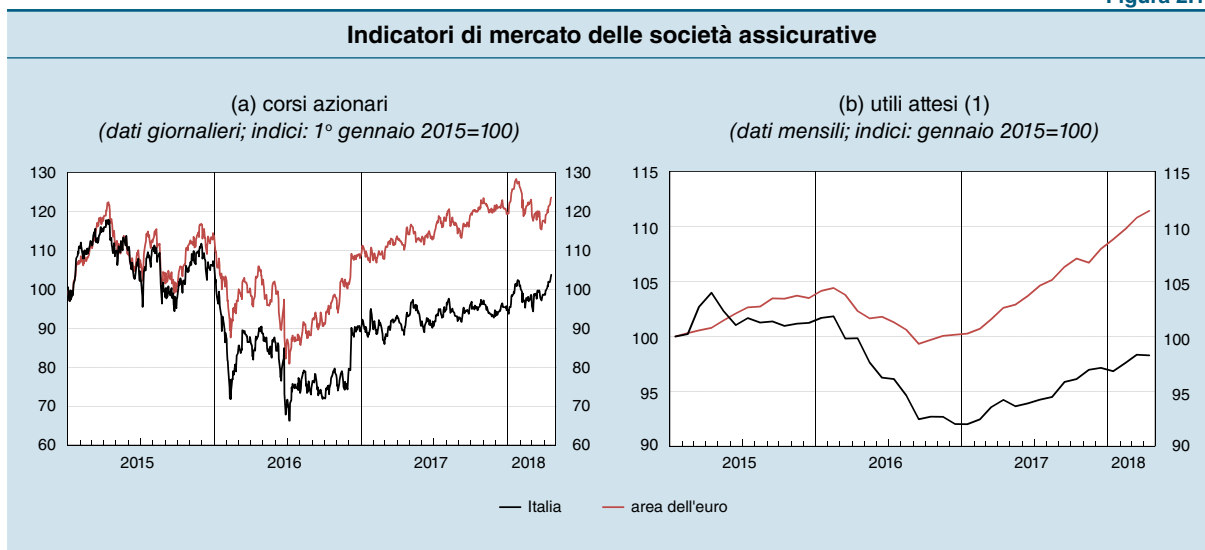
<sup>15</sup> Direttiva CE/2009/138.

Figura 2.18



Fonte: Ivass.

(1) I fondi propri sono classificati in tre livelli (*tier 1*, *tier 2* e *tier 3*) sulla base della misura in cui possono essere utilizzati per assorbire le perdite dell'impresa, tenendo conto del loro grado di subordinazione e della loro durata. I fondi di *tier 1-illimitati* includono principalmente il capitale sociale ordinario e le riserve patrimoniali, quelli di *tier 1-limitati*, le azioni privilegiate e le passività subordinate.



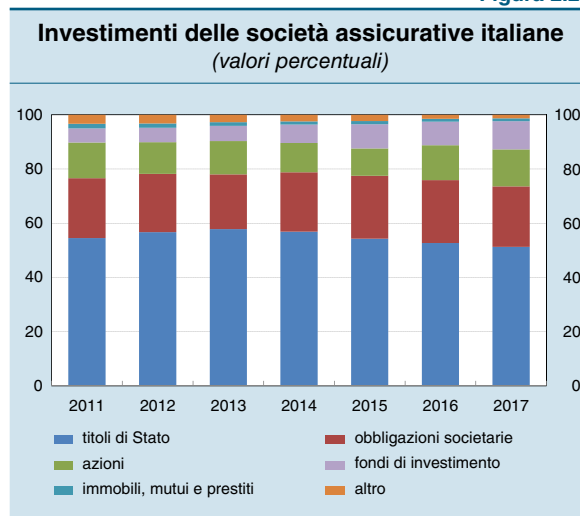
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

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

L'impatto del prolungato periodo di bassi tassi di interesse sulla solvibilità delle compagnie italiane è stato meno pronunciato che in altri paesi; resterebbe contenuto anche se i rendimenti di mercato dovessero rimanere a lungo sui livelli attuali. Ciò è dovuto al buon allineamento della durata finanziaria delle attività e delle passività di bilancio e al fatto che le compagnie hanno progressivamente ridotto i rendimenti minimi garantiti dalle polizze vita. Nel 2017 la quota delle riserve matematiche relative a polizze vita con garanzia di rendimento pari o inferiore all'1 per cento è salita al 55 per cento (47 nel 2016; era pari al 23 per cento nel 2013).

Le compagnie italiane beneficiano in modo molto limitato delle misure di garanzia a lungo termine (*long-term guarantees*, LTG) finalizzate a stabilizzare il valore dell'indice di solvibilità (cfr. il riquadro: *L'impatto delle misure di garanzia a lungo termine previste da Solvency II*).

Figura 2.20



Fonte: Ivass.

### L'IMPATTO DELLE MISURE DI GARANZIA A LUNGO TERMINE PREVISTE DA SOLVENCY II

Il quadro normativo Solvency II prevede misure di garanzia a lungo termine (*long-term guarantees*, LTG) per contrastare gli effetti prociclici derivanti dall'impatto dell'eccessiva volatilità dei prezzi di mercato sugli indicatori di solvibilità (cfr. il riquadro: *Le misure previste da Solvency II. L'impatto dell'aggiustamento per la volatilità sulle compagnie italiane ed europee*, in *Rapporto sulla stabilità*

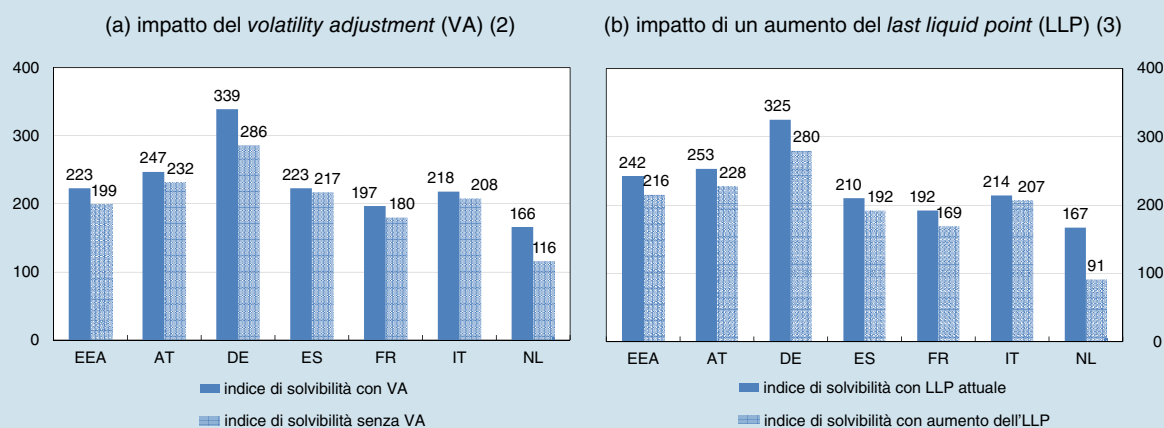
finanziaria, 1, 2017)<sup>1</sup>. Alcune di queste misure possono essere attivate discrezionalmente dalle singole compagnie, altre riguardano tutto il sistema.

Il secondo rapporto dell’Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) sull’applicazione delle LTG, riferito ai dati di dicembre del 2016, conferma la notevole eterogeneità tra le compagnie europee sia per la tipologia e il numero di misure utilizzate sia per il loro impatto sulla posizione di solvibilità<sup>2</sup>.

La misura più utilizzata tra quelle opzionali è l’aggiustamento per la volatilità (*volatility adjustment*, VA)<sup>3</sup>, l’unica attivata dalle compagnie italiane. Escludendo il beneficio derivante dall’applicazione di tale misura, l’indice di solvibilità medio delle assicurazioni italiane diminuirebbe di 9 punti percentuali, contro un calo medio dell’indice europeo di 24 punti (figura, pannello a). Gli effetti più rilevanti avrebbero riguardato le compagnie danesi, tedesche e olandesi, per le quali la riduzione dell’indice di solvibilità medio sarebbe stata rispettivamente pari a 80, 53 e 49 punti.

Figura

**Indice di solvibilità delle compagnie assicurative (1)**  
(dicembre 2016; valori percentuali)



Fonte: EIOPA.

(1) I dati riportati nelle due figure si riferiscono a campioni diversi di compagnie assicurative. Sigle internazionali: EEA= Spazio economico europeo; AT=Austria; DE=Germania; ES=Spagna; FR=Francia; IT=Italia; NL=Paesi Bassi. Lo Spazio economico europeo è costituito dagli Stati membri della UE insieme a Liechtenstein, Norvegia e Islanda. – (2) La figura mostra i livelli dell’indice di solvibilità delle compagnie europee con e senza l’applicazione del VA. – (3) L’LLP è la scadenza oltre la quale va applicata la procedura di stima dei tassi. La figura mostra i livelli dell’indice di solvibilità per il campione di compagnie oggetto dell’indagine con e senza l’allungamento, da 20 a 30 anni, della scadenza oltre la quale va applicata la procedura di stima.

<sup>1</sup> Le misure di garanzia a lungo termine sono definite nella direttiva UE/2014/51 e comprendono l’aggiustamento per la volatilità (*volatility adjustment*), l’aggiustamento di congruità alla pertinente struttura per scadenza dei tassi di interesse privi di rischio (*matching adjustment*), le misure transitorie sulle riserve tecniche, le misure transitorie sui tassi di interesse (di natura discrezionale) e la procedura per l’extrapolazione dei tassi di interesse privi di rischio (di natura obbligatoria).

<sup>2</sup> L’indagine è stata condotta su 2.945 compagnie, di cui 107 italiane. Per l’esercizio riguardante la stima dei tassi di interesse privi di rischio il campione è stato ridotto a 569 compagnie (21 italiane); cfr. EIOPA, *Report on long-term guarantees measures and measures on equity risk 2017*, 20 dicembre 2017.

<sup>3</sup> L’aggiustamento per la volatilità consiste in un innalzamento parallelo della curva dei tassi utilizzata per valutare le passività di bilancio a fronte di una variazione degli spread sui titoli obbligazionari. Tale aggiustamento determina una diminuzione del valore delle passività di bilancio che compensa la riduzione dell’attivo dovuta all’incremento degli spread sui titoli in portafoglio. Le compagnie europee che hanno dichiarato di utilizzare tale misura sono 730, con una quota di mercato del 66 per cento in termini di riserve tecniche.



La regolamentazione prevede anche una procedura per la stima dei tassi di interesse di lungo periodo utilizzati dalle compagnie per valutare le proprie passività di natura assicurativa (riserve tecniche). La procedura di stima viene applicata alle scadenze per le quali non esistono tassi di mercato sufficientemente rappresentativi. Il rapporto dell'EIOPA mostra che un allungamento da 20 a 30 anni della scadenza oltre la quale si applica la stima (*last liquid point*, LLP) determinerebbe un significativo abbassamento della curva sulle scadenze più lunghe, penalizzando le compagnie le cui passività hanno durata molto elevata: in particolare gli indici di solvibilità medi si ridurrebbero di 7 punti per le compagnie italiane e di 23, 45 e 76 punti per le compagnie francesi, tedesche e olandesi, rispettivamente (figura, pannello b)<sup>4</sup>.

Nel complesso i risultati indicano che le misure di garanzia a lungo termine, definite per far fronte a forti tensioni sui mercati finanziari, producono benefici permanenti sulla posizione di solvibilità di alcune compagnie europee anche in situazioni di mercato caratterizzate da volatilità bassa. Inoltre, in caso di forti aumenti degli spread di singoli paesi dell'area, l'attuale configurazione di alcune misure (ad es. il *volatility adjustment*) potrebbe determinare benefici limitati per le compagnie più esposte. L'EIOPA sta svolgendo studi di impatto per valutare l'eventuale revisione della normativa su tali profili.

<sup>4</sup> Una sintesi degli scenari e dei relativi risultati è descritta nel rapporto pubblicato dall'EIOPA (cfr. nota 2).

L'equilibrio tra la durata finanziaria dell'attivo e del passivo attenua anche i rischi derivanti da un rialzo della curva per scadenza dei tassi di interesse; restano elevati invece quelli connessi con un eventuale aumento degli spread sui titoli pubblici italiani<sup>16</sup>. Un recente intervento normativo dell'Istituto per la vigilanza delle assicurazioni (Ivass) introduce misure che agevolano la gestione del rischio di un rialzo degli spread dei titoli governativi presenti nelle gestioni separate collegate alle polizze vita tradizionali con garanzia di rendimento<sup>17</sup>. In particolare il provvedimento disciplina la costituzione di un fondo utili per redistribuire nel tempo i guadagni netti derivanti dalla compravendita dei titoli.

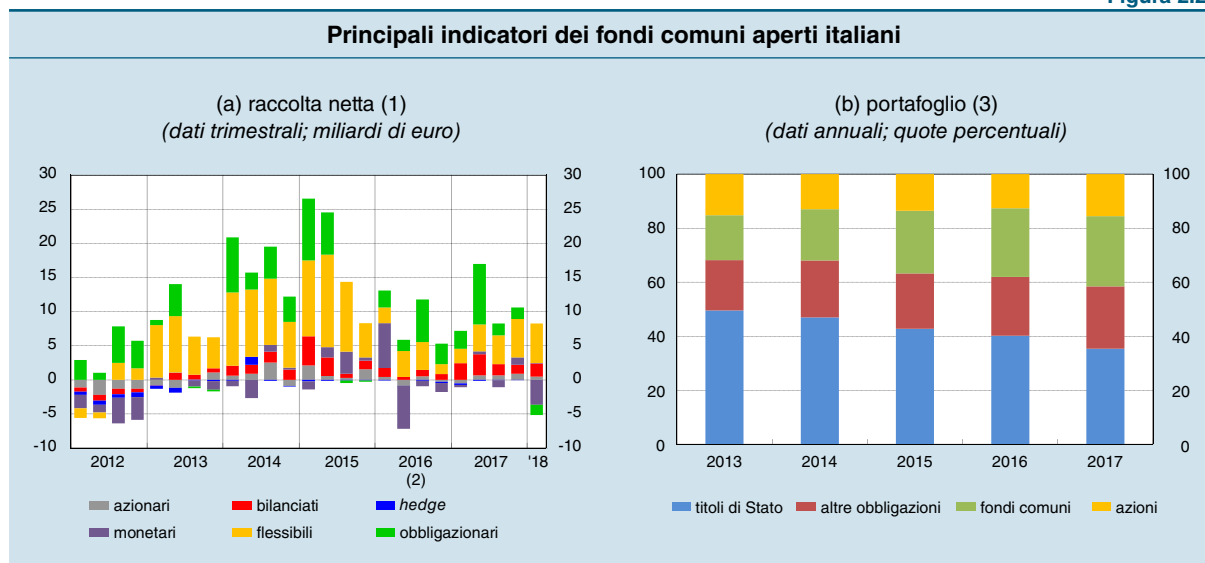
### *L'industria del risparmio gestito*

La robusta crescita del patrimonio gestito dai fondi comuni aperti, in atto da cinque anni (fig. 2.21.a), non ha comportato un incremento dei rischi per la stabilità finanziaria. La dimensione dei comparti caratterizzati da un forte ricorso alla leva finanziaria è ancora contenuta e i disallineamenti tra la liquidità delle attività e quella delle passività dei fondi sono limitati dalla regolamentazione. L'espansione degli investimenti in titoli del settore privato da parte dei fondi aperti sta aumentando la diversificazione complessiva del settore (fig. 2.21.b); la quota di attività illiquide nel portafoglio rimane nel complesso bassa.

Alla crescita del comparto dei fondi comuni contribuisce la diffusione dei piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR; cfr. il riquadro: *I piani individuali di risparmio*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017): nel 2017 le sottoscrizioni nette dei fondi conformi alla normativa sui PIR sono state pari a quasi 10 miliardi, oltre il 50 per cento della raccolta complessiva dei fondi aperti di diritto italiano; flussi consistenti si sono osservati anche nei primi mesi dell'anno in corso.

<sup>16</sup> Ciò trova conferma nell'annuale valutazione interna del rischio e della solvibilità svolta dalle compagnie (*Own Risk and Solvency Assessment*, ORSA); cfr. sul sito dell'Ivass la lettera al mercato n. 8712 del 12 gennaio 2018 (*Esiti delle analisi comparative delle Relazioni di valutazione dei rischi e della solvibilità*, ORSA).

<sup>17</sup> Cfr. sul sito dell'Ivass: *Provvedimento n. 68 del 14 febbraio 2018* (provvedimento concernente le modifiche ai regolamenti Isvap nn. 14/2008, 22/2008 e 38/2011, in materia di gestioni separate).



Fonte: Assogestioni e segnalazioni di vigilanza.

(1) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi italiani. – (2) I dati relativi al comparto monetario per i primi 2 trimestri del 2016 e per il 1° trimestre del 2018 riflettono alcune operazioni di ammontare elevato effettuate da investitori istituzionali. – (3) Dati di fine periodo riferiti ai soli fondi di diritto italiano.

Nel caso in cui i fondi conformi alla normativa sui PIR continuassero a crescere a ritmi sostenuti, un aumento dei rischi potrebbe derivare da politiche di investimento che, per usufruire dei benefici fiscali, allochino una parte rilevante del portafoglio in titoli caratterizzati da un basso grado di liquidità, benché negoziati su mercati regolamentati (cfr. il riquadro: *Gli investimenti dei fondi comuni italiani conformi alla normativa sui PIR*). In tali segmenti di mercato episodi di volatilità dei corsi potrebbero essere particolarmente accentuati, riflettendosi negativamente sui risultati dei PIR e sulla reputazione degli intermediari che li promuovono.

### GLI INVESTIMENTI DEI FONDI COMUNI ITALIANI CONFORMI ALLA NORMATIVA SUI PIR

L'introduzione dei piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR) ha favorito l'avvio di fondi di investimento fortemente specializzati nei mercati azionari e obbligazionari italiani. Alla fine del 2017, a un anno dalla loro introduzione<sup>1</sup>, i fondi comuni di diritto italiano ed estero che rispettano la normativa sui PIR erano 64, attivi principalmente nei comparti azionario e bilanciato. Il patrimonio complessivo dei 44 fondi di diritto italiano ammontava a 12,4 miliardi<sup>2</sup>, di cui oltre il 56 per cento investito in titoli di società non finanziarie residenti (a fronte di una media inferiore al 3 per cento per gli altri fondi; tavola).

Gli investimenti in titoli emessi da imprese italiane riguardano principalmente società di media e grande dimensione dei settori manifatturieri e dei servizi<sup>3</sup> (figura, pannello a). Le obbligazioni ammontano a 2,5 miliardi, il 35 per cento delle quali emesse nel 2017; appena l'1 per cento è investito

<sup>1</sup> Legge di bilancio per il 2017 (L. 232/2016); cfr. il riquadro: *I piani individuali di risparmio*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017.

<sup>2</sup> Il patrimonio alla fine del 2017 è pari alle sottoscrizioni, alla rivalutazione degli attivi e al patrimonio dei fondi preesistenti che hanno successivamente aderito ai requisiti dei PIR.

<sup>3</sup> La legge di bilancio per il 2018 (L. 205/2017) ha incluso le società immobiliari tra quelle in cui i PIR possono investire per fruire dell'agevolazione fiscale.

in minibond. Le azioni, pari a 4,3 miliardi, sono concentrate su un numero limitato di imprese: il 50 per cento è distribuito su 24 titoli.

Nel 2017 gli investimenti in titoli con bassa o media capitalizzazione, finalizzati a soddisfare i requisiti previsti dalla normativa sui PIR, si sono accompagnati a un forte incremento dei corsi nei corrispondenti segmenti di mercato (figura, pannello b). L'effetto diretto degli acquisti sui prezzi di mercato appare al momento limitato: l'apprezzamento dei corsi ha infatti riguardato anche titoli non interessati dall'attività dei fondi. Tuttavia, nel caso in cui i PIR continuino a crescere a ritmi elevati, non si può escludere che i loro investimenti possano contribuire a una sopravvalutazione dei corsi nei segmenti meno liquidi del mercato.

**Tavola**

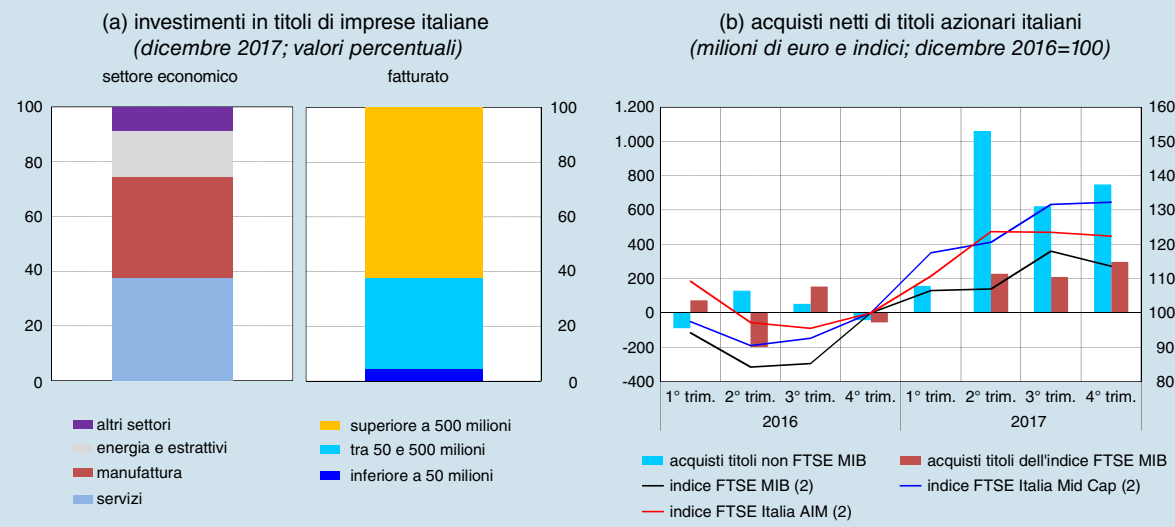
**Investimenti dei fondi comuni di diritto italiano**  
(dicembre 2017; quote percentuali)

	Fondi PIR	Fondi non PIR
Titoli di non residenti	12,5	64,2
Titoli di residenti	87,5	35,8
Titoli di Stato	2,9	24,8
Fondi comuni	0,0	4,2
Società finanziarie	28,2	4,1
Società non finanziarie	56,4	2,7
Azioni	35,8	1,2
incluse nell'indice FTSE MIB	10,7	0,6
altre azioni	25,1	0,6
Obbligazioni	20,6	1,5
di società incluse nell'indice		
FTSE MIB	9,7	0,9
altre obbligazioni	10,8	0,6
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
miliardi di euro	12,4	230,7

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

**Figura**

**Gli investimenti dei fondi comuni aperti italiani (1)**



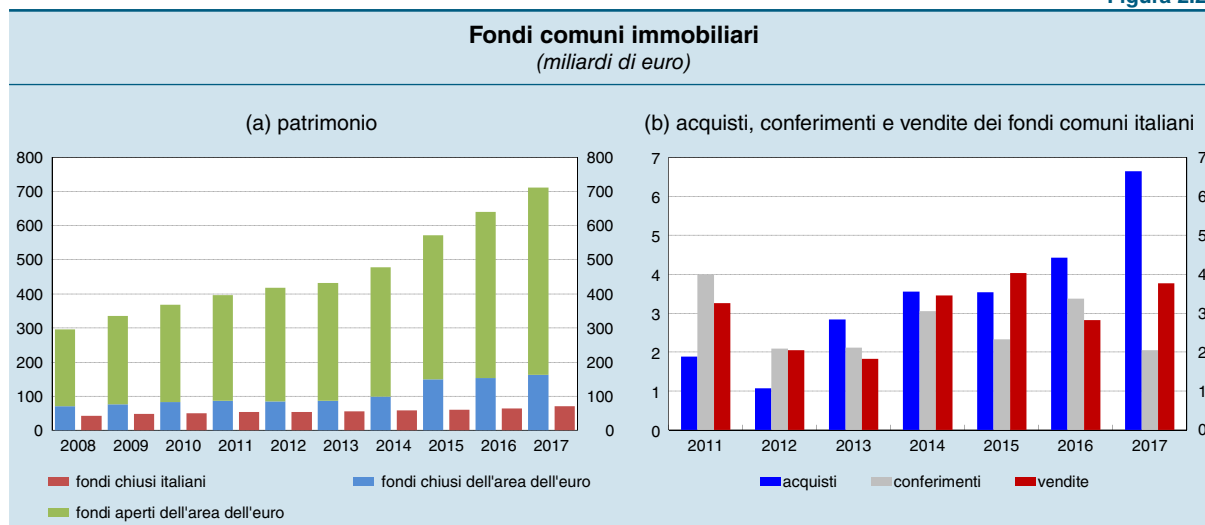
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Thomson Reuters e Cerved.

(1) I dati sugli acquisti si riferiscono ai soli fondi di diritto italiano. Sono incluse le sole azioni ordinarie di società residenti. - (2) Scala di destra. Dati di fine periodo.

Lo scorso dicembre il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) ha emanato una raccomandazione sulla liquidità e sulla leva finanziaria dei fondi di investimento, rivolta alla Commissione europea e all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA)<sup>18</sup>. La raccomandazione richiede, tra l'altro, l'armonizzazione

<sup>18</sup> ESRB, *Recommendation of the European Systemic Risk Board of 7 December 2017 on liquidity and leverage risks in investment funds* (ESRB/2017/6), febbraio 2018. L'iniziativa dell'ESRB si affianca all'attività del Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB), che ha pubblicato all'inizio del 2017 proprie raccomandazioni. Lo scorso febbraio inoltre l'Organizzazione internazionale delle autorità di controllo dei mercati finanziari (International Organization of Securities Commissions, Iosco), su mandato dell'FSB, ha pubblicato raccomandazioni e buone prassi per la gestione dei rischi di liquidità dei fondi di investimento (cfr. il riquadro: *I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi comuni aperti*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017).

Figura 2.22



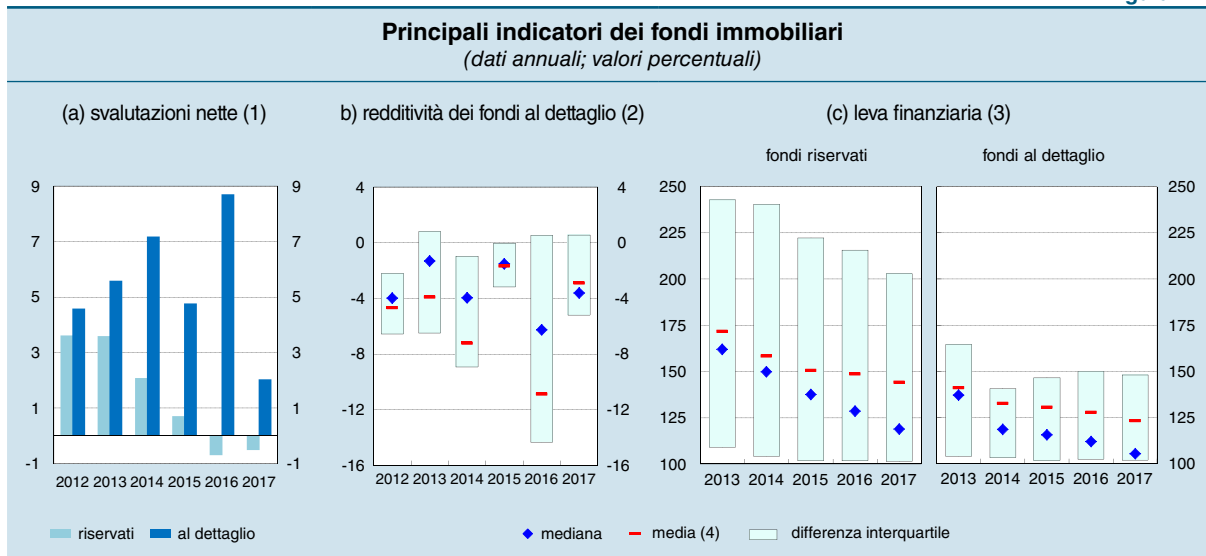
a livello europeo degli strumenti regolamentari per la gestione del rischio di liquidità, l'adozione di specifiche misure di controllo dei rischi da parte dei gestori di fondi con investimenti rilevanti in attività poco liquide e l'elaborazione di linee guida in materia di stress test sui rischi di liquidità. L'ordinamento italiano assicura adeguati presidi alla stabilità dei fondi di investimento ed è coerente con le finalità della raccomandazione (cfr. il riquadro: *I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi comuni aperti*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017).

Il patrimonio gestito dai fondi immobiliari italiani continua ad aumentare: l'incremento nel 2017, pari al 10 per cento, è stato il più elevato dal 2010; il valore delle loro transazioni in immobili ha superato i 12 miliardi (prevalentemente operazioni di acquisto, fig. 2.22). Alla crescita del settore, che riguarda esclusivamente il comparto riservato agli investitori professionali, hanno contribuito nuove iniziative promosse da intermediari esteri e la costituzione di cinque società di investimento a capitale fisso (Sicaf) specializzate nella gestione immobiliare<sup>19</sup>.

Il comparto dei fondi riservati agli investitori professionali ha beneficiato di rivalutazioni nette positive degli immobili in portafoglio (figg. 2.23.a e 2.23.b); svalutazioni nette hanno invece continuato a condizionare negativamente la redditività dei fondi al dettaglio. Nei prossimi tre anni dovranno essere completati i disinvestimenti della maggior parte dei fondi al dettaglio ancora operanti, per un valore di circa 3 miliardi; il rendimento complessivo registrato dall'avvio dell'operatività è negativo per quasi un terzo di essi.

È proseguita la riduzione dell'indebitamento in atto dal 2009 (fig. 2.23.c). Sebbene le condizioni di solvibilità di alcuni fondi siano ancora difficili, i rischi per la stabilità del sistema finanziario derivanti dai fondi immobiliari sono molto contenuti, in ragione sia delle loro limitate dimensioni sia della moderata esposizione delle banche e degli altri intermediari nei confronti del settore. Gli effetti di un'eventuale fase di rialzo dei tassi sugli oneri finanziari dei fondi sarebbero complessivamente esigui, grazie a un ampio utilizzo di strategie di copertura.

<sup>19</sup> Le Sicaf, introdotte in Italia nel 2014, sono organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) di tipo chiuso costituiti nella forma giuridica di società per azioni.



# 3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI

La Banca d'Italia è l'autorità designata per l'attivazione, in coordinamento con la Banca centrale europea (BCE), degli strumenti macroprudenziali previsti per le banche dalle norme europee (tav. 3.1; cfr. il capitolo 3: *La tutela della stabilità finanziaria e le politiche macroprudenziali* nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sul 2016). Le recenti decisioni di politica macroprudenziale dell'Istituto hanno riguardato la determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB), l'individuazione delle istituzioni a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institutions*, G-SII) e nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII), la definizione dei livelli delle riserve relative a questi due gruppi di banche e la risposta alla richiesta di reciprocità di una misura macroprudenziale adottata dall'autorità di vigilanza finlandese.

Tavola 3.1

Principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario (1)	
Strumento	Finalità
Strumenti armonizzati a livello europeo (2)	
Riserva di capitale anticiclica	Riduzione della prociclicità del sistema finanziario, attraverso la costituzione di riserve di capitale nelle fasi di espansione del ciclo finanziario da utilizzare in quelle di contrazione per assorbire eventuali perdite
Riserve di capitale per le istituzioni a rilevanza sistemica globale o nazionale	Aumento della capacità di assorbimento delle perdite da parte delle istituzioni a rilevanza sistemica
Riserva di capitale a fronte del rischio sistemico	Prevenzione o attenuazione dei rischi sistemici strutturali di lungo periodo
Requisiti patrimoniali aggiuntivi per le esposizioni verso il settore immobiliare	Prevenzione o attenuazione dei rischi sistemici derivanti dalle esposizioni verso il settore immobiliare
Strumenti non armonizzati a livello europeo (3)	
Imposizione di limiti: al valore dei prestiti in rapporto alle garanzie sottostanti ( <i>loan-to-value ratio</i> ) o in rapporto al reddito del debitore ( <i>loan-to-income ratio</i> ); al valore delle rate in rapporto al reddito del debitore ( <i>debt service-to-income ratio</i> )	Attenuazione delle fasi del ciclo creditizio e aumento della capacità di tenuta delle banche, attraverso la riduzione dell'assunzione di rischio da parte dei prenditori di fondi

(1) Per un elenco più ampio degli strumenti, cfr. la raccomandazione ERSB/2013/1 emanata dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB). – (2) Strumenti previsti dalla direttiva UE/2013/36 (Capital Requirements Directive, CRD4) sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento e dal regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR) sui requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento. – (3) Strumenti non previsti dalla normativa europea, ma attivabili dai singoli Stati sulla base della legislazione nazionale, dove consentito.

Il CCyB è stato mantenuto pari a zero nei primi due trimestri del 2018 (tav. 3.2), sulla base dell'andamento atteso dello scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito e prodotto interno lordo (cfr. il par. 1.1) e dell'assenza di rischi rilevanti per la stabilità finanziaria desumibili dall'esame degli altri indicatori ciclici<sup>1</sup>: il tasso di disoccupazione, seppure in diminuzione, è ancora elevato; i prezzi degli immobili si sono stabilizzati in termini reali, ma restano significativamente inferiori al loro livello medio di lungo periodo; la crescita del credito alle imprese è molto contenuta.

<sup>1</sup> Per dettagli sui criteri di individuazione di tali indicatori, cfr. P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori e E. Sette, *A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015.

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

DATA	Decisione	Coefficiente della riserva di capitale per l'anno in corso (valori percentuali)	Coefficiente della riserva di capitale a regime (valori percentuali) (2)
	Identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia per il 2018 e determinazione dei relativi coefficienti della riserva di capitale:		
30.11.2017	UniCredit (3)	0,25	1,00 (2021)
	Intesa Sanpaolo	0,19	0,75 (2021)
	Banco BPM	0,00	0,25 (2022)
	Monte dei Paschi di Siena	0,06	0,25 (2021)
15.12.2017	Identificazione del gruppo bancario UniCredit come istituzione a rilevanza sistemica globale e determinazione del relativo coefficiente della riserva di capitale (3)	0,75	1,00 (2019)
22.12.2017	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il primo trimestre del 2018	0,00	–
23.03.2018	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il secondo trimestre del 2018	0,00	–
30.03.2018	Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale adottata dalla Finlandia sulle esposizioni delle banche al proprio mercato immobiliare residenziale	–	–

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

La Banca d'Italia ha identificato anche per il 2018 il gruppo bancario UniCredit come istituzione a rilevanza sistemica globale autorizzata in Italia, in base a una pluralità di indicatori tra i quali la dimensione, la complessità della banca e il suo grado di interconnessione e di internazionalizzazione<sup>2</sup>. Dal 1° gennaio 2018 il gruppo UniCredit deve detenere una riserva di capitale aggiuntiva pari allo 0,75 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio, con un incremento di 0,25 punti percentuali rispetto al valore richiesto per l'anno precedente. A regime, nel 2019, la riserva salirà all'1,00 per cento.

Per il 2018 il nuovo gruppo bancario Banco BPM, emerso dalla fusione tra Banco Popolare e Banca Popolare di Milano, è stato identificato come sistemico a livello nazionale (O-SII) in aggiunta ai tre gruppi già individuati lo scorso anno (UniCredit, Intesa Sanpaolo e Monte dei Paschi di Siena). L'esercizio di identificazione è stato effettuato utilizzando l'indicatore previsto dalle linee guida dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA), che tiene conto di quattro caratteristiche: dimensione, rilevanza per l'economia nazionale, complessità e interconnessione con

<sup>2</sup> Per la metodologia di identificazione e classificazione delle G-SII, cfr. il regolamento delegato UE/2014/1222 della Commissione europea, che contiene previsioni coerenti con quanto stabilito dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) e dal Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB). Il gruppo UniCredit rientra nella prima sottocategoria di rilevanza sistemica globale.

il sistema finanziario<sup>3</sup>. La riserva di capitale aggiuntiva che il gruppo Banco BPM dovrà detenere a regime sarà pari allo 0,25 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio, quelle degli altri tre gruppi saranno rispettivamente 1,00, 0,75 e 0,25 per cento. I livelli delle riserve dovranno essere raggiunti gradualmente (tav. 3.3). Secondo quanto stabilito dalla normativa europea, al gruppo bancario UniCredit si applicherà il maggiore tra il requisito per le G-SII e quello per le O-SII.

Tavola 3.3

Regime transitorio applicabile alla riserva di capitale per le O-SII (valori percentuali)					
GRUPPO BANCARIO	dall'1.1.2018	dall'1.1.2019	dall'1.1.2020	dall'1.1.2021	dall'1.1.2022
UniCredit	0,25	0,50	0,75	1,00	1,00
Intesa Sanpaolo	0,19	0,38	0,56	0,75	0,75
Banco BPM	0,00	0,06	0,13	0,19	0,25
Monte dei Paschi di Siena	0,06	0,13	0,19	0,25	0,25

Su richiesta delle autorità di un paese dell'Unione europea (UE) che ha adottato misure macroprudenziali, l'ESRB può raccomandare alle autorità degli altri Stati dell'Unione di applicare alle proprie banche misure analoghe con riferimento alle esposizioni verso residenti nel paese che ha preso l'iniziativa. Le autorità possono avanzare richiesta di reciprocità qualora ritengano che vi sia un rischio concreto che le misure adottate a livello nazionale risultino non pienamente efficaci per effetto dei comportamenti di intermediari di altri Stati non soggetti alle misure. Di recente la Banca d'Italia ha valutato la richiesta di reciprocità di una misura macroprudenziale adottata in Finlandia per ridurre i rischi relativi alle esposizioni delle banche verso il mercato immobiliare residenziale del paese. Le banche italiane non hanno filiali in Finlandia e le esposizioni di banche e società finanziarie italiane verso il settore immobiliare finlandese sono trascurabili; la Banca d'Italia ha pertanto deciso di non estendere la misura alle proprie banche, impegnandosi a rivedere in futuro tale decisione nel caso di un aumento significativo delle esposizioni degli intermediari italiani verso il paese scandinavo.

Negli altri Stati della UE le misure macroprudenziali introdotte negli ultimi mesi hanno riguardato principalmente la riserva di capitale anticiclica e le riserve di capitale per le istituzioni a rilevanza sistemica; sono state inoltre introdotte nuove misure per contrastare i rischi derivanti dal mercato immobiliare e dall'elevato indebitamento del settore privato (cfr. il riquadro: *Le principali misure macroprudenziali adottate di recente nell'Unione europea*)<sup>4</sup>.

#### LE PRINCIPALI MISURE MACROPRUDENZIALI ADOTTATE DI RECENTE NELL'UNIONE EUROPEA

**La riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer, CCyB*).** – Lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito e prodotto interno lordo, un indicatore del ciclo finanziario, si mantiene negativo per gran parte dei paesi dell'Unione europea (UE; figura A). In alcuni Stati membri tuttavia i segnali di rafforzamento del ciclo hanno indotto le autorità macroprudenziali ad annunciare l'aumento del coefficiente della riserva di capitale anticiclica nell'anno in corso o nel 2019 (tavola).

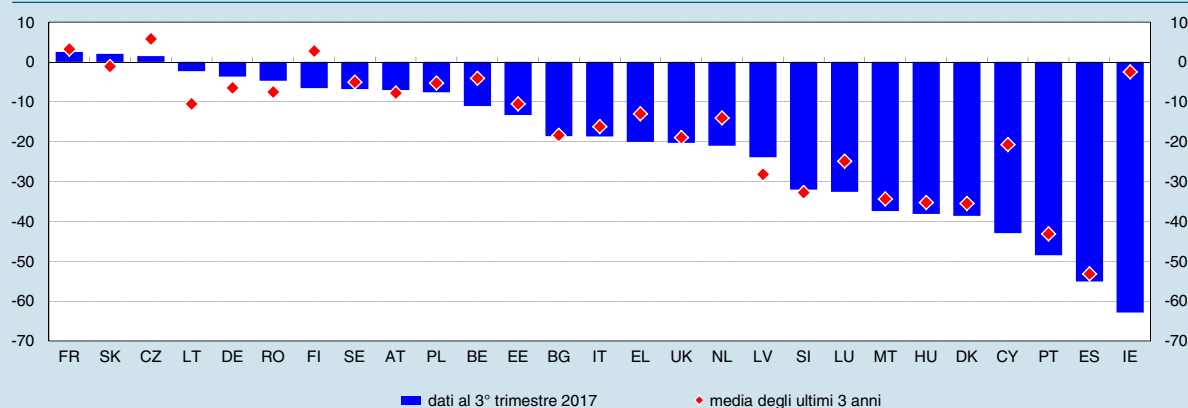
<sup>3</sup> EBA, *Guidelines on the criteria to determine the conditions of application of Article 131(3) of Directive 2013/36/EU (CRD) in relation to the assessment of other systemically important institutions (O-SIIs)*, 16 dicembre 2014.

<sup>4</sup> Per dettagli sulle singole misure, cfr. sul sito dell'ESRB: *National measures of macroprudential interest in the EU/EEA*.



Figura A

### Scostamento dal trend del rapporto tra credito e prodotto interno lordo nei paesi della UE (1) (punti percentuali)



Fonte: ESRB e BCE, Statistical Data Warehouse.

(1) Calcolato con riferimento al credito totale interno. Il dato della Croazia non è disponibile. Sigle internazionali dei paesi: FR=Francia; SK=Slovacchia; CZ=Repubblica Ceca; LT=Lituania; DE=Germania; RO=Romania; FI=Finlandia; SE=Svezia; AT=Austria; PL=Polonia; BE=Belgio; EE=Estonia; BG=Bulgaria; IT=Italia; EL=Grecia; UK=Regno Unito; NL=Paesi Bassi; LV=Lettonia; SI=Slovenia; LU=Lussemburgo; MT=Malta; HU=Ungheria; DK=Danimarca; CY=Cipro; PT=Portogallo; ES=Spagna; IE=Irlanda; HR=Croazia.

Tavola

### Riserva di capitale anticiclica nei paesi dell'Unione europea

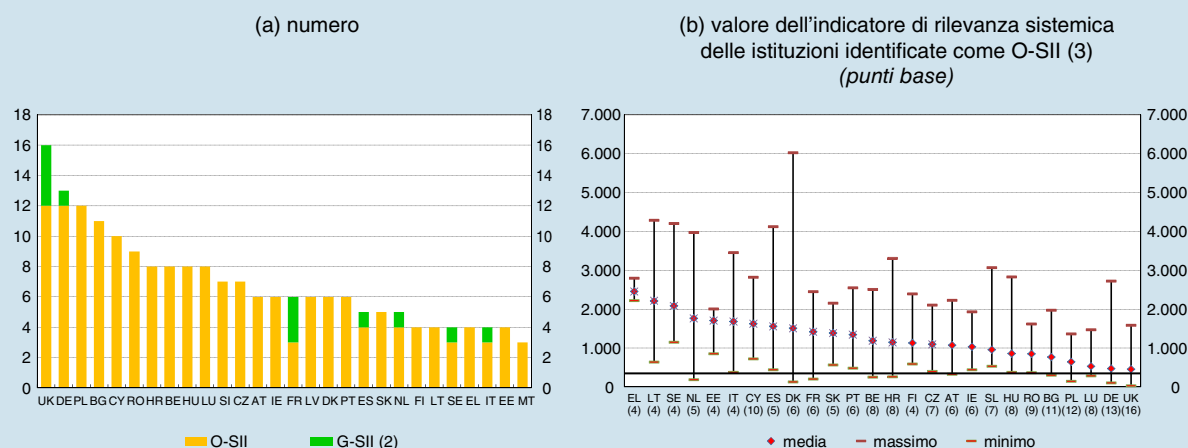
PAESE	Coefficiente della riserva applicabile (valori percentuali)	Decorrenza	Coefficiente della riserva annunciato (valori percentuali)	Decorrenza
Austria, Belgio, Bulgaria, Cipro, Croazia, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, <b>Italia</b> , Lettonia, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Romania, Slovenia, Spagna, Ungheria	0,00	01.01.2016	–	–
Danimarca	0,00	01.01.2016	0,50	31.03.2019
Lituania	0,00	01.01.2016	0,50	31.12.2018
Regno Unito (1)	0,00	01.01.2016	0,50 1,00	27.06.2018 28.11.2018
Repubblica Ceca	0,50	01.01.2017	1,00 1,25	01.07.2018 01.01.2019
Slovacchia	0,50	01.08.2017	1,25	01.08.2018
Svezia	2,00	19.03.2017	–	–

Fonte: ESRB.

(1) Nel Regno Unito le autorità avevano fissato nel marzo 2016 il coefficiente della riserva allo 0,50 per cento, con decorrenza a partire dalla fine di marzo 2017; nel luglio 2016 era stato riportato allo zero per cento a seguito dell'accresciuta incertezza sulle prospettive dell'economia dopo il referendum sulla Brexit. Nel 2017 il coefficiente è stato aumentato nuovamente allo 0,50 per cento e poi all'1 per cento con decorrenza a partire, rispettivamente, dalla fine di giugno 2018 e dalla fine di novembre 2018.

**Le riserve di capitale per le istituzioni a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institutions, G-SII*) o nazionale (*Other Systemically Important Institutions, O-SII*).** – Nel 2017 sono state individuate nella UE circa 200 istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (figura B, pannello a), un numero analogo a quello dell'anno precedente. Tra queste istituzioni 12 hanno rilevanza anche

## Istituzioni a rilevanza sistemica autorizzate nei paesi della UE (1)



Fonte: elaborazioni su dati ESRB e su fonti nazionali.

(1) I dati fanno riferimento alle informazioni più recenti disponibili sui siti internet dell'ESRB e delle autorità nazionali. Nel caso di Cipro le O-SII includono 4 imprese di investimento. – (2) Tutte le G-SII della UE sono state identificate anche come O-SII. – (3) Il valore tra parentesi in corrispondenza del nome dei paesi sull'asse delle ascisse indica il numero di O-SII per ciascun paese. Nel grafico sono rappresentati i paesi per i quali l'ESRB o le autorità nazionali hanno reso pubblico il valore dell'indicatore di rilevanza sistemica attribuito alle singole istituzioni sulla base della metodologia prevista dalle linee guida dell'EBA. La linea orizzontale indica la soglia di 350 punti base indicata dall'EBA per l'identificazione delle O-SII.

globale. Queste ultime, oltre che in Italia, sono presenti in Francia, Germania, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna e Svezia. Anche nel 2017 alcuni paesi hanno identificato come O-SII istituzioni con un valore dell'indicatore di rilevanza sistemica inferiore alla soglia prevista dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA; figura B, pannello b)<sup>1</sup>. L'applicazione di riserve di capitale per le istituzioni a rilevanza sistemica nazionale nella maggior parte dei paesi avviene in modo graduale; in alcuni Stati membri il coefficiente della riserva sarà ancora pari a zero per quest'anno. Tre paesi hanno deciso di non attivare riserve<sup>2</sup>. In alcuni Stati<sup>3</sup> è stata applicata nel 2017, in alternativa o in aggiunta al requisito per le O-SII, una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SRB) finalizzata a prevenire e a mitigare i rischi sistemici connessi con le caratteristiche strutturali del sistema finanziario nazionale (ad es. dimensione, concentrazione)<sup>4</sup>. Tale riserva è prevista nella legislazione europea come una discrezionalità nazionale e l'Italia ha scelto di non introdurla.

**Altre misure macroprudenziali.** – Tre Stati membri hanno previsto misure macroprudenziali di inasprimento di requisiti prudenziali minimi a fronte di rischi derivanti dal mercato immobiliare e dall'elevato indebitamento del settore privato, secondo le procedure e condizioni previste dall'art. 458 del regolamento UE/2013/575 sui requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento

<sup>1</sup> La soglia per identificare le O-SII è pari a un valore dell'indicatore di rilevanza sistemica di 350 punti base; le linee guida prevedono tuttavia la possibilità di utilizzare, entro determinati limiti, soglie diverse per tenere conto delle specificità dei sistemi bancari nazionali.

<sup>2</sup> Danimarca, Regno Unito e Repubblica Ceca.

<sup>3</sup> Croazia, Danimarca, Paesi Bassi, Repubblica Ceca, Slovacchia e Svezia.

<sup>4</sup> Il valore massimo stabilito dalla direttiva UE/2013/36 (Capital Requirements Directive, CRD4) per la riserva di capitale per le O-SII è pari al 2 per cento delle esposizioni complessive al rischio. Per l'SRB è previsto un valore minimo (1 per cento), ma non un valore massimo.

(Capital Requirements Regulation, CRR)<sup>5</sup>. In particolare in Finlandia è stato imposto alle banche che utilizzano modelli interni per la valutazione del rischio di credito un livello minimo – pari al 15 per cento – alla media delle ponderazioni per il rischio sulle esposizioni garantite da immobili residenziali collocati nel paese. In Belgio la banca centrale ha annunciato che intende innalzare le ponderazioni per il rischio relative alle esposizioni immobiliari residenziali delle banche belghe che usano modelli interni<sup>6</sup>. In Francia l'autorità macroprudenziale ha annunciato l'introduzione di una misura che pone un limite – pari al 5 per cento dei fondi propri – alle esposizioni delle banche individuate come sistemiche verso grandi società non finanziarie altamente indebitate.

<sup>5</sup> L'art. 458 del CRR disciplina i casi in cui un'autorità nazionale, per far fronte a un rischio sistemico, ricorra a misure di inasprimento dei requisiti prudenziali minimi in determinati ambiti (fondi propri, grandi fidi, informativa al pubblico, riserva di conservazione del capitale, liquidità, settore immobiliare, esposizioni tra istituzioni finanziarie), ritenendo che a quel rischio non si possa far fronte adeguatamente con gli altri strumenti previsti dalla disciplina europea delle regole sul capitale (CRD4-CRR). La procedura di attuazione richiede la notifica preventiva alle istituzioni europee, l'espressione di un parere da parte dell'EBA e dell'ESRB, l'approvazione da parte della Commissione.

<sup>6</sup> Una misura simile, assunta nel 2013, è scaduta nel maggio 2017.



# **DOCUMENTAZIONE STATISTICA**



## INDICE

A1	Indicatori di sostenibilità finanziaria	<b>55</b>
A2	Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte	<b>56</b>
A3	Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte	<b>57</b>
A4	Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza	<b>58</b>
A5	Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza	<b>59</b>
A6	Composizione delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema ( <i>collateral pool</i> )	<b>60</b>
A7	Posizione netta di liquidità delle banche italiane	<b>61</b>





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

PAESI	PIL (tasso di crescita annuo) (1)		Caratteristiche del debito pubblico (2)				Avanzo primario (2)	Indicatore di sostenibilità S2 (3)	Debiti finanziari del settore privato (4)		Statistiche verso l'estero (5)	
	2018	2019	livello		vita media residua dei titoli di Stato (anni)	quota detenuta da non residenti (in percentuale del debito)	2018	2016	famiglie	imprese non finanziarie	saldo	posizione netta sull'estero
			2018	2019	2018	2017			2017	2017	2017	
Italia	1,5	1,1	129,7	127,5	6,9	35,6	1,9	0,6	41,3	72,1	2,8	-6,7
Germania	2,5	2,0	59,8	55,7	5,8	55,5	2,3	1,2	52,9	54,6	8,0	59,1
Francia	2,1	2,0	96,3	96,2	7,4	60,8	-0,6	1,1	58,7	133,9	-0,8	-20,2
Spagna	2,8	2,2	96,7	95,1	7,0	50,3	-0,2	1,2	61,3	96,8	1,9	-80,8
Paesi Bassi	3,2	2,4	53,5	50,9	6,9	51,7	1,1	3,0	105,1	116,0	10,2	69,6
Belgio	1,9	1,7	101,0	99,1	9,4	60,5	0,7	2,7	60,3	156,8	-0,2	55,6
Austria	2,6	1,9	75,4	72,0	8,3	81,2	0,9	2,7	50,1	90,0	1,9	6,0
Finlandia	2,6	2,0	60,5	59,6	6,2	73,1	-1,3	2,8	67,3	113,5	0,7	5,7
Grecia	2,0	1,8	191,3	181,8	....	....	2,9	....	57,0	61,7	-0,8	-140,9
Portogallo	2,4	1,8	121,2	117,5	6,2	62,7	2,3	1,0	69,4	106,8	0,5	-105,7
Irlanda	4,5	4,0	67,1	64,9	10,7	59,6	1,5	-0,5	47,4	201,4	12,5	-155,8
Area dell'euro	2,4	2,0	84,2	81,7	....	....	1,1	1,3	58,0	102,0	3,5	-1,3
Regno Unito	1,6	1,5	86,3	85,9	14,9	35,2	-0,2	2,1	86,5	77,4	-4,1	-12,6
Stati Uniti	2,9	2,7	108,0	109,4	5,8	31,3	-3,0	....	78,7	73,5	-2,4	-40,5
Giappone	1,2	0,9	236,0	234,2	7,7	10,3	-3,2	....	54,7	103,4	4,0	64,2
Canada	2,1	2,0	86,6	83,8	5,4	25,4	-0,5	....	100,2	114,0	-3,0	18,7

Fonte: FMI, Eurostat, BCE, Commissione europea, conti finanziari e bilance dei pagamenti nazionali.

(1) FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2018. – (2) FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2018. – (3) Commissione europea, *Debt Sustainability Monitor 2017*, gennaio 2018. S2 è un indicatore di sostenibilità definito come l'aumento immediato e permanente dell'avanzo primario strutturale necessario perché sia soddisfatto il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche. – (4) Prestiti e titoli. Dati riferiti alla fine del 4° trimestre 2017. I dati per i paesi dell'area dell'euro sono tratti da BCE, *Statistical Data Warehouse*; i dati per i paesi extraeuropei e per il Regno Unito sono tratti da fonti nazionali. – (5) Dati riferiti al 4° trimestre 2017. I dati per i paesi europei e per il totale dell'area dell'euro sono tratti da Eurostat, *Statistics Database* e da BCE, *Statistical Data Warehouse*; i dati per i paesi extraeuropei sono tratti da fonti nazionali.

**Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte (1)**  
(miliardi di euro; valori percentuali; dicembre 2017)

VOCI	Esposizioni lorde	Esposizioni nette	Garanzie reali (2)	Garanzie personali (2)	Tasso di copertura crediti non assistiti da garanzia
<b>imprese</b>					
Crediti deteriorati verso clientela	198	90	96	38	63,9
<i>di cui: sofferenze</i>	124	41	56	29	78,2
<b>famiglie consumatrici</b>					
Crediti deteriorati verso clientela	46	25	31	2	65,2
<i>di cui: sofferenze</i>	31	14	21	1	72,9
<b>totale settori (3)</b>					
Crediti deteriorati verso clientela	255	120	131	40	63,5
<i>di cui: sofferenze</i>	159	56	77	30	77,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

(1) I dati sono tratti dai bilanci non consolidati, che non includono i prestiti erogati dalle società finanziarie appartenenti a gruppi bancari e dalle controllate estere. Dati provvisori. – (2) L'importo corrisponde all'ammontare dell'esposizione lorda coperto da una garanzia (reale o personale). – (3) Comprende anche i settori "Amministrazioni pubbliche", "Società finanziarie e assicurative", "Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie" e "Unità non classificabili e non classificate".

**Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte (1)**  
(miliardi di euro; valori percentuali; settembre 2017)

PAESI/AREE	Settore pubblico	Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	Variazione percentuale del totale rispetto al precedente semestre	In percentuale del totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2)	In percentuale del totale degli impieghi (3)
Area euro (esclusa Italia)	130,1	67,8	45,6	189,1	432,6	3,5	2,4	16,8
Altri paesi industriali	20,8	21,5	29,4	26,6	98,4	3,5	0,3	3,8
<i>di cui:</i> Regno Unito	1,4	10,7	17,3	6,2	35,6	1,6	0,9	1,4
Paesi emergenti e in via di sviluppo	43,9	21,1	8,4	87,2	160,6	-0,1	2,3	6,2
Europa	39,5	12,1	6,6	74,8	133	-1,5	9,5	5,2
<i>di cui:</i> Russia	3,0	2,0	0,5	16,6	22,1	0,1	23,1	0,9
Africa e Medio Oriente	3,3	1,8	0,8	5,5	11,4	18,1	2,2	0,4
Asia e Pacifico	0,7	4,5	0,8	4,2	10,2	-0,8	0,2	0,4
Centro e Sud America	0,5	2,6	0,2	2,7	6,1	3,5	0,6	0,2
Centri offshore	0,2	1,1	2,6	4,4	8,2	11,3	0,3	0,3
<b>Totale</b>	<b>195</b>	<b>111,4</b>	<b>85,8</b>	<b>307,3</b>	<b>699,6</b>	<b>2,7</b>	<b>1,1</b>	<b>27,2</b>
<i>per memoria:</i>								
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia (4)	4,0	3,4	1,4	20,2	28,9	4,8	6,9	1,1

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

(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle sofferenze e al netto delle svalutazioni. Sono esclusi BancoPosta e Cassa depositi e prestiti spa. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere verso ciascun paese, segnalate alla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) da un ampio gruppo di intermediari internazionali. Numeratore e denominatore si riferiscono al 30 settembre 2016. – (3) Gli impieghi sono dati dal totale delle esposizioni verso residenti e non residenti. – (4) Include: Algeria, Angola, Azerbaigian, Bahrein, Bolivia, Brunei, Ciad, Colombia, Repubblica Democratica del Congo, Ecuador, Guinea Equatoriale, Gabon, Iran, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Russia, Arabia Saudita, Sudan, Timor Orientale, Trinidad e Tobago, Turkmenistan, Emirati Arabi Uniti, Venezuela, Yemen.

**Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza (1)**  
*(milioni di euro; valori percentuali)*

PERIODO	Italia (2)			Area dell'euro		
	consistenze	acquisti netti	quota sul totale attivo	consistenze	acquisti netti	quota sul totale attivo
2011	211.680	18.457	5,6	1.009.414	72.378	3,0
2012	322.704	90.138	8,3	1.251.226	213.410	3,8
2013	374.545	45.312	10,1	1.313.179	46.354	4,3
2014 – 1° trim.	381.781	775	10,2	1.355.157	23.132	4,4
2° trim.	382.685	-3.292	10,4	1.370.453	3.515	4,5
3° trim.	378.441	-6.145	10,3	1.378.601	-978	4,4
4° trim.	382.928	4.128	10,5	1.370.727	-18.877	4,4
2015 – 1° trim.	392.330	2.597	10,6	1.380.572	2.841	4,3
2° trim.	377.992	-2.871	10,5	1.343.751	-11.320	4,3
3° trim.	373.788	-8.804	10,5	1.337.991	-13.333	4,3
4° trim.	363.538	-11.924	10,2	1.295.539	-44.385	4,2
2016 – gen.	367.884	3.717	10,3	1.326.277	29.829	4,2
feb.	375.248	8.031	10,4	1.341.614	15.603	4,2
mar.	365.525	-11.185	10,2	1.328.565	-15.163	4,3
apr.	370.568	7.078	10,4	1.325.852	268	4,2
mag.	366.602	-4.819	10,3	1.321.028	-8.061	4,2
giu.	368.642	1.612	10,2	1.325.190	2.101	4,2
lug.	367.552	-1.531	10,3	1.309.177	-16.994	4,1
ago.	359.886	-7.927	10,1	1.284.102	-24.869	4,1
set.	352.347	-6.893	9,8	1.257.295	-27.856	4,0
ott.	346.798	-1.323	9,7	1.245.561	-6.416	4,0
nov.	338.654	-4.105	9,5	1.232.104	-6.628	3,9
dic.	332.617	-9.219	9,4	1.205.139	-30.423	3,9
2017 – gen.	335.590	6.591	9,5	1.198.610	1.473	3,8
feb.	338.789	3.001	9,6	1.201.728	1.928	3,8
mar.	348.424	10.297	9,7	1.205.432	4.771	3,8
apr.	351.004	2.506	9,8	1.201.872	-3.941	3,8
mag.	341.992	-9.755	9,6	1.194.060	-9.045	3,8
giu.	322.508	-19.651	9,1	1.160.110	-34.125	3,7
lug.	326.417	3.646	9,2	1.150.277	-10.325	3,7
ago.	325.152	-1.359	9,2	1.155.089	3.640	3,7
set.	318.932	-5.639	9,1	1.144.825	-7.621	3,7
ott.	309.042	-11.980	8,8	1.120.278	-21.473	3,6
nov.	295.232	-14.550	8,3	1.108.599	-14.073	3,6
dic.	283.246	-9.646	8,1	1.074.126	-31.711	3,5
2018 – gen.	292.860	9.491	8,4	1.095.030	20.305	3,6
feb.	295.209	2.573	8,5	1.091.100	-3.028	3,5

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali e BCE.

(1) I dati sugli acquisti netti si riferiscono all'intero periodo; le consistenze e la quota sul totale attivo alla fine del periodo. I valori degli acquisti sono al netto delle fluttuazioni dei corsi di mercato; le quantità in portafoglio sono espresse ai valori di mercato. Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. – (2) È esclusa la Cassa depositi e prestiti spa.

**Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza (1)**  
(milioni di euro; febbraio 2018)

DETENTORE	Scadenza					totale
	entro il 2018	tra 2019 e 2020	tra 2021 e 2022	tra 2023 e 2027	oltre il 2027	
Famiglie (2)	26.956	37.100	18.401	15.386	891	98.734
<i>di cui:</i> subordinate	2.213	4.227	3.556	5.125	364	15.485
Banche del gruppo (3)	7.629	13.150	11.585	6.387	3.720	42.472
<i>di cui:</i> subordinate	147	361	68	549	21	1.146
Altre banche residenti	1.892	7.365	4.002	3.557	420	17.236
<i>di cui:</i> subordinate	122	160	220	641	44	1.186
Altri investitori	19.039	48.854	34.591	56.268	11.376	170.128
<i>di cui:</i> subordinate	2.152	2.892	2.792	12.524	3.378	23.738
<b>Totale</b>	<b>55.516</b>	<b>106.469</b>	<b>68.579</b>	<b>81.598</b>	<b>16.408</b>	<b>328.570</b>
<i>di cui:</i> subordinate	<b>4.634</b>	<b>7.640</b>	<b>6.635</b>	<b>18.840</b>	<b>3.806</b>	<b>41.555</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

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

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

	2013	2014	2015	2016	2017		2018
					giugno	dicembre	febbraio
<b>Totale</b>	<b>344,8</b>	<b>283,5</b>	<b>253,7</b>	<b>297,3</b>	<b>332,8</b>	<b>321,2</b>	<b>312,1</b>
Titoli di Stato	101,4	119,8	97,6	88,8	125,4	105,8	107,6
Titoli di Amministrazioni locali e regionali	2,6	2,9	2,6	1,7	1,8	1,9	1,8
Obbligazioni bancarie non garantite	11,5	10,4	5,8	5,3	6,2	5,4	4,8
Obbligazioni bancarie garantite dallo Stato	69,8	15,0	0,4	0,3	2,5	1,3	1,0
Obbligazioni bancarie garantite (covered bond)	61,5	49,8	46,4	76,3	74,9	76,8	69,2
Obbligazioni di emittenti non bancari	1,6	1,0	2,5	3,0	3,4	3,0	3,0
Attività cartolarizzate ( <i>asset-backed securities</i> )	50,6	40,0	35,5	44,0	45,3	49,9	47,3
Altre attività negoziabili	2,3	0,4	0,6	0,8	2,7	2,8	1,8
Attività non negoziabili (prestiti bancari)	43,5	44,3	62,4	77,1	70,6	74,3	75,6

Fonte: elaborazioni su dati Eurosystem.

(1) Il *collateral pool* è valutato ai prezzi rilevati dal *Common Eurosystem Pricing Hub*, al netto degli *haircuts*.

**Posizione netta di liquidità delle banche italiane (1)**  
(valore medio mensile in percentuale del totale attivo)

	Gruppi significativi			Gruppi non significativi		
	flussi di cassa cumulati (2)	<i>counterbalancing capacity</i>	indicatore di liquidità (3)	flussi di cassa cumulati (2)	<i>counterbalancing capacity</i>	indicatore di liquidità (3)
2015 – gen.	-3,1	14,8	11,7	-1,5	16,1	14,6
feb.	-5,0	16,9	11,9	-3,8	18,6	14,8
mar.	-5,2	16,7	11,6	-2,3	17,0	14,7
apr.	-4,8	15,9	11,1	-3,2	17,9	14,6
mag.	-4,7	15,5	10,8	-4,3	18,5	14,2
giu.	-4,3	15,2	10,8	-3,4	17,5	14,0
lug.	-3,5	14,8	11,3	-2,8	16,6	13,8
ago.	-2,7	14,8	11,9	-7,6	22,1	14,4
set.	-3,3	15,1	11,8	-10,5	24,8	14,2
ott.	-2,5	15,0	12,5	-11,0	25,6	14,6
nov.	-2,6	15,2	12,5	-9,9	24,5	14,6
dic.	-3,6	15,1	11,5	-10,5	24,7	14,1
2016 – gen.	-4,0	15,3	11,2	-12,4	26,0	13,5
feb.	-4,1	15,0	10,9	-11,0	25,0	14,1
mar.	-3,8	15,2	11,4	-10,0	24,6	14,6
apr.	-3,6	15,7	12,1	-8,9	23,5	14,6
mag.	-3,7	15,8	12,1	-8,1	23,0	14,9
giu.	-2,9	15,1	12,2	-7,7	22,5	14,8
lug.	-2,4	15,3	12,9	-7,1	22,2	15,1
ago.	-2,0	15,4	13,4	-7,1	22,5	15,3
set.	-2,1	15,3	13,2	-6,3	21,9	15,6
ott.	-1,9	15,2	13,3	-4,1	21,1	17,0
nov.	-2,2	15,3	13,1	-4,3	23,4	19,1
dic.	-2,6	14,9	12,3	-4,2	20,3	16,1
2017 – gen.	-2,1	14,2	12,1	-5,1	20,1	15,0
feb.	-2,4	14,8	12,4	-5,1	20,0	14,9
mar.	-1,5	13,6	12,1	-2,7	18,3	15,5
apr.	-0,3	13,0	12,7	-4,7	20,9	16,2
mag.	-0,4	13,7	13,3	-3,9	19,8	15,8
giu.	-0,4	14,0	13,6	-3,3	19,1	15,8
lug.	0,0	13,5	13,5	-3,6	19,1	15,5
ago.	0,0	13,9	13,9	-3,3	19,2	15,9
set.	0,6	13,5	14,1	-2,6	19,1	16,6
ott.	0,5	13,2	13,7	-1,1	18,4	17,3
nov.	1,0	13,4	14,4	-0,7	17,7	17,0
dic.	0,2	13,5	13,7	-0,9	17,2	16,3
2018 – gen.	0,8	12,1	12,9	-0,5	16,4	15,9
feb.	0,3	13,2	13,5	-1,0	17,1	16,0
mar.	0,6	13,5	14,1	-1,8	18,9	17,1

Fonte: dati trasmessi alla Banca d'Italia da un campione di 24 gruppi bancari nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità. (1) Medie mensili delle rilevazioni settimanali per 11 banche significative (vigilate direttamente dalla BCE) e 13 banche meno significative (vigilate dalla Banca d'Italia in collaborazione con la BCE). In via precauzionale tutte le scadenze con controparti istituzionali si assumono come non rinnovate. – (2) Calcolato come somma algebrica tra i deflussi (con segno negativo) e gli afflussi (con segno positivo). Il calcolo dei deflussi include le scadenze contrattuali con clientela istituzionale e le stime delle banche sulle uscite attese da clientela al dettaglio. – (3) Calcolato come somma algebrica tra le riserve di attività non impegnate e stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema (*counterbalancing capacity*) e i flussi di cassa netti cumulati attesi sull'orizzonte temporale di 30 giorni.







