



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

novembre 2020

2 | 2020



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 2 / 2020
Novembre

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

Relazione annuale

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

Bollettino economico

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

Una miscellanea di studi su temi di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi: richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it

© Banca d'Italia, 2020

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

Alessio De Vincenzo e Pierluigi Bologna (coordinatori), Piergiorgio Alessandri, Nicola Branzoli, Mario Cappabianca, Wanda Cornacchia, Francesco Franceschi, Raffaele Gallo, Teresa Griffo (Ivass), David Loschiavo, Gaetano Marseglia, Valentina Nigro, Stefano Nobili, Stefano Pasqualini (Ivass), Tommaso Perez, Anna Rendina, Marco Taboga, Filippo Vergara Caffarelli

Riquadri

Paola Antilici, Federico Apicella, Ivan Faiella, Raffaele Gallo, Antonio Ilari, Luciano Lavecchia, Simone Letta, Maurizio Magnani, Federica Orsini, Federica Pallante (Ivass), Onofrio Panzarino, Fabio Parlapiano, Francesca Rinaldi, Luigi Russo, Silvia Sacco (Ivass), Gianluca Viggiano

Aspetti editoriali

Valentina Memoli, Rosanna Visca

Grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 13 novembre 2020, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI	7
1.1 I rischi macroeconomici	7
1.2 Le famiglie e le imprese	13
2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO	22
2.1 I mercati monetari e finanziari	22
2.2 Le banche	31
2.3 Le assicurazioni e l'industria del risparmio gestito	46
3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI	58
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	61

INDICE DEI RIQUADRI

L'impatto della pandemia sulla rischiosità delle imprese	18
Il comportamento degli investitori nel mercato dei titoli di Stato italiani	24
L'andamento degli spread e dei rating degli emittenti obbligazionari in Italia e nell'area dell'euro	27
La pandemia e l'esposizione al rischio di credito delle banche	33
L'esposizione del sistema bancario ai rischi connessi con i cambiamenti climatici	37
Le misure di ampliamento delle garanzie adottate dalla BCE e dalla Banca d'Italia in risposta all'emergenza Covid-19	43
Gli effetti di possibili declassamenti del rating dei titoli obbligazionari privati detenuti dal settore assicurativo	48
L'avvio del monitoraggio sui rischi di liquidità del settore assicurativo	51
Le scelte di investimento degli investitori istituzionali dopo l'inizio della pandemia	53

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

- il fenomeno non esiste;
- il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;
- :: i dati sono statisticamente non significativi;
- () i dati sono provvisori.

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

Per la denominazione dei paesi 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

Durante l'estate la ripresa dell'attività in Europa e in Italia è stata più ampia delle attese, evidenziando la capacità di recupero dell'economia e l'efficacia delle misure di sostegno monetarie, di bilancio e di vigilanza. Tuttavia i rischi per la stabilità finanziaria provenienti dal quadro macroeconomico sono tornati ad aumentare con il riacutizzarsi della pandemia; tale situazione incide sulle prospettive di crescita, la cui evoluzione dipenderà dall'efficacia e dalla determinazione degli interventi di politica economica.

In Italia, come negli altri paesi dell'Unione europea, le condizioni sui mercati finanziari sono significativamente migliorate, con il pressoché completo rientro delle tensioni emerse in primavera. Tale andamento ha beneficiato soprattutto degli effetti del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) e del miglioramento delle aspettative che ha fatto seguito all'accordo del Consiglio europeo sul programma Next Generation EU: quest'ultimo permetterà di fornire un deciso sostegno alle economie sfruttando il bilancio e la capacità di prestito dell'Unione.

Anche in considerazione della natura temporanea delle misure espansive di bilancio, il debito pubblico italiano resta sostenibile; la sua permanenza su livelli elevati può tuttavia determinare in prospettiva l'esposizione a rischi derivanti da tensioni sui mercati finanziari o da nuovi shock macroeconomici. Un sentiero di riduzione è possibile assicurando la combinazione di condizioni di finanziamento distese, misure efficaci di sostegno alla crescita e un graduale aggiustamento di bilancio coerente con il quadro macroeconomico.

Le misure di politica economica finora adottate – tra cui l'espansione della Cassa integrazione guadagni, la moratoria sui prestiti, il posticipo degli adempimenti fiscali, i contributi a fondo

perduto e gli schemi di garanzia sui nuovi finanziamenti – hanno contribuito ad attenuare le conseguenze economiche della pandemia per le imprese e ne hanno ampiamente soddisfatto il fabbisogno di liquidità. Ciò nonostante l'economia italiana dovrà fronteggiare i rischi connessi con l'aumento dell'indebitamento delle società non finanziarie e con la progressiva rimozione delle misure di sostegno. Nell'attuale situazione di incertezza va evitata un'uscita anticipata dagli interventi di supporto, che potrebbe riflettersi anche su imprese in grado di superare la crisi. In prospettiva, l'efficace attuazione di misure volte a favorire la patrimonializzazione delle aziende e a riequilibrarne la struttura finanziaria può contribuire ad attenuare i rischi.

I bilanci delle famiglie hanno risentito della caduta del reddito disponibile. L'impatto, soprattutto per i nuclei finanziariamente fragili, è stato limitato grazie ai bassi tassi di interesse, alle moratorie e alle altre misure di sostegno. I rischi derivanti dal settore restano circoscritti e la quota di debito delle famiglie vulnerabili si mantiene contenuta.

I principali rischi per le banche italiane derivano dal probabile peggioramento della qualità del credito e da un'ulteriore riduzione della redditività. Il tasso di deterioramento dei prestiti è rimasto finora molto basso, beneficiando dei provvedimenti governativi sul credito e delle indicazioni delle autorità di vigilanza di utilizzare la flessibilità insita nelle regole sulla classificazione dei finanziamenti. Nel primo semestre di quest'anno la maggior parte degli intermediari ha comunque aumentato gli accantonamenti sui crediti in bonis, in previsione di un peggioramento della qualità dei prestiti; ne ha risentito fortemente la redditività. Nello stesso periodo si è rafforzata la patrimonializzazione, sia per le banche significative sia per quelle meno significative, anche grazie alla capitalizzazione degli utili relativi all'esercizio 2019 che, in base alle indicazioni delle autorità di vigilanza, non sono stati distribuiti.

L'indice di solvibilità medio delle compagnie di assicurazione italiane è sceso rispetto ai valori registrati alla fine del 2019, ma rimane ben al di sopra del minimo regolamentare. I benefici derivanti dall'incremento dei corsi dei titoli detenuti in portafoglio e dal contenimento nella distribuzione dei dividendi hanno compensato solo in parte la diminuzione dei fondi propri generata dall'abbassamento della curva dei tassi di interesse. La pandemia ha determinato una riduzione della redditività, in particolare per la gestione vita. La posizione di liquidità è invece

rimasta stabile, nonostante la complessiva contrazione dei premi.

La raccolta netta dei fondi comuni aperti italiani è tornata positiva dopo le tensioni emerse in marzo. Rimangono contenuti i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi mobiliari alternativi e di quelli immobiliari. Per entrambe le tipologie di fondi i potenziali rischi connessi con l'investimento in attività illiquide sono attenuati dalle norme che ne impongono la costituzione in forma chiusa.

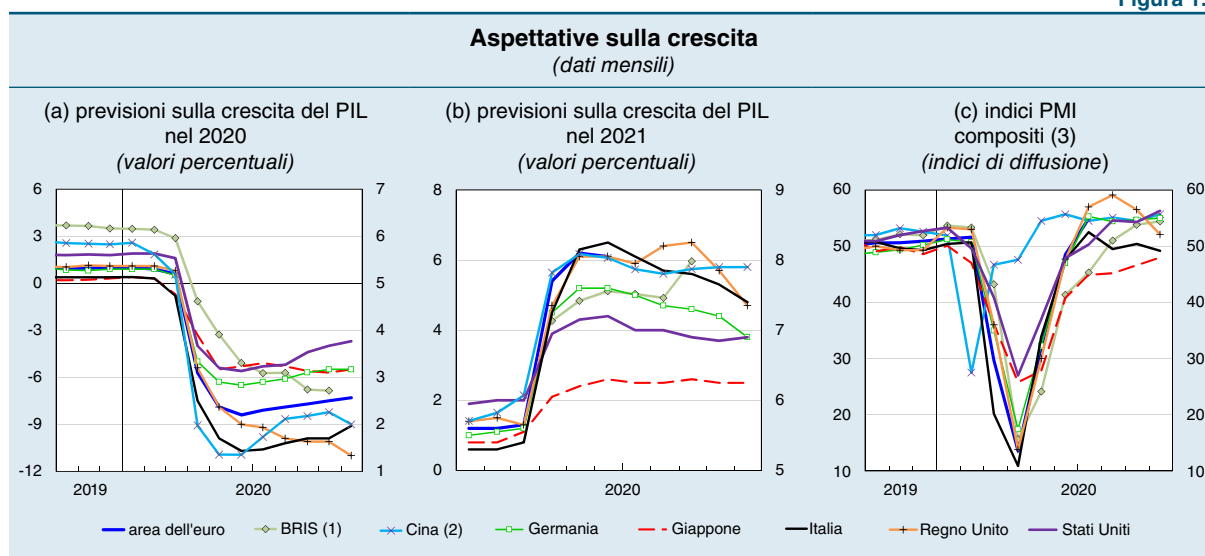
1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI MACROECONOMICI

I rischi globali e dell'area dell'euro

Il riaccutizzarsi della pandemia di Covid-19 accresce i rischi macroeconomici, che si erano ridimensionati durante l'estate grazie al rallentamento dei contagi e agli effetti delle politiche economiche di contrasto alla recessione. Le previsioni di crescita pubblicate da Consensus Economics indicano, dopo la contrazione del prodotto per l'anno in corso, una ripresa solo parziale nel 2021 (figg. 1.1.a e 1.1.b). Le aspettative sulla crescita globale nel 2021 formulate in ottobre dal Fondo monetario internazionale sono lievemente più contenute di quelle di giugno (5,2 per cento, dal 5,4) e si basano sull'ipotesi della progressiva rimozione delle misure di distanziamento sociale nel corso del prossimo anno. Gli indici dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI), anticipatori del ciclo economico, sono coerenti con un indebolimento della ripresa in quasi tutti i principali paesi (fig. 1.1.c).

Figura 1.1



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

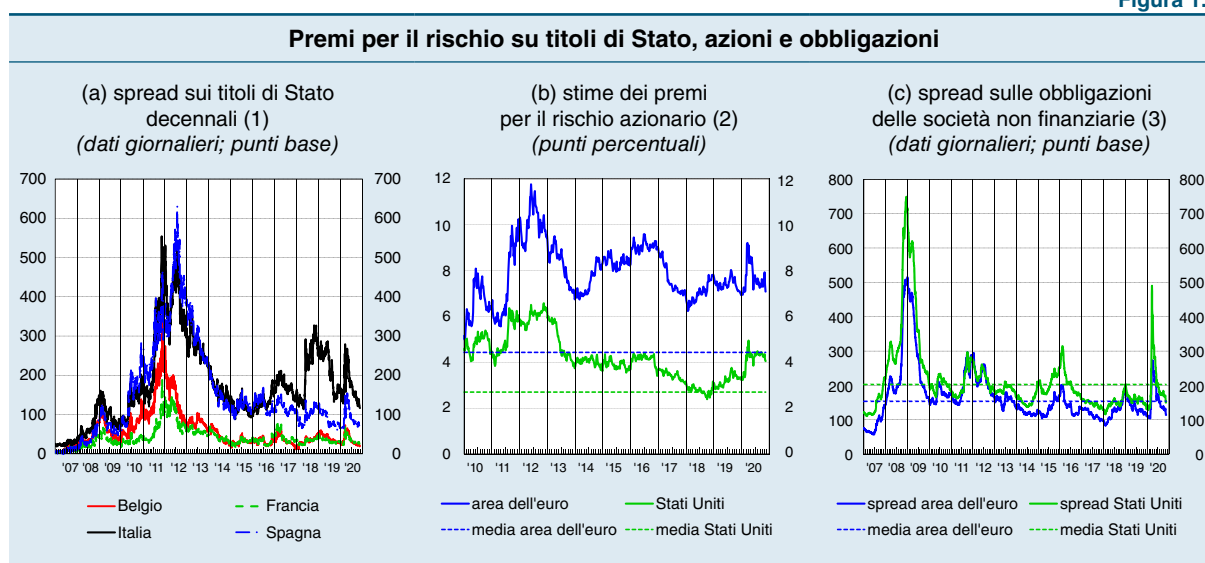
(1) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India e Sudafrica (BRIS), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL (FMI, *World Economic Outlook Database*, ottobre 2017). – (2) Scala di destra. – (3) Indici compositi di diffusione desumibili dai PMI relativi all'attività economica nei diversi settori. Valori superiori (inferiori) a 50 sono coerenti con un'espansione (contrazione) dell'attività rispetto al mese precedente.

Sulla crescita globale gravano il forte incremento dei contagi, gli effetti dei connessi provvedimenti di contenimento, l'incertezza sul rinnovo delle misure di stimolo all'economia in alcuni paesi e il possibile permanere di tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. I progressi nella realizzazione di un vaccino potrebbero riflettersi favorevolmente sulle prospettive di medio termine, soprattutto nel caso di conferme sull'efficacia del trattamento e sui tempi di distribuzione.

Dalla scorsa primavera le condizioni dei mercati finanziari dell'area dell'euro sono migliorate notevolmente. Vi hanno contribuito le misure di politica monetaria, di bilancio e regolamentare, che hanno limitato l'impatto della pandemia. Particolare rilevanza ha assunto l'accordo sul programma *Next Generation EU*, che consentirà all'Unione europea di indebitarsi fino a 750 miliardi di euro al fine di concedere trasferimenti e prestiti agli Stati membri, soprattutto quelli maggiormente colpiti dalla diffusione del contagio.

Sui mercati dei titoli di Stato, le diffuse turbolenze verificatesi in marzo e aprile si sono gradualmente attenuate: la liquidità degli scambi e gli spread sono tornati su livelli prossimi a quelli osservati prima della crisi sanitaria (fig. 1.2.a), riflettendo anche il dispiegarsi degli effetti positivi del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) promosso dalla Banca centrale europea.

Figura 1.2



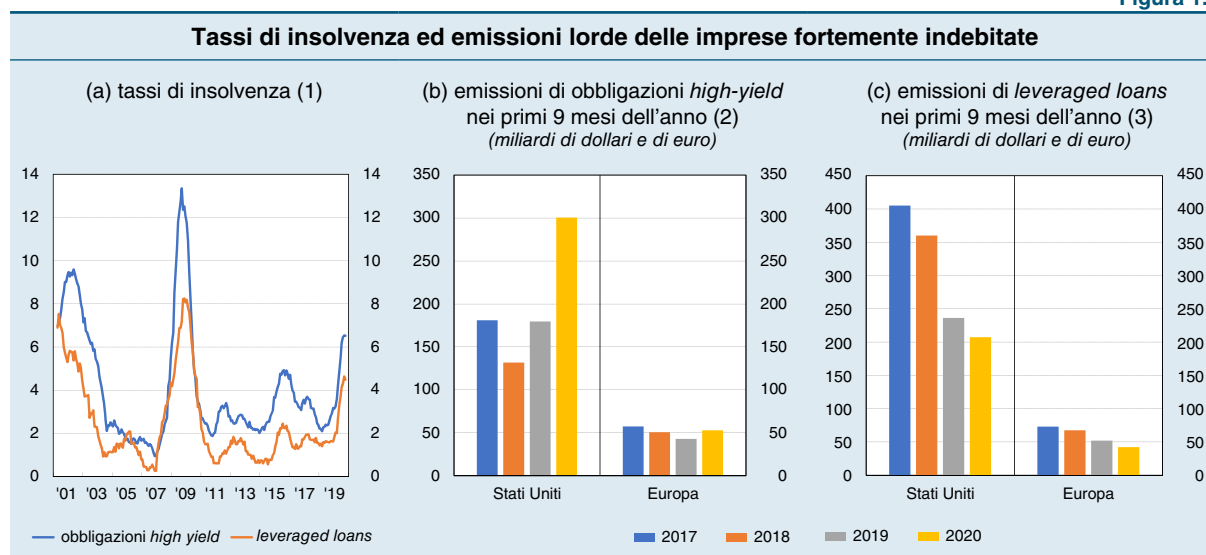
Fonte: ICE Bank of America Merrill Lynch e Refinitiv.

(1) Differenziali di rendimento fra i titoli di Stato benchmark con scadenza decennale emessi dai paesi indicati in legenda e i corrispondenti titoli tedeschi. – (2) 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 2020. – (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 2020.

I principali indici azionari hanno registrato forti rialzi, pur con una significativa eterogeneità fra paesi e settori di attività economica. Negli Stati Uniti le quotazioni hanno raggiunto il massimo storico in novembre, a fronte di aspettative che gli utili societari tornino sui livelli del 2019 già durante il prossimo anno, sostenuti anche dal deprezzamento del dollaro. Nell'area dell'euro, dove gli operatori si attendono una ripresa della redditività delle imprese più lenta, il recupero dei corsi azionari è stato solo parziale. In tutte le principali aree la risalita delle quotazioni è stata favorita dalla riduzione dei tassi sulle attività prive di rischio ed è assai più accentuata per i settori meno toccati dalla crisi, quali quelli tecnologico e dei beni di consumo; gli investitori hanno invece continuato a penalizzare i comparti la cui redditività è stata più colpita, tra cui quelli energetico e finanziario. In base alle nostre stime i premi per il rischio si collocano ancora al di sopra dei livelli medi di lungo periodo (fig. 1.2.b), contribuendo a contenere i rischi di sopravvalutazione; tuttavia l'andamento dei corsi azionari è esposto all'evoluzione delle aspettative sullo sviluppo della pandemia e sulle politiche di sostegno e al rischio che le attuali previsioni di una rapida ripresa degli utili aziendali risultino disattese.

Il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari ha interessato anche il comparto del debito privato. Gli spread sulle obbligazioni societarie sono scesi al di sotto della loro media storica sia nel comparto *investment grade* (fig. 1.2.c), sia in quello *high yield*, nonostante il numero di declassamenti si mantenga elevato e i tassi di insolvenza siano significativamente aumentati (fig. 1.3.a). Alcune agenzie di rating si attendono che l'incidenza dei default continui a salire nei prossimi mesi, pur rimanendo al di sotto del livello registrato durante la crisi finanziaria dello scorso decennio, per poi iniziare a diminuire dalla metà del 2021 in uno scenario in cui la pandemia risulti sotto controllo. L'attività di collocamento di nuovi prestiti alle imprese fortemente indebitate, che si era pressoché interrotta in marzo durante la fase più acuta delle turbolenze di mercato, è ripresa con vigore nel comparto delle obbligazioni *high yield* (fig. 1.3.b) e più lentamente in quello dei *leveraged loans* (fig. 1.3.c). Il buon funzionamento dei mercati primari, insieme al basso livello dei tassi di interesse, controbilancia in parte i rischi generati dal crescente indebitamento delle imprese; queste ultime restano tuttavia esposte alla possibilità di repentine diminuzioni dell'offerta di credito da parte degli investitori, la cui propensione a erogare prestiti è particolarmente reattiva agli andamenti di mercato.

Figura 1.3



Fonte: Moody's e Standard & Poors's.

(1) Numero di emittenti divenuti insolventi nell'anno in rapporto al numero totale di emittenti. – (2) Emissioni lorde di obbligazioni effettuate nei primi 9 mesi di ciascun anno indicato. Le emissioni effettuate negli Stati Uniti sono in miliardi di dollari statunitensi, quelle effettuate in Europa in miliardi di euro. – (3) Emissioni lorde di *leveraged loans* classificati come prestiti istituzionali nei primi 9 mesi di ciascun anno indicato.

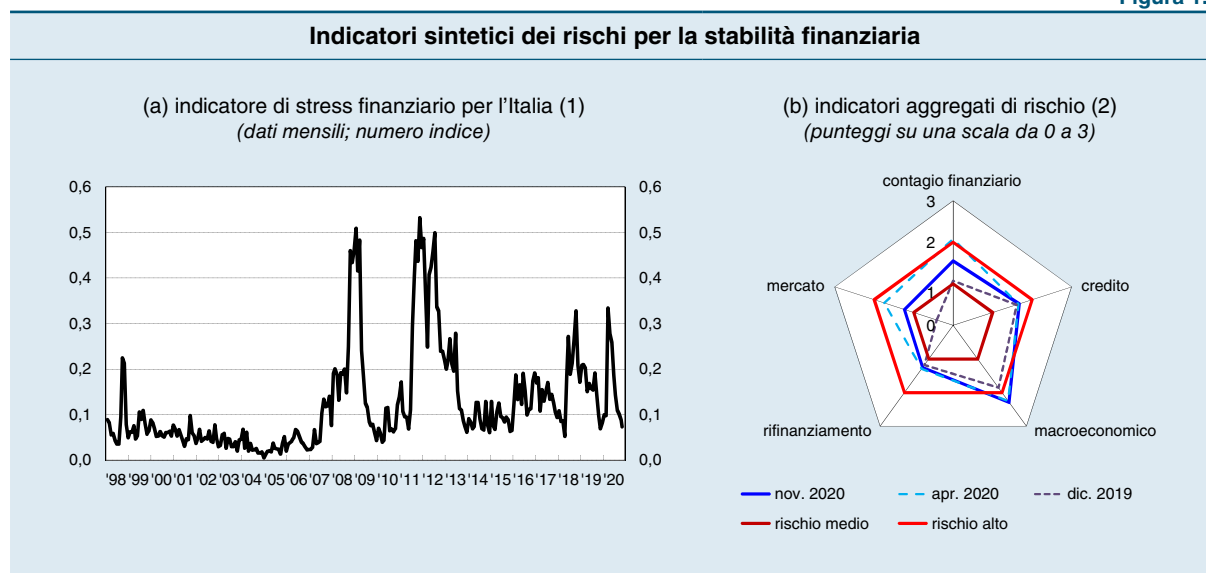
Nella prima metà di quest'anno la redditività delle banche dell'Unione europea è fortemente diminuita, pur restando in media positiva; hanno pesato soprattutto gli ingenti accantonamenti sui crediti *in bonis* in previsione di un peggioramento della qualità dei prestiti. La solidità patrimoniale delle banche, misurata dal rapporto fra capitale di migliore qualità e attivi ponderati per il rischio, è tuttavia migliorata, grazie anche alle decisioni di limitare la distribuzione di utili agli azionisti, come raccomandato dalle autorità di vigilanza. La resilienza mostrata dagli intermediari della UE durante la fase più acuta della crisi si è riflessa nell'andamento dei loro premi sui credit default swap (CDS), rimasti in media relativamente contenuti. I corsi delle azioni bancarie hanno invece recuperato solo in minima parte le forti perdite registrate nella prima metà dell'anno; questi scontano attese di una risalita assai lenta della redditività, già ritenuta insoddisfacente prima della crisi (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2019). In prospettiva, la bassa redditività rappresenta una delle principali vulnerabilità del sistema bancario dell'Unione e ne limita la capacità di fare fronte a scenari avversi, nei quali potrebbe registrarsi un significativo deterioramento della qualità degli attivi.

Il 31 dicembre giungerà a scadenza il periodo di transizione stabilito dall'accordo di recesso del Regno Unito dalla UE (Brexit); ciò potrebbe generare rischi per la continuità della prestazione di servizi bancari e finanziari alla clientela europea da parte degli intermediari britannici operanti nella UE e per i relativi presidi di tutela e trasparenza. Anche l'eventuale stipula di un accordo commerciale¹ tra le due aree non sarebbe rilevante per il comparto dei servizi finanziari, in quanto nella dichiarazione politica allegata all'accordo di recesso è stabilito che a tali servizi si applicheranno i regimi di equivalenza e le regole nazionali di accesso al mercato previste per gli intermediari di paesi terzi. Per proseguire l'operatività nell'Unione dopo il prossimo 31 dicembre gli intermediari britannici dovranno quindi ottenere le necessarie autorizzazioni di vigilanza o trasferire le attività presso altri intermediari insediati nella UE.

La condizione macrofinanziaria dell'Italia

In Italia i rischi per la stabilità finanziaria rimangono elevati, soprattutto a seguito del riacutizzarsi dell'epidemia da Covid-19. La forte ripresa dell'attività nei mesi estivi ha evidenziato la capacità di recupero dell'economia e l'efficacia delle misure di sostegno. Favorite dagli interventi di stabilizzazione, le condizioni sui mercati finanziari sono migliorate rispetto a sei mesi fa e sono rientrate le tensioni registrate nella scorsa primavera (fig. 1.4.a). I rischi di contagio finanziario nel settore bancario sono diminuiti (fig. 1.4.b) e il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi a dieci anni è sceso al di sotto dei 120 punti base, dopo avere toccato un picco di 280 in marzo. I rendimenti dei titoli italiani sono attualmente negativi per le scadenze fino a tre anni. Gli acquisti di titoli di Stato italiani da parte degli investitori esteri sono tornati a crescere dopo il calo registrato nel primo semestre dell'anno (cfr. il par. 2.1).

Figura 1.4



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) L'indicatore varia tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). Per maggiori dettagli, cfr. A. Miglietta e F. Venditti, *An indicator of macro-financial stress for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 497, 2019. – (2) Per la metodologia di calcolo degli indicatori aggregati, cfr. L. Bonato, G. Cascarino e F. Franceschi, *The Bank of Italy's systemic risk dashboard for the Italian financial system: a technical note on the aggregation of risk indicators*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 21, 2020. Valori compresi tra 0 e 1 indicano un livello di rischio basso; tra 1 e 2 un livello medio; tra 2 e 3 un rischio elevato.

¹ In assenza di un'intesa i rapporti commerciali tra le due aree saranno disciplinati dalle regole dell'Organizzazione mondiale del commercio e verranno applicati dazi e barriere non tariffarie all'interscambio di beni e servizi.

Nei prossimi mesi tuttavia la nuova ondata del contagio e la conseguente riattivazione di misure di contenimento potrebbero aumentare l'incertezza circa i tempi e la solidità della ripresa. Secondo gli operatori professionali censiti in novembre da Consensus Economics, il PIL dovrebbe ridursi nell'anno di poco più del 9 per cento, un dato migliore della previsione formulata in giugno, per poi aumentare nel 2021 del 4,8 per cento, in linea con la ripresa prevista nella media dell'area dell'euro. In prospettiva l'economia italiana, come quelle dei principali paesi europei, dovrà fronteggiare i rischi connessi con l'aumento dell'indebitamento delle imprese – che si rifletterà sulla qualità degli attivi degli intermediari bancari – e gli effetti della rimozione delle misure temporanee di sostegno a famiglie e imprese.

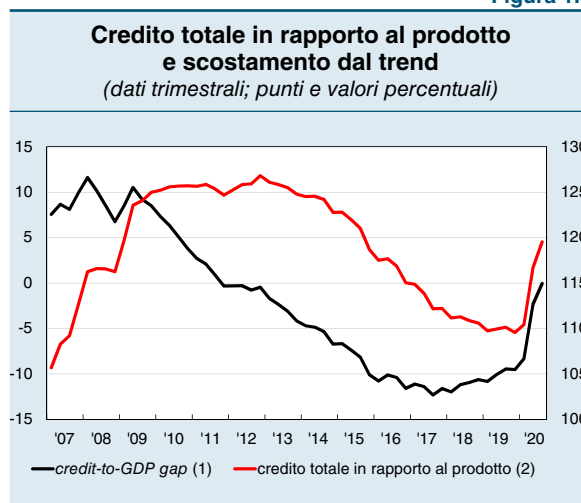
Le misure del ciclo finanziario italiano risentono degli effetti della crisi pandemica e dei provvedimenti adottati per sostenere l'afflusso di finanziamenti all'economia e scongiurare i rischi di una stretta creditizia. I prestiti bancari sono aumentati in modo marcato, per effetto dell'ampliamento delle garanzie pubbliche necessario a soddisfare il maggiore fabbisogno di liquidità delle imprese. Lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito totale e prodotto (*credit-to-GDP gap*; fig. 1.5) si è pressoché annullato nel terzo trimestre dell'anno, a causa non solo della crescita dei prestiti, ma anche della riduzione senza precedenti del PIL. I rischi di una prolungata espansione del ciclo finanziario appaiono limitati: la dinamica del credito alle imprese – che in Italia è rimasta sostenuta anche dopo i mesi estivi, a differenza di quanto osservato in alcune delle principali economie europee – dovrebbe affievolirsi nel corso del 2021.

Le misure espansive adottate per contrastare gli effetti economici della pandemia hanno natura temporanea e non mettono in discussione la sostenibilità delle finanze pubbliche italiane. Tuttavia il livello elevato del debito pubblico continua a rappresentare in prospettiva un fattore di vulnerabilità in quanto potrebbe lasciare il nostro paese più esposto a rischi derivanti da tensioni sui mercati finanziari o da nuovi shock economici. Condizioni di finanziamento distese, un aumento della crescita di medio periodo agevolato dagli interventi finanziati attraverso il programma *Next Generation EU* – purché ne sia garantita la qualità – e un graduale aggiustamento di bilancio (quando le condizioni macroeconomiche lo consentiranno) potrebbero riportare il rapporto tra debito e PIL ai livelli precedenti la pandemia nell'arco di un decennio; si tratta di un sentiero non dissimile da quello prospettato dal Governo nella recente *Nota di aggiornamento al Documento di economia e finanza 2020*². Il conseguimento di questo risultato sarà tanto più agevole quanto più la politica economica sarà orientata al recupero dei ritardi strutturali del Paese³.

² *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2020*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Camera dei deputati, Roma, 12 ottobre 2020. In argomento, cfr. inoltre il riquadro: *La crescita in Italia dopo Covid-19: valutazioni di lungo periodo* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2019.

³ *Covid shock, debito pensionistico e debito pubblico*, intervento del Governatore I. Visco al webinar *Gli Stati generali delle pensioni*, Milano, Università Bocconi, 4 novembre 2020.

Figura 1.5



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

(1) Per la metodologia di calcolo del *credit-to-GDP gap*, cfr. P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori ed E. Sette, *A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015. – (2) Scala di destra.

Con la *Nota di aggiornamento* e il *Documento programmatico di bilancio 2021* l'Esecutivo ha rivisto le stime e gli obiettivi per i conti pubblici: nell'anno in corso l'incidenza del debito pubblico rispetto al prodotto salirebbe di oltre 23 punti percentuali, al 158,0 per cento, per effetto sia del peggioramento del quadro macroeconomico sia delle misure espansive approvate dall'inizio di marzo. Con la manovra di bilancio il Governo programma un ulteriore stimolo. Nel quadro programmatico e in quello a legislazione vigente il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto scenderebbe gradualmente fino a raggiungere, rispettivamente, il 151,5 e il 154,1 per cento nel 2023: nel primo caso il calo è più pronunciato per l'effetto della manovra di bilancio sul quadro macroeconomico e dell'utilizzo dei trasferimenti del programma *Next Generation EU*.

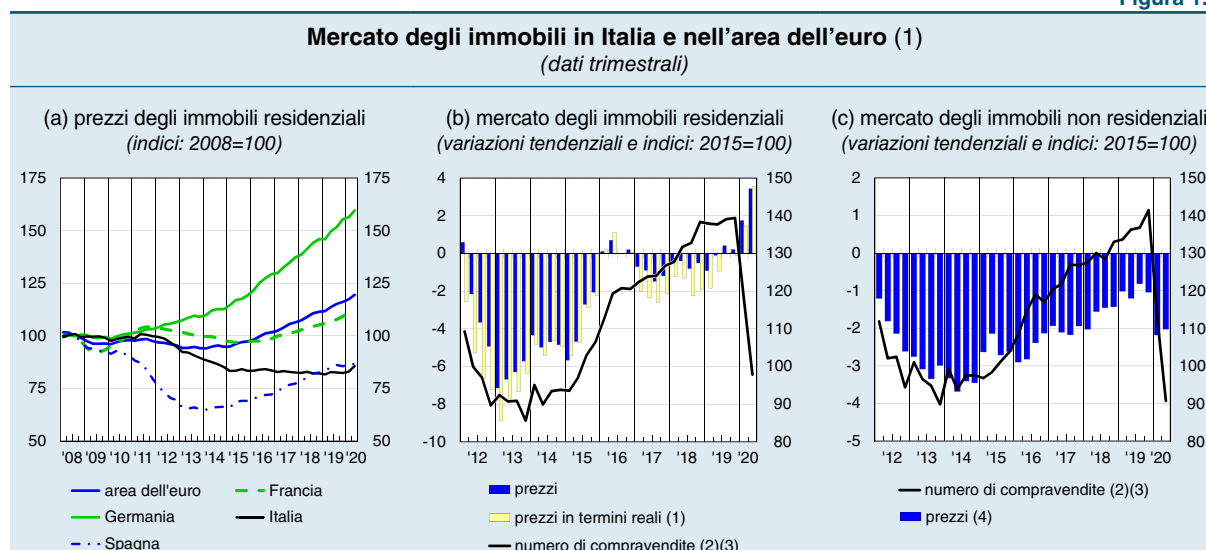
La capacità dell'economia italiana di fronteggiare lo shock pandemico è rafforzata da diversi fattori: il basso indebitamento delle famiglie (cfr. il par. 1.2); l'elevata vita media residua dei titoli pubblici (cfr. il par. 2.1); l'aumento del grado di patrimonializzazione delle banche (cfr. il par. 2.2); i rischi di liquidità contenuti nell'industria del risparmio gestito (cfr. il par. 2.3); la posizione netta con l'estero vicina al pareggio (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A1).

I mercati immobiliari

Nella prima metà dell'anno le compravendite nel mercato immobiliare nell'area dell'euro si sono decisamente contratte per effetto della crisi pandemica e delle conseguenti misure governative di contenimento dei contagi che hanno limitato la possibilità di spostamento. I prezzi delle abitazioni, che di consueto risentono con ritardo dell'evoluzione del quadro macroeconomico, hanno finora continuato a crescere in pressoché tutte le economie (fig. 1.6.a). Le quotazioni degli immobili non residenziali hanno proseguito ad aumentare nell'area e nei maggiori paesi, ad eccezione dell'Italia.

L'epidemia di Covid-19 ha comportato un forte calo delle transazioni anche in Italia, in particolare nel comparto non residenziale (figg. 1.6.b e 1.6.c). In base a nostre elaborazioni sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, nella seconda metà dell'anno le compravendite di abitazioni segnerebbero un significativo, seppure parziale, recupero, sospinte anche dalla domanda riconducibile a famiglie le cui esigenze abitative sono mutate a seguito dell'epidemia. Secondo gli agenti immobiliari intervistati nell'ambito

Figura 1.6



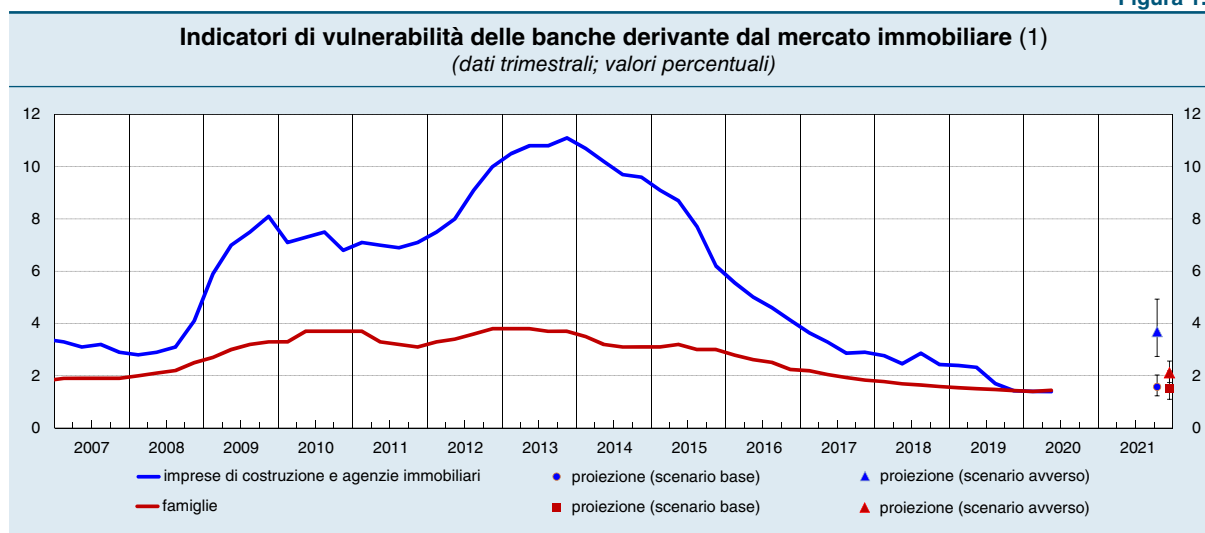
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI, Nomisma e Scenari Immobiliari.

(1) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. I pannelli (b) e (c) si riferiscono all'Italia. – (2) Scala di destra. – (3) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. – (4) L'indicatore, a carattere sperimentale, utilizza informazioni desunte dalle transazioni effettivamente avvenute sul mercato.

delle nostre inchieste congiunturali, nei prossimi mesi la crisi avrà un impatto negativo sulla dinamica dei prezzi delle abitazioni. Le prospettive sono più sfavorevoli nel comparto non residenziale, a causa sia del marcato deterioramento delle condizioni in cui operano le imprese, in particolare quelle dei servizi, sia della minore esigenza di spazi lavorativi, per effetto della diffusione del lavoro da remoto.

La vulnerabilità delle banche derivante dalle esposizioni immobiliari si è mantenuta su livelli contenuti, beneficiando delle misure di moratoria (fig. 1.7; cfr. il par. 1.2). Secondo nostre valutazioni, nel caso di uno scenario molto avverso⁴, alla fine del 2021 il rapporto tra il flusso annuale di nuovi crediti deteriorati relativo ai prestiti concessi alle imprese del settore immobiliare e il capitale delle banche raddoppierebbe rispetto ai valori attuali, rimanendo comunque ben al di sotto del picco raggiunto durante la crisi dei debiti sovrani nell'area dell'euro. L'aumento sarebbe più contenuto per l'indicatore riferito alle famiglie, la cui reattività a variazioni delle variabili fondamentali è storicamente contenuta in conseguenza del loro basso indebitamento.

Figura 1.7



(1) La vulnerabilità delle banche è misurata dal rapporto tra il flusso di nuovi crediti deteriorati negli ultimi 4 trimestri e la media di capitale e riserve delle banche nello stesso periodo. Le proiezioni relative al 4° trimestre 2021 sono rappresentate graficamente dai valori medi e dai 10° e 90° percentili nei due scenari considerati: situazione di status quo (scenario base) e scenario avverso. Per la metodologia, cfr. F. Ciocchetta, W. Cornacchia, R. Felici e M. Loeberto, *Assessing financial stability risks arising from the real estate market in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 323, 2016, e F. Ciocchetta e W. Cornacchia, *Assessing financial stability risks from the real estate market in Italy: an update*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 493, 2019.

1.2 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

Le famiglie

Con lo scoppio della pandemia i bilanci delle famiglie hanno risentito della caduta del reddito disponibile e della riduzione dei prezzi delle attività finanziarie. Le conseguenze per i nuclei indebitati fragili sono state limitate dai bassi tassi di interesse, dalle moratorie e dalle altre misure di sostegno. In prospettiva per queste famiglie il principale fattore di vulnerabilità è ancora rappresentato dalla debole dinamica del

⁴ Lo scenario considerato ipotizza una variazione avversa delle principali determinanti della vulnerabilità delle banche legata al settore immobiliare simile a quella registrata durante o subito dopo la crisi del debito sovrano in Italia. In particolare si assume: (a) una significativa riduzione del credito a famiglie e imprese; (b) un sostenuto calo dei prezzi degli immobili e del numero di compravendite; (c) una rilevante contrazione del reddito disponibile e della produzione industriale; (d) un forte aumento della disoccupazione.

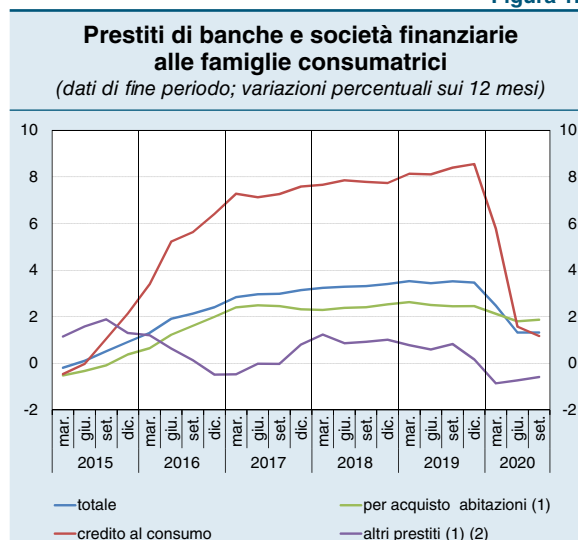
reddito, che potrebbe rendere gravoso il servizio del debito. I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal settore restano tuttavia circoscritti; la quota di debito a rischio di insolvenza rimane contenuta.

Nella prima metà del 2020 la ricchezza finanziaria lorda è diminuita dell'1,3 per cento. Le riduzioni di valore nei primi mesi dell'anno sono state solo in parte compensate dalla rivalutazione delle attività finanziarie registrata tra maggio e giugno e dall'aumento del risparmio; quest'ultimo, in un clima di incertezza sull'evoluzione del quadro congiunturale ed epidemiologico, si è orientato prevalentemente verso investimenti a basso rischio, quali in particolare i depositi bancari e quelli postali⁵. In base a nostre stime tra la fine del 2019 e giugno di quest'anno anche i nuclei familiari con meno liquidità hanno compresso i consumi più che proporzionalmente rispetto al reddito e hanno incrementato le risorse prontamente utilizzabili per fare fronte alle proprie esigenze nei prossimi mesi.

L'indebitamento delle famiglie in rapporto al reddito disponibile, seppure in aumento, si è mantenuto su valori contenuti (al 63,2 per cento a giugno del 2020, dal 61,9 di fine 2019): il deciso calo del reddito è stato in parte compensato dalla riduzione dei debiti finanziari, a seguito di una marcata flessione della domanda di credito (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*, in *Bollettino economico*, 4, 2020).

In connessione con l'andamento negativo del mercato immobiliare, i prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno decelerato dopo l'insorgenza della pandemia (all'1,9 per cento in ragione d'anno in settembre, dal 2,5 di febbraio; fig. 1.8). La contrazione del tasso di crescita è stata attenuata dalle moratorie, *ex lege* e di iniziativa privata, che hanno ridotto il flusso dei rimborsi. In seguito alle misure di politica monetaria dell'Eurosistema, i tassi sui mutui sono diminuiti, raggiungendo un livello storicamente molto basso (1,3 per cento). Traendo vantaggio del minore costo dei nuovi mutui a tasso fisso rispetto a quelli a tasso variabile (di nove punti base in media tra aprile e settembre), le famiglie hanno rinegoziato condizioni più favorevoli per i prestiti e fatto ampio ricorso ai contratti a tasso predeterminato. L'aumento dello stock di mutui a tasso fisso e con un costo limitato contribuisce a mantenere basso il rischio di tasso di interesse. La tendenza alla riduzione dell'onere del debito in termini reali potrebbe tuttavia invertirsi qualora la dinamica negativa dell'inflazione si consolidasse nei prossimi mesi.

Figura 1.8



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Il dato è riferito ai prestiti erogati dalle sole banche. – (2) Altre forme di finanziamento: le più rilevanti sono le aperture di credito in conto corrente e i mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo.

Dopo un quinquennio di crescita sostenuta, l'espansione del credito al consumo si è fortemente contratta (1,2 per cento in settembre, dall'8,5 della fine del 2019; fig. 1.8), risentendo dell'impossibilità di acquistare alcuni beni durevoli (in particolare gli autoveicoli) durante il periodo di chiusura delle attività non essenziali e dell'aumento del risparmio precauzionale nei mesi immediatamente successivi (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2020). La flessione del tasso di crescita dell'indebitamento potrebbe proseguire nel corso dell'anno: secondo i dati dell'indagine

⁵ La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è caratterizzata da un'elevata quota di strumenti poco rischiosi e facilmente liquidabili: il contante e i depositi bancari e postali ammontavano a circa il 35 per cento delle attività finanziarie alla fine del secondo trimestre del 2020.

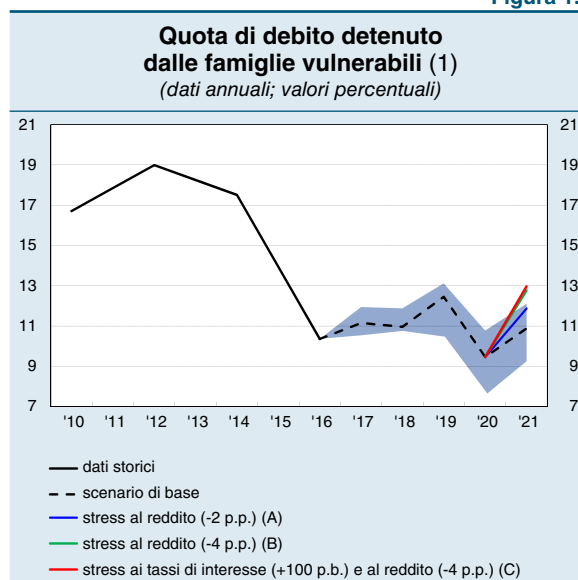
straordinaria sulle famiglie italiane⁶ condotta in settembre, solo il 3,7 per cento dei nuclei familiari intervistati aveva intenzione di chiedere un prestito per scopi di consumo. La propensione a indebitarsi per finanziare le spese correnti o per ottenere liquidità era bassa anche tra le famiglie il cui reddito è diminuito per effetto della crisi (2,3 per cento).

La riduzione del reddito registrata nel primo semestre del 2020 non si è riflessa in un peggioramento della qualità dei prestiti: il loro tasso di deterioramento è rimasto pressoché stabile su valori molto contenuti nel confronto storico (0,9 per cento nel terzo trimestre), favorito dai bassi tassi di interesse e dall'elevato ricorso, soprattutto nei primi mesi della pandemia, alle iniziative di moratoria.

Tra marzo e giugno sono state accolte oltre 90.000 domande di adesione alla moratoria pubblica sui mutui per l'abitazione principale (che si avvale del Fondo Gasparrini⁷), quasi 17 volte quelle attivate nel 2011 durante la crisi dei debiti sovrani. Negli stessi mesi la partecipazione alle moratorie private ha interessato più di 430.000 contratti. Nostre stime indicano che per circa il 20 per cento del debito sospeso il periodo di moratoria scadrebbe entro quest'anno, per oltre il 60 entro la prossima primavera e per la parte rimanente entro la fine del 2021. Nei mesi a venire il principale fattore di rischio è rappresentato dalla dinamica del reddito delle famiglie, che potrebbe incidere negativamente sulla capacità di riprendere il pagamento delle rate al termine del periodo di sospensione. Secondo l'indagine straordinaria sulle famiglie italiane, in settembre un quarto dei mutuatari che hanno dichiarato di avere fatto ricorso o di avere intenzione di ricorrere a una moratoria prevedeva di non tornare nei successivi 12 mesi sui livelli di reddito precedenti la crisi. I lavoratori autonomi che hanno subito una riduzione significativa del fatturato, cui fa capo oltre un terzo del debito soggetto a moratoria pubblica, possono tuttavia usufruire dei benefici del Fondo Gasparrini fino a un massimo di 18 mesi.

Secondo le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia, basate su uno scenario coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, alla fine del 2020 la quota di famiglie vulnerabili⁸ e l'incidenza dei loro debiti sul totale scenderebbero all'1,8 e al 9,5 per cento, rispettivamente (fig. 1.9). Alla riduzione contribuirebbero l'ampia adesione alle moratorie e la debole dinamica del credito, che hanno più che compensato la diminuzione del reddito. In assenza dei provvedimenti che consentono di sospendere le rate, l'incidenza del debito dei nuclei vulnerabili

Figura 1.9



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF). (1) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito equivalente inferiore al valore mediano. Ultimi dati IBF disponibili: 2016. Area ombreggiata: intervallo tra il 10° e il 90° percentile della distribuzione di probabilità delle simulazioni. Rispetto allo scenario di base, nel 2021: (A) il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 2 punti percentuali; (B) il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali; (C) l'Euribor a 3 mesi, l'interest rate swap (IRS) a 10 anni e il tasso di interesse sul credito al consumo sono più elevati di 100 punti base e il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali.

⁶ Tra la fine di aprile e l'inizio di maggio di quest'anno la Banca d'Italia ha svolto un'indagine straordinaria su un campione di oltre 3.000 individui per rilevare un ampio spettro di informazioni qualitative sulla loro situazione economica e sulle loro aspettative. L'indagine è stata ripetuta in settembre su un campione di circa 2.300 individui con alcune domande aggiuntive sulle intenzioni di indebitamento.

⁷ Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa istituito con L. 244/2007, la cui operatività è stata rafforzata e ampliata con i DD.LL. 9/2020, 18/2020 e 23/2020.

⁸ Per la definizione di famiglie vulnerabili, cfr. la nota 1 della fig. 1.9. Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. C.A. Attinà, F. Franceschi e V. Michelangeli, *Modeling households' financial vulnerability with consumer credit and mortgage renegotiations*, "International Journal of Microsimulation", 13, 2020, pp. 67-91, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 531, 2019.

sarebbe stata superiore di 1,4 punti percentuali. Nel 2021 la quota di famiglie finanziariamente fragili e la percentuale di debito da loro detenuta aumenterebbero rispettivamente al 2,1 e al 10,9 per cento, anche per effetto del graduale esaurirsi del periodo di sospensione dei pagamenti previsto dalle moratorie. Nel caso di andamenti macroeconomici particolarmente avversi⁹, il debito a rischio raggiungerebbe il 13 per cento del totale, rimanendo comunque su valori inferiori a quelli registrati nel corso della crisi dei debiti sovrani.

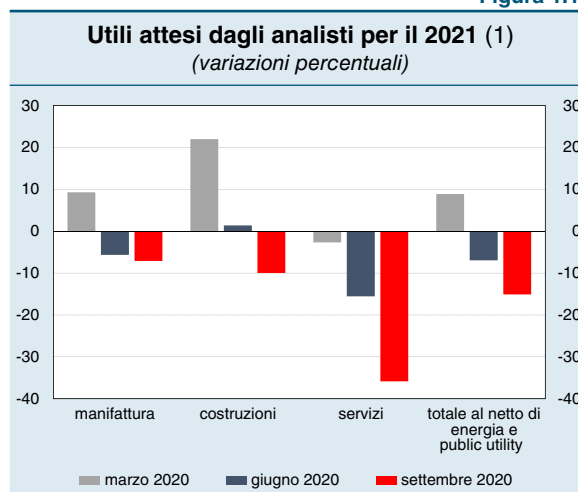
Le imprese

Le condizioni economiche e finanziarie delle imprese sono peggiorate a partire dalla scorsa primavera per effetto della temporanea chiusura di molte attività produttive e per il brusco calo della domanda. I rischi di liquidità e di insolvenza sono stati largamente attenuati dalle misure di sostegno adottate dal Governo, dal perdurare dei bassi tassi di interesse e dal rafforzamento dei bilanci delle imprese avvenuto nell'ultimo decennio. Nel medio termine tuttavia la quota di debito detenuto da aziende colpite dalla crisi potrebbe aumentare notevolmente.

La redditività ha fortemente risentito del calo dei ricavi, in presenza di spese incompressibili. Nel primo semestre il margine operativo lordo (MOL) è diminuito del 35 per cento (su base annua) rispetto al corrispondente periodo del 2019. Secondo le attese delle imprese industriali e dei servizi incluse nel sondaggio congiunturale condotto in autunno dalla Banca d'Italia¹⁰, la quota delle società che prevede di chiudere l'anno in utile si ridurrà al 51 per cento, dal 75 del 2019; oltre un terzo degli intervistati prefigura inoltre un calo degli investimenti rispetto alla spesa programmata, a causa dell'incertezza futura e della contrazione delle vendite. In un contesto economico ancora fragile si sono osservati dal mese di maggio – con l'allentamento dei provvedimenti di contenimento dei contagi e grazie alle misure di sostegno – segnali di una graduale ripresa dell'attività produttiva, che si è rafforzata nel terzo trimestre; il recupero è stato forte nell'industria, mentre rimangono più incerte le prospettive dei servizi (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2020). Sono tuttavia elevati i rischi di un rallentamento della ripresa legati all'evoluzione del quadro epidemiologico nei prossimi mesi. In settembre gli analisti hanno rivisto al ribasso le previsioni sugli utili attesi delle società quotate per il 2021; il peggioramento è stato marcato per il settore dei servizi (fig. 1.10).

Il fabbisogno di liquidità delle imprese, alimentato dal calo dei flussi di cassa, è stato in larga parte soddisfatto dalla crescita del credito e dalle misure governative. I dati del sondaggio autunnale della Banca d'Italia indicano che in settembre solo il 9 per cento delle aziende dell'industria e dei servizi riteneva insufficienti le proprie disponibilità liquide correnti rispetto alle necessità operative dei

Figura 1.10



Fonte: Bloomberg.

(1) Variazioni dell'indice degli utili attesi dagli analisti per il 2021. Elaborazioni su un campione chiuso a marzo 2020 di 125 imprese quotate, rappresentative del 95 per cento della capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie.

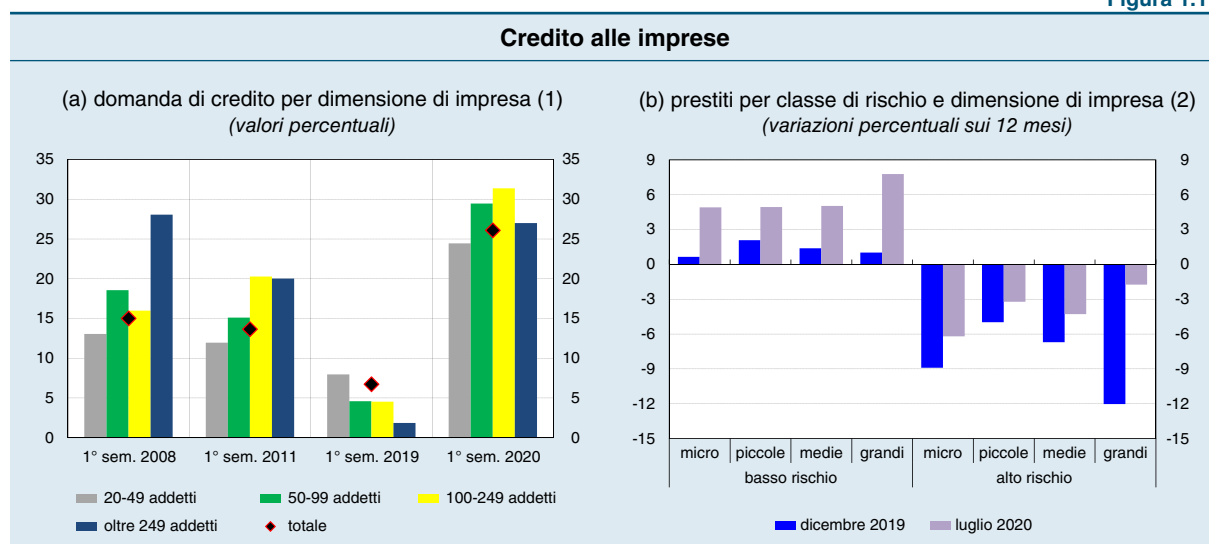
⁹ Rispetto allo scenario di base si assumono un rialzo dei tassi di interesse di 100 punti base e una flessione del tasso di crescita del reddito nominale di 4 punti percentuali (rispettivamente circa una e due deviazioni standard delle corrispondenti variazioni annuali registrate nel periodo 2003-2019).

¹⁰ Per maggiori dettagli, cfr. *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, Banca d'Italia, Statistiche, 9 novembre 2020. Le quote riportate nel testo sono ponderate per i coefficienti di riporto all'universo delle imprese con almeno 20 addetti.

successivi sei mesi; la quota risulta notevolmente superiore nei settori del turismo e della ristorazione. Tra gli strumenti per soddisfare il fabbisogno finanziario la maggior parte di tali imprese dichiarava di volere ricorrere principalmente a nuovi prestiti bancari o al differimento del rimborso dei debiti.

L'aumento della domanda di prestiti nel primo semestre è stato significativo (fig. 1.11.a), anche a causa dell'accresciuta incertezza sulle future prospettive economiche. Ciò si è tradotto in una maggiore richiesta di forme di finanziamento a più lunga scadenza e in un incremento dei depositi presso gli intermediari (cfr. il par. 2.2); le attività liquide in bilancio sono aumentate dell'8 per cento rispetto alla fine dello scorso anno, raggiungendo in giugno l'11,2 per cento del totale delle passività (10,1 a dicembre del 2019). Le politiche di offerta delle banche sono rimaste distese grazie all'ampia liquidità immessa nei mercati dall'Eurosistema e agli interventi pubblici di sostegno alle imprese. Il debito bancario è aumentato a ritmi elevati dal mese di marzo, prima per le società medio-grandi e a partire da giugno, dopo molti anni di contrazione, anche per le aziende di minore dimensione; complessivamente, nei dodici mesi terminanti in settembre, la crescita è stata del 6,9 per cento, contro una sostanziale stabilità nel triennio 2017-19. Il debito si è invece ridotto per le società più rischiose, soprattutto quelle più grandi, sebbene in misura inferiore rispetto allo scorso anno (fig. 1.11.b).

Figura 1.11



Fonte: Banca d'Italia e Cerved.

(1) Saldo tra la quota di imprese che hanno aumentato la domanda di prestiti bancari rispetto al semestre precedente e la quota di quelle che l'hanno ridotta. Dati riferiti a oltre 4.000 imprese industriali e dei servizi incluse nel sondaggio congiunturale della Banca d'Italia. – (2) Dati riferiti a un campione di oltre 460.000 società di capitali. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie, tengono conto delle cartolarizzazioni e comprendono anche i finanziamenti classificati in sofferenza. L'attribuzione della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved. Le imprese a rischio basso (alto) hanno un valore compreso tra 1 e 4 (5 e 10).

Le imprese hanno ampiamente utilizzato le misure di sostegno finanziario adottate dal Governo a partire dalla scorsa primavera. Con riferimento alla moratoria stabilita dal DL 18/2020 (decreto “cura Italia”), si stima che al 30 ottobre le piccole e medie imprese (PMI) avevano presentato circa 1,3 milioni di domande di adesione, approvate per la quasi totalità (98 per cento). Il valore complessivo lordo delle esposizioni per le quali è stato richiesto l'intervento era pari a 156 miliardi¹¹. Per i finanziamenti assistiti dal Fondo di

¹¹ I dati sui prestiti garantiti dal Fondo di garanzia per le PMI e quelli sulle moratorie sono stimati sulla base di un'indagine settimanale presso un ampio campione di banche (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Task force per assicurare l'efficiente e rapido utilizzo delle misure di supporto alla liquidità*). Sulla base del calcolo delle rate sospese riferite a un debito residuo di 136 miliardi, si può stimare che le linee di credito e le rate di prestiti che beneficiano della moratoria ammontavano a 40 miliardi (cfr. il riquadro: *Le misure di sostegno finanziario alle imprese in risposta alla pandemia* del capitolo 7 nella *Relazione annuale* sul 2019).

garanzia per le PMI, le domande pervenute alle banche erano 1,4 milioni. Si stima che a fronte di queste richieste l'ammontare dei prestiti erogati sia stato di circa 80 miliardi, oltre due terzi del totale dei nuovi prestiti concessi alle PMI e alle Mid Cap¹². Ulteriori istanze di garanzie statali (902 all'11 novembre), riguardanti soprattutto le grandi imprese, sono pervenute alla società SACE¹³, su prestiti per un importo di circa 18 miliardi (16,1 effettivamente erogati).

L'aumento del debito è stato favorito anche dal suo costo medio contenuto, rimasto su livelli minimi nel confronto storico (1,3 per cento in settembre). Negli ultimi mesi si è ridotto lo spread tra i tassi sui prestiti di piccolo importo e quelli sulle erogazioni di oltre un milione di euro, anche grazie alle garanzie concesse dal Fondo di garanzia per le PMI. In prospettiva, il venire meno della possibilità di ricorrere alle garanzie pubbliche e l'aumentata rischiosità media delle imprese potrebbero portare tuttavia a un aumento del costo dei nuovi finanziamenti.

Le grandi aziende hanno approfittato anche della riduzione dei tassi sul mercato obbligazionario per incrementare le scorte di liquidità e allungare la scadenza media dei debiti. Dopo il rapido deterioramento delle condizioni finanziarie in marzo, le imprese, soprattutto quelle più solide, sono tornate a emettere titoli in misura consistente. Da aprile a settembre le emissioni lorde hanno raggiunto i 25 miliardi, un valore superiore alla media del corrispondente periodo dei tre anni precedenti (21 miliardi).

Gli interventi di sostegno hanno l'obiettivo di evitare che escano dal mercato imprese le cui difficoltà hanno natura temporanea; la gran parte delle aziende ha dimostrato in estate di potersi riprendere rapidamente all'attenuarsi dello shock. Tuttavia la debolezza della ripresa e le possibili difficoltà di accesso al credito per le imprese più piccole e per quelle che risulteranno più indebitate al momento della scadenza delle misure pubbliche di supporto rimangono i principali fattori di rischio per il settore nei prossimi mesi. Queste aziende potrebbero essere ancora in una situazione di scarsa redditività e incontrare difficoltà a onorare il proprio debito o a ottenere nuovo credito (cfr. il riquadro: *L'impatto della pandemia sulla rischiosità delle imprese*).

L'IMPATTO DELLA PANDEMIA SULLA RISCHIOSITÀ DELLE IMPRESE¹

La pandemia di Covid-19 e i provvedimenti adottati per il contenimento del contagio hanno determinato un calo senza precedenti dell'attività produttiva. Le misure di sostegno introdotte dal Governo dal mese di marzo² hanno attenuato efficacemente l'aumento del fabbisogno di liquidità delle imprese e contenuto i rischi di insolvenza.

¹ A cura di Fabio Parlapiano e Gianluca Viggiano.

² DL 18/2020 (decreto "cura Italia"), DL 23/2020 (decreto "liquidità"), DL 34/2020 (decreto "rilancio"), DL 104/2020 (decreto "agosto"). Per la descrizione delle misure di sostegno al credito, cfr. il riquadro: *L'intervento pubblico sul credito alle imprese*, in *Rapporto stabilità finanziaria*, 1, 2020; per quella dei provvedimenti di sostegno alle imprese, cfr. il riquadro: *La risposta della politica di bilancio all'emergenza*, in *Bollettino economico*, 3, 2020. Tra le misure di sostegno non vengono considerate quelle introdotte dal DL 137/2020 (decreto "ristori") e dal DL 149/2020 (decreto "ristori bis").

¹² Per approssimare l'ammontare complessivo dei nuovi finanziamenti alle PMI e alle Mid Cap (imprese diverse dalle PMI fino a 499 addetti) è stata adottata la soglia di un milione di euro; tali prestiti includono quelli alle famiglie produttrici e sono calcolati, al netto di rinegoziazioni, nel periodo tra aprile e settembre (il 25 marzo è il primo giorno in cui sono state deliberate dal Fondo di garanzia le operazioni ricevute successivamente all'approvazione del decreto "cura Italia").

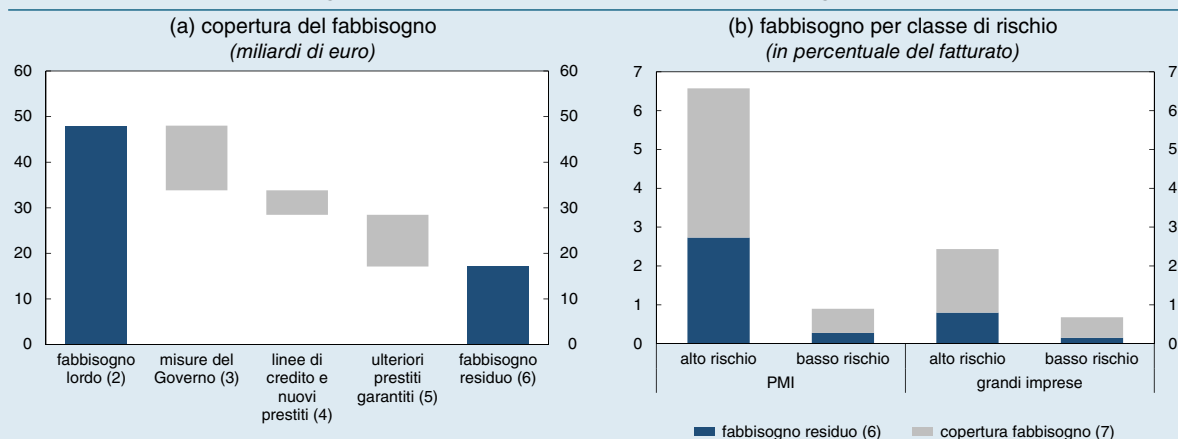
¹³ SACE è una società per azioni specializzata nel sostegno all'esportazione e all'internazionalizzazione delle imprese italiane.

Stime basate su uno scenario coerente con le previsioni macroeconomiche di luglio³ – più favorevoli rispetto a quelle prospettate in marzo⁴ – indicano che, in assenza delle misure di sostegno, il forte calo del fatturato avrebbe determinato per circa 142.000 imprese un fabbisogno di liquidità complessivo pari a 48 miliardi alla fine di quest'anno (figura A, pannello a, prima barra). Grazie alle misure governative (Cassa integrazione guadagni, moratoria del debito a favore delle PMI, posticipo degli adempimenti fiscali e contributi a fondo perduto previsti per le imprese più colpite) il numero delle società in deficit di liquidità si ridurrebbe a circa 100.000, con un fabbisogno di 33 miliardi (seconda barra). Tale fabbisogno potrebbe essere soddisfatto con l'aumento dell'indebitamento, avvalendosi anche degli schemi pubblici di garanzia sui finanziamenti bancari. L'utilizzo dei margini disponibili a luglio 2020 sulle linee di credito accordate e la dinamica complessiva dei prestiti relativi alle sole imprese in deficit di liquidità hanno consentito la copertura di 5 miliardi di fabbisogno (terza barra); 11 miliardi di finanziamenti garantiti dal Fondo centrale di garanzia e dalla SACE potrebbero inoltre essere richiesti dalle aziende che soddisfano i requisiti di accesso agli schemi di garanzia (quarta barra). Il fabbisogno residuo ammonterebbe quindi a 17 miliardi (quinta barra) e riguarderebbe circa 32.000 imprese; sarebbe riconducibile in gran parte alle società più rischiose per le quali non sempre è possibile accedere ai prestiti bancari garantiti (figura A, pannello b).

La crescita dell'indebitamento per ripianare il fabbisogno di liquidità si tradurrebbe in un incremento della leva finanziaria (misurata dal rapporto tra debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio

Figura A

Stima del fabbisogno di liquidità delle imprese nel periodo luglio-dicembre 2020 (1)



Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group, Centrale dei rischi, Fondo centrale di garanzia e SACE.

(1) La stima del fabbisogno di liquidità è basata su un campione di circa 730.000 società di capitali. L'attribuzione della classe di rischio delle imprese è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved e riferito al bilancio 2018 (ultimo dato disponibile per l'intero campione). Le imprese a rischio basso (alto) hanno un valore compreso tra 1 e 4 (5 e 10). – (2) Fabbisogno di liquidità lordo ottenuto come somma delle disponibilità di cassa iniziali, approssimate da quelle rilevate nei bilanci del 2018, e del flusso di cassa stimato per il 2020 senza considerare le misure di sostegno governative. La proiezione dei flussi di cassa a livello settoriale è stata ottenuta applicando al fatturato del 2018 uno shock coerente con le previsioni macroeconomiche del valore aggiunto delle imprese per il 2020. I costi dell'esercizio sono stati ottenuti applicando delle elasticità rispetto al fatturato stimate su un campione di imprese nel periodo 2010-18. – (3) Stima del fabbisogno di liquidità attenuato dalle seguenti misure governative: la Cassa integrazione guadagni, la moratoria PMI, il contributo affitti, il posticipo dell'acconto IRAP e i contributi a fondo perduto previsti per le imprese che hanno registrato una riduzione significativa del fatturato. – (4) Stima del fabbisogno di liquidità coperto dai margini disponibili sulle linee di credito bancario disponibili a luglio 2020 e dai prestiti effettivamente erogati alle imprese tra marzo e luglio, inclusi i prestiti che beneficiano delle garanzie pubbliche. – (5) Stima del fabbisogno di liquidità coperto attraverso prestiti garantiti del Fondo centrale di garanzia e della SACE che potrebbero essere domandati da luglio sino alla fine dell'anno. L'ammontare dei prestiti è stimato per le sole imprese in deficit di liquidità e che presentano i requisiti di accesso agli schemi di garanzia pubblica. – (6) Stima del fabbisogno di liquidità non soddisfatto dopo avere considerato le misure governative e tutte le fonti di copertura. – (7) Copertura del fabbisogno lordo (cfr. la nota 2) tramite le misure governative, i margini disponibili sulle linee di credito e i prestiti garantiti.

³ Per l'analisi sull'impatto dello shock da Covid-19 sul fabbisogno di liquidità di circa 730.000 società di capitali italiane, cfr. A. De Socio, S. Narizzano, T. Orlando, F. Parlapiano, G. Rodano, E. Sette e G. Viggiano, *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 13 novembre 2020.

⁴ Precedenti stime del fabbisogno di liquidità delle imprese utilizzavano le proiezioni sul fatturato per il 2020 formulate in marzo da Cerved Group e indicavano un fabbisogno cumulato tra i mesi di marzo e luglio pari a 73 miliardi (cfr. il riquadro: *Il fabbisogno di liquidità delle imprese*, in *Rapporto stabilità finanziaria*, 1, 2020).

netto) compreso tra uno e due punti percentuali, al 45 per cento circa⁵; l'indicatore rimarrebbe tuttavia inferiore rispetto al livello raggiunto a seguito della crisi dei debiti sovrani (53 per cento).

La profondità della recessione avrebbe un impatto anche sulla dinamica del patrimonio netto delle imprese, per quanto significativamente attenuato dalle misure governative: la quota di società di capitali in deficit patrimoniale (patrimonio netto inferiore ai limiti legali) raggiungerebbe il 12,0 per cento alla fine dell'anno, a fronte del 6,9 precedente la crisi. Senza le misure di sostegno finora introdotte, la quota di società in deficit patrimoniale avrebbe raggiunto il 13,8 per cento. Questa stima non considera il possibile effetto dell'utilizzo delle risorse del programma *Next Generation EU* e delle ulteriori misure approvate dai decreti "ristori" e "ristori bis".

La flessione dell'attività economica si rifletterà anche in un aumento delle probabilità di insolvenza delle imprese. Secondo il modello della Banca d'Italia per la valutazione del merito creditizio delle società (*In-House Credit Assessment System*, ICAS), la probabilità media di insolvenza a un anno salirebbe, rispetto al febbraio scorso, a valori compresi tra il 3,0 e il 4,4 per cento; l'incremento, fino a un punto percentuale, è stato attenuato grazie alle misure di sostegno. L'aumento sarebbe più pronunciato nel settore dell'alloggio e della ristorazione e in quello delle attività artistiche (figura B). Le probabilità di insolvenza si collocherebbero su livelli inferiori al massimo raggiunto a seguito della crisi dei debiti sovrani (5,4 per cento in media nel 2015). Gli effetti negativi della pandemia nell'anno in corso sono più evidenti nel caso delle imprese molto rischiose (con probabilità di default superiore al 5 per cento): la quota di tali aziende salirebbe fino al 16,4 per cento del totale, contro il 10,0 di febbraio, e ad esse farebbe capo il 22,9 per cento dello stock di debiti finanziari, a fronte del 12,7 per cento registrato prima della crisi pandemica. Anche queste stime non tengono conto dei provvedimenti in corso di definizione, né delle misure nell'ambito del programma *Next Generation EU*.

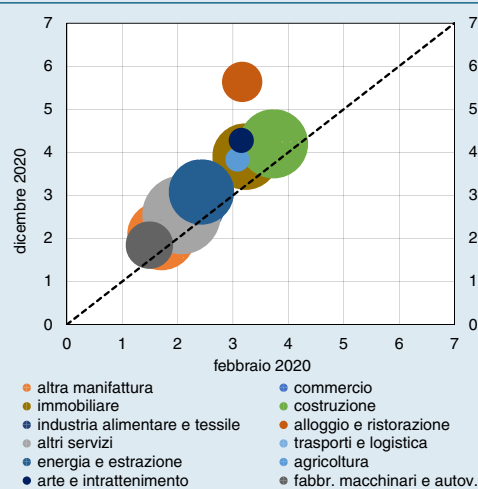
Il complesso degli interventi di sostegno adottati dalle autorità consente di evitare l'uscita dal mercato di imprese sane ma illiquide e di salvaguardare il sistema produttivo; tuttavia l'incremento dell'indebitamento che ne deriverà potrebbe non avere natura temporanea e pesare, anche nel medio periodo, sulla capacità delle società di sostenere il servizio del debito, di investire e di competere.

Alcuni dei provvedimenti adottati dal Governo con il decreto "rilancio" possono contribuire a ridurre l'aumento dell'indebitamento delle imprese. In questa direzione agiscono anche gli incentivi fiscali al rafforzamento patrimoniale e l'istituzione di società veicolo pubbliche che potranno sottoscrivere debito subordinato o azioni emessi da aziende di piccola, media e grande dimensione.

⁵ L'impatto della crisi sull'indebitamento delle imprese e sulle probabilità di insolvenza è stato stimato adottando due diverse ipotesi circa la possibilità di soddisfare il fabbisogno di liquidità. La prima ipotesi prevede che le imprese in possesso dei requisiti di accesso agli schemi di garanzia pubblica possano ottenere nuovi prestiti entro i limiti stabiliti dalla legge (il massimo tra il 25 per cento del fatturato e il doppio dei costi del personale). La seconda ipotesi prevede invece una capacità di indebitamento illimitata e non condizionata dalle caratteristiche aziendali.

Figura B

Merito creditizio delle imprese (1)
(probabilità di default medie; valori percentuali)



(1) Stima della probabilità di insolvenza a 12 mesi per un campione di circa 255.000 imprese valutate dal modello ICAS della Banca d'Italia. Per ciascun settore si riporta la probabilità di default media a febbraio e quella stimata a dicembre 2020 in base a dati prospettici di bilancio e di Centrale dei rischi. La dimensione delle bolle è proporzionale al debito detenuto dalle imprese più rischiose, ossia con probabilità di default superiore al 5 per cento.

A partire da marzo il numero di imprese in uscita dal mercato si è molto ridotto rispetto allo scorso anno (fig. 1.12), anche a causa del blocco dei fallimenti previsto dal decreto “liquidità”¹⁴. In prospettiva, in assenza di ulteriori provvedimenti di sostegno e di un recupero sostenuto della profittabilità, il numero delle cessazioni sarebbe destinato ad aumentare, dando luogo a un deterioramento della qualità dei prestiti e a rischi per la stabilità finanziaria.

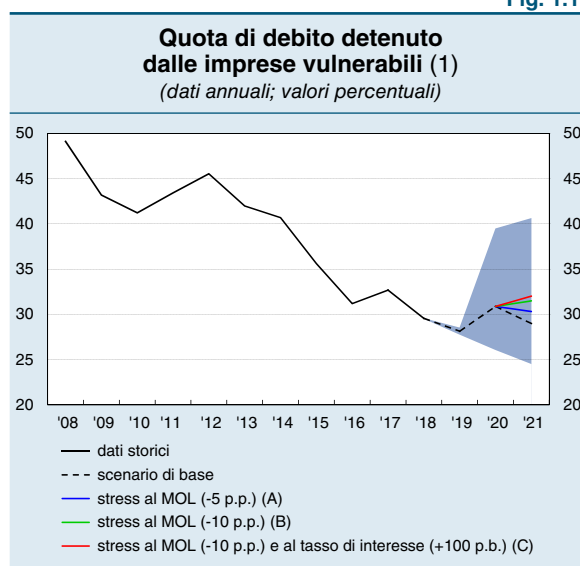
Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d’Italia indicano che, in uno scenario di base coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili¹⁵ – dopo essere aumentata molto nel 2020 – si ridurrebbe al 29 per cento alla fine del 2021, rimanendo comunque superiore a quella del 2019 (fig. 1.13); il miglioramento sarebbe riconducibile al recupero della redditività. Nel caso di andamenti sfavorevoli del margine operativo lordo, il debito a rischio salirebbe al 30 per cento del totale¹⁶. In uno scenario particolarmente avverso – caratterizzato da variazioni molto negative della redditività e del costo del debito, e in assenza di ulteriori misure di sostegno – la quota raggiungerebbe il 32 per cento, un valore comunque ancora inferiore rispetto alle precedenti crisi.

Figura 1.12



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.
(1) Dati settimanali; il dato si riferisce al numero di cessazioni non d’ufficio delle sole società di capitali e di persone.

Fig. 1.13



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.
(1) Sono definite vulnerabili le imprese con MOL negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza. Gli ultimi bilanci disponibili per l’intero campione di imprese sono relativi al 2018. La zona ombreggiata indica un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base. Rispetto allo scenario di base, nel 2021: (a) la variazione del MOL nominale è più bassa di 5 punti percentuali; (b) la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali; (c) il tasso di interesse è più elevato di 100 punti base e la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali.

¹⁴ Il DL 23/2020 ha disposto l’improcedibilità di tutti i ricorsi e delle richieste per la dichiarazione di fallimento e dello stato di insolvenza depositati nel periodo tra il 9 marzo e il 30 giugno 2020.

¹⁵ Per la definizione di imprese vulnerabili, cfr. la nota 1 della fig. 1.13. Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, “Journal of Policy Modeling”, 39, 2017, pp. 147-168, pubblicato anche in *Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza*, 293, 2015.

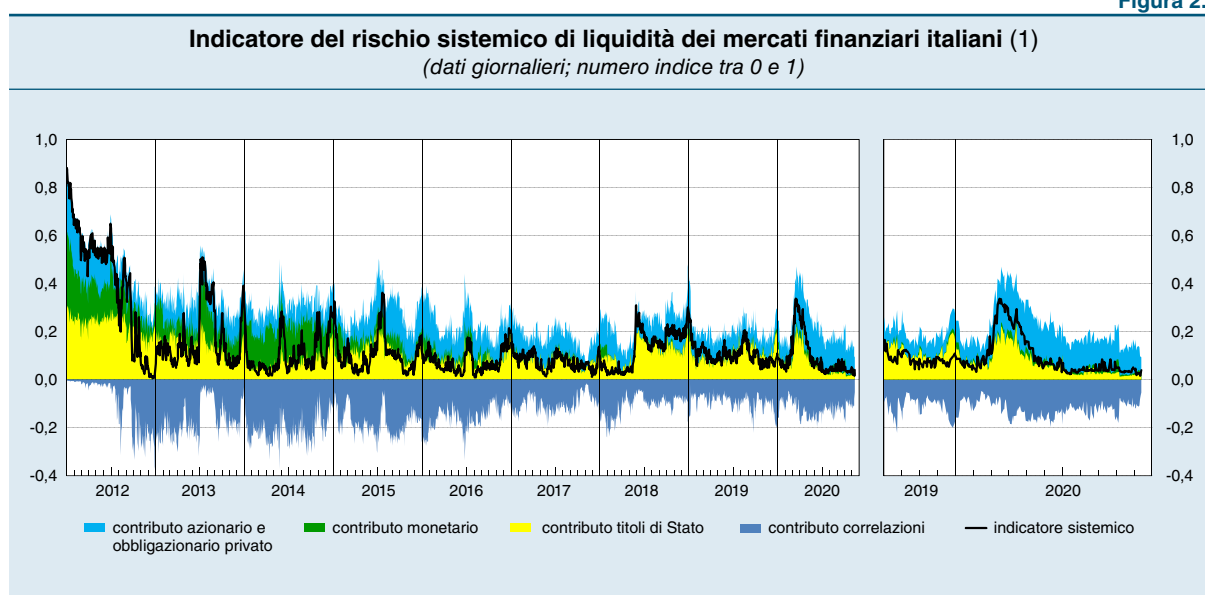
¹⁶ Rispetto allo scenario di base, in quello sfavorevole si assume una riduzione del tasso di crescita del MOL nominale di cinque punti percentuali, circa una deviazione standard della variazione annuale registrata nel periodo 2003-2019.

2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO

2.1 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Le condizioni di liquidità sui mercati finanziari italiani sono migliorate a partire dalla metà di marzo, beneficiando sia del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) sia delle aspettative suscitate dall'accordo del Consiglio europeo sulla *Next Generation EU*; l'indicatore del rischio sistemico di liquidità è tornato sui livelli registrati all'inizio dell'anno (fig. 2.1). L'incertezza legata all'evoluzione della pandemia rappresenta tuttavia un fattore di rischio significativo per il mercato azionario e per quello delle obbligazioni private: in caso di peggioramento dell'emergenza sanitaria entrambi i mercati potrebbero risentire di un aumento dell'avversione al rischio e di ulteriori declassamenti da parte delle agenzie di rating.

Figura 2.1



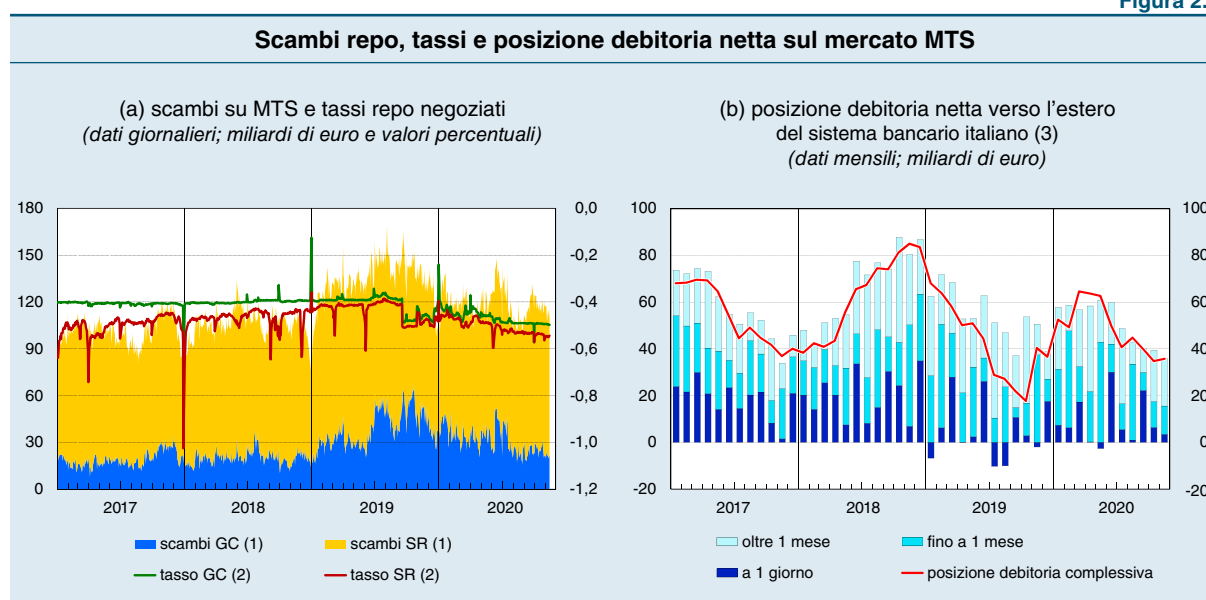
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv, Bloomberg, Moody's KMV, MTS, e-MID SIM e Banca d'Italia.

(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). La figura mostra anche i contributi all'indicatore sistemico dei singoli mercati e delle correlazioni tra loro esistenti. Per la metodologia di costruzione, cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2014.

Sul mercato monetario gli scambi pronti contro termine (repo) sono rimasti elevati nonostante la contrazione del segmento *general collateral* (fig. 2.2.a). Il tasso di rendimento a un giorno si è ridotto rispetto ai livelli raggiunti nella fase più acuta della crisi pandemica, collocandosi stabilmente in prossimità di quello della *deposit facility* presso l'Eurosistema. La posizione debitoria netta delle banche italiane nei confronti dell'estero su MTS repo è gradualmente diminuita dopo l'abbondante ricorso alla quarta serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) nel mese di giugno (fig. 2.2.b; cfr. il par. 2.2). Il costo medio delle operazioni di

prestito titoli (*specialness*), che misura la scarsità delle singole emissioni, è rimasto contenuto nonostante gli ingenti acquisti dell'Eurosistema, anche grazie ai programmi di prestito di titoli condotti dalla Banca centrale europea e dalla Banca d'Italia. In aprile hanno preso avvio le contrattazioni su MTS depo, il nuovo mercato non collateralizzato dei depositi interbancari che ha sostituito l'e-MID; gli scambi sono per ora ridotti, ma il numero dei partecipanti è in crescita.

Figura 2.2



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

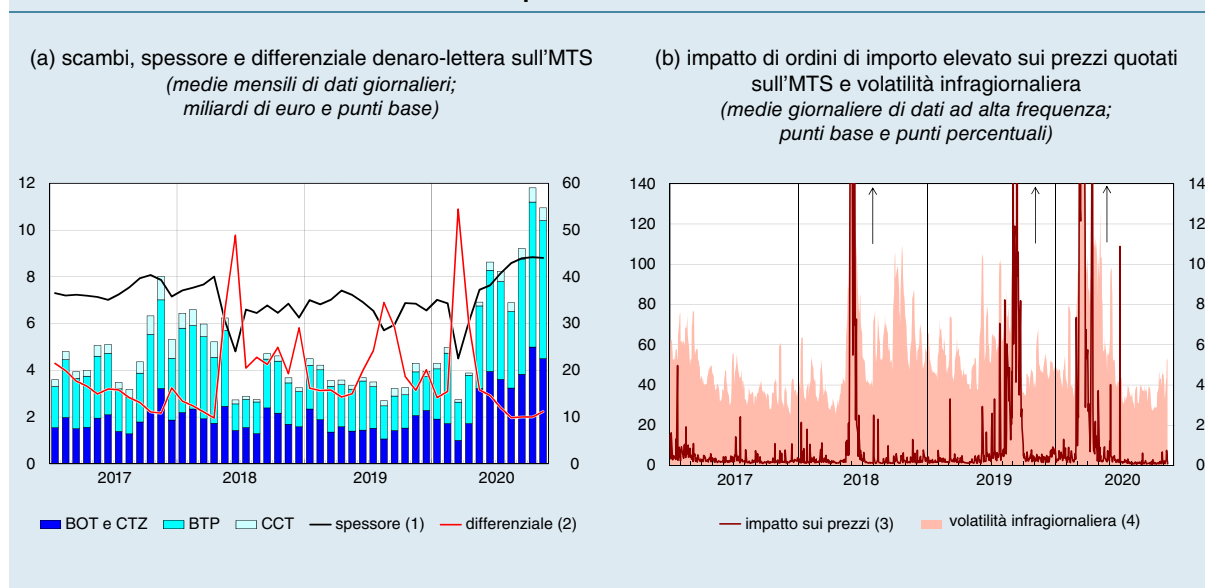
(1) Scambi giornalieri *general collateral* (GC) e *special repo* (SR) sul mercato MTS per data di regolamento dei contratti. – (2) I tassi repo sono calcolati prendendo a riferimento i contratti con durata a un giorno su titoli di Stato italiani conclusi su MTS repo. Scala di destra. – (3) La posizione debitoria netta è calcolata sul controvalore dei contratti in essere sul mercato MTS repo; media mensile di dati giornalieri per la posizione netta complessiva; dati di fine periodo per la disaggregazione per durata.

A livello internazionale proseguono i lavori relativi al processo di transizione dagli attuali benchmark del mercato monetario (Ibor) verso i nuovi tassi di interesse privi di rischio (*risk free rates*). In Italia l'esposizione complessiva al Libor, la cui cessazione è prevista per la fine del 2021, è limitata e concentrata presso gli intermediari di maggiore dimensione.

Dopo le tensioni registrate in marzo, il differenziale denaro-lettera sul mercato MTS è gradualmente diminuito e le quantità quotate dai *market makers* hanno raggiunto livelli storicamente elevati; in ottobre il turnover medio giornaliero è stato appena inferiore ai 12 miliardi, più del triplo rispetto alla media del 2019 (fig. 2.3.a). La capacità del mercato di assorbire ordini di ammontare elevato è tornata su livelli analoghi a quelli dell'inizio dell'anno e la volatilità infragiornaliera delle quotazioni si è ridotta (fig. 2.3.b). Il miglioramento delle condizioni di liquidità riflette sia le politiche monetarie e di bilancio espansive varate in risposta alla pandemia (che hanno rafforzato il clima di fiducia sul mercato e sostenuto la domanda degli investitori) sia l'aumento dell'attività dei *primary dealers*, stimolata dalle maggiori emissioni di titoli governativi sul mercato primario e dagli acquisti dell'Eurosistema.

Tra dicembre 2019 e giugno 2020 la quota di titoli di Stato italiani detenuta da investitori esteri è diminuita dal 25,9 al 23,6 per cento, mentre quella delle banche italiane è aumentata dal 16,9 al 18,6 per cento; gli investimenti esteri sono tornati a crescere dopo l'estate (cfr. il par. 1.1). Le variazioni dei portafogli riflettono in parte le diverse strategie degli investitori che operano in questo mercato (cfr. il riquadro: *Il comportamento degli investitori nel mercato dei titoli di Stato italiani*).

Indicatori di liquidità sui titoli di Stato italiani



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

(1) Calcolato come media delle quantità in denaro e lettera rilevate durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. – (2) Calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. Scala di destra. – (3) L'analisi è riferita al BTP benchmark decennale ed è basata su rilevazioni effettuate ogni 5 minuti. Impatto medio giornaliero sui prezzi denaro-lettera quotati sull'MTS di un eventuale ordine (di vendita o di acquisto) di 50 milioni di euro. – (4) Misura di volatilità (*realized volatility*) basata sui rendimenti infragiornalieri calcolati ogni 5 minuti; media mobile a 5 giorni di valori annualizzati. Scala di destra.

IL COMPORTAMENTO DEGLI INVESTITORI NEL MERCATO DEI TITOLI DI STATO ITALIANI¹

La diffusione della pandemia di Covid-19 ha avuto in marzo un impatto significativo su tutti i mercati finanziari, causando bruschi deprezzamenti e riduzioni della liquidità anche per attività poco rischiose come i titoli pubblici. Nel mercato dei titoli di Stato italiani le operazioni di disinvestimento si sono concentrate in poche giornate, rendendo difficile e più onerosa l'attività dei *market makers*; dinamiche analoghe sono state osservate in precedenti episodi di stress, ad esempio nel maggio 2018. Vendite o flussi ingenti di acquisti stimolati da un iniziale rialzo o ribasso dei prezzi possono amplificare la volatilità del mercato e allontanare le valutazioni dai loro "fondamentali". Poiché le reazioni degli investitori alle variazioni di rendimento si differenziano a seconda del settore di appartenenza, la capacità di un mercato di assorbire shock esterni dipende dalla base degli investitori che vi operano.

Per il mercato dei titoli di Stato italiani nostre stime sulle negoziazioni effettuate dai *primary dealers* indicano che in condizioni normali, a seguito di un rialzo dei rendimenti di dieci punti base, i fondi di investimento (*asset managers*) e quelli speculativi (*hedge funds*) vendono mediamente nella settimana successiva titoli per circa 170 e 150 milioni di euro; gli smobilizzi possono essere più che doppi nelle fasi di tensione (figura). Le banche rivestono invece un ruolo anticiclico e stabilizzatore: a un aumento dei rendimenti di dieci punti base, infatti, seguono in media acquisti netti per circa 230 milioni in condizioni di mercato normali e per oltre 450 nei momenti di tensione. I maggiori rendimenti offerti dalle obbligazioni nelle fasi di calo dei prezzi incidono positivamente sulla redditività delle banche, che solitamente vendono i titoli nelle fasi di normalizzazione o li detengono a scadenza nel proprio

¹ A cura di Onofrio Panzarino.

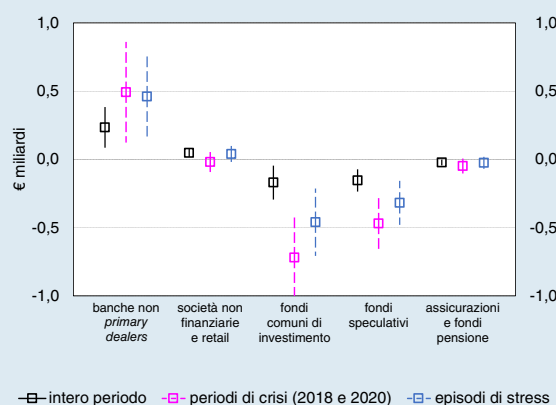
bilancio. La risposta di imprese assicurative, fondi pensione e altri operatori non finanziari risulta assai più contenuta.

L'impatto sugli scambi degli shock ai rendimenti potrebbe essere amplificato, oltre che dal comportamento prociclico degli investitori, dalla crescente diffusione delle strategie di negoziazione algoritmiche e ad alta frequenza. La più ampia adozione delle pratiche di marginazione, motivata dall'esigenza di contenere il rischio di credito e quello di controparte, può aumentare il rischio di liquidità, accrescendo le esigenze di finanziamento degli intermediari nelle fasi in cui le escursioni di prezzo diventano più ampie e volatili. I *market makers*, che in condizioni di mercato normali assorbono gli squilibri temporanei tra la domanda e l'offerta di titoli, possono essere inoltre meno in grado di svolgere tale funzione in fasi di elevata volatilità e in presenza di vendite particolarmente rilevanti. Le tensioni dello scorso marzo hanno spinto le autorità monetarie a intraprendere azioni mirate ad assicurare l'ordinato funzionamento dei mercati (cfr. il riquadro: *Le misure internazionali a sostegno della stabilità finanziaria*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020). In aprile, in particolare, la Banca centrale europea ha ridotto temporaneamente i requisiti di capitale per rafforzare la capacità delle banche di fornire liquidità al mercato attraverso l'attività di *market making*².

² BCE, *ECB banking supervision provides temporary relief for capital requirements for market risk*, comunicato stampa del 16 aprile 2020.

Figura

Impatto di un rialzo dei rendimenti di 10 punti base sugli acquisti netti di titoli di Stato italiani (1)



Fonte: elaborazioni su dati EMAR (*Euro Market Activity Report*).
 (1) L'analisi riguarda il periodo gennaio 2014-settembre 2020. La figura riporta per ogni tipologia di investitore gli acquisti netti associati a un aumento dei rendimenti di 10 punti base rilevato sul tratto a 10 anni nella settimana precedente. Il sottocampione denominato "periodi di crisi" include finestre temporali di un mese centrate sulle due giornate caratterizzate dai valori medi più alti del *bid-ask spread* nel mercato MTS (29 maggio 2018 e 12 marzo 2020). Il sottocampione "episodi di stress" comprende le settimane in cui i premi dei CDS sui titoli di Stato italiani hanno registrato aumenti pari o superiori all'ultimo decile della loro distribuzione campionaria. Per ciascun campione e tipo di investitore la stima puntuale è riportata con un intervallo di confidenza al 90 per cento. Le stime non tengono conto della collocazione geografica degli investitori.

Gli interventi pubblici a sostegno di famiglie e imprese hanno notevolmente accresciuto le esigenze di finanziamento sul mercato primario dei titoli di Stato nell'anno in corso; per fare fronte a tali impegni il Governo ha aumentato gli importi medi in asta e ha ampliato gli strumenti a disposizione¹. I prestiti previsti dai nuovi programmi europei di rilancio e di aiuto all'economia potrebbero ridurre di oltre 20 miliardi il volume dei titoli di Stato da collocare sul mercato nel 2021².

Il PEPP e l'accordo del Consiglio europeo sul programma *Next Generation EU* hanno contribuito a rendere distese le condizioni di finanziamento nel mercato primario dei titoli di Stato: nonostante i maggiori importi in emissione, il rapporto tra la domanda e l'importo offerto (*cover ratio*) si è collocato nell'ultimo trimestre su valori medi superiori a quelli dell'inizio dell'anno. I rendimenti all'emissione

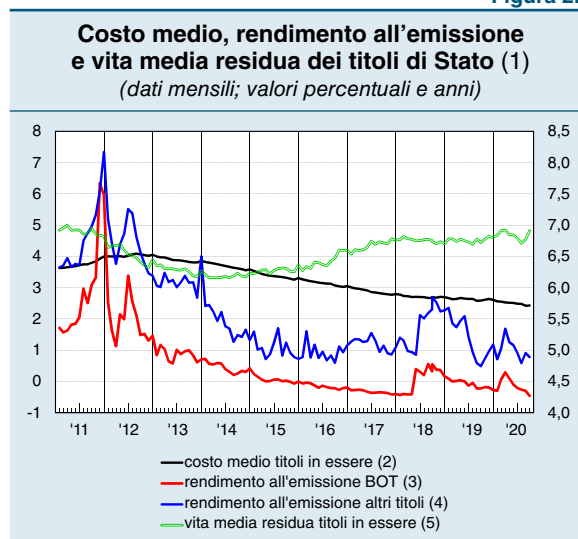
¹ È stata attivata tra l'altro una nuova facility riservata agli specialisti per l'emissione di titoli *off-the-run* mediante la piattaforma MTS e sono state effettuate due emissioni di BTP Futura, una tipologia di titoli dedicata agli investitori al dettaglio.

² La stima è basata sulle informazioni disponibili relative allo strumento finanziario temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE) e sull'ipotesi in merito al programma *Next Generation EU* presentata dal Governo nella *Nota di aggiornamento al Documento di economia e finanza 2020* dello scorso 5 ottobre.

sono diminuiti di circa 100 punti base rispetto ai massimi toccati tra aprile e maggio, portandosi su valori negativi per le scadenze fino a tre anni e raggiungendo i minimi storici per la maggior parte delle linee di emissione; ne ha beneficiato il costo medio dei titoli in circolazione, che ha raggiunto alla fine di ottobre il 2,4 per cento (fig. 2.4). La vita media dei titoli in circolazione era pari a 6,9 anni al termine dello stesso mese, valore in linea con il dato di marzo; le emissioni a lungo termine, effettuate anche attraverso sindacati di collocamento, hanno compensato l'aumento del debito a più breve termine avvenuto in concomitanza con l'emergenza legata alla pandemia.

Nel mercato delle opzioni sui titoli di Stato dell'area dell'euro il costo necessario per assicurarsi contro variazioni dei corsi dei titoli, misurato dalla volatilità implicita, si è progressivamente ridotto, portandosi su valori prossimi a quelli precedenti l'emergenza sanitaria (fig. 2.5.a). La differenza tra il prezzo delle opzioni che proteggono da una diminuzione delle quotazioni dei futures sui titoli di Stato italiani e tedeschi e il prezzo di quelle che traggono profitto da un suo incremento (*risk reversal*) è scesa da aprile, raggiungendo valori lievemente superiori rispetto alla media del 2019 (fig. 2.5.b).

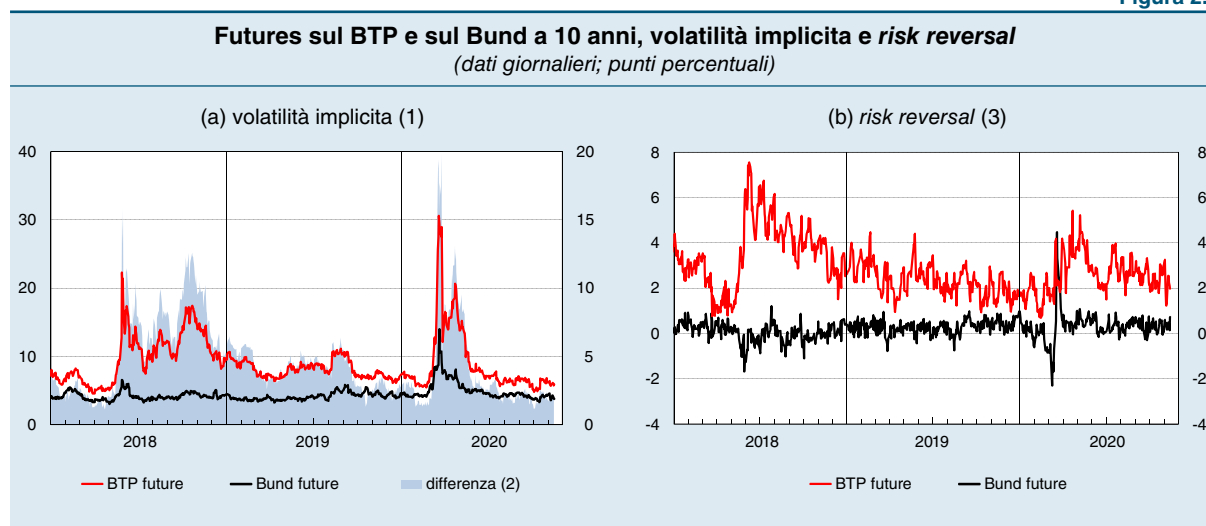
Figura 2.4



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

(1) Dati aggiornati al 30 ottobre 2020. – (2) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese. – (3) Media ponderata dei tassi di tutti i BOT collocati nel mese, per data di regolamento. – (4) Media ponderata dei tassi dei titoli diversi dai BOT e dagli indicizzati collocati nel mese, per data di regolamento. – (5) Valori di fine periodo ponderati per le consistenze in essere. Scala di destra.

Figura 2.5

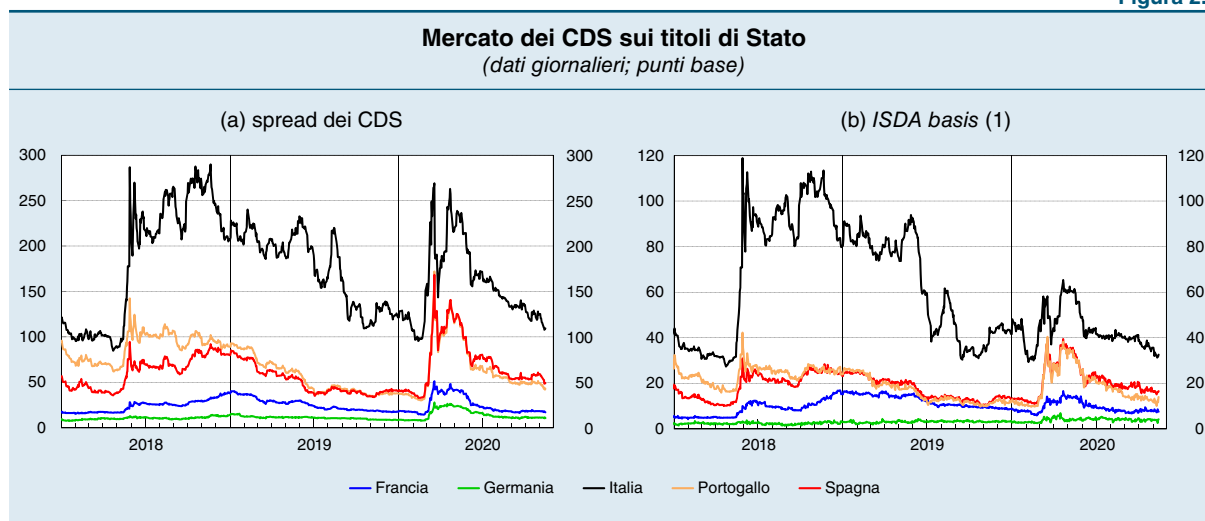


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni *at-the-money* sui futures sul BTP e sul Bund a 10 anni con scadenza a 30 giorni. – (2) Scala di destra. – (3) Differenza delle volatilità implicite nei prezzi delle opzioni put e call sul contratto attivo dei futures sui titoli di Stato a 10 anni che presentano il medesimo scostamento relativo del prezzo di esercizio rispetto al prezzo del sottostante (*moneyness*) e pari scadenza (un mese).

Il premio per il rischio di insolvenza sui titoli di Stato italiani osservato sul mercato dei credit default swap (CDS) si è riportato in prossimità dei valori precedenti la pandemia (fig. 2.6.a). Un andamento simile ha interessato anche il divario tra il premio sui contratti CDS che offrono protezione nel caso di ridenominazione del debito

Figura 2.6



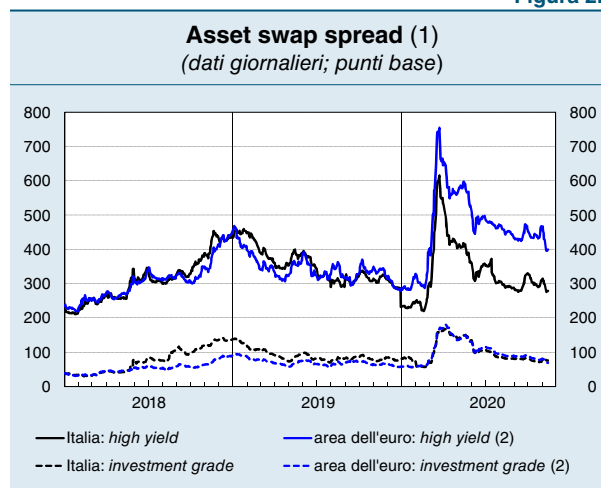
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) è un'organizzazione di partecipanti al mercato dei derivati *over-the-counter* (OTC). L'*ISDA basis* misura la differenza tra il premio CDS su contratti in dollari statunitensi con scadenza a 5 anni sottoscritti con il protocollo ISDA 2014 e il premio CDS sugli stessi contratti sottoscritti con il protocollo ISDA 2003.

e quello sui contratti che non proteggono da tale rischio (*ISDA basis*; fig. 2.6.b).

Nel mercato delle obbligazioni private i differenziali di rendimento tra i titoli emessi dalle imprese e i tassi privi di rischio, approssimati dalla curva dei tassi swap (*asset swap spread*), sono diminuiti rispetto ai picchi raggiunti alla fine di marzo (fig. 2.7). Nel comparto delle imprese con minore merito di credito (*high yield*) i differenziali sono tornati ai livelli precedenti la pandemia per le imprese italiane, mentre rimangono mediamente più elevati per quelle dell'area dell'euro. La diversa tendenza degli indici è in larga parte riconducibile alla differente composizione settoriale dei mercati obbligazionari (cfr. il riquadro: *L'andamento degli spread e dei rating degli emittenti obbligazionari in Italia e nell'area dell'euro*).

Figura 2.7



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

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

L'ANDAMENTO DEGLI SPREAD E DEI RATING DEGLI EMITTENTI OBBLIGAZIONARI IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO¹

In tutta l'area dell'euro la diffusione della pandemia e le conseguenti misure restrittive adottate dai governi hanno provocato aumenti marcati dei rendimenti delle obbligazioni emesse da società

¹ A cura di Simone Letta e Federica Orsini.

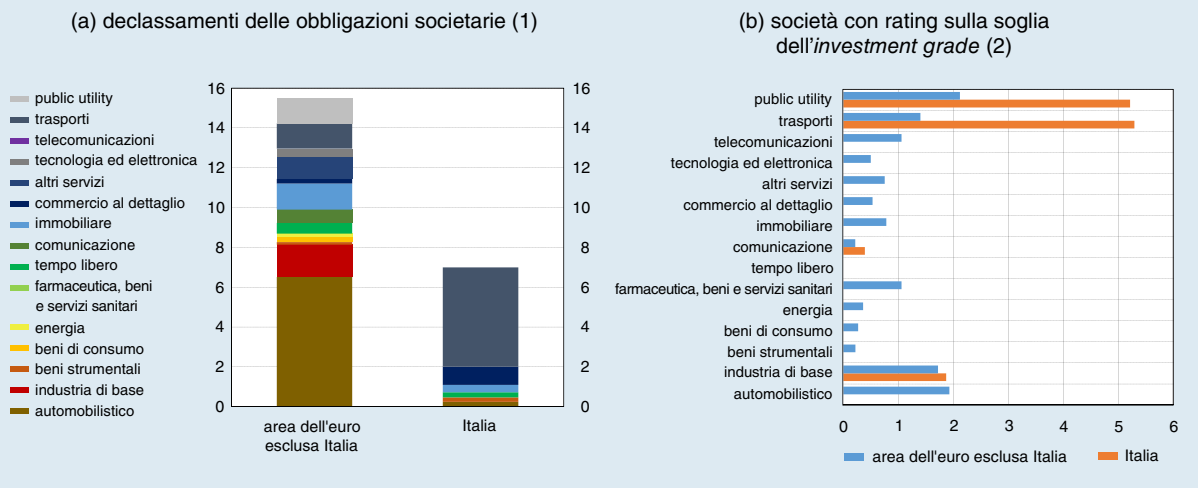
private e revisioni al ribasso del merito di credito degli emittenti². I declassamenti sono stati inferiori rispetto alle attese formulate dagli analisti prima dell'estate, anche grazie alle misure di sostegno delle autorità monetarie e fiscali.

Nel comparto *investment grade*, la differenza tra gli asset swap spread dei titoli obbligazionari italiani e quelli di altri paesi dell'area dell'euro si è mantenuta su livelli contenuti. Gli spread delle obbligazioni societarie italiane *high yield* (o *speculative grade*) hanno mostrato incrementi sensibilmente inferiori a quelli medi negli altri paesi dell'area dell'euro, anche nel periodo in cui l'aumento dei contagi era particolarmente accentuato in Italia. Tale discrepanza è riconducibile principalmente alla diversa composizione settoriale degli indici nelle due aree geografiche. Gli indici italiani sono infatti fortemente concentrati nel settore delle public utility per la classe *investment grade* e in quello delle telecomunicazioni per la classe *speculative grade*; si tratta di settori che per la natura delle attività svolte hanno risentito meno di altri degli effetti negativi della pandemia.

L'emergenza sanitaria ha causato anche una significativa revisione delle prospettive reddituali delle imprese e conseguentemente dei giudizi delle agenzie di rating a livello globale. Dall'inizio di marzo sino alla fine di ottobre circa il 7 per cento del valore nominale dei titoli italiani in circolazione (emessi da 7 società, pari al 18 per cento del campione) ha subito una riduzione del merito di credito da parte delle 3 maggiori agenzie di rating (Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings), contro il 15 per cento degli altri paesi dell'area dell'euro (85 società, pari al 24 per cento del campione; figura, pannello a). Il rating medio delle società italiane, ponderato per gli importi emessi, risulta pari a BBB;

Figura

Merito di credito degli emittenti obbligazionari nell'area dell'euro
(valori percentuali sul totale delle emissioni)



Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch (BofAML).
(1) Sono illustrati i declassamenti avvenuti dal 2 marzo al 30 ottobre 2020 sul totale del valore nominale delle emissioni nei segmenti *investment grade* e *speculative grade*. – (2) La figura mostra il valore nominale di titoli societari con valutazione BBB- sul totale del valore nominale dei titoli nel segmento *investment grade* (BBB- e superiori). Dati al 30 ottobre 2020.

² Le valutazioni presentate nel riquadro sono basate su un campione di 1.934 obbligazioni societarie emesse da 395 imprese non finanziarie dell'area dell'euro, per un ammontare nominale complessivo di 1.316 miliardi di euro. I titoli sono inclusi negli indici *ICE BofA euro corporate investment grade* e *ICE BofA euro corporate high yield*, largamente rappresentativi delle emissioni obbligazionarie scambiate in totale sui mercati. Il sottoinsieme delle imprese italiane è composto da 157 titoli di 38 emittenti, per un ammontare nominale complessivo di 108 miliardi di euro.

quello degli altri paesi dell'area dell'euro a BBB+³. In Italia la revisione negativa del merito creditizio ha interessato principalmente il settore dei trasporti, mentre negli altri paesi dell'area dell'euro oltre il 40 per cento dei declassamenti ha coinvolto i titoli delle società automobilistiche.

Dall'inizio di marzo sino alla fine di ottobre l'ammontare nominale di emissioni declassate da *investment grade* (con rating BBB- o superiore) a *speculative grade* (con rating BB+ o inferiore) – i cosiddetti *fallen angels* – è stato in Italia di circa 1,4 miliardi (l'1,3 per cento del totale delle emissioni *investment* e *speculative grade*), a fronte dei 21,5 miliardi registrati negli altri paesi dell'area dell'euro (l'1,7 per cento del totale). L'ammontare di emissioni con rating BBB-, ossia quelle più prossime allo status di *fallen angel*, alla fine di ottobre rappresentava circa il 13 per cento del totale *investment grade* sia in Italia sia negli altri paesi dell'area⁴. Per l'Italia queste emissioni fanno principalmente riferimento al settore delle public utility, già prima della pandemia prossime alla soglia dell'*investment grade*, e a quello dei trasporti, che ha subito una serie di declassamenti nei mesi scorsi per effetto del deterioramento delle prospettive reddituali causato dall'emergenza sanitaria e dalle misure restrittive della circolazione adottate dai governi (figura, pannello b). Nel resto dell'area le emissioni esposte al rischio di passare a *speculative grade* riguardano anche i settori automobilistico e dell'industria di base, già fortemente interessati dai declassamenti nei mesi scorsi.

³ Nel riquadro si fa riferimento al rating sintetico attribuito da ICE, calcolato come media delle valutazioni assegnate da Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings.

⁴ La valutazione *investment grade* da almeno una delle quattro agenzie di rating riconosciute dall'Eurosistema (Moody's, Standard & Poor's, FitchRatings, DBRS Morningstar) è uno dei prerequisiti che le obbligazioni societarie devono avere per poter essere utilizzate come garanzia nelle operazioni di politica monetaria o nei programmi di acquisto di titoli dell'Eurosistema quali il *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP) e il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). Per mitigare gli effetti dei declassamenti delle agenzie di rating, il 22 aprile 2020 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha deciso di congelare alla data del 7 aprile 2020 l'idoneità dei titoli conferibili a garanzia delle operazioni di politica monetaria nel caso di declassamenti dei rating (fino al livello BB).

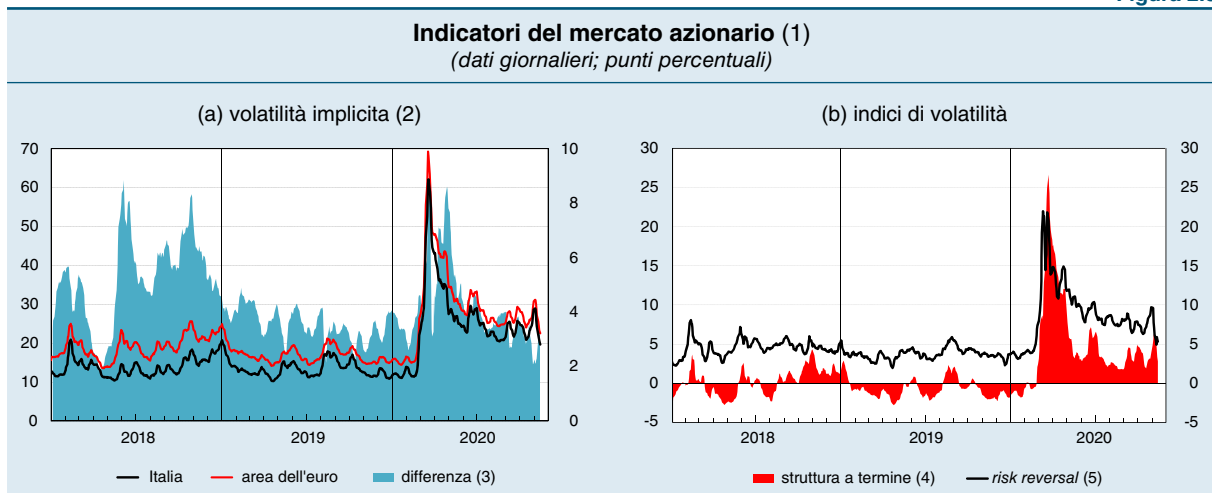
La volatilità implicita dei mercati azionari si è ridotta rispetto ai livelli eccezionali registrati in marzo e aprile, ma rimane su valori superiori a quelli di inizio anno sia in Italia sia nell'area dell'euro (fig. 2.8.a)³. Anche il costo della protezione contro forti ribassi dei corsi azionari (*risk reversal*) e il differenziale di volatilità fra le opzioni a due e a dodici mesi (fig. 2.8.b) testimoniano il permanere di una situazione di incertezza circa le prospettive delle quotazioni azionarie nei prossimi mesi.

La Cassa di compensazione e garanzia (CCG) ha riportato la contribuzione ai *default funds*⁴ sui valori precedenti la pandemia e ha leggermente ridotto i margini del comparto azionario, lasciando invariati quelli relativi ai titoli di Stato (fig. 2.9). Margini più elevati attenuano il rischio che le garanzie richieste agli operatori aumentino bruscamente a seguito di un rialzo della volatilità e che, di conseguenza, si accresca il fabbisogno di liquidità nelle fasi di tensione. L'importanza di evitare variazioni procicliche

³ Alla luce della normalizzazione delle condizioni di mercato, in maggio la Commissione nazionale per la società e la borsa (Consob) ha deciso di sospendere il temporaneo divieto di detenere posizioni nette corte sulle azioni negoziate sul mercato regolamentato italiano (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020). La decisione della Consob è stata presa in accordo con quelle delle autorità di vigilanza competenti di Austria, Belgio, Francia, Grecia e Spagna, che nel periodo più acuto della crisi avevano introdotto analoghi divieti di effettuare vendite allo scoperto. È stata invece estesa la validità della decisione dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) che impone un obbligo di notifica delle nuove posizioni nette corte quando raggiungono la soglia dello 0,1 per cento del capitale sociale.

⁴ I *default funds* sono fondi di garanzia mutualistici costituiti attraverso versamenti diretti dei partecipanti alle controparti centrali (*central counterparties*, CCP); in caso di inadempimento da parte di uno o più partecipanti, vengono utilizzati per assorbire eventuali perdite non coperte dai margini.

Figura 2.8

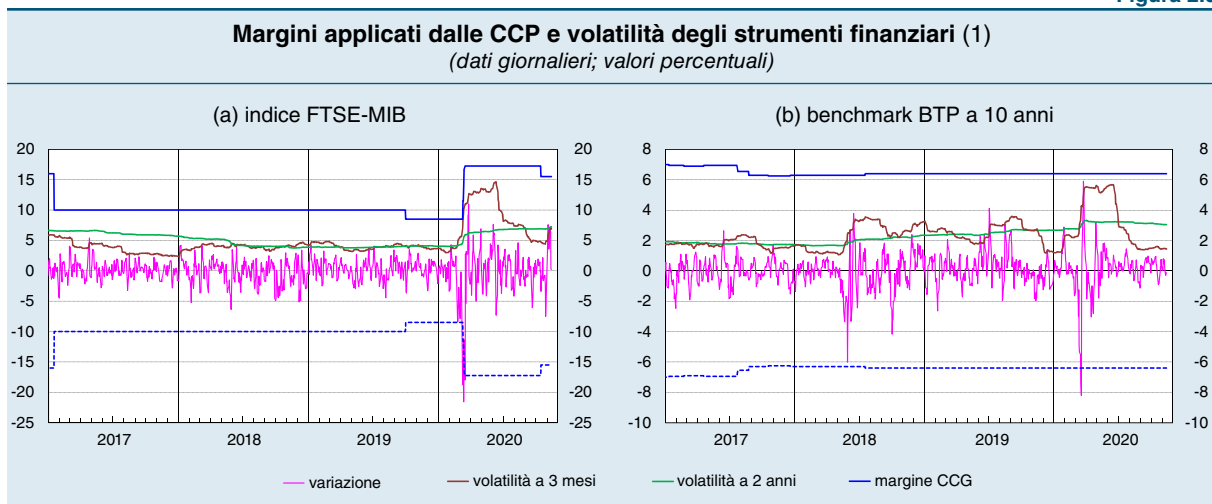


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Medie mobili a 5 giorni. – (2) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni con scadenza a 2 mesi sull'indice di borsa italiano FTSE MIB e sull'indice Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro. – (3) 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. Scala di destra. – (4) Differenza delle volatilità implicite su opzioni sull'indice di borsa italiano FTSE MIB con scadenza a 2 e a 12 mesi. – (5) Differenza fra le volatilità implicite nei prezzi delle opzioni put e call aventi lo stesso rapporto incrementale rispetto al valore dell'indice del mercato azionario italiano (delta pari a 0,25) e pari scadenza (2 mesi). L'indicatore misura il prezzo relativo delle opzioni che proteggono da una discesa dell'indice azionario rispetto a quelle che traggono profitto da un suo aumento.

dei margini è stata richiamata nelle raccomandazioni emanate lo scorso maggio dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB); le raccomandazioni, rivolte alle autorità nazionali competenti per la supervisione delle controparti centrali, sottolineano anche la necessità di limitare ritardi nella redistribuzione dei margini raccolti su base infragiornaliera e di irrobustire gli stress test di liquidità condotti dalle CCP stesse.

Figura 2.9



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Refinitiv e CCG.

(1) Variazioni a 5 giorni del prezzo del BTP benchmark a 10 anni e variazioni a 3 giorni dell'indice FTSE-MIB. Gli indicatori di volatilità sono basati sulla metodologia di *Value at Risk* (VaR) e calcolati rispetto a un periodo di 3 mesi e di 2 anni con un intervallo di confidenza al 99 per cento. I margini unitari per il BTP sono quelli riferiti alla relativa classe di durata finanziaria. Le linee tratteggiate, speculari a quelle dei margini, sono riportate per indicare l'adeguatezza dei livelli dei margini a fronte delle variazioni negative dei prezzi effettivamente registrate sul mercato.

Il terzo esercizio di stress test condotto dall'ESMA sulla resilienza complessiva delle CCP europee si è concluso in luglio con esito positivo. L'esercizio ha considerato per la prima volta l'impatto del costo

di liquidazione delle posizioni maggiormente concentrate e ha utilizzato uno scenario paragonabile in termini di severità a quanto verificatosi nei mercati durante le tensioni dello scorso marzo. Per la Cassa di compensazione e garanzia sono emersi rischi contenuti, nonostante un aumento della concentrazione delle risorse versate dai partecipanti (margini e *default funds*).

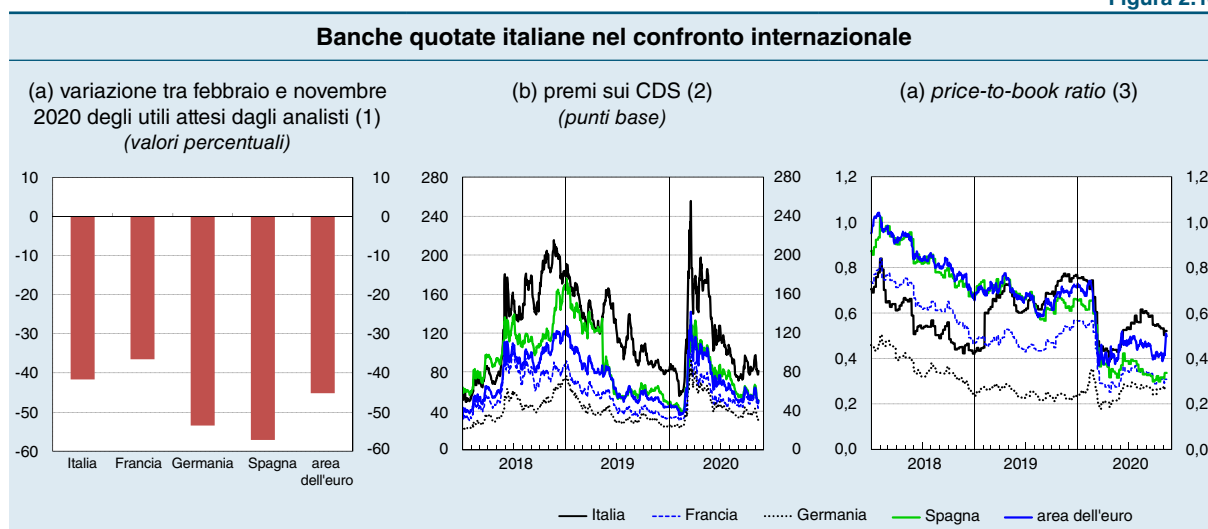
2.2 LE BANCHE

I principali rischi per le banche italiane derivano dal probabile peggioramento della qualità del credito e da un'ulteriore riduzione della redditività. Il tasso di deterioramento dei prestiti si è sinora mantenuto su livelli molto bassi nel confronto storico, ma ha beneficiato delle misure governative di sostegno al credito e delle indicazioni delle autorità di vigilanza sull'utilizzo della flessibilità insita nelle regole sulla classificazione dei finanziamenti, che sono volte a ridurre i potenziali effetti prociclici di un aumento del rischio di credito. In previsione di un peggioramento della qualità dei prestiti, nel primo semestre di quest'anno la maggior parte degli intermediari ha cominciato ad aumentare gli accantonamenti sui crediti *in bonis*; la redditività ne ha fortemente risentito. La patrimonializzazione si è peraltro rafforzata, anche grazie alla capitalizzazione degli utili non distribuiti relativi all'esercizio 2019.

Le condizioni di raccolta restano distese, per effetto dell'incremento dei depositi delle famiglie e delle imprese e dell'abbondante liquidità immessa dalle banche centrali. La crescita significativa del credito – favorita dalle iniziative a sostegno dell'economia introdotte dal Governo, dalla politica monetaria espansiva dell'Eurosistema e dalle misure adottate dalle autorità di vigilanza – ha fatto fronte al maggiore fabbisogno di liquidità delle imprese. L'aumento dei prestiti accresce tuttavia l'esposizione delle banche al rischio di credito. L'impatto sulla redditività dipenderà dall'andamento dell'attività economica nei prossimi mesi; non ritardare un pronto riconoscimento delle perdite attese è necessario per mantenere la fiducia della clientela e degli investitori nei bilanci bancari. In prospettiva il peggioramento della qualità del credito potrebbe incidere soprattutto sugli intermediari che presentano tassi di copertura molto inferiori alla media del sistema.

È proseguita la riduzione degli utili bancari attesi dagli analisti, diminuiti del 40 per cento tra febbraio e novembre (fig. 2.10.a). Con la graduale attenuazione delle tensioni sui mercati obbligazionari

Figura 2.10



Fonte: elaborazioni su dati CMA e Refinitiv.

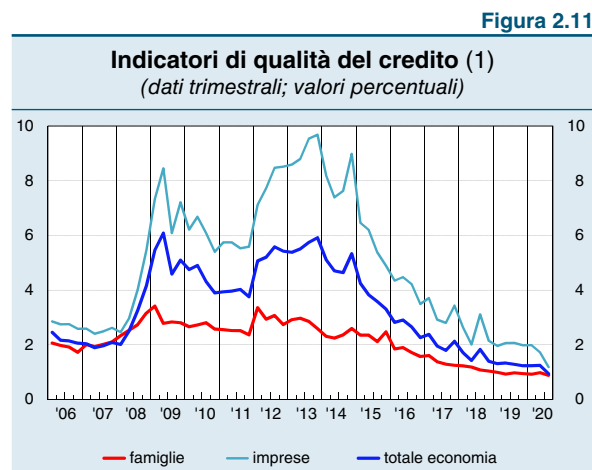
(1) Stime sugli utili netti per i successivi 12 mesi espressi in euro. Dati relativi alle banche incluse negli indici FTSE Italy Banks, FTSE Germany Banks, FTSE France Banks, FTSE Spain Banks, Euro Stoxx Banks. Per le banche dell'area dell'euro, sono state escluse le banche italiane. – (2) Media semplice dei premi sui CDS a 5 anni. I dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit e Intesa Sanpaolo; per la Francia, BNP Paribas, Société Générale e Crédit Agricole; per la Germania, Deutsche Bank e Commerzbank; per la Spagna, Banco Santander e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. – (3) Per le banche incluse nel campione, cfr. la nota 1.

internazionali si sono ridotti i premi per il rischio di insolvenza, misurati dai prezzi dei CDS; restano tuttavia al di sopra dei livelli osservati alla fine di febbraio (fig. 2.10.b). La riduzione dei premi per il rischio ha favorito un incremento del rapporto tra il valore di mercato delle banche quotate e quello contabile (*price-to-book ratio*; fig. 2.10.c).

I rischi dell'attivo

Tra marzo e settembre i prestiti alle imprese sono aumentati di circa 58 miliardi, mentre quelli alle famiglie sono rimasti sostanzialmente stabili (cfr. il par. 1.2). Le nuove erogazioni hanno beneficiato dell'ampio programma di garanzie pubbliche, che alla fine di settembre avevano raggiunto 90 miliardi. Un quinto del valore delle garanzie riguardava prestiti di importo contenuto interamente garantiti dallo Stato. Alla fine di settembre l'incidenza delle garanzie pubbliche sul totale dei prestiti bancari alle imprese era pari all'11,2 per cento⁵.

Nel terzo trimestre il flusso di nuovi crediti deteriorati alle famiglie in rapporto ai prestiti *in bonis* è rimasto stabile, intorno all'1,0 per cento; quello dei finanziamenti alle imprese si è ridotto di 0,5 punti percentuali, all'1,2 per cento (fig. 2.11). L'andamento del tasso di deterioramento del credito è riconducibile principalmente agli effetti delle moratorie, *ex lege* e private, alle misure di sostegno dei redditi delle famiglie e dell'attività di impresa, nonché alla flessibilità insita nelle regole sulla classificazione dei finanziamenti (cfr. il riquadro: *Le misure adottate dalle autorità di vigilanza e gli effetti sulle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020). Alla fine di settembre le quote dei prestiti alle famiglie e alle imprese che beneficiavano di moratorie erano pari, rispettivamente, al 15 e al 23 per cento. Una parte del valore dei prestiti sottoposti a una moratoria *ex lege*, che alla fine di settembre rappresentavano il 60 per cento del totale dei crediti in moratoria, è assistita da una garanzia sussidiaria dello Stato.



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

Dall'inizio della pandemia i finanziamenti *in bonis* per i quali si è osservato un significativo aumento del rischio di credito (a seguito del quale avviene il passaggio dallo stadio 1 allo stadio 2 della classificazione prevista dal principio contabile IFRS 9) sono aumentati. Nel primo semestre i prestiti *in bonis* classificati nello stadio 2 sono cresciuti di quasi un quarto; la loro incidenza sul totale dei crediti (inclusi quelli deteriorati) è passata, al lordo delle rettifiche di valore, dall'8,1 al 9,6 per cento (tav. 2.1).

In previsione di un peggioramento della qualità del credito, nei primi sei mesi dell'anno metà delle banche (alle quali però fa capo circa il 75 per cento dei prestiti non deteriorati) ha aumentato il tasso di copertura per il complesso dei crediti *in bonis* di almeno cinque punti base (un valore pari a un decimo del tasso medio del sistema); l'incremento delle rettifiche è stato particolarmente rilevante per alcuni intermediari di grande dimensione ed è risultato guidato dall'aumento dei prestiti classificati allo stadio 2. Diverse banche, sia tra quelle significative sia tra quelle meno significative, presentano tassi di copertura per il complesso

⁵ Il dato è riferito alle garanzie rilasciate dal Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese e da SACE ai sensi dell'art. 13 del DL 23/2020 (decreto "liquidità").

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

VOCI	Banche significative					Banche meno significative					Totale (1)				
	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura (2)	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura (2)	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura (2)
	Giugno 2020 (3)														
Finanziamenti (4)	1.805	1.737	100,0	100,0	3,7	207	200	100	100	3,4	2.255	2.172	100,0	100,0	4,0
<i>In bonis</i>	1.695	1.685	93,9	97,0	0,6	193	192	92,9	95,7	0,5	2.117	2.105	93,9	96,9	0,6
<i>di cui: stadio 2 (5)</i>	192	185	10,6	10,7	3,3	14	13	6,6	6,6	3,4	216	209	9,6	9,6	3,5
Deteriorati	110	52	6,1	3,0	52,6	15	9	7,1	4,3	40,8	138	67	6,1	3,1	51,4
sofferenze (6)	55	20	3,0	1,1	63,8	8	4	3,7	1,9	49,5	70	27	3,1	1,2	62,0
inadempienze probabili (6)	51	29	2,8	1,7	42,8	6	4	3,0	2,0	34,4	62	36	2,7	1,7	41,9
scaduti (6)	4	3	0,2	0,2	25,1	1	1	0,5	0,4	12,0	6	4	0,3	0,2	24,3
	Dicembre 2019														
Finanziamenti (4)	1.750	1.679	100,0	100,0	4,0	203	195	100	100	4,0	2.178	2.091	100,0	100,0	4,0
<i>In bonis</i>	1.633	1.625	93,3	96,8	0,5	187	186	91,8	95,1	0,5	2.031	2.021	93,3	96,7	0,5
<i>di cui: stadio 2 (5)</i>	150	145	8,6	8,6	3,4	13	12	6,4	6,4	3,2	176	170	8,1	8,1	3,5
Deteriorati	117	54	6,7	3,2	53,7	17	10	8,2	4,9	43,1	147	70	6,7	3,3	52,4
sofferenze (6)	61	21	3,5	1,3	65,2	8	4	4,0	2,0	54,3	77	28	3,5	1,3	63,6
inadempienze probabili (6)	52	30	3,0	1,8	42,3	8	5	3,7	2,5	34,9	65	38	3,0	1,8	41,3
scaduti (6)	4	3	0,2	0,2	25,7	1	1	0,5	0,4	11,8	5	4	0,2	0,2	24,4

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

(1) Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative italiane né come meno significative italiane e rappresentano circa l'11 per cento del totale dei crediti lordi verso la clientela. Sono escluse le filiali di banche estere. – (2) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (3) Dati provvisori. – (4) Includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. – (5) In base al principio contabile IFRS 9, sono compresi nello stadio 2 i finanziamenti per i quali si è osservato un significativo incremento del rischio di credito rispetto al momento di erogazione. A partire da giugno del 2020 sono disponibili nuove segnalazioni di vigilanza sulle esposizioni distinte per stadio di rischio secondo il principio contabile IFRS 9. Al fine di rendere i dati confrontabili, le esposizioni *in bonis* classificate in stadio 2 comprendono tutti i finanziamenti assoggettati al principio IFRS 9 e non solo quelli contabilizzati nel portafoglio a costo ammortizzato (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020). – (6) Le sottocategorie di crediti deteriorati riflettono la definizione non armonizzata della Banca d'Italia, che si affianca a quella europea; essa consente la distinzione delle esposizioni per classi di rischio decrescenti: sofferenze, inadempienze probabili ed esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, in continuità storica con la definizione precedente.

dei prestiti *in bonis* molto inferiori alla media del sistema (pari allo 0,6 per cento; tav. 2.1). Inoltre, mentre per le banche significative si osserva una correlazione tra grado di esposizione verso i settori maggiormente colpiti dalla pandemia e aumento dei tassi di copertura, una simile relazione non si rileva per le banche di minore dimensione (cfr. il riquadro: *La pandemia e l'esposizione al rischio di credito delle banche*). Per alcuni intermediari quindi la riduzione delle misure di sostegno pubblico adottate per fare fronte agli effetti economici derivanti dai provvedimenti di contenimento della pandemia potrà rendere necessario un aumento particolarmente elevato degli accantonamenti.

LA PANDEMIA E L'ESPOSIZIONE AL RISCHIO DI CREDITO DELLE BANCHE¹

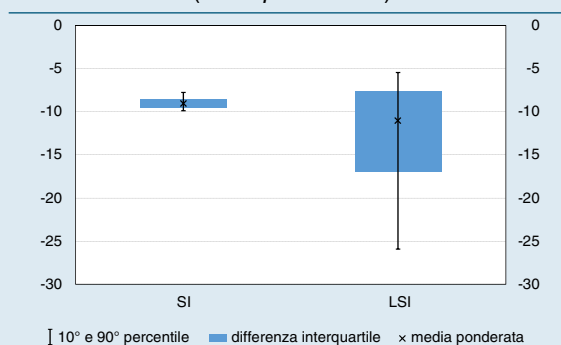
La crisi causata dalla pandemia ha avuto impatti differenziati sui vari settori di attività economica, in funzione della diversa intensità delle restrizioni introdotte per fronteggiare l'emergenza sanitaria.

¹ A cura di Antonio Ilari e Maurizio Magnani.

La rischiosità complessiva delle esposizioni delle banche dipende quindi anche dalla composizione settoriale del loro portafoglio di attività.

L'aumento della rischiosità del portafoglio dei prestiti alle imprese può essere approssimato dalla media della variazione attesa del fatturato nel 2020 per le diverse branche di attività economica, ponderata per le rispettive esposizioni bancarie². Sulla base di tale indicatore, le imprese affidate dalle banche italiane subirebbero una riduzione media ponderata del fatturato pari al 9,0 per cento. Il calo sarebbe lievemente inferiore (8,8 per cento; figura A) per le imprese affidate dalle banche significative (*Significant Institutions*, SI), mentre risulterebbe pari al 10,9 per cento per quelle finanziate dalle banche meno significative (*Less Significant Institutions*, LSI). Per quest'ultima categoria di intermediari si registra inoltre un'ampia dispersione intorno ai valori medi, imputabile alla minore diversificazione settoriale del portafoglio prestiti.

Figura A
Variatione attesa del fatturato delle imprese affidate dalle banche italiane (1)
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali ed elaborazioni sulle previsioni di variazione dei fatturati (cfr. De Socio et al., 2020, op. cit.).
(1) Variazione media ponderata per le esposizioni bancarie. Il grafico include le banche e i gruppi bancari caratterizzati da una quota di prestiti verso imprese non finanziarie superiore al 10 per cento dell'attivo.

In previsione di un peggioramento della qualità del credito, le banche hanno aumentato gli accantonamenti sui prestiti *in bonis*: in particolare nel primo semestre dell'anno il tasso di copertura sulle esposizioni verso le imprese è cresciuto di 13 punti base, allo 0,83 per cento. L'incremento è stato maggiore per le SI (15 punti base), che tuttavia partivano da livelli del tasso di copertura inferiori (0,69 per cento, contro lo 0,82 per cento delle LSI). Per le SI si registra inoltre una relazione piuttosto marcata tra l'aumento del tasso di copertura e la rischiosità prospettica del portafoglio prestiti, contrariamente a quanto si rileva per le LSI (figura B).

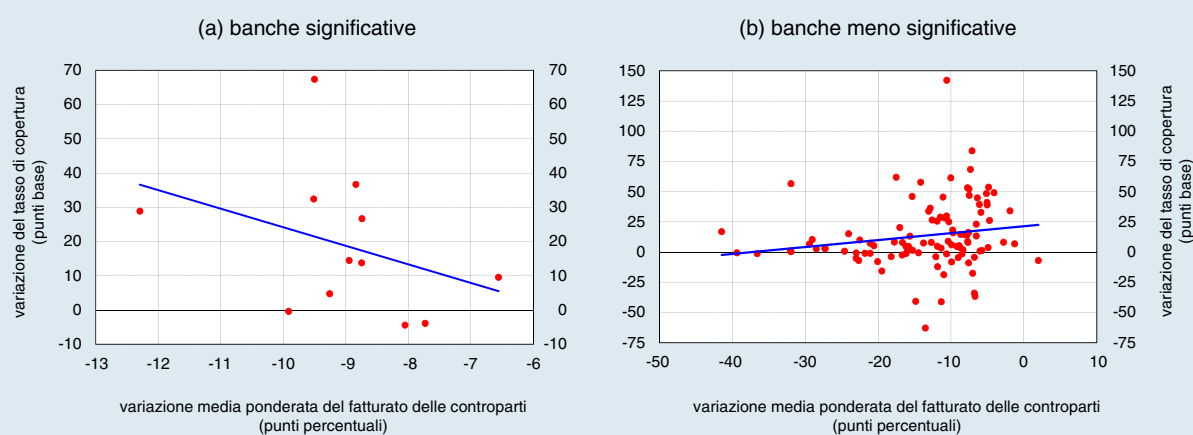
Per i prestiti alle imprese che beneficiano di moratorie, la media della riduzione attesa del fatturato nel 2020 ponderata per le rispettive esposizioni bancarie (pari all'11,9 per cento) sarebbe superiore a quella riferita al complesso dei finanziamenti. Per questa categoria di prestiti l'incremento del tasso di copertura nel semestre risulta maggiore (32 punti base); in questo caso una relazione con la rischiosità prospettica del portafoglio prestiti si osserva, seppure debolmente, anche per le LSI.

Un pronto riconoscimento delle perdite attese sul portafoglio dei prestiti è importante anche alla luce dell'introduzione di un approccio di calendario (*backstop* prudenziale) per le svalutazioni dei crediti deteriorati. Alla fine dello scorso giugno circa 240 miliardi di crediti *in bonis* verso le imprese (oltre un terzo del totale) erano stati erogati successivamente all'adozione di tale approccio³. Di questi, circa due terzi non erano assistiti da garanzie ammissibili in base alle norme del *backstop* prudenziale, quindi in caso di classificazione tra le posizioni deteriorate dovrebbero essere interamente svalutati nei tre anni successivi. Nei primi sei mesi dell'anno l'aumento del

² A. De Socio, S. Narizzano, T. Orlando, F. Parlapano, G. Rodano, E. Sette e G. Viggiano, *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 13 novembre 2020.

³ Le elaborazioni sono state effettuate utilizzando i dati dell'archivio AnaCredit, che raccoglie le segnalazioni a livello individuale di un campione di circa 250 istituzioni creditizie; la rilevazione censisce tutti i rapporti creditizi per i quali l'esposizione di una banca verso il singolo debitore è pari o superiore a 25.000 euro (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Rilevazioni dei dati granulari sul credito*).

Variazione attesa del fatturato delle imprese affidate dalle banche italiane e variazione del tasso di copertura (1)



Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali ed elaborazioni sulle previsioni di variazione dei fatturati (cfr. De Socio et al., 2020, op.cit.).

(1) Variazione media ponderata per le esposizioni bancarie. Il grafico include le banche e i gruppi bancari caratterizzati da una quota di prestiti verso imprese non finanziarie superiore al 10 per cento dell'attivo.

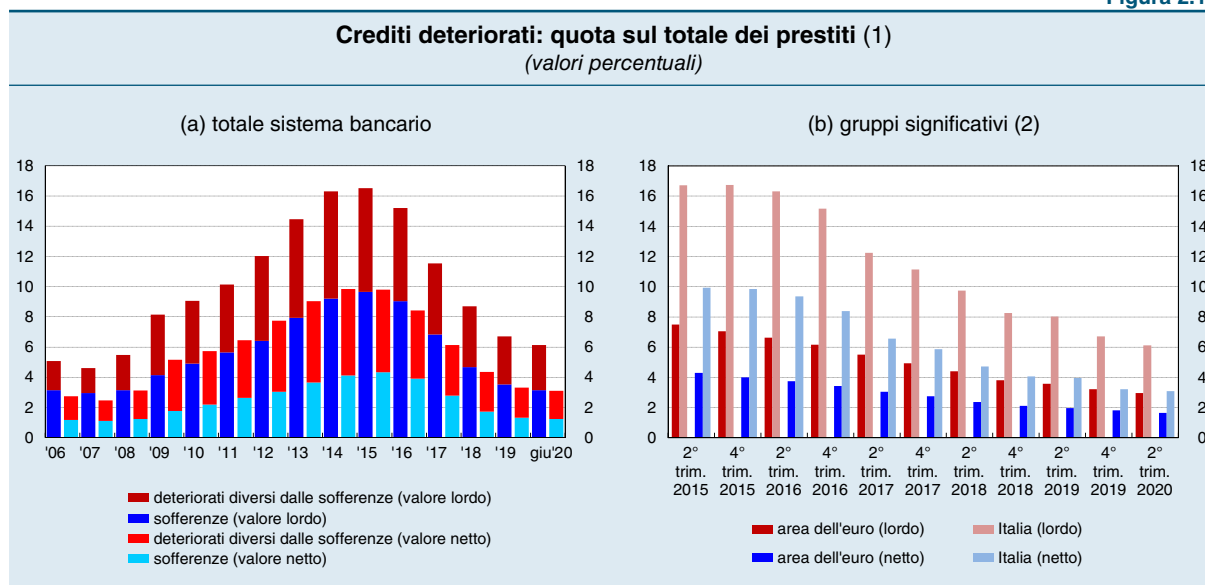
tasso di copertura per queste posizioni è stato in media di 24 punti base, maggiore rispetto a quello osservato per il complesso dei crediti *in bonis* verso imprese, pari a 13 punti base.

Nel confronto internazionale le banche significative italiane hanno registrato un incremento dei crediti verso famiglie e imprese classificati nello stadio 2 in linea con la media di quelle dell'area dell'euro (28 per cento); la loro incidenza sul totale dei finanziamenti è cresciuta al 13 per cento, a fronte del 10 medio dell'area. Anche il tasso di copertura del complesso dei crediti *in bonis* verso le stesse controparti è aumentato in misura analoga a quanto osservato per la media dell'area dell'euro (13 punti base), rimanendo quasi un decimo di punto più alto rispetto al complesso delle banche significative europee.

Per i gruppi significativi italiani il tasso di copertura dei finanziamenti a famiglie e imprese che beneficiano di moratorie, per i quali è maggiore l'incertezza sull'evoluzione del merito creditizio, è pari all'1,3 per cento, un valore notevolmente più elevato rispetto al complesso della media dei prestiti *in bonis* a questi settori (0,77 per cento), ma inferiore di due decimi di punto rispetto al complesso delle banche significative dell'area dell'euro (1,5 per cento).

Alla fine di giugno la consistenza dei crediti deteriorati al netto delle rettifiche di valore era scesa a 67 miliardi (138 al lordo delle rettifiche), il 4 per cento in meno rispetto a dicembre del 2019. Anche l'incidenza sul totale dei finanziamenti (incluse le esposizioni interbancarie e verso banche centrali) era diminuita, al 3,1 per cento (fig. 2.12.a). Il tasso di copertura si era ridotto al 51,4 per cento, dal 52,4 registrato alla fine del 2019, a causa della cessione di posizioni in sofferenza ampiamente svalutate. Nei primi sei mesi dell'anno sono state effettuate dismissioni per circa 6 miliardi; le operazioni concluse nei mesi successivi o che dovrebbero concludersi entro il 2020 ammontano a poco meno di 24 miliardi. Nel complesso le cessioni saranno superiori rispetto agli obiettivi fissati all'inizio dell'anno, beneficiando sia di operazioni di carattere straordinario sia dell'incentivo introdotto dal DL 18/2020 (decreto "cura Italia") che, a fronte di cessioni di crediti deteriorati, consente di convertire parte delle imposte anticipate (*deferred tax asset*) in crediti di imposta.

Figura 2.12



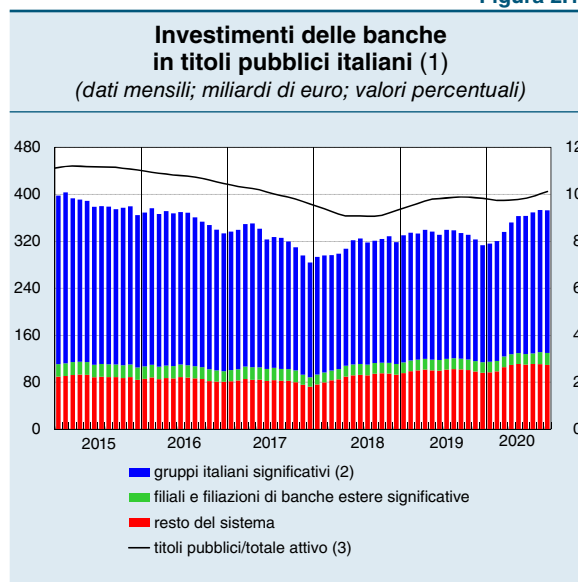
Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari italiani, individuali per il resto del sistema; BCE, *Supervisory Banking Statistics* per l'area dell'euro. (1) I prestiti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Le quote sono calcolate al netto e al lordo delle relative rettifiche di valore. I dati di giugno 2020 sono provvisori. – (2) Il perimetro delle banche significative e di quelle meno significative non è omogeneo tra le date indicate nella figura: a partire dal giugno 2019, con il perfezionamento della riforma del settore del credito cooperativo, Cassa Centrale Banca è diventata il 12° gruppo significativo ai fini di vigilanza; nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, sono confluite 143 banche di credito cooperativo (BCC).

Nel mese di giugno l'incidenza dei crediti deteriorati netti sui finanziamenti per i gruppi significativi italiani era superiore di 1,4 punti percentuali a quella delle banche significative dell'area dell'euro (il differenziale era di 5,8 punti alla fine del 2015; fig. 2.12.b).

Durante la fase più acuta della pandemia le banche hanno aumentato in misura marcata le consistenze di titoli pubblici nel portafoglio (fig. 2.13). Tra marzo e maggio gli acquisti netti di titoli di Stato e di titoli emessi negli altri paesi dell'area dell'euro sono stati di 47 e 5 miliardi, rispettivamente pari al 15 e all'8 per cento dell'ammontare detenuto alla fine di febbraio. Gli investimenti sono proseguiti in misura minore anche nei mesi successivi. Alla fine di settembre i titoli pubblici italiani detenuti dalle banche italiane erano pari all'11,0 per cento dell'attivo, in crescita di 1,6 punti percentuali rispetto a febbraio, mentre quelli emessi negli altri paesi dell'area dell'euro erano pari al 2,2 per cento dell'attivo, in crescita di mezzo punto percentuale.

Nostre simulazioni, basate sulla situazione patrimoniale delle banche e sulla durata finanziaria dei singoli titoli in portafoglio al 30 settembre 2020, indicano che un aumento parallelo della curva dei rendimenti dei titoli di

Figura 2.13



Fonte: segnalazioni di vigilanza. (1) Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. È esclusa Cassa depositi e prestiti. – (2) Comprende le BCC confluite nei gruppi bancari cooperativi. – (3) Media mobile dei 12 mesi terminanti in quello indicato. La serie del "totale attivo" non include le obbligazioni di propria emissione riacquistate. Scala di destra.

Stato di 100 punti base ridurrebbe mediamente il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*common equity tier 1 ratio, CET1 ratio*) in misura contenuta, di 27 punti base (26 per le banche significative, 34 per quelle meno significative)⁶. L'impatto beneficia dell'elevata quota di titoli allocati nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato (61,1 e 78,4 per cento, rispettivamente per le banche significative e per quelle meno significative).

L'impatto sul capitale delle banche derivante da una riduzione dei corsi dei titoli di Stato in portafoglio può essere ulteriormente attenuato dal filtro prudenziale introdotto nel giugno scorso, che rimarrà in vigore sino alla fine del 2022⁷. La modifica regolamentare introduce la possibilità, limitatamente alle esposizioni verso le Amministrazioni pubbliche, di neutralizzare gli impatti sul CET1 delle perdite non realizzate.

Oltre ai tradizionali rischi per gli attivi bancari, negli ultimi anni si è accentuata l'attenzione dei supervisori verso le perdite che potrebbero derivare dai cambiamenti climatici. Eventi naturali estremi e il passaggio verso un'economia a bassa emissione di carbonio possono essere una fonte di volatilità dei mercati e avere effetti significativi sui rischi, tra cui quello di credito, cui sono esposte le banche (cfr. il riquadro: *L'esposizione del sistema bancario ai rischi connessi con i cambiamenti climatici*). La consapevolezza degli intermediari su come i fenomeni associati al mutamento del clima possano incidere sulla loro attività può facilitare la gestione dei relativi rischi nei propri sistemi di governo e nelle proprie strategie, contribuendo a migliorarne la performance.

L'ESPOSIZIONE DEL SISTEMA BANCARIO AI RISCHI CONNESSI CON I CAMBIAMENTI CLIMATICI¹

Ai cambiamenti climatici possono associarsi aumenti dell'intensità e della frequenza di fenomeni naturali e meteorologici estremi, tali da riflettersi sull'attività economica (rischio fisico). Al contempo politiche climatiche più ambiziose, come la recente decisione dell'Unione europea di accrescere il taglio delle emissioni entro il 2030, possono indurre una riduzione significativa del valore delle attività connesse con lo sfruttamento, la trasformazione e il trasporto dei combustibili fossili (rischio di transizione). Entrambi i rischi sono rilevanti per il sistema finanziario poiché possono ridurre la capacità di famiglie e imprese di fare fronte alle proprie obbligazioni, anche a seguito di una diminuzione del valore delle attività poste a garanzia dei prestiti. Due recenti analisi offrono prime valutazioni sull'esposizione del sistema bancario italiano al rischio di credito associato ai cambiamenti climatici.

Un primo lavoro² fornisce una valutazione dell'esposizione al rischio fisico. I prestiti a famiglie e imprese sono innanzitutto disaggregati a livello provinciale. Le province sono classificate utilizzando un indicatore che misura l'impatto atteso dei cambiamenti climatici sul territorio in base a uno

¹ A cura di Ivan Faiella, Luciano Lavecchia e Francesca Rinaldi.

² A. Abdullahi Hassan, E. Bonaccorsi di Patti, I. Faiella e F. Rinaldi, *L'esposizione del credito ai rischi climatici in Italia. Una valutazione del rischio fisico*, Banca d'Italia, mimeo, 2020.

⁶ Le stime da un lato non considerano i titoli di Stato detenuti dalle controllate estere e dalla componente assicurativa dei gruppi bancari italiani (il cui ammontare in alcuni casi è rilevante), dall'altro non tengono conto di elementi che potrebbero attenuare l'impatto, quali la presenza di operazioni di copertura (*hedging*) e gli effetti di natura fiscale.

⁷ L'introduzione è avvenuta con il cosiddetto pacchetto *quick-fix* del regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR), pubblicato sulla Gazzetta ufficiale della UE lo scorso 26 giugno. Il pacchetto è stato varato con l'obiettivo di garantire la capacità delle banche e degli intermediari finanziari di erogare credito all'economia e di assicurare la massima sinergia tra le misure pubbliche di stimolo economico adottate dai governi nazionali e la regolamentazione prudenziale armonizzata europea.

specifico scenario³; sono considerate province ad alto rischio fisico quelle che presentano valori dell'indicatore superiori alla media.

Un secondo studio⁴ misura invece l'esposizione al rischio di transizione sulla base della composizione dei prestiti alle imprese per settore di attività economica. Vengono definiti in particolare due indicatori: uno rileva l'intensità carbonica dei prestiti in base al rapporto tra emissioni di gas serra e ammontare di prestiti bancari destinati a ciascun settore; l'altro identifica i settori maggiormente a rischio in base al loro peso relativo in termini di emissioni e ammontare di prestiti.

Alla fine del 2018, ultimo anno per il quale sono disponibili dati sulle emissioni di gas serra, la quota di prestiti alle imprese esposta a rischi di transizione si collocava, a seconda dell'indicatore considerato, tra il 38,5 e il 52,4 per cento (tra il 7,5 e il 10 per cento del totale degli attivi). Nel confronto con Spagna e Paesi Bassi, unici paesi per i quali si dispone di studi analoghi, questi valori appaiono superiori all'esposizione delle imprese spagnole⁵ (stimata in circa un quarto del totale dei prestiti alle imprese non finanziarie) ma inferiori a quanto rilevato per i Paesi Bassi⁶, dove il settore bancario era esposto per quasi il 13 per cento del totale degli attivi⁷.

La quota di finanziamenti alla clientela residente in province ad alto rischio fisico risultava invece del 28 per cento per le famiglie e del 29 per le imprese italiane; quest'ultimo dato appare in linea con quanto riscontrato in un precedente studio, in cui si stimava che circa un quinto dei prestiti fosse erogato ad aziende operanti in zone ad alto rischio alluvionale⁸.

Tavola

Esposizione ai rischi climatici dei prestiti alle imprese non finanziarie nel 2018
(valori percentuali)

	Rischio di transizione (1)		Totale
	NO	SI	
Rischio fisico (2)			
NO	33,9	37,2	71,1
SI	15,3	13,6	28,9
Totale	49,2	50,8	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, Ministero dell'Ambiente e della tutela del territorio e del mare e segnalazioni di vigilanza.

(1) Ammontare dei prestiti verso i comparti maggiormente a rischio in termini di emissioni e credito, sulla base del contributo relativo di ciascun comparto (*carbon-critical sectors*, CCrS). – (2) Ammontare dei prestiti erogati nelle province ad alto rischio fisico definite come quelle che presentano valori dell'indicatore di impatto climatico superiori alla media.

³ In particolare vengono presi in considerazione gli effetti dello scenario Representative Concentration Pathway 4.5 (RCP 4.5) per il periodo 2021-2050, nel quale il profilo di crescita delle emissioni porterebbe a una stabilizzazione della concentrazione di gas serra entro il 2100. La metodologia di calcolo dell'indicatore è descritta in J. Mysiak, S. Torresan, F. Bosello, M. Mistry, M. Amadio, S. Marzi, E. Furlan e A. Sperotto, *Climate risk index for Italy*, "Philosophical Transactions of The Royal Society A: Mathematical Physical and Engineering Sciences", 376, 2018, pp.1-17.

⁴ I. Faiella e L. Lavecchia, *The carbon footprint of Italian loans*, "Journal of Sustainable Finance & Investment", Sept., 2020, pp.1-19, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 557, 2020.

⁵ M. Delgado, *Energy transition and financial stability. Implications for the Spanish deposit-taking institutions*, Banco de España, Financial Stability Review, 37, 2019.

⁶ R. Vermeulen, E. Schets, M. Lohuis, B. Kölbl, D.J. Jansen e W. Heeringa, *The heat is on: a framework for measuring financial stress under disruptive energy transition scenarios*, DNB Working Paper, 625, 2019.

⁷ Questi confronti vanno considerati con cautela a causa delle diverse metodologie adottate per individuare i settori maggiormente esposti al rischio di transizione.

⁸ I. Faiella e F. Natoli, *Natural catastrophes and bank lending: the case of flood risk in Italy*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 457, 2018.

Nel caso delle imprese è inoltre possibile fornire una stima dell'esposizione complessiva verso entrambi i tipi di rischio: alla fine del 2018 il 37 per cento dei prestiti era esposto solo a rischi di transizione, il 15 solo al rischio fisico e il 14 per cento a entrambe le tipologie di rischi (il restante 34 per cento non era esposto a nessuna delle due; tavola).

Queste misure sono utili a valutare l'esposizione ai rischi indotti dai cambiamenti climatici ma non consentono di stimare l'impatto di tali mutamenti. Per una valutazione dell'effettivo rischio di credito per le banche è infatti necessario integrare l'informazione sull'esposizione con la probabilità del verificarsi di un possibile disastro naturale (nel caso del rischio fisico) o di una modifica rilevante delle politiche climatiche (nel caso del rischio di transizione); occorre inoltre tenere conto di quanta parte dell'esposizione le banche sarebbero in grado di recuperare qualora gli eventi si dovessero realizzare.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

La crescita delle riserve di liquidità detenute sotto forma di depositi bancari dalle società non finanziarie (cfr. il par. 1.2) si è riflessa in un aumento dell'incidenza dei depositi delle imprese sulla provvista delle banche; tra febbraio e settembre è aumentata di 2,2 punti percentuali per gli intermediari significativi e di 1,2 punti percentuali per quelli meno significativi, al 16,0 e al 15,1 per cento rispettivamente (tav. 2.2). Il differenziale tra il valore dei prestiti e la raccolta al dettaglio espresso in rapporto ai prestiti (*funding gap*) si è ridotto di due punti percentuali, raggiungendo il valore minimo dal 2006 (-6,8 per cento).

Tavola 2.2

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1) (quote e variazioni percentuali)

Attività			Passività		
VOCI	Consistenze (quote)	Variazioni percentuali sui 12 mesi (1)	VOCI	Consistenze (quote)	Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)
Prestiti a residenti in Italia	43,6	3,6	Depositi da residenti in Italia	42,5	9,1
Titoli di debito (3)	15,2	12,7	Depositi da non residenti	8,3	-13,4
Attività sull'estero	13,2	6,6	Obbligazioni (8)	6,2	-6,1
Attività verso l'Eurosistema (4)	6,2	107,8	Passività verso l'Eurosistema (4)	10,8	56,6
Attività verso controparti centrali (5)	2,0	-25,0	Passività verso controparti centrali (5)	2,1	-21,5
Azioni e partecipazioni	1,9	13,1	Capitale e riserve	9,9	2,8
Attività verso IFM residenti (6)	9,0	9,0	Passività verso IFM residenti (9)	8,7	9,3
Altre attività (7)	8,9	-9,7	Altre passività (10)	11,4	0,0

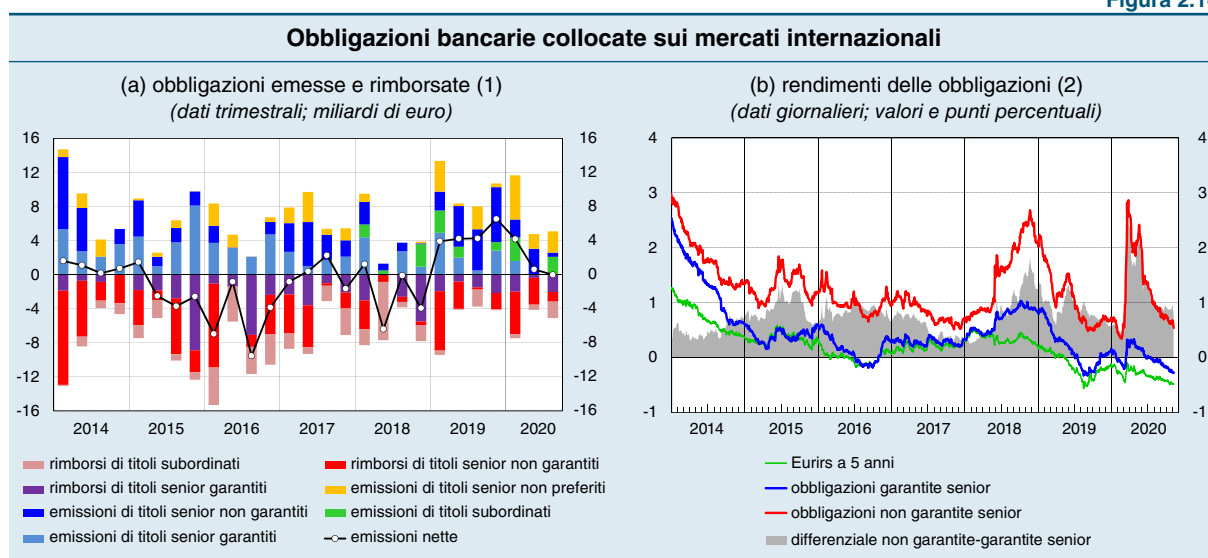
Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali. È esclusa Cassa depositi e prestiti.

(1) Dati a settembre 2020. Le voci escludono tutte le passività verso altre banche residenti in Italia. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a variazione del cambio per le poste di bilancio espresse in valute diverse dall'euro. – (3) Include le sole operazioni di pronti contro termine; rappresenta la raccolta estera effettuata mediante controparti centrali. – (4) 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. – (5) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (6) Include le obbligazioni emesse da IFM residenti e i prestiti a IFM residenti. – (7) Include la cassa, le quote di fondi comuni monetari, i derivati, i beni mobili e immobili e altre voci di minore entità. – (8) L'aggregato non include le obbligazioni detenute da IFM residenti. – (9) Include le obbligazioni detenute da IFM residenti e i depositi di IFM residenti. – (10) Include i derivati, i depositi oltre i due anni di società veicolo e altre voci residuali.

In giugno il coefficiente di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR), che diventerà un requisito vincolante per le banche europee nel 2021, era in media del 121 per cento per le banche italiane significative; nessuna di queste presentava un valore inferiore al minimo regolamentare, pari al 100 per cento.

Grazie alla crescita dei depositi e all'abbondante disponibilità di risorse messe a disposizione dall'Eurosistema, le banche hanno fatto ricorso ai mercati obbligazionari all'ingrosso in modo limitato, nonostante il miglioramento delle condizioni di raccolta. Nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno le emissioni lorde, per un ammontare di circa 10 miliardi e riconducibili principalmente agli intermediari di maggiore dimensione, hanno pressoché compensato i titoli in scadenza (fig. 2.14.a). Il rendimento medio delle obbligazioni con scadenza a cinque anni è tornato su livelli di poco superiori a quelli osservati alla fine di febbraio (fig. 2.14.b); la domanda di titoli da parte degli investitori è stata in alcuni casi superiore agli importi da collocare.

Figura 2.14



Nel primo semestre il rapporto tra gli strumenti idonei a soddisfare il requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) e le attività ponderate per il rischio delle banche significative è cresciuto in media di un punto percentuale, al 26 per cento, beneficiando del collocamento di nuovi titoli nel periodo. Le emissioni sono proseguite anche nel terzo trimestre, durante il quale quattro banche significative hanno emesso obbligazioni idonee a soddisfare la componente subordinata del requisito MREL per circa 5 miliardi, un valore di poco superiore a quello osservato nello stesso periodo del 2019. Nel complesso la dotazione di strumenti ammissibili è sin da ora adeguata al rispetto dei nuovi requisiti MREL che entreranno in vigore nel 2022. La Banca d'Italia e il Comitato di risoluzione unico (Single Resolution Board, SRB) monitorano le emissioni di titoli da parte delle banche che evidenziano ritardi nell'accumulo di passività idonee per assicurare il rispetto del requisito entro la fine del periodo transitorio (1° gennaio 2024). Con riferimento alle banche meno significative per le quali la strategia di gestione della crisi prescelta dalla Banca d'Italia è la procedura nazionale di insolvenza, il requisito MREL è sostanzialmente coincidente con i requisiti patrimoniali, in coerenza con l'approccio seguito dall'SRB.

Nel periodo compreso tra la fine di marzo e quella di settembre l'indice medio di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*, LCR) per il totale del sistema bancario è aumentato di 28 punti percentuali, al 208 per cento, a fronte del limite regolamentare del 100 per cento (tav. 2.3). L'aumento dell'indicatore è in larga parte spiegato dall'incremento della liquidità detenuta sotto forma di riserve

di banca centrale; vi ha contribuito l'aumento della raccolta presso la clientela. La posizione netta di liquidità è risultata in aumento per tutte le categorie di banche.

Tavola 2.3

Indicatori di liquidità delle banche italiane (1) (valori percentuali)			
VOCI	Indicatore di copertura della liquidità (2)	Posizione netta di liquidità a 1 mese (3)	Posizione netta di liquidità a 3 mesi (3)
Banche significative	192,0	22,0	21,2
Banche meno significative	339,7	23,9	23,5
Totale sistema	207,6	23,2	22,6

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

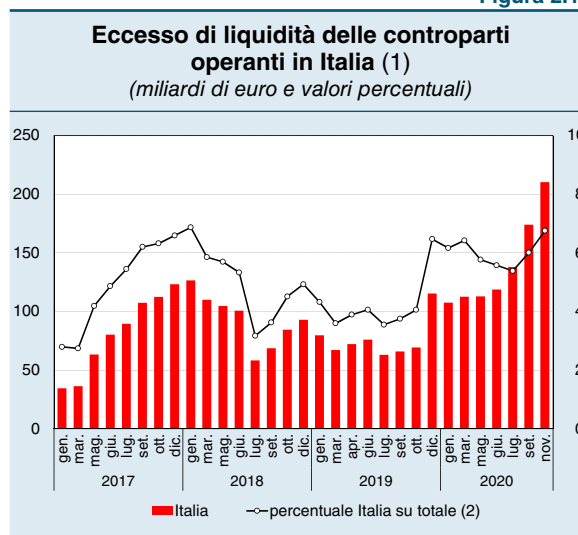
(1) Dati a settembre 2020. – (2) L'indicatore di copertura della liquidità è dato dal rapporto tra il totale delle attività liquide di elevata qualità e il totale dei deflussi di cassa netti calcolato per un orizzonte futuro di 30 giorni di calendario, cfr. Comitato di Basilea, *Basilea 3. Il liquidity coverage ratio e gli strumenti di monitoraggio del rischio di liquidità*, Banca dei regolamenti internazionali, gennaio 2013. – (3) La posizione netta di liquidità è pari alla somma delle attività prontamente liquidabili e dei deflussi netti entro l'orizzonte di tempo indicato in rapporto al valore totale delle attività.

Sulla base della situazione in essere a giugno scorso, nel caso in cui si verificasse uno scenario molto avverso, con deflussi ingenti di depositi e shock sul valore delle attività prontamente liquidabili, le banche sarebbero in grado di mantenere una posizione di liquidità media positiva per un periodo di tre mesi (*survival period*); un analogo esercizio condotto all'inizio dell'anno mostrava risultati meno favorevoli. A concorrere al rafforzamento del profilo di liquidità del sistema sono state, tra l'altro, le misure messe in atto dalla Banca centrale europea, e in particolare la revisione del *collateral framework* che prevede un incremento di valore delle attività stanziabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema.

In settembre l'ammontare del rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia era aumentato di 107 miliardi rispetto a marzo, a 367 miliardi, per effetto dell'ampio ricorso alle aste riconducibili alle TLTRO3. Le banche hanno sfruttato le condizioni più favorevoli relative sia al tasso sia agli importi disponibili e hanno fatto ricorso alla serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, PELTRO*), introdotte lo scorso aprile nell'ambito delle misure di politica monetaria adottate in risposta all'emergenza sanitaria.

Le iniziative dell'Eurosistema hanno determinato una notevole crescita della liquidità in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria depositata presso la Banca d'Italia, in media di 210 miliardi nel periodo di mantenimento terminato all'inizio di novembre (fig. 2.15). Il costo associato alla liquidità detenuta sul conto di riserva è contenuto per effetto del nuovo sistema di remunerazione delle riserve bancarie, che esclude dal pagamento del tasso negativo una quota della liquidità in eccesso (104 miliardi per l'intero sistema nel periodo di mantenimento terminato all'inizio di

Figura 2.15



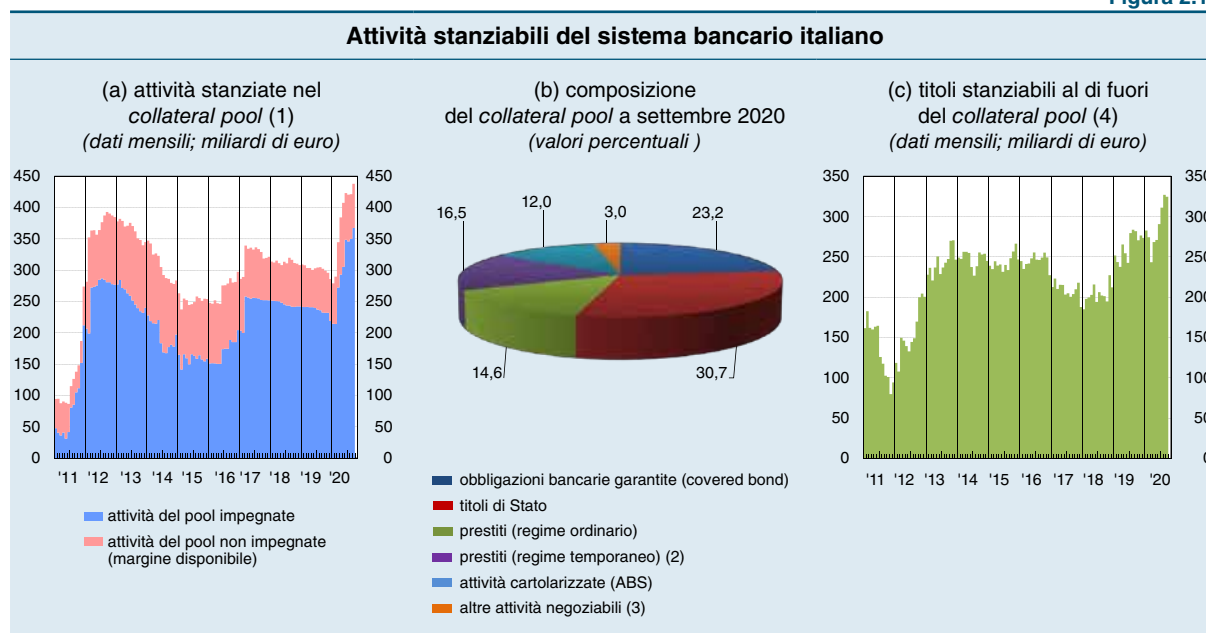
Fonte: elaborazioni su dati BCE e Banca d'Italia.

(1) La data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento. L'eccesso di liquidità è calcolato come somma del saldo medio sui conti di riserva delle banche, al netto dell'obbligo di riserva, e del ricorso medio alla *deposit facility*. – (2) Scala di destra.

novembre)⁸, e della previsione di una remunerazione più favorevole per gli intermediari sui fondi ottenuti attraverso le operazioni TLTRO3 nel periodo dal giugno 2020 al giugno 2021.

A fronte dell'aumentato ricorso al rifinanziamento, le attività conferite come garanzia nelle operazioni presso l'Eurosistema sono cresciute tra marzo e settembre di 93 miliardi, a 438 (fig. 2.16.a). L'incremento delle garanzie è stato sostenuto in misura rilevante dagli interventi straordinari di allentamento dei requisiti di idoneità e delle regole per il controllo dei rischi, adottati a partire da aprile in risposta all'emergenza sanitaria (cfr. il riquadro: *Le misure di ampliamento delle garanzie adottate dalla BCE e dalla Banca d'Italia in risposta all'emergenza Covid-19*). Tali misure hanno riguardato principalmente i prestiti bancari conferibili a garanzia, allo scopo di sostenere l'erogazione del credito all'economia reale. I prestiti bancari, la cui incidenza sul complesso del *collateral pool* è pari al 31 per cento (fig. 2.16.b), rappresentano al momento la principale classe di attività stanziata dalle controparti italiane, con una prevalenza relativa dei crediti conferiti in base al regime temporaneo dei prestiti bancari aggiuntivi (*additional credit claims*)⁹. L'incidenza delle attività utilizzate come garanzia sul totale delle attività (*asset encumbrance*) è salita al 28,5 per cento (26,4 alla fine del 2019).

Figura 2.16



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

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

⁸ In base a questo sistema parte delle riserve in eccesso detenuta dalle banche, calcolata come multiplo della riserva obbligatoria, è esentata dal pagamento del tasso negativo della *deposit facility* (attualmente pari allo -0,50 per cento). Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha fissato inizialmente l'ammontare massimo di riserve cui si applica l'esenzione in sei volte il requisito di riserva obbligatoria minima per ciascuna banca; il tasso di interesse per le riserve esentate è pari allo 0,00 per cento. Entrambi i parametri possono essere modificati.

⁹ Nel regime temporaneo di tali prestiti i criteri di idoneità delle attività conferibili in garanzia, che nel regime ordinario sono definite sulla base di regole comuni a tutto l'Eurosistema, sono stabiliti dalle singole banche centrali nazionali nel rispetto di regole definite dal Consiglio direttivo della BCE.

LE MISURE DI AMPLIAMENTO DELLE GARANZIE ADOTTATE DALLA BCE E DALLA BANCA D'ITALIA IN RISPOSTA ALL'EMERGENZA COVID-19¹

A partire dal mese di aprile, in risposta alla crisi economica provocata dalla pandemia di Covid-19, la Banca centrale europea e la Banca d'Italia hanno adottato misure espansive straordinarie e temporanee al fine di incrementare la disponibilità di attività conferibili a garanzia delle operazioni di politica monetaria, ricorrendo a un allentamento dei criteri di idoneità e di controllo dei rischi:

- a) il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto del 20 per cento gli scarti di garanzia (*haircuts*) su tutte le attività idonee (titoli di debito e prestiti bancari) e ha diminuito sia le maggiorazioni sugli scarti applicate alle obbligazioni bancarie garantite stanziate in uso proprio sia le decurtazioni di valore per i titoli valutati con un prezzo teorico. È stata inoltre applicata un'ulteriore riduzione di scarti di garanzia, in via permanente, ai soli prestiti bancari. Queste misure hanno determinato un aumento del valore netto delle garanzie stanziate dalle controparti italiane di 40 miliardi;
- b) sono state ridotte le soglie minime di rating dei titoli accettati dall'Eurosistema. Tale intervento ha avuto effetti limitati sul pool di garanzie, ma ha rafforzato la capacità del sistema bancario italiano di accesso ai fondi di banca centrale in caso di declassamenti dei titoli in portafoglio da parte delle agenzie di rating;
- c) la Banca d'Italia ha esteso il proprio schema dei prestiti bancari aggiuntivi (*additional credit claims*, ACC) per includervi, a partire dal 25 maggio 2020, i prestiti assistiti dalle garanzie pubbliche rilasciate in base al DL 23/2020 (decreto "liquidità") dalla SACE e dal Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese. Tale provvedimento ha finora prodotto un aumento del valore netto delle garanzie stanziate di circa 3 miliardi;
- d) dal 17 giugno le controparti italiane possono conferire in garanzia, sulla base dello schema previsto per i prestiti bancari aggiuntivi, anche portafogli di prestiti omogenei composti da crediti al consumo erogati alle famiglie. Alla data del 1° ottobre, grazie a questa misura, le controparti italiane hanno accresciuto di quasi 700 milioni il valore netto delle garanzie stanziate;
- e) nell'ambito dei margini di ampliamento degli schemi nazionali ACC definiti dalla decisione del Consiglio direttivo della BCE del 7 aprile 2020, la Banca d'Italia ha apportato una serie di altre modifiche² al proprio schema: (a) ha esteso la possibilità di utilizzo dell'*In-house Credit Assessment System* (ICAS); (b) ha introdotto nuove modalità di valutazione del merito di credito dei debitori; (c) ha ampliato il perimetro dei prestiti stanziabili all'interno dei portafogli. L'obiettivo è quello di consentire alle controparti di rifinanziare in banca centrale prestiti erogati a imprese di piccola dimensione e a debitori per i quali non era prima disponibile un rating. L'insieme di questi provvedimenti ha prodotto un aumento del valore netto delle garanzie stanziate di circa 3 miliardi.

Le nuove misure introdotte nell'ambito dello schema ACC della Banca d'Italia consentono di disporre di un ampio volume aggiuntivo di prestiti potenzialmente stanziabili in caso di deterioramento della situazione economica. L'effetto complessivo delle misure di ampliamento adottate dalla Banca d'Italia, soprattutto per i prestiti assistiti dalle garanzie pubbliche e per i portafogli di crediti al consumo, si potrà valutare nei prossimi mesi, quando le controparti italiane

¹ A cura di Paola Antilici e Luigi Russo.

² P. Antilici, G. Gariano, F. Monterisi, A. Picone e L. Russo, *Le misure di espansione delle attività a garanzia delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza da Covid-19*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 10 giugno 2020.

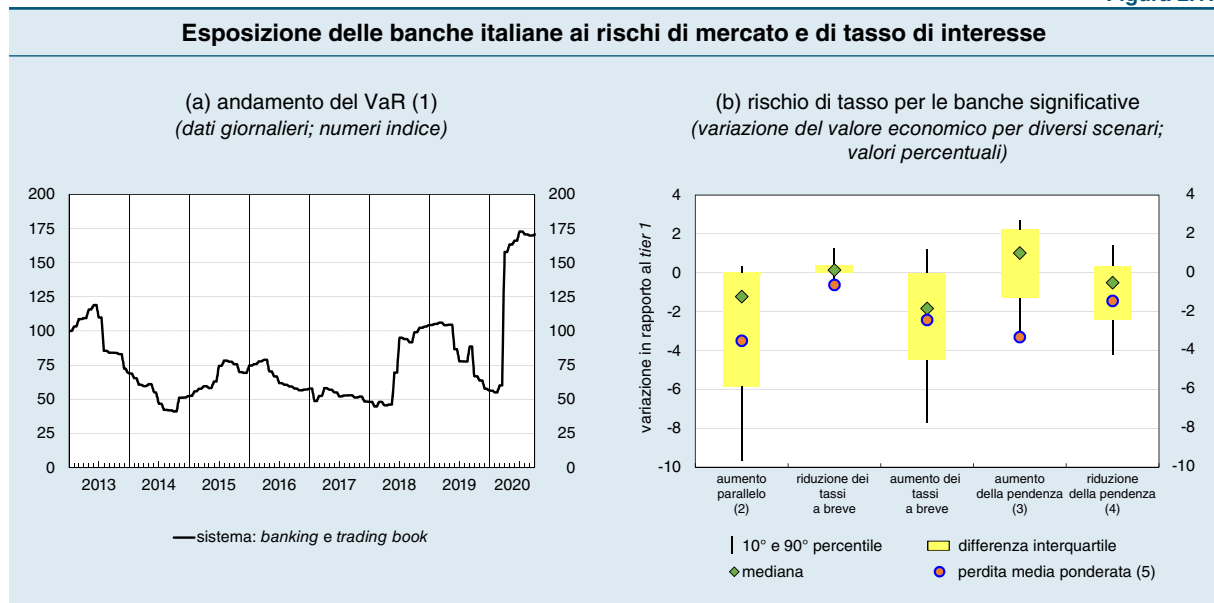
avranno completato le necessarie modifiche ai propri sistemi interni per la selezione e la gestione dei prestiti e dei portafogli conferiti a garanzia. Per il momento l'ampliamento dello schema ACC ha determinato un aumento delle garanzie stanziato dalle banche di media e di piccola dimensione di 5 miliardi, che per questi intermediari rappresenta il 23 per cento dell'incremento generato dall'insieme degli interventi recenti; per le banche di grande dimensione tali valori risultano di 2 miliardi e del 7 per cento, rispettivamente.

Il volume delle attività che possono essere utilizzate come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema rimane elevato. Le banche italiane dispongono infatti di circa 325 miliardi di titoli stanziabili al di fuori del *collateral pool* (cfr. fig. 2.16.c), per il 90 per cento titoli di Stato.

I rischi di mercato e di tasso di interesse

Nostre stime indicano che nei primi nove mesi del 2020 il *Value at Risk* (VaR) relativo all'intero portafoglio titoli (sia *banking* sia *trading book*) delle banche sarebbe stato in media superiore di circa il 55 per cento rispetto al valore medio registrato nel 2019 (fig. 2.17.a). Il più alto livello di rischio è imputabile per circa l'80 per cento all'elevata volatilità dei corsi dei titoli registrata in concomitanza con lo scoppio della pandemia e per la rimanente parte all'incremento delle esposizioni in titoli di Stato italiani ed esteri.

Figura 2.17



Fonte: per il VaR, elaborazioni su dati Matrice dei conti, Anagrafe titoli e Refinitiv; per il rischio di tasso, dati *Short Term Exercise* (STE) al 30 giugno 2020 relativi ai 12 gruppi bancari significativi.

(1) Medie ponderate per la dimensione dei portafogli dei singoli intermediari. Il VaR rappresenta la perdita di valore del portafoglio che in un giorno non sarà superata nel 99 per cento dei casi. L'indicatore relativo all'intero sistema bancario è calcolato sulla base di informazioni granulari relative alle consistenze e alle caratteristiche dei titoli in portafoglio di ciascuna banca italiana, alla fine di ogni mese, tenendo conto delle variazioni dei fattori di rischio relative agli ultimi 250 giorni lavorativi. – (2) Aumento di 200 punti base su tutta la curva dei rendimenti privi di rischio. – (3) Riduzione dei tassi a breve e aumento dei tassi a lunga scadenza. – (4) Aumento dei tassi a breve scadenza e riduzione dei tassi a lunga scadenza. – (5) Media delle variazioni del valore economico, ponderata per il *tier 1*, calcolata considerando solo le banche con variazioni negative in ciascuno degli scenari.

L'esposizione dei gruppi significativi al rischio di tasso di interesse si mantiene nel complesso contenuta e molto inferiore alle soglie stabilite nelle linee guida dell'Autorità bancaria europea (European Banking

Authority, EBA)¹⁰. Sulla base dei dati riferiti al mese di giugno, le riduzioni medie ponderate del valore del portafoglio bancario¹¹ sarebbero comprese tra lo 0,6 e il 3,5 per cento del capitale di *tier 1* (fig. 2.17.b), a seconda degli scenari considerati nelle linee guida dell'EBA per descrivere l'evoluzione dei tassi di interesse¹². Nel caso, al momento assai poco probabile, di uno spostamento parallelo verso l'alto della curva dei rendimenti di 200 punti base, la perdita media sarebbe pari al 3,5 per cento del *tier 1*.

Il patrimonio e la redditività

In giugno il CET1 era mediamente pari al 14,8 per cento delle attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA), in crescita di 80 punti base rispetto alla fine del 2019.

L'aumento ha riguardato sia le banche significative sia quelle meno significative¹³ (rispettivamente 80 e 120 punti base, a 14,8 e 17,4 per cento). Con riferimento alle prime il contributo più rilevante è da ricondurre all'inclusione nel capitale dei dividendi non distribuiti relativi all'esercizio 2019¹⁴ e all'effetto positivo di alcune operazioni straordinarie condotte da un gruppo di primaria rilevanza¹⁵. Per le banche meno significative il processo di rafforzamento patrimoniale è stato guidato dall'aumento di capitale completato da uno dei maggiori gruppi e dalla complessiva riduzione delle RWA, dovuta alle misure governative per favorire l'accesso al credito di famiglie e imprese e alla recente revisione della normativa prudenziale¹⁶.

Alla fine di giugno il divario tra il grado medio di patrimonializzazione delle banche significative dei paesi partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) e quello delle banche significative italiane si era sostanzialmente azzerato.

La pandemia ha pesato sulla redditività delle banche nei primi sei mesi dell'anno. Ha inciso in maniera rilevante l'aumento delle rettifiche di valore su crediti, cresciute del 52,6 per cento; tale incremento ha riflesso in larga misura quello delle perdite attese sui crediti *in bonis* causato dal deterioramento dello scenario macroeconomico, coerentemente con l'applicazione del principio contabile IFRS 9.

¹⁰ L'esposizione al rischio di tasso di interesse a fini prudenziali è calcolata dalle banche secondo le linee guida dell'EBA (cfr. EBA, *Orientamenti sulla gestione del rischio di tasso di interesse derivante da attività diverse dalla negoziazione (non-trading activities)*, luglio 2018); i risultati sono trasmessi alle autorità di vigilanza, che li valutano nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP). I supervisori possono adottare misure di vigilanza nel caso in cui negli scenari considerati le perdite superino il 20 per cento del capitale complessivo o il 15 per cento di quello di classe 1 (*tier 1*).

¹¹ La riduzione media è calcolata considerando solo le banche che registrerebbero riduzioni del valore del portafoglio bancario.

¹² I principali scenari considerati sono: (a) un aumento parallelo della curva dei rendimenti di 200 punti base; (b) una riduzione dei tassi sulle scadenze a breve termine; (c) un aumento dei tassi sulle scadenze a breve termine; (d) un aumento della pendenza della curva (dovuta all'effetto combinato di una riduzione dei tassi a breve e di un aumento dei rendimenti sulle scadenze più lunghe); (e) una diminuzione della pendenza della curva (dovuta all'effetto combinato di un aumento dei tassi a breve e di un calo dei rendimenti sulle scadenze più lunghe).

¹³ Il dato riferito al sistema bancario comprende anche le filiazioni di intermediari esteri, che rappresentano circa il 9 per cento del totale attivo. Per le filiazioni di banche estere il *CET1 ratio* era pari al 12,0 per cento, in aumento di 40 punti base rispetto alla fine del 2019.

¹⁴ In linea con quanto previsto dalla raccomandazione dell'ESRB del 27 maggio 2020, la BCE e la Banca d'Italia, rispettivamente nei confronti delle banche significative e meno significative, hanno esteso fino al 1° gennaio 2021 le raccomandazioni di: (a) non pagare dividendi relativi agli esercizi 2019 e 2020 (incluse le distribuzioni di riserve) e non assumere alcun impegno irrevocabile per il pagamento dei dividendi relativi agli stessi esercizi; (b) non procedere al riacquisto di azioni miranti a remunerare gli azionisti.

¹⁵ Nello specifico si fa riferimento sia all'adesione al regime transitorio previsto per il principio contabile IFRS 9 sia alla riduzione di una rilevante partecipazione detenuta in un intermediario estero.

¹⁶ Il decremento delle RWA, avvenuto nonostante la crescita del totale attivo, è dovuto principalmente alla riduzione del rischio di credito e, in particolare, ai portafogli standardizzati imprese e retail; questi ultimi presumibilmente hanno beneficiato di una quota maggiore di prestiti con garanzie governative e delle misure previste nella revisione della disciplina prudenziale per fare fronte all'emergenza Covid-19 relativa al fattore di sostegno alle piccole e medie imprese.

Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), al netto delle componenti straordinarie, è diminuito dall'8,2 al 2,9 per cento. I ricavi sono scesi del 4,7 per cento; per la prima volta dal 2016 anche le commissioni nette hanno riportato un calo, soprattutto a causa della marcata contrazione registrata nei mesi di marzo e aprile. I costi operativi, al netto degli oneri non ricorrenti sostenuti per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro, si sono ridotti dell'8,6 per cento, principalmente a seguito della flessione delle spese diverse da quelle per il personale; vi ha contribuito anche la diminuzione dei costi indiretti del lavoro, influenzati dalla diffusione di quello a distanza. A tale dinamica ha concorso infine la riduzione delle spese pubblicitarie, di quelle relative ai servizi legali e di consulenza e dei costi connessi con l'utilizzo degli immobili. In prospettiva, benefici potrebbero essere conseguiti con decisi interventi finalizzati a rendere permanente il decremento dei costi registrato nella prima metà dell'anno.

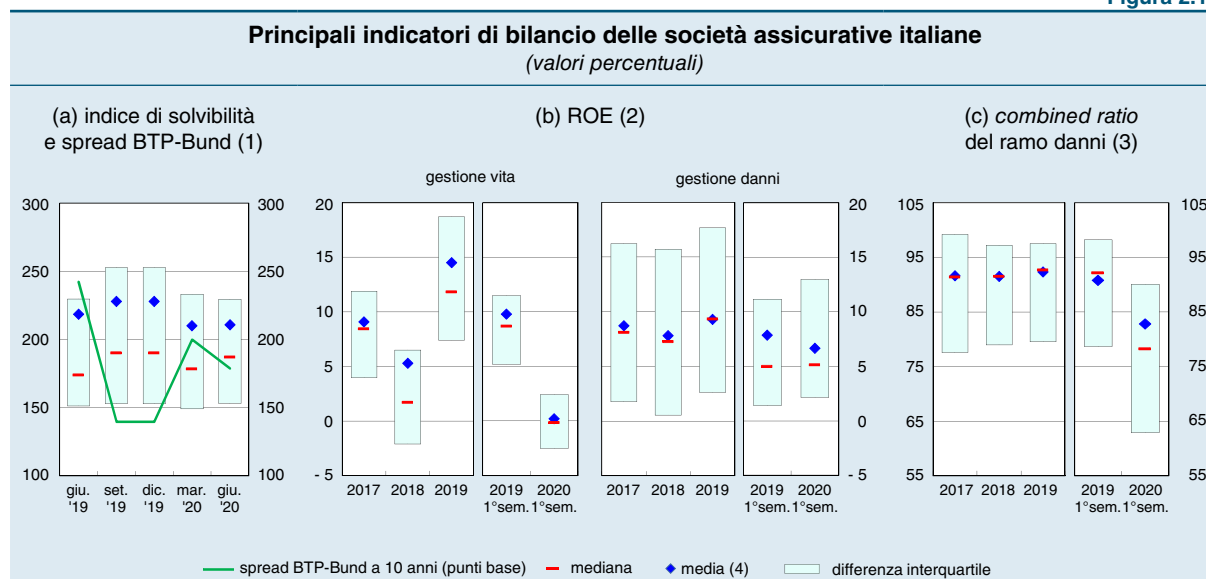
2.3 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Le assicurazioni

L'indice di solvibilità delle compagnie italiane, così come quello delle assicurazioni europee, continua a risentire dell'aumento dei premi per il rischio degli strumenti azionari e obbligazionari innescato dalla pandemia, nonché dell'ulteriore abbassamento della curva dei tassi di interesse privi di rischio osservato dallo scorso marzo.

L'indice di solvibilità medio¹⁷ è sceso a giugno al 211 per cento, dal 235 rilevato alla fine del 2019. Rimane comunque ben al di sopra dei minimi regolamentari (fig. 2.18.a) e allineato ai valori europei.

Figura 2.18



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale Solvency II. I dati provengono dalle segnalazioni trimestrali di vigilanza Solvency II (*Quantitative reporting template*). Lo spread BTP-Bund si riferisce alla fine di ciascun periodo. — (2) Rapporto tra utile e patrimonio netto. I dati dei semestri non sono annualizzati e sono basati su un campione rappresentativo delle principali compagnie italiane. — (3) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. — (4) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

¹⁷ Per la definizione dell'indice di solvibilità, cfr. la nota 1 della fig. 2.18. La normativa prevede che tale indice sia pari o superiore al 100 per cento.

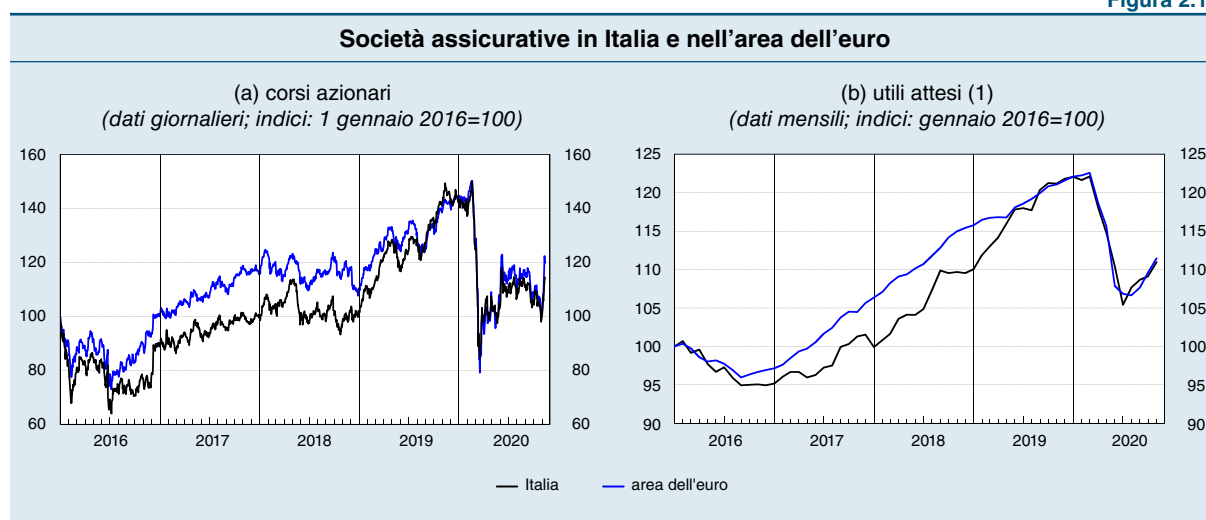
A partire dal secondo trimestre dell'anno è iniziata una riduzione dello spread sui titoli pubblici rispetto al picco registrato in marzo, con l'introduzione delle misure restrittive per fare fronte all'emergenza sanitaria; l'incremento dei corsi dei titoli obbligazionari che ne è derivato e il contenimento nella distribuzione dei dividendi delle compagnie¹⁸ non hanno tuttavia del tutto compensato l'effetto negativo sui fondi propri generato dal calo della curva dei tassi di interesse privi di rischio.

Nostre stime basate sui dati al 30 giugno 2020 indicano che qualora si verificasse un ulteriore abbassamento parallelo di 20 punti base della curva dei tassi di interesse privi di rischio, portandola su valori simili a quelli di agosto 2019 (i più bassi rilevati negli ultimi quattro anni), il valore dei fondi propri a copertura del requisito patrimoniale si ridurrebbe in modo contenuto (mediamente il 2 per cento). Il nuovo programma di acquisti promosso dalla Banca centrale europea per contrastare gli effetti della pandemia (cfr. il par. 1.1) è risultato efficace nel mitigare la volatilità degli spread dei titoli governativi.

La redditività sta risentendo della pandemia. Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) per i rami vita si è sostanzialmente azzerato nel primo semestre del 2020, per effetto delle forti svalutazioni degli attivi. Anche il ROE della gestione danni è diminuito rispetto al primo semestre del 2019, benché in misura minore rispetto al comparto vita (fig. 2.18.b); nei rami danni la flessione dei corsi dei titoli è stata in parte controbilanciata dal forte calo degli oneri per sinistri, che si è riflesso in un miglioramento del rapporto tra oneri e spese di gestione e premi di competenza (*combined ratio*; fig. 2.18.c).

Sono risultati in flessione gli utili attesi dagli analisti per il mercato italiano ed europeo e i corsi azionari delle compagnie assicurative hanno mostrato segnali di deterioramento, rimanendo inferiori ai livelli riscontrati alla fine dello scorso anno (fig. 2.19).

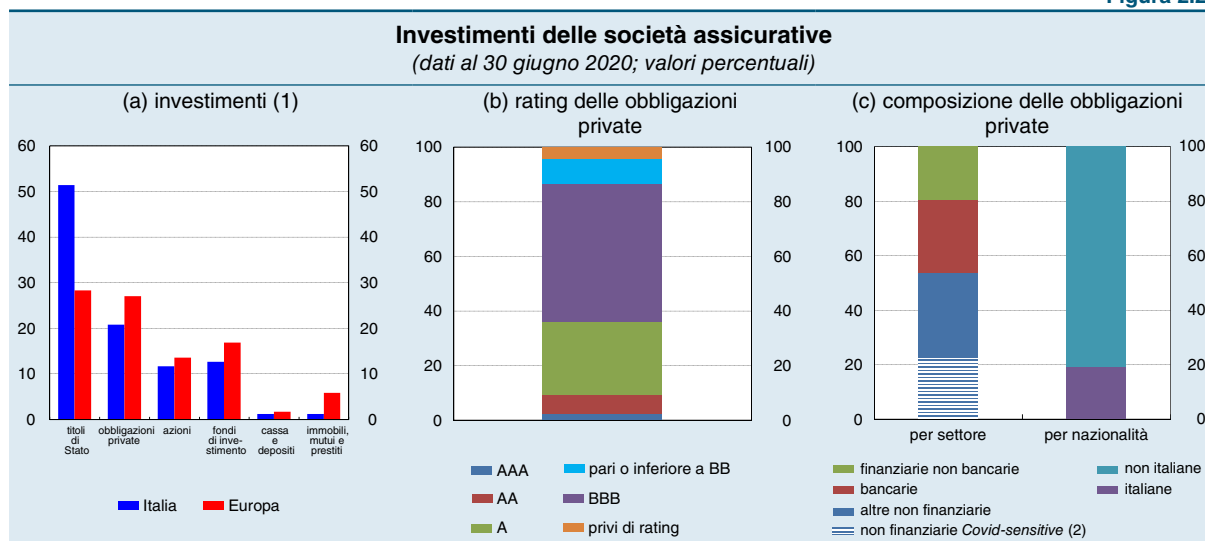
Figura 2.19



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Media ponderata per il numero di azioni in circolazione degli utili attesi per azione nei 12 mesi successivi alla data di riferimento di un campione delle principali società assicurative italiane e dell'area dell'euro. L'Italia comprende Assicurazioni Generali, Mediolanum Assicurazioni, Poste Italiane, Società Cattolica Assicurazioni, UnipolSai. L'area dell'euro comprende le principali società incluse nell'indice di Datastream del settore assicurativo dell'area.

¹⁸ In particolare l'indice di solvibilità ha beneficiato del contenimento nella distribuzione dei dividendi relativi al 2019 nella misura di sette punti percentuali.



Fonte: Ivass ed EIOPA.

(1) I dati per l'Europa, aggiornati al 31 marzo 2020, sono riferiti allo Spazio economico europeo. – (2) Per obbligazioni non finanziarie Covid-sensitive si intende quelle appartenenti ai settori maggiormente colpiti dalla pandemia di Covid-19.

Nello scorso mese di giugno gli investimenti con rischio a carico delle compagnie italiane rimanevano concentrati in titoli pubblici in misura largamente superiore rispetto alle imprese di assicurazione europee (51 per cento, a fronte del 28; fig. 2.20.a). Gli investimenti in obbligazioni private (21 per cento) erano costituiti prevalentemente da titoli emessi da società estere e imprese non finanziarie; meno di un quarto di questi era riferibile ai settori particolarmente colpiti dalla pandemia¹⁹ (fig. 2.20.c).

Il 27 per cento del valore di mercato dei titoli obbligazionari privati nei bilanci delle compagnie italiane ha rating A; una porzione più rilevante (51 per cento) ha rating BBB (fig. 2.20.b). Le perdite potenziali in caso di declassamenti di questi titoli si rifletterebbero negativamente sui fondi propri (cfr. il riquadro: *Gli effetti di possibili declassamenti del rating dei titoli obbligazionari privati detenuti dal settore assicurativo*).

GLI EFFETTI DI POSSIBILI DECLASSAMENTI DEL RATING DEI TITOLI OBBLIGAZIONARI PRIVATI DETENUTI DAL SETTORE ASSICURATIVO¹

La pandemia di Covid-19 ha fatto emergere il rischio di diffuse revisioni al ribasso dei rating dei titoli obbligazionari privati. Il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) ha pubblicato un'analisi riguardante l'impatto sulle attività patrimoniali delle compagnie assicurative europee di un potenziale declassamento dei titoli obbligazionari privati con rating A e BBB alla categoria *high yield* (titoli *fallen angels*), sulla base dei dati di bilancio del 2019². L'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) ha replicato lo studio per il mercato assicurativo italiano utilizzando i dati di marzo del 2020.

¹ A cura di Federica Pallante (Ivass).

² ESRB, *A system-wide scenario analysis of large-scale corporate bond downgrades. An ESRB technical note*, luglio 2020.

¹⁹ I settori maggiormente colpiti dalla pandemia risultano essere: alloggio e ristorazione; trasporti e magazzinaggio; manifatturiero (cfr. BCE, *Bollettino economico*, 5, 2020).

L'esercizio ha valutato l'impatto di due scenari alternativi che prevedono riduzioni sia dei corsi sia dei rating dei titoli obbligazionari privati e che si differenziano in base all'entità dei declassamenti (*medium severe case* e *severe case*). In entrambi i casi sono state considerate due possibili reazioni degli assicuratori a fronte del declassamento alla classe *fallen angel* dei titoli in portafoglio: in un caso le imprese vendono un quinto dei titoli declassati (*severe behavioural scenario*), nell'altro vengono invece ceduti tutti i *fallen angels* (*extreme behavioural scenario*)³.

Per il mercato assicurativo italiano l'esercizio ha stimato che nel *medium severe case* e nel *severe case* l'ammontare dei *fallen angels* sarebbe pari, rispettivamente, al 15 e al 27 per cento del valore nominale delle obbligazioni private e che le compagnie italiane vendereanno da 4,5 a 39,6 miliardi di titoli a seconda che si ipotizzino vendite significative o che venga ceduto l'intero portafoglio di titoli declassati. Per il settore assicurativo europeo l'ESRB ha stimato che nei due scenari i *fallen angels* rappresenterebbero il 10 e il 17 per cento del valore nominale delle obbligazioni private e che le compagnie europee, come reazione, potrebbero vendere da 18,5 a 165 miliardi di titoli.

In seguito agli shock le attività patrimoniali al netto delle passività (*excess of assets over liabilities*, EAOL) delle compagnie italiane si ridurrebbero in misura maggiore rispetto a quelle delle imprese europee (la riduzione degli EAOL in Italia sarebbe del 10 e del 13 per cento rispettivamente nel *medium severe* e nel *severe case*; in Europa del 4,9 e 6,9 per cento). La differenza è dovuta soprattutto alla maggiore quota nei portafogli delle imprese assicurative italiane di titoli obbligazionari con rating BBB (la classe immediatamente precedente a quella degli *high yield*).

L'esercizio ha stimato in modo semplificato l'impatto sugli EAOL delle perdite degli attivi derivanti dal declassamento, senza tenere conto degli effetti mitiganti dei meccanismi di assorbimento delle perdite e delle connesse variazioni delle passività. Come per le valutazioni europee, i risultati non forniscono quindi stime dell'impatto sulla solvibilità delle compagnie.

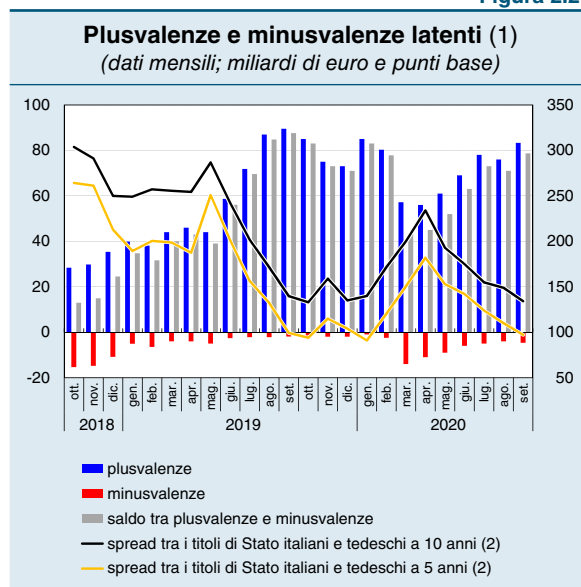
³ Per le obbligazioni private dell'area dell'euro, nel *medium severe case* si ipotizza il declassamento del 25,2 e del 3,1 per cento, rispettivamente, dei titoli con rating BBB e A; nel *severe case* le percentuali salgono al 45,3 e al 12,3 per cento.

La crescita delle quotazioni dei titoli iniziata nel secondo trimestre dell'anno ha determinato l'incremento delle plusvalenze latenti nette delle compagnie; queste ultime in settembre hanno registrato valori superiori rispetto a quelli di fine 2019 (fig. 2.21).

Gli effetti delle turbolenze osservate sui mercati finanziari durante la prima ondata della pandemia confermano che le assicurazioni italiane – come in media quelle europee – sono più esposte ai rischi di mercato (64 per cento del requisito di capitale di base alla fine del 2019) che ai rischi tecnici assicurativi (fig. 2.22.a). La componente più rilevante del rischio di mercato è rappresentata dall'esposizione alla variazione degli spread obbligazionari (fig. 2.22.b).

La posizione di liquidità del settore assicurativo rimane stabile: le misure di contenimento del contagio hanno determinato, nel periodo da

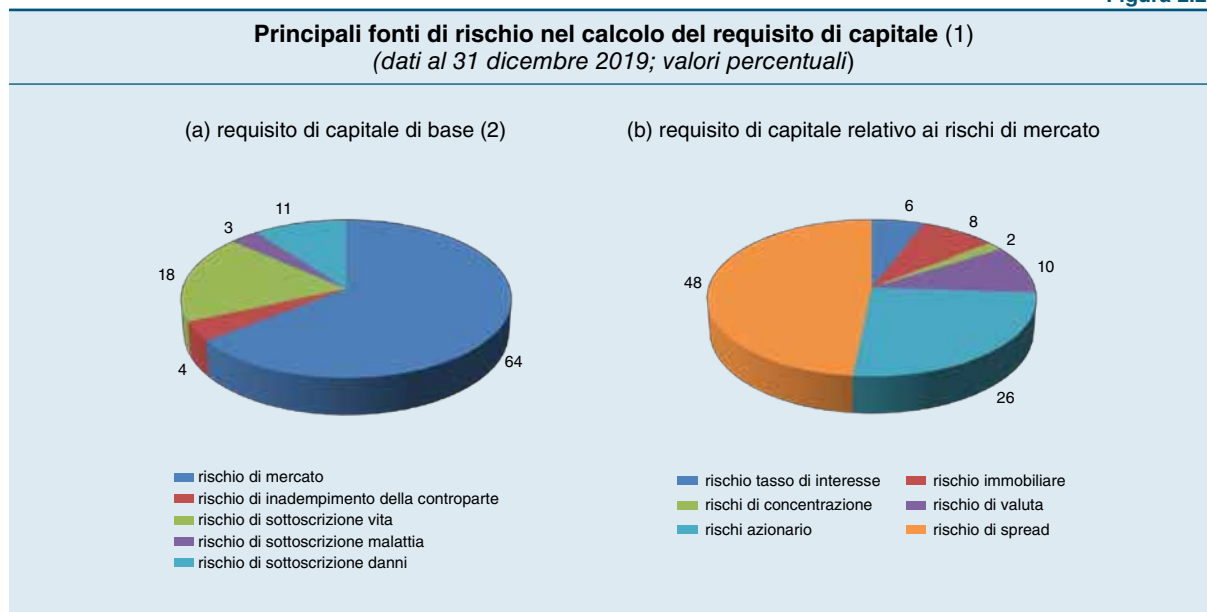
Figura 2.21



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

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

Figura 2.22

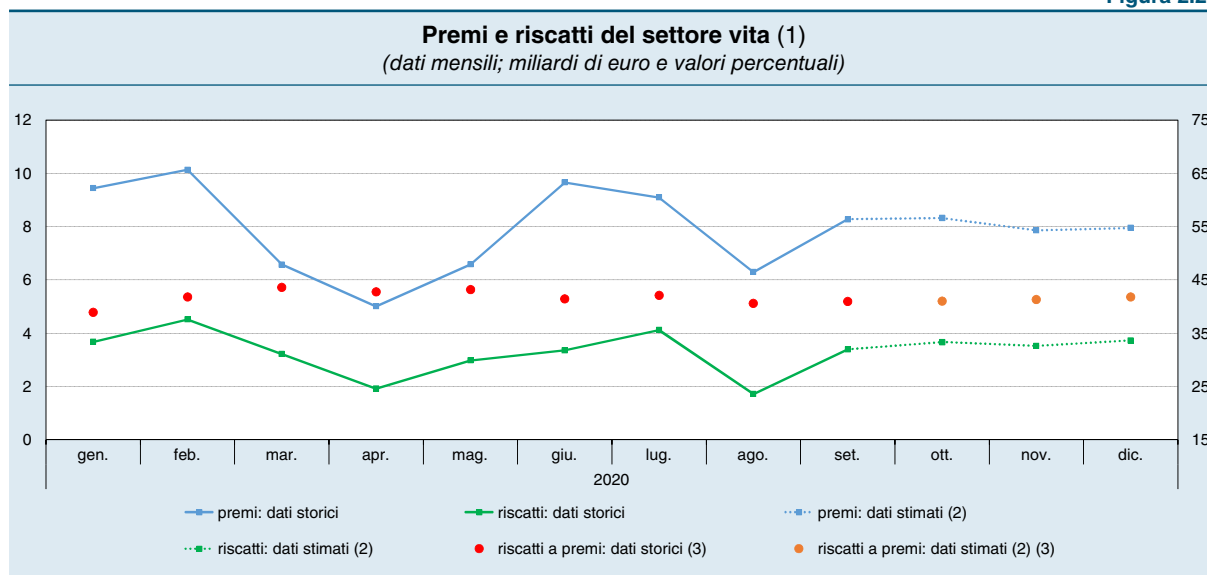


Fonte: Ivass.

(1) I dati si riferiscono alle sole imprese che calcolano il requisito patrimoniale di solvibilità (*solvency capital requirement*, SCR) attraverso la formula standard (83 imprese che rappresentano il 58 per cento del totale degli attivi). Il metodo standard per il rischio di spread non prevede requisiti di capitale per le esposizioni verso uno Stato europeo espresse e finanziate nella valuta nazionale. – (2) Il requisito patrimoniale di solvibilità di base (*basic solvency capital requirement*, BSCR) è calcolato aggregando i moduli di rischio di mercato, rischio di controparte e rischi di sottoscrizione vita, danni e malattia. Il valore finale dell'SCR è determinato aggiungendo al BSCR anche una componente relativa al rischio operativo e considerando la capacità di assorbimento delle perdite da parte delle riserve tecniche e delle imposte differite.

marzo a maggio, un'elevata contrazione dei premi e una riduzione dei riscatti (cfr. il riquadro: *L'avvio del monitoraggio sui rischi di liquidità del settore assicurativo*). Il rapporto tra l'onere per riscatti e i premi, un indicatore di potenziali tensioni di liquidità per le compagnie vita, si è mantenuto su valori storicamente contenuti (a settembre del 2020 era pari al 41 per cento; fig. 2.23).

Figura 2.23



Fonte: Ivass.

(1) L'indicatore riscatti a premi è calcolato come rapporto tra gli oneri per i riscatti e i premi. I dati sono cumulati. – (2) I dati sono stimati dalle imprese soggette al monitoraggio sui rischi di liquidità del settore assicurativo. – (3) Scala di destra.

L'AVVIO DEL MONITORAGGIO SUI RISCHI DI LIQUIDITÀ DEL SETTORE ASSICURATIVO¹

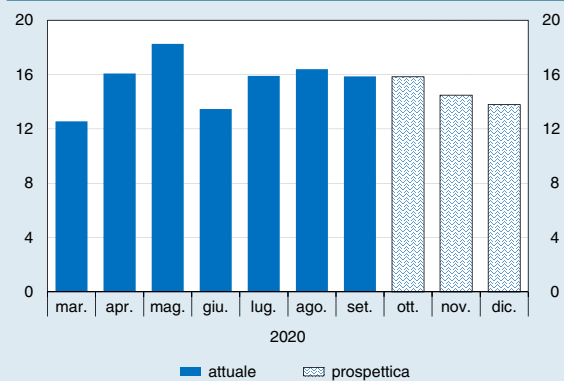
L'Associazione internazionale dei supervisori assicurativi (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) ha previsto specifici presidi a fronte del rischio di liquidità negli standard assicurativi internazionali (*insurance core principles*, ICP)².

A giugno del 2020, con la diffusione della pandemia di Covid-19, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) ha avviato un'attività di analisi mensile in stretta collaborazione con le autorità nazionali europee. L'esercizio ha valutato, a partire da marzo del 2020, la posizione di liquidità attuale e prospettica (a 30 e 90 giorni) di circa 200 compagnie europee (di cui 55 italiane³).

Dall'analisi è emerso che nel corso del periodo di osservazione la disponibilità di cassa complessiva delle compagnie italiane è rimasta sostanzialmente stabile.

Figura A

Posizione di liquidità attuale e prospettica (1) (miliardi di euro)



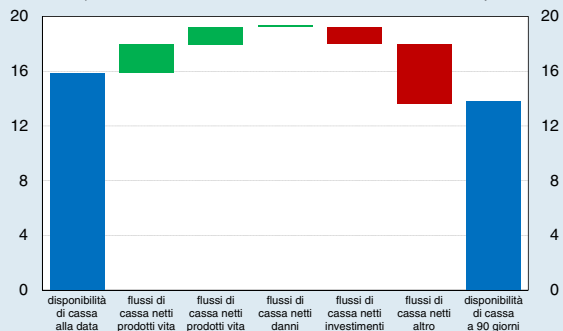
Fonte: Ivass.

(1) I dati di ottobre e dicembre si riferiscono alle proiezioni a 30 e 90 giorni effettuate dalle compagnie a settembre 2020; quelli di novembre si riferiscono alle proiezioni a 90 giorni condotte ad agosto 2020.

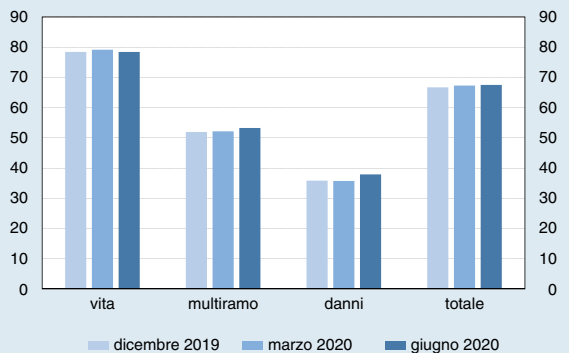
Figura B

Posizione di liquidità delle compagnie assicurative italiane (1)

(a) scomposizione dei flussi di cassa netti e posizione di liquidità a 90 giorni (2)
(dati al 30 settembre 2020; miliardi di euro)



(b) liquid asset ratio (valori percentuali)



Fonte: Ivass.

(1) I dati si riferiscono al campione oggetto di monitoraggio. – (2) Le variazioni contribuiscono positivamente (barra verde) o negativamente (barra rossa) alla disponibilità di cassa alla data di riferimento, determinando il valore della previsione a 90 giorni. Per la gestione vita si distinguono i flussi di cassa netti relativi ai prodotti vita tradizionali da quelli dei prodotti unit linked.

¹ A cura di Silvia Sacco (Ivass).

² IAIS, *Insurance core principles and common framework for the supervision of internationally active insurance groups*, novembre 2019.

³ Il campione italiano è composto da: 12 imprese multiramo, 34 compagnie vita e 9 compagnie danni; queste rappresentano, in termini di raccolta premi, l'intero settore vita e circa l'80 per cento del comparto danni.

I rischi sulla posizione di liquidità prospettica netta a uno e tre mesi, stimati dalle imprese di assicurazione italiane⁴ a settembre, sono rimasti contenuti (figura A); la scomposizione dei flussi di cassa prospettati dalle compagnie per i successivi 90 giorni mostra che i flussi tecnici relativi alle attività assicurative vita e danni sono positivi. I principali deflussi attesi sono riferiti all'acquisto di attivi e al pagamento delle spese operative (figura B, pannello a).

Anche il grado di liquidità degli attivi delle assicurazioni italiane, misurato dal rapporto tra attivi liquidi e il totale attivi (*liquid asset ratio*)⁵, è rimasto mediamente stabile (figura B, pannello b).

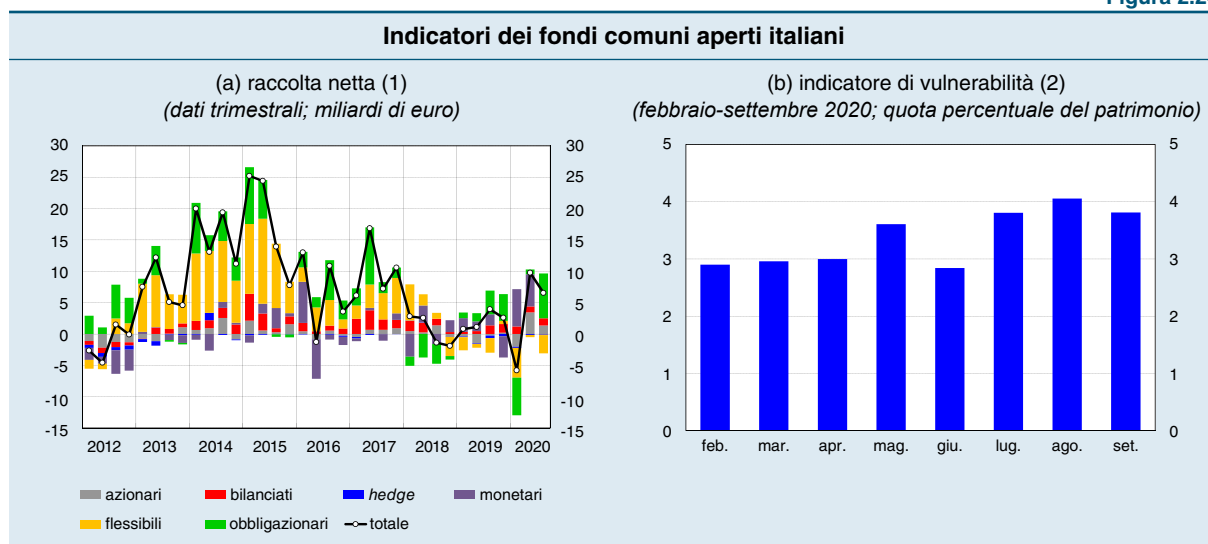
⁴ La posizione prospettica di liquidità netta è data dalla differenza, nel periodo di riferimento, tra i flussi in entrata e quelli in uscita; è calcolata includendo anche la disponibilità di cassa iniziale del periodo. Le imprese di assicurazione hanno definito ipotesi sugli andamenti dei propri flussi di cassa attesi, ipotizzando per il comparto vita la contrazione dei premi e la sostanziale stabilità dei riscatti e per il comparto danni un lieve aumento sia dei premi sia degli oneri per sinistri.

⁵ Gli attivi liquidi sono determinati applicando i coefficienti di scarto alle diverse tipologie di attivo, in analogia con le disposizioni previste per il settore bancario dal regolamento di esecuzione UE/2016/322 della Commissione europea del 10 febbraio 2016.

L'industria del risparmio gestito

Dopo gli ingenti deflussi del primo trimestre di quest'anno, la raccolta netta dei fondi comuni aperti italiani è tornata positiva da aprile (fig. 2.24.a), a seguito del miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari. Dall'inizio dell'anno si sono registrate sottoscrizioni nette positive in tutti i principali comparti, ad eccezione dei fondi flessibili e *hedge*. Nel secondo trimestre la crescita della raccolta si è riflessa in una ripresa degli investimenti da parte dei fondi aperti italiani, soprattutto nei comparti delle obbligazioni *investment grade* e delle quote di altri fondi di investimento (cfr. il riquadro: *Le scelte di investimento degli investitori istituzionali dopo l'inizio della pandemia*).

Figura 2.24



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

(1) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi italiani. I dati relativi al 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. I dati relativi al 3° trimestre del 2020 sono provvisori. – (2) Patrimonio dei fondi con indicatore del rischio di liquidità inferiore a 1 in rapporto al patrimonio complessivo del comparto. Sono inclusi i fondi comuni aperti appartenenti ai comparti obbligazionario, flessibile e misto. L'indicatore del rischio di liquidità è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità di ciascuna esposizione e i riscatti netti in uno scenario di stress. Gli scenari di stress sono pari alla media dei valori superiori al 99° percentile delle distribuzioni dei riscatti netti mensili in rapporto al patrimonio relativi a ciascuno dei comparti analizzati tra gennaio 2008 e giugno 2020 (*high yield* e paesi emergenti: 14 per cento; area dell'euro: 32 per cento; Stati Uniti e globale: 28 per cento; fondi misti: 32 per cento).

LE SCELTE DI INVESTIMENTO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI DOPO L'INIZIO DELLA PANDEMIA¹

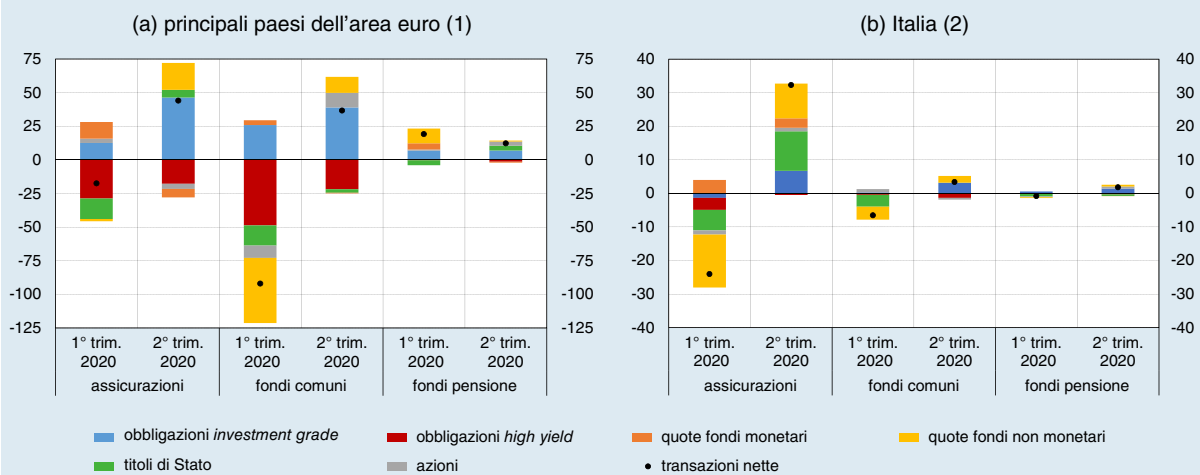
Le decisioni di investimento degli investitori istituzionali (diversi dalle banche) possono avere effetti rilevanti sulla stabilità del sistema finanziario, nella misura in cui contribuiscono ad aumentare o attenuare la volatilità dei mercati, soprattutto in fasi di stress. Nel primo trimestre dell'anno il diffondersi della pandemia ha determinato un calo delle quotazioni sui principali mercati, forti deflussi di risorse dai fondi di investimento e una minore raccolta da parte delle compagnie assicurative; tutto ciò ha incentivato una riallocazione dei portafogli a favore delle attività meno rischiose e più liquide.

Un'analisi condotta sul portafoglio titoli degli intermediari non bancari (assicurazioni, fondi comuni e fondi pensione) residenti nei maggiori paesi dell'area euro mostra che durante il primo trimestre del 2020 gli investitori analizzati hanno effettuato vendite nette di titoli per circa 90 miliardi (figura, pannello a)², il valore più alto dal quarto trimestre del 2011. Le dismissioni sono state particolarmente rilevanti nei comparti delle obbligazioni *high yield* o prive di rating, dei fondi comuni non monetari e dei titoli di Stato (78, 39 e 34 miliardi, rispettivamente), mentre sono risultate più contenute per i titoli azionari (5 miliardi); acquisti netti per importi significativi si sono invece registrati nei comparti delle obbligazioni *investment grade* e dei fondi monetari (45 e 21 miliardi, rispettivamente).

I fondi comuni, a causa degli ingenti riscatti netti da parte dei sottoscrittori, sono il settore che ha effettuato vendite nette maggiori (92 miliardi, 7 nel caso dei fondi italiani; figura, pannello b). Ai medesimi fondi sono riconducibili quasi i due terzi delle vendite delle obbligazioni *high yield* o prive di rating effettuate dagli intermediari non bancari³ e circa la metà delle vendite di titoli di Stato. Anche le compagnie di assicurazione hanno dismesso titoli per importi elevati (18 miliardi), benché per una quota contenuta del loro portafoglio titoli (0,3 per cento). I fondi pensione invece hanno

Figura

Acquisti netti di titoli nel primo e nel secondo trimestre del 2020
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati BCE (Securities Holdings Statistics e Centralised Securities Database).

(1) Il campione comprende gli intermediari non bancari che hanno sede in Austria, Francia, Germania, Grecia, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. –
(2) Per i fondi comuni italiani gli investimenti in quote di fondi monetari sono inclusi in quelli dei fondi non monetari a causa della confidenzialità dei dati.

¹ A cura di Federico Apicella e Raffaele Gallo.

² Le vendite si sono concentrate nel mese di marzo, in concomitanza con la fase più acuta della crisi.

³ Le vendite di obbligazioni private sono state elevate anche da parte del complesso dei fondi comuni monetari, soprattutto in seguito alle tensioni sul mercato della carta commerciale.

effettuato acquisti netti positivi per 19 miliardi e non hanno realizzato vendite elevate nei principali comparti analizzati, confermando la tendenza di questo settore a non amplificare la volatilità del mercato durante i periodi di crisi.

Nel secondo trimestre, dopo il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari (cfr. i parr. 1.1 e 2.1) e l'aumento della raccolta in tutti i principali comparti, gli intermediari analizzati hanno effettuato complessivamente acquisti netti di titoli per 93 miliardi. Si sono riscontrati investimenti netti positivi in tutti i settori esaminati, ad eccezione delle obbligazioni private *high yield* o prive di rating e delle quote di fondi monetari. La quota di investimenti in titoli meno rischiosi è ulteriormente aumentata, presumibilmente a causa della persistente incertezza sulle conseguenze economiche dell'emergenza sanitaria.

Negli ultimi mesi non si sono verificate tensioni rilevanti nella gestione della liquidità dei fondi comuni aperti italiani. Il grado di liquidità²⁰ (7,1 per cento in settembre) resta su valori elevati nel confronto storico. La quota di fondi vulnerabili (con un indicatore del rischio di liquidità inferiore all'unità)²¹ è aumentata da febbraio, ma rimane ridotta rispetto al patrimonio complessivo del settore (3,8 per cento; cfr. fig. 2.24.b). È limitata anche l'esposizione al rischio di liquidità derivante dalle variazioni dei margini di garanzia sui contratti derivati (cfr. il riquadro: *Il rischio di liquidità connesso con l'utilizzo di derivati da parte dei fondi comuni aperti italiani*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020). L'indebitamento si mantiene contenuto, nei limiti previsti dalla normativa italiana²²; le linee di credito disponibili restano ampie.

Il comparto dei fondi monetari, che a livello globale è stato tra i più colpiti dalla crisi indotta dalla pandemia, non ha registrato in Italia problemi di liquidità. I fondi monetari italiani, che rappresentano l'1 per cento del patrimonio complessivo dei fondi, investono quasi esclusivamente in titoli di Stato a breve termine e, al contrario di quelli europei, non sono significativamente esposti nei confronti del mercato della carta commerciale, la cui volatilità è aumentata durante la crisi innescata dall'emergenza sanitaria. In Italia inoltre non sono attivi fondi comuni monetari che, per effetto dei criteri di valorizzazione del portafoglio, mantengono stabile in tempi normali il valore delle quote e sono maggiormente esposti al rischio di forti richieste di rimborso da parte dei sottoscrittori in caso di tensioni sui mercati (fondi *constant net asset value* o *low volatility net asset value*)²³.

Lo scorso maggio l'ESRB ha approvato una raccomandazione sui rischi di liquidità dei fondi comuni di investimento con la quale ha chiesto all'ESMA di verificare, in modo coordinato tra le autorità nazionali di vigilanza sui mercati, il livello di preparazione dei gestori a possibili shock avversi²⁴. A tal fine le autorità hanno condotto una rilevazione presso un campione di fondi che l'ESRB ritiene più

²⁰ Il grado di liquidità è definito come il rapporto tra la giacenza sui conti correnti – al netto delle operazioni di acquisiti, vendite e sottoscrizioni da regolare – e il patrimonio netto.

²¹ Tale indicatore è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità delle sue componenti e i riscatti netti in uno scenario di stress (cfr. la nota 2 della fig. 2.24).

²² I fondi aperti italiani possono assumere prestiti solo temporaneamente, in relazione a esigenze di investimento o disinvestimento dei beni del fondo, ed entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo.

²³ Un valore di rimborso stabile può creare l'aspettativa che le quote dei fondi monetari siano attività prive di rischio; di conseguenza si potrebbe verificare un aumento dei riscatti quando il valore di mercato delle quote del fondo diminuisce in fasi di stress e i sottoscrittori temono che le stesse quote non siano più rimborsate alla pari.

²⁴ Raccomandazione ESRB/2020/4 (*Recommendation of the European Systemic Risk Board of 6 May 2020 on liquidity risks in investment funds*).

esposto a rischi di liquidità. Per quanto concerne i fondi gestiti da società italiane, la rilevazione ha riguardato otto fondi che investono in obbligazioni societarie²⁵.

I risultati dell'indagine mostrano che tra i fondi italiani che investono in titoli societari lo shock legato all'emergenza sanitaria ha determinato deflussi nel complesso relativamente contenuti, in media inferiori al 2 per cento del valore della quota (*net asset value*) su base settimanale nel periodo di maggiore volatilità dei mercati. I fondi italiani, rispetto a quelli di altri paesi europei, presentano una minore esposizione in strumenti *high yield*, prodotti strutturati e debito subordinato. Inoltre non hanno registrato difficoltà nella valutazione degli attivi, nonostante la forte riduzione della liquidità dei titoli in portafoglio.

A seguito delle tensioni sui mercati finanziari causate dagli effetti della pandemia, un numero contenuto di fondi europei (0,4 per cento del patrimonio complessivo del settore) ha attivato strumenti di gestione del rischio di liquidità (*additional liquidity tools*). Le principali misure adottate sono state la sospensione dei rimborsi, l'introduzione delle soglie per la dilazione del rimborso (*gates*) e gli *swing pricing*²⁶. Nessun gestore italiano ha attivato questi strumenti²⁷.

Rimangono contenuti i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi mobiliari alternativi. Tale comparto – dove sono ricompresi i fondi specializzati nell'acquisto di minibond e quelli che investono nel capitale di rischio delle imprese, erogano direttamente finanziamenti o acquistano crediti originati da altri intermediari – rappresenta il 9 per cento del patrimonio complessivo dei fondi italiani. I potenziali rischi connessi con l'investimento in attività illiquide, caratteristica di questo tipo di fondi, sono attenuati dalle norme che ne impongono la costituzione in forma chiusa.

L'introduzione con il DL 34/2020 (decreto "rilancio") di una nuova categoria di piani individuali di risparmio a lungo termine (i cosiddetti PIR alternativi) favorirà lo sviluppo dei fondi che investono prevalentemente in strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese italiane. I benefici fiscali già previsti dalla normativa sui PIR²⁸ vengono infatti estesi ai piani di risparmio che investano almeno il 70 per cento del valore complessivo degli attivi in strumenti finanziari, anche non quotati, emessi da società non incluse negli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap di Borsa italiana o in indici equivalenti. Rispetto ai PIR ordinari inoltre i limiti agli importi per i quali viene riconosciuto il beneficio fiscale e i vincoli di concentrazione dei portafogli sono meno stringenti²⁹. I vincoli di composizione dei portafogli dei PIR alternativi potrebbero comportare un'esposizione rilevante verso attività poco liquide; tuttavia l'obbligo previsto dalla normativa italiana di costituzione in forma chiusa per i fondi che investano più del 20 per cento del patrimonio in strumenti finanziari non negoziati su mercati regolamentati contribuisce a ridurre i rischi di liquidità. I regolamenti dei primi fondi comuni che rispettano le norme sui PIR alternativi sono stati approvati, ma nessuno di questi è ancora operativo.

²⁵ In altre giurisdizioni la rilevazione ha riguardato anche i fondi immobiliari aperti. In Italia i fondi immobiliari hanno l'obbligo di costituirsi in forma chiusa e, di conseguenza, sono meno esposti ai rischi di liquidità.

²⁶ Il ricorso ai *gates* prevede il differimento nel tempo dei rimborsi qualora le richieste di riscatto superino una soglia predefinita, mentre gli *swing pricing* permettono di adeguare il valore delle quote di un fondo al rialzo o al ribasso in funzione della prevalenza, in un dato giorno, delle sottoscrizioni o dei rimborsi.

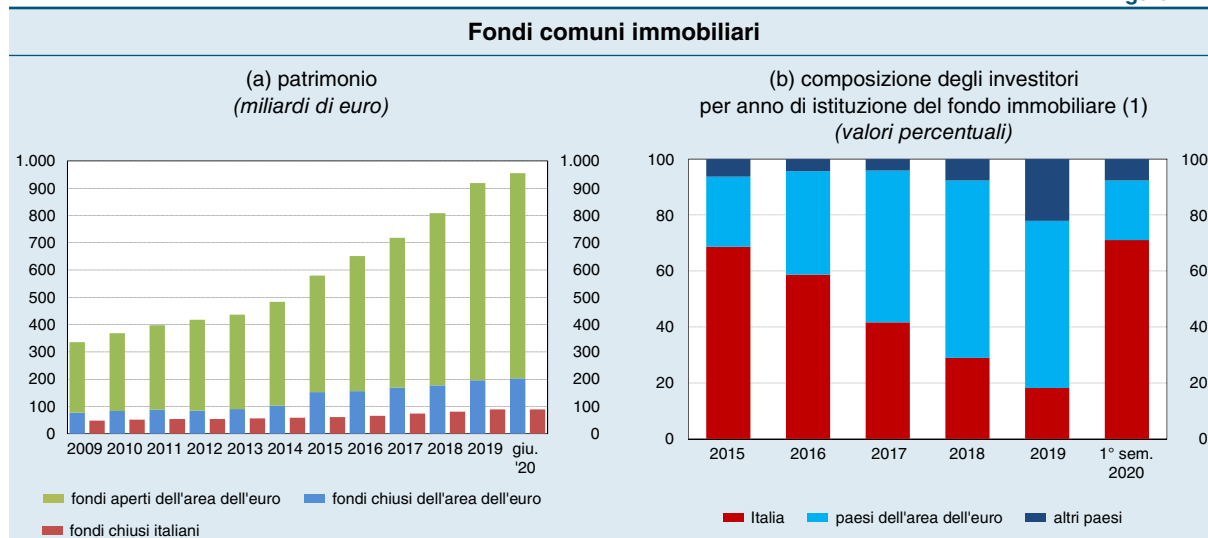
²⁷ La non attivazione riguarda in generale l'intera industria dei fondi italiani, non solo quelli inclusi nel campione della rilevazione condotta dall'ESRB.

²⁸ L'agevolazione fiscale consiste nell'esenzione totale sia dalla tassazione dei redditi derivanti dagli investimenti effettuati nei PIR sia dall'imposta di successione. Al fine di ottenere i benefici fiscali, gli strumenti finanziari inclusi nei piani di investimento a lungo termine devono essere detenuti dai risparmiatori per almeno cinque anni (cfr. il riquadro: *I piani individuali di risparmio*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017).

²⁹ Il limite di concentrazione per gli investimenti nei confronti della stessa impresa è aumentato dal 10 al 20 per cento. Inoltre il beneficio fiscale per ciascuna persona viene riconosciuto per importi fino a 300.000 euro l'anno e 1.500.000 complessivamente, rispetto ai limiti di 30.000 euro l'anno e 150.000 dei PIR ordinari.

Il comparto dei fondi immobiliari ha risentito negativamente degli effetti della pandemia. Nel primo semestre del 2020 si è arrestata la lunga fase di espansione in corso dal 2013 e il patrimonio complessivo

Figura 2.25

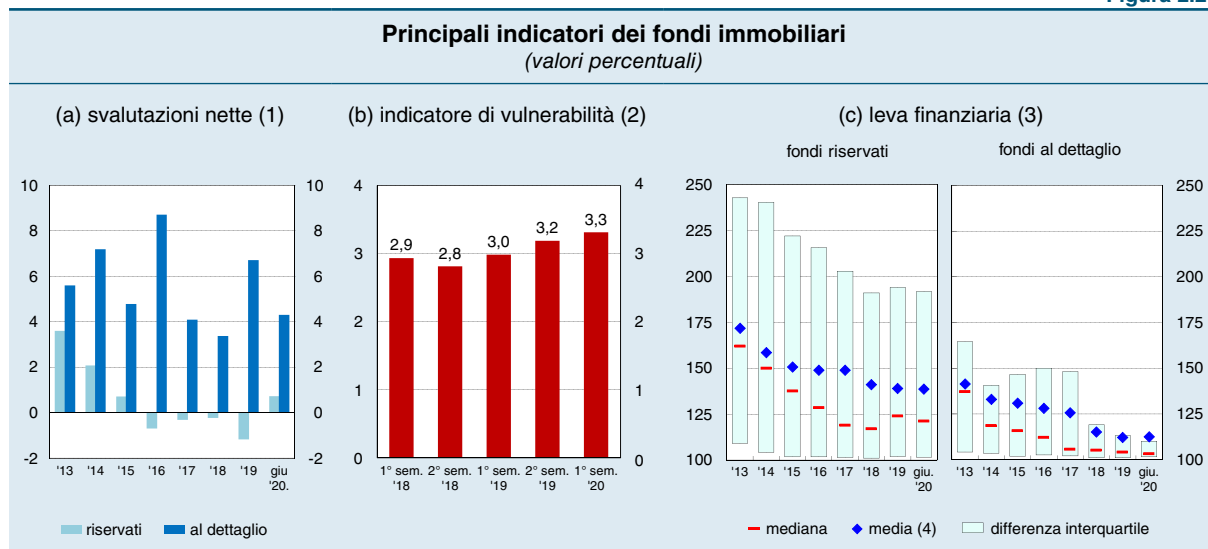


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

del settore è rimasto sui valori registrati alla fine del 2019 (circa 88 miliardi; fig. 2.25.a). Gli investimenti, concentrati nelle province di Milano e Roma, sono stati contenuti; sono diminuiti quelli effettuati da investitori esteri (fig. 2.25.b).

Figura 2.26



Fonte: segnalazioni di vigilanza ed elaborazioni su dati Istat e OMI.

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

Le disposizioni che ne prevedono la costituzione in forma chiusa hanno preservato i fondi immobiliari dai rischi di liquidità che si sono invece manifestati per quelli aperti istituiti in alcuni paesi europei. I fondi immobiliari chiusi sono tuttavia esposti al rischio che alla scadenza le valutazioni del portafoglio immobiliare, effettuate da esperti indipendenti e contabilizzate nei rendiconti, possano divergere significativamente dai valori di mercato a causa della natura illiquida dei beni e dell'eterogeneità dei criteri utilizzabili per le stime. Le difficoltà dell'economia si sono riflesse, già nel primo semestre dell'anno, in un aumento delle svalutazioni nette dei portafogli (fig. 2.26.a). A giugno del 2020 i fondi per cui si stima una differenza tra la valutazione contabile dell'attivo e il valore di mercato degli immobili superiore al patrimonio netto rappresentavano solo il 3,3 per cento del patrimonio complessivo dei fondi analizzati (fig. 2.26.b).

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi immobiliari rimangono nel complesso limitati. I fondi che hanno registrato perdite superiori al patrimonio netto, tutti riservati a investitori professionali, rappresentano poco meno del 2 per cento dell'attivo del comparto. La leva finanziaria è rimasta stabile, su livelli storicamente bassi (fig. 2.26.c); l'esposizione del sistema finanziario nei confronti del settore è contenuta (circa l'1 per cento dei prestiti totali).

3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI

In Italia gli indicatori del ciclo macrofinanziario risentono della crisi pandemica e dell'adozione di numerosi interventi da parte delle autorità per favorire l'afflusso di liquidità alle imprese. Nel terzo trimestre del 2020 lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito totale e prodotto (*credit-to-GDP gap*; cfr. il par. 1.1) si è pressoché azzerato, risentendo della forte crescita dei prestiti (sospinta dall'ampliamento delle garanzie pubbliche), ma anche del marcato calo del PIL al denominatore. Anche gli altri indicatori relativi allo stato dell'economia sono fortemente influenzati dalle misure adottate per contrastare la crisi, ma segnalano la sottostante debolezza del ciclo macrofinanziario. Restano fragili le condizioni sul mercato del lavoro, dove l'aumento del tasso di disoccupazione è stato frenato da un eccezionale ricorso agli ammortizzatori sociali (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2020). Il tasso di deterioramento dei prestiti ha beneficiato delle misure governative di sostegno al credito e delle indicazioni delle autorità di vigilanza sull'utilizzo della flessibilità insita nelle regole di classificazione dei finanziamenti (cfr. il par. 2.2).

In tale contesto la Banca d'Italia ha mantenuto allo zero per cento il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) anche per gli ultimi due trimestri del 2020 (tav. 3.1)¹.

Tavola 3.1

Recenti decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia (1)		
DATA	Decisione	Coefficiente della riserva di capitale (valori percentuali)
25.9.2020	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il 4° trimestre del 2020	0,00
26.6.2020	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il 3° trimestre del 2020	0,00
25.6.2020	Identificazione dei paesi terzi rilevanti per l'Italia	–

(1) La data riportata si riferisce a quella di pubblicazione della decisione. Per un elenco completo, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia](#).

Lo scorso giugno la Banca d'Italia ha identificato la Russia, gli Stati Uniti e la Svizzera come paesi terzi rilevanti per il sistema bancario ai fini dell'applicazione della riserva di capitale anticiclica². L'attività

¹ Per informazioni sui principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario, cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A8.

² Per favorire uniformità tra le decisioni dei singoli Stati membri riguardanti l'applicazione di una riserva di capitale anticiclica sulle esposizioni delle proprie banche verso i paesi non appartenenti allo Spazio economico europeo (cosiddetti paesi terzi), il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) ha emanato la raccomandazione ESRB/2015/1 con la quale si chiede alle autorità nazionali di: (a) identificare annualmente i paesi terzi verso i quali il sistema bancario di ciascuna giurisdizione è esposto in maniera significativa; (b) controllare i rischi derivanti da un'eccessiva crescita del credito in tali Stati; (c) segnalare all'ESRB i casi in cui si ritenga che il CCyB fissato da quei paesi non sia adeguato. Sulla base di tali segnalazioni o della propria azione di controllo, il Comitato può raccomandare agli Stati membri di fissare un CCyB armonizzato per le esposizioni verso i paesi terzi interessati. In particolare, l'individuazione dei tre Stati è stata effettuata applicando la metodologia utilizzata dall'ESRB per identificare annualmente i paesi terzi verso i quali il sistema bancario dell'intero Spazio economico europeo ha esposizioni significative (definite come quelle pari o superiori all'1,0 per cento del totale).

di sorveglianza diretta dei rischi dei tre paesi è svolta dall'ESRB, che ha incluso tali Stati tra quelli rilevanti per l'intero Spazio economico europeo³. Rispetto allo scorso anno non è stata identificata come rilevante la Turchia, verso la quale le esposizioni del sistema bancario italiano sono fortemente diminuite nei primi mesi dell'anno in corso.

Entro il 1° dicembre 2020 la Banca d'Italia pubblicherà le decisioni relative ai gruppi bancari identificati come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) per il 2021 e al livello delle rispettive riserve di capitale; prima della fine dell'anno verrà diffusa anche la decisione riguardante l'individuazione e le riserve di capitale delle istituzioni a rilevanza sistemica globale per il 2022 (*Global Systemically Important Institutions*, G-SII). Per il 2020 sono stati identificati come appartenenti alla prima categoria i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena⁴; è stato incluso nella seconda il gruppo bancario UniCredit⁵ (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020).

Per sostenere la capacità degli intermediari di erogare credito a fronte degli effetti negativi della pandemia sull'economia reale, le autorità di diversi paesi europei hanno disposto un rilascio, completo o parziale, delle riserve macroprudenziali di capitale in essere. Nel complesso l'ammontare di risorse resosi disponibile a seguito del rilascio dei buffer patrimoniali⁶ è risultato comunque contenuto (circa 20 miliardi; cfr. il riquadro: *Le misure macroprudenziali adottate nell'Unione europea in risposta al diffondersi del Covid-19*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020). In linea con il rilascio del CCyB già attuato da diversi paesi europei, la Repubblica Ceca e la Slovacchia hanno di recente ulteriormente ridotto di 0,5 punti percentuali le proprie riserve di capitale anticicliche (pari al momento a 0,5 e 1,0 punti percentuali, rispettivamente; cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A9.). Tra i paesi della UE con riserva di capitale anticiclica ancora positiva vi sono anche la Bulgaria e il Lussemburgo, che hanno recentemente confermato i rispettivi livelli del buffer (0,5 e 0,25 punti percentuali, rispettivamente). Il Lussemburgo ha inoltre comunicato un incremento del buffer a 0,5 punti percentuali dal 1° gennaio 2021.

³ Lo Spazio economico europeo comprende l'Islanda, il Liechtenstein e la Norvegia in aggiunta ai paesi dell'Unione europea. Dal 1° gennaio 2020 sono diventati applicabili anche in questi tre paesi gli strumenti macroprudenziali previsti dalla direttiva UE/2013/36 (Capital Requirements Directive, CRD4) e dal regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR).

⁴ La riserva di capitale aggiuntiva per il 2020 è pari a: 0,75 per cento per UniCredit; 0,56 per cento per Intesa Sanpaolo; 0,13 per cento per il Banco BPM e il Monte dei Paschi di Siena.

⁵ Per il 2020 il gruppo UniCredit deve detenere una riserva di capitale aggiuntiva pari all'1,00 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio. Secondo quanto stabilito dalla normativa europea, al gruppo bancario UniCredit si applicherà soltanto il maggiore tra il requisito per le G-SII e quello per le O-SII.

⁶ Si tratta del CCyB, dell'O-SII buffer e della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB).

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

INDICE

A1	Indicatori di sostenibilità finanziaria	65
A2	Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte	66
A3	Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte	67
A4	Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza	68
A5	Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza	69
A6	Composizione delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (<i>collateral pool</i>)	70
A7	Posizione netta di liquidità delle banche italiane	71
A8	Principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario	72
A9	Riserve macroprudenziali di capitale nei paesi dello Spazio economico europeo	73

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

PAESI	PIL (1) (tasso di crescita annuo)		Caratteristiche del debito pubblico (2)				Avanzo primario delle Amministrazioni pubbliche (2)	Indicatore di sostenibilità delle finanze pubbliche S2 (3)	Debiti finanziari del settore privato (4)			Statistiche verso l'estero (5)
	2020	2021	livello	vita media residua dei titoli di Stato (anni)	quota detenuta da non residenti (in percentuale del debito)	2020			2020	famiglie	imprese non finanziarie		saldo	posizione netta sull'estero
Italia	-10,6	5,2	161,8	158,3	6,8	35,1	-9,4	2,1	43,6	73,0	2,9	-1,5
Germania	-6,0	4,2	73,3	72,2	5,9	52,8	-7,6	2,2	56,4	62,8	6,7	71,6
Francia	-9,8	6,0	118,7	118,6	7,8	58,0	-9,5	0,2	65,7	166,7	-1,3	-25,7
Spagna	-12,8	7,2	123,0	121,3	7,5	55,6	-11,7	1,8	60,6	102,7	1,5	-77,5
Paesi Bassi	-5,4	4,0	59,3	61,1	7,5	47,3	-8,2	2,8	103,2	158,5	9,4	102,6
Belgio	-8,3	5,4	117,7	117,1	10,0	65,8	-9,7	4,8	65,3	159,1	0,6	44,7
Austria	-6,7	4,6	84,8	84,3	10,4	79,3	-8,9	2,3	52,0	97,6	3,0	12,7
Finlandia	-4,0	3,6	67,9	68,6	6,3	95,2	-6,8	3,6	67,9	124,2	0,3	-0,8
Grecia	-9,5	4,1	205,2	200,5	....	....	-6,0	....	56,4	57,3	-3,2	-160,1
Portogallo	-10,0	6,5	137,2	130,0	6,4	57,8	-5,3	-0,3	66,0	101,5	-0,5	-102,8
Irlanda	-3,0	4,9	63,7	61,3	10,8	72,3	-4,9	2,9	36,3	199,5	-5,5	-176,0
Area dell'euro	-8,3	5,2	101,1	100,0	....	....	-8,7	1,8	60,4	115,0	2,2	-0,1
Regno Unito	-9,8	5,9	108,0	111,5	14,8	39,4	-15,5	4,3	84,5	78,2	-2,0	-23,0
Stati Uniti	-4,3	3,1	131,2	133,6	5,8	29,1	-16,7	....	75,2	78,3	-2,1	-62,7
Giappone	-5,3	2,3	266,2	264,0	8,2	12,1	-13,9	....	59,3	105,3	2,9	73,2
Canada	-7,1	5,2	114,6	115,0	5,4	23,2	-19,8	....	101,7	118,8	-2,0	50,5

Fonte: FMI, BCE, BRI, Commissione europea.

(1) FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2020. – (2) FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2020. – (3) Commissione europea, *Debt Sustainability Monitor 2019*, gennaio 2020. S2 è un indicatore di sostenibilità definito come l'aumento immediato e permanente dell'avanzo primario strutturale necessario perché sia soddisfatto il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche. – (4) Prestiti e titoli. I dati per i paesi dell'area euro sono tratti dallo Statistical Data Warehouse della BCE e sono riferiti alla fine del 2° trimestre 2020; i dati per Regno Unito e i paesi extraeuropei sono tratti dalle statistiche della BRI e sono riferiti alla fine del 1° trimestre 2020. – (5) Dati riferiti al 2° trimestre 2020. I dati per i paesi dell'area euro sono tratti dallo Statistical Data Warehouse della BCE; i dati per il Regno Unito e i paesi extraeuropei sono tratti dal Data Warehouse dell'FMI.

Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2020)

VOCI	Esposizioni lorde	Quota sul totale dei crediti lordi (2)	Esposizioni nette	Quota sul totale dei crediti netti (2)	Garanzie reali (3)	Garanzie personali (3)	Tasso di copertura crediti non assistiti da garanzia
				imprese (4)			
Crediti deteriorati verso clientela	91	13,2	41	6,5	43	19	62,9
<i>di cui:</i> manifattura	17	9,3	7	4,0	5	4	63,8
costruzioni (5)	24	33,5	11	18,2	13	4	64,9
servizi	43	11,9	21	6,1	22	9	61,4
<i>di cui:</i> sofferenze	47	6,8	16	2,5	21	12	74,6
<i>di cui:</i> manifattura	9	4,7	3	1,5	3	3	77,3
costruzioni (5)	13	17,4	5	7,7	6	3	71,9
servizi	22	6,2	8	2,3	10	6	74,6
				famiglie consumatrici			
Crediti deteriorati verso clientela	23	4,5	13	2,6	15	1	65,4
<i>di cui:</i> sofferenze	11	2,2	5	1,0	7	1	76,7
				totale settori (6)			
Crediti deteriorati verso clientela	120	7,8	57	3,9	60	20	62,4
<i>di cui:</i> sofferenze	60	3,9	22	1,5	28	13	74,8

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

(1) I dati sono tratti dai bilanci non consolidati, che non includono i prestiti erogati dalle società finanziarie appartenenti a gruppi bancari e dalle controllate estere. Sono incluse "le attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione" che a fine giugno 2020 ammontavano, per il totale dei crediti deteriorati al lordo delle rettifiche, a circa 5 miliardi. Dati provvisori. – (2) Le quote sono calcolate, al lordo e al netto delle relative rettifiche di valore, in rapporto alla corrispondente esposizione lorda e netta verso il singolo settore e sottosettore di riferimento. – (3) L'importo corrisponde all'ammontare dell'esposizione lorda coperto da una garanzia (reale o personale). – (4) Il settore imprese, oltre alla manifattura, costruzioni e servizi, comprende anche agricoltura, silvicoltura, pesca e altre attività industriali diverse dalla manifattura. – (5) Comprende anche le attività immobiliari. – (6) Comprende anche i settori "Amministrazioni pubbliche", "Società finanziarie e assicurative", "Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie" e "Unità non classificabili e non classificate".

Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2020)

PAESI/AREE	Settore pubblico	Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	In percentuale del totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2)	In percentuale del totale delle esposizioni (3)
Area dell'euro (esclusa Italia)	168,9	72,3	46,6	206,7	494,6	8,9	18,2
Altri paesi industriali	39,8	21,1	29,9	36,4	127,1	1,1	4,7
<i>di cui:</i> Regno Unito	0,2	10,0	16,5	5,9	32,6	1,6	1,2
Paesi emergenti e in via di sviluppo	59,3	16,5	4,8	89,9	170,6	3,9	6,3
Europa	44,9	8,1	3,7	76,9	133,6	14,2	4,9
<i>di cui:</i> Russia	1,0	2,9	0,5	16,0	20,5	23,6	0,8
Turchia	0,4	2,8	0,7	2,1	6,0	4,7	0,2
Africa e Medio Oriente	11,6	2,3	0,4	6,1	20,4	3,7	0,8
Asia e Pacifico	1,7	3,7	0,8	3,9	10,0	0,5	0,4
Centro e Sud America	1,1	2,4	0,0	3,1	6,6	0,7	0,2
<i>di cui:</i> Argentina	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Brasile	0,1	2,2	0,0	0,6	2,9	1,0	0,1
Messico	0,3	0,0	0,0	1,7	2,0	0,7	0,1
Centri offshore	0,4	0,2	2,1	5,6	8,3	0,3	0,3
Totale	268,4	110,1	83,5	338,5	800,5	3,2	29,5
<i>per memoria:</i>							
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia (4)	8,6	4,8	0,6	19,3	33,3	6,3	1,2

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

(1) Esposizioni verso il "debitore ultimo", al lordo delle rettifiche di valore. Sono esclusi BancoPosta e Cassa depositi e prestiti. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere segnalate alla BRI da un ampio gruppo di intermediari internazionali. – (3) Il denominatore del rapporto è dato dal totale delle esposizioni verso residenti e non residenti. – (4) Include: Algeria, Angola, Arabia Saudita, Azerbaigian, Bahrein, Bolivia, Brunei, Ciad, Colombia, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Guinea Equatoriale, Iran, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Repubblica Democratica del Congo, Russia, Sudan, Timor Orientale, Trinidad e Tobago, Turkmenistan, Venezuela, Yemen.

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

PERIODO	Italia (2)			Area dell'euro		
	consistenze	acquisti netti	quota sul totale attivo (3)	consistenze	acquisti netti	quota sul totale attivo
2012	322.686	90.128	8,9	1.251.226	213.410	3,8
2013	375.081	45.331	10,9	1.313.179	46.354	4,3
2014	383.645	-4.299	11,0	1.370.728	6.792	4,4
2015	364.361	-20.898	10,6	1.295.539	-67.495	4,2
2016	333.329	-26.646	10,0	1.205.130	-89.282	3,89
2017 – gen.	336.266	6.586	10,0	1.198.661	1.496	3,9
feb.	339.458	2.996	10,0	1.201.775	1.902	3,8
mar.	349.081	10.286	10,1	1.205.394	4.622	3,8
apr.	350.322	2.508	10,2	1.201.813	-3.846	3,8
mag.	341.318	-9.751	10,1	1.194.047	-8.922	3,8
giu.	323.068	-19.751	9,5	1.160.056	-33.965	3,7
lug.	326.959	3.629	9,6	1.150.184	-10.258	3,7
ago.	325.690	-1.361	9,7	1.155.126	3.749	3,7
set.	319.447	-5.658	9,5	1.144.864	-7.585	3,7
ott.	309.543	-11.993	9,2	1.120.116	-21.698	3,6
nov.	295.727	-14.557	8,7	1.108.684	-13.849	3,6
dic.	283.734	-9.649	8,5	1.074.168	-31.628	3,5
2018 – gen.	293.267	9.483	8,7	1.094.905	20.592	3,6
feb.	295.690	2.591	8,9	1.092.268	-1.692	3,6
mar.	296.365	-1.311	8,8	1.083.121	-13.458	3,5
apr.	298.592	2.074	8,8	1.073.878	-9.494	3,5
mag.	307.126	22.572	9,0	1.085.979	30.517	3,5
giu.	321.700	12.693	9,5	1.093.859	4.581	3,5
lug.	324.557	3.727	9,7	1.088.853	-3.398	3,5
ago.	317.692	559	9,5	1.078.814	359	3,5
set.	320.687	-334	9,5	1.073.697	-9.145	3,5
ott.	323.906	5.530	9,7	1.068.237	-2.849	3,4
nov.	328.468	1.879	9,9	1.073.916	2.522	3,4
dic.	318.441	-15.491	9,7	1.054.143	-26.687	3,4
2019 – gen.	330.049	9.380	10,0	1.086.006	28.727	3,4
feb.	334.307	6.472	10,1	1.104.028	21.349	3,5
mar.	333.046	-3.476	9,9	1.094.497	-13.304	3,4
apr.	339.415	6.267	10,1	1.086.941	-8.084	3,4
mag.	336.450	-936	10,0	1.094.951	9.073	3,3
giu.	330.770	-11.365	9,8	1.071.522	-32.205	3,3
lug.	339.340	3.277	10,0	1.085.098	5.424	3,3
ago.	338.508	-4.867	9,9	1.084.151	-7.732	3,2
set.	333.948	-6.104	9,7	1.085.046	-1.957	3,2
ott.	330.790	-2.154	9,6	1.064.178	-18.524	3,2
nov.	323.092	-4.505	9,5	1.048.164	-10.878	3,1
dic.	313.293	-9.807	9,4	1.030.977	-16.546	3,2
2020 – gen.	315.837	-881	9,5	1.027.943	-9.501	3,1
feb.	320.171	6.873	9,5	1.037.552	13.049	3,1
mar.	335.699	19.784	9,9	1.084.610	55.093	3,1
apr.	351.981	18.988	10,3	1.158.270	77.913	3,3
mag.	362.747	7.712	10,5	1.214.418	49.823	3,5
giu.	363.134	-3.014	10,3	1.224.174	3.964	3,5
lug.	369.127	3.147	10,9	1.210.059	-18.104	3,4
ago.	373.068	4.562	11,1	1.222.787	10.433	3,5
set. (4)	372.540	-2.930	11,0	1.226.232	-776	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 Cassa depositi e prestiti. – (3) La serie del "totale attivo" non include le obbligazioni di propria emissione riacquistate. – (4) Dati preliminari.

Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza (1)
(milioni di euro; settembre 2020)

DETENTORE	Scadenza						Totale
	nel 2020	nel 2021	nel 2022	tra 2023 e 2024	tra 2025 e 2029	2030 o oltre	
Famiglie (2)	2.741	9.446	10.495	13.977	17.420	382	54.461
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	–	3	21	34	2	60
subordinate	721	1.303	1.604	990	3.468	135	8.222
Banche del gruppo (3)	741	2.348	3.857	5.086	9.295	2.349	23.676
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	–	–	37	23	–	60
subordinate	22	60	60	461	266	234	1.102
Altre banche residenti	1.135	3.674	5.491	8.645	8.072	462	27.478
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	–	64	425	788	16	1.293
subordinate	82	55	38	103	711	64	1.054
Altri investitori	7.823	18.230	31.122	41.493	61.763	15.777	176.209
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	–	684	2.152	4.147	717	7.700
subordinate	867	1.264	1.913	3.634	11.652	6.231	25.561
Totale	12.439	33.699	50.965	69.201	96.550	18.971	281.823
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	–	751	2.636	4.991	735	9.113
subordinate	1.692	2.683	3.615	5.187	16.097	6.664	35.938

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

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

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

VOCI	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
							marzo	settembre
Totale	283,5	253,7	297,3	321,2	310,5	285,8	344,6	437,9
Titoli di Stato	119,8	97,6	88,8	105,8	78,0	68,1	115,8	134,4
Titoli di Amministrazioni locali e regionali	2,9	2,6	1,7	1,9	1,3	0,5	1,5	0,7
Obbligazioni bancarie non garantite	10,4	5,8	5,3	5,4	5,0	3,3	3,5	5,1
Obbligazioni bancarie garantite dallo Stato	15,0	0,4	0,3	1,3	2,5	1,0	0,5	0,6
Obbligazioni bancarie garantite (covered bond)	49,8	46,4	76,3	76,8	91,3	86,1	91,0	101,4
Obbligazioni di emittenti non bancari	1,0	2,5	3,0	3,0	4,3	3,7	4,6	4,4
Attività cartolarizzate (<i>asset-backed securities</i>)	40,0	35,5	44,0	49,9	49,7	47,7	45,2	52,6
Altre attività negoziabili	0,4	0,6	0,8	2,8	1,3	1,8	2,0	2,4
Attività non negoziabili (prestiti bancari)	44,3	62,4	77,1	74,3	77,1	73,6	80,5	136,3

Fonte: elaborazioni su dati Eurosystem.

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

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

PERIODO	Gruppi significativi			Gruppi non significativi		
	flussi di cassa cumulati (2)	<i>counterbalancing capacity</i>	indicatore di liquidità (3)	flussi di cassa cumulati (2)	<i>counterbalancing capacity</i>	indicatore di liquidità (3)
2017 – gen.	-2,1	14,2	12,1	-5,2	19,3	14,1
feb.	-2,4	14,8	12,4	-5,3	19,3	14,1
mar.	-1,5	13,6	12,1	-2,9	17,6	14,7
apr.	-0,3	13,0	12,7	-5,0	20,6	15,6
mag.	-0,4	13,7	13,3	-4,1	19,5	15,4
giu.	-0,4	14,0	13,6	-3,5	18,8	15,3
lug.	0,0	13,5	13,5	-3,7	18,6	14,9
ago.	0,0	13,9	13,9	-3,4	18,8	15,4
set.	0,6	13,5	14,1	-2,7	18,9	16,2
ott.	0,5	13,2	13,7	-1,1	18,1	17,0
nov.	1,0	13,4	14,4	-0,7	17,3	16,6
dic.	0,2	13,5	13,7	-0,7	16,8	16,1
2018 – gen.	0,8	12,1	12,9	-0,5	16,1	15,6
feb.	0,3	13,2	13,5	-1,0	16,7	15,8
mar.	0,6	13,5	14,1	-2,0	18,7	16,7
apr.	0,7	13,5	14,2	-3,0	19,9	16,8
mag.	-0,2	14,1	13,9	-5,3	21,3	16,0
giu.	-1,2	14,1	12,9	-5,5	20,7	15,2
lug.	-1,3	13,9	12,5	-4,3	20,0	15,7
ago.	-0,9	13,9	13,0	-5,2	20,8	15,6
set.	-0,2	13,7	13,5	-5,9	21,9	16,0
ott.	-0,1	13,4	13,3	-4,9	20,5	15,6
nov.	0,1	13,5	13,6	-4,7	20,0	15,2
dic.	0,1	13,6	13,7	-5,9	20,2	14,3
2019 – gen.	-0,5	13,8	13,3	-6,6	20,2	13,6
feb.	-0,5	14,6	14,1	-5,9	19,1	13,1
mar.	-0,6	15,0	14,4	-5,8	19,5	13,7
apr.	0,2	15,6	15,8	-5,8	19,8	13,9
mag.	0,3	15,8	16,0	-5,5	19,7	14,2
giu.	0,0	15,9	16,0	-5,3	19,8	14,5
lug.	0,5	16,0	16,5	-3,9	19,8	15,9
ago.	0,7	16,3	17,1	-3,5	20,4	16,9
set.	1,6	16,6	18,3	-3,6	21,0	17,4
ott.	1,6	16,7	18,3	-3,2	20,7	17,6
nov.	0,3	18,2	18,5	-3,8	21,5	17,7
dic.	-1,0	19,2	18,2	-5,6	21,9	16,3
2020 – gen.	-1,1	18,6	17,5	-5,9	21,4	15,5
feb.	-0,4	18,7	18,2	-5,9	22,1	16,1
mar.	-0,8	18,5	17,7	-4,8	22,3	17,5
apr.	-1,4	19,6	18,3	-4,4	22,6	18,2
mag.	-2,8	22,6	19,8	-6,5	25,3	18,7
giu.	-4,2	24,4	20,3	-7,3	26,1	18,8
lug.	-0,9	21,9	21,1	-4,5	25,0	20,5
ago.	-0,9	22,4	21,6	-4,0	25,6	21,3
set.	-0,5	22,6	22,2	-3,6	25,1	21,5
ott.	-0,1	21,4	21,3	-2,9	23,9	20,9

Fonte: dati trasmessi alla Banca d'Italia da un campione di intermediari bancari nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.

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

Principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario (1)

Strumento	Finalità
Strumenti armonizzati a livello europeo (2)	
Riserva di capitale anticiclica (CCyB)	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 (G-SII e O-SII)	Aumento della capacità di assorbimento delle perdite da parte delle istituzioni a rilevanza sistemica
Riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (SyRB)	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. L'elenco proposto non è esaustivo.

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

PAESI	Requisito combinato di riserva di capitale (CBR) (1)	Riserva di conservazione del capitale (CCoB)	Riserva di capitale anticiclica (CCyB)		Riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica globale (G-SII)		Riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica nazionale (O-SII)		Riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (SyRB)	
			Data entrata in vigore	Tasso	Data entrata in vigore	Descrizione	Data entrata in vigore	Descrizione	Data entrata in vigore	Descrizione
Austria	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2020	9 banche: 1,00-2,00	1° gen. 2019	13 banche (incluse 7 O-SII): 1,00-2,00
Belgio	2,50-4,00	2,50	1° apr. 2020	0,00			1° gen. 2020	8 banche: 0,75-1,50		
Bulgaria	6,00-7,00	2,50	1° apr. 2020	0,50			1° gen. 2020	8 banche: 0,50-1,00	15 ott. 2019	3,00 (2)
Cipro	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2020	6 banche: 0,25-1,00		
Croazia	4,00-5,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2020	7 banche: 0,50-2,00	6 sett. 2019	1,50 o 3,00 (3)
Danimarca	2,50-5,50	2,50	12 mar. 2020	0,00			30 giu. 2020	7 banche (4)	1° gen. 2019	7 O-SII: 0,50-3,00
Estonia	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2020	4 banche: 1,00-2,00		
Finlandia	2,50-4,50	2,50	16 mar. 2015	0,00			6 apr. 2020	3 banche: 0,50-2,00		
Francia	2,50-4,00	2,50	1° apr. 2020	0,00	1° gen. 2020	4 banche: 1,00-1,50	1° gen. 2020	6 banche: 0,25-1,50		
Germania	2,50-4,50	2,50	1° apr. 2020	0,00	1° gen. 2020	1 banca: 2,00	1° gen. 2020	12 banche: 0,50-2,00		
Grecia	2,50-3,00	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2020	4 banche: 0,50		
Irlanda	2,50-3,50	2,50	1° apr. 2020	0,00			1° lug. 2020	6 banche: 0,50-1,00		
Islanda	2,50-7,50	2,50	18 mar. 2020	0,00			8 apr. 2020	3 banche: 2,00	8 apr. 2020	8 banche (incluse le O-SII): 3,00 (2)
Italia	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00	1° gen. 2020	1 banca: 1,00	1° gen. 2020	4 banche: 0,13-0,75		
Lettonia	2,50-4,50	2,50	1° feb. 2016	0,00			27 nov. 2019	4 banche: 1,25-2,00		

Fonte: ESRB.

(1) Il CBR è pari, per ciascuna banca, alla somma di CCoB, CCyB, delle riserve per le G-SII e per le O-SII, e del SyRB, ex. art.128(6) della CRD4. Qualora un gruppo sia soggetto, su base consolidata, alle seguenti riserve, si applica soltanto la riserva più elevata: (a) una riserva per le G-SII e una riserva per le O-SII; (b) una riserva per le G-SII, una riserva per le O-SII e un SyRB, ex. art.131(14) della CRD4. Nei casi in cui il SyRB si applichi con riferimento alle sole esposizioni domestiche, questo si cumula con la riserva per le O-SII o le G-SII, ex. art.133(5) della CRD4. – (2) Il SyRB si applica alle sole esposizioni domestiche. – (3) In Croazia, per le banche la cui quota di attività sul totale delle attività del settore finanziario nazionale è inferiore al 5 per cento, il SyRB è pari all'1,5 per cento; per quelle la cui quota di attività sul totale delle attività del settore finanziario nazionale è uguale o superiore al 5 per cento, il SyRB è pari al 3 per cento. – (4) Alle O-SII non è stata applicata la relativa riserva di capitale.

Continua

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

PAESI	Requisito combinato di riserva di capitale (CBR) (1)	Riserva di conservazione del capitale (CCoB)	Riserva di capitale anticiclica (CCyB)		Riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica globale (G-SII)		Riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica nazionale (O-SII)		Riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (SyRB)	
			Data entrata in vigore	Tasso	Data entrata in vigore	Descrizione	Data entrata in vigore	Descrizione	Data entrata in vigore	Descrizione
Liechtenstein	2,50-4,50	2,50	1° lug. 2019	0,00			1° gen. 2020	3 banche: 2,00	1° gen. 2020	6 banche (include le O-SII): 1,00-2,00
Lituania	2,50-4,50	2,50	1° apr. 2020	0,00			31 dic. 2020	3 banche: 0,50-2,00		
Lussemburgo	2,75-3,75	2,50	1° gen. 2020	0,25			1° gen. 2020	8 banche: 0,50-1,00		
Malta	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2020	4 banche: 0,06-2,00		
Norvegia	6,50-8,50	2,50	13 mar. 2020	1,00			26 giu. 2019	2 banche (5)	1° lug. 2016	3,00 O-SII: 5,00
Paesi Bassi	2,50-5,00	2,50	1° gen. 2016	0,00	1° gen. 2020	1 banca: 1,00	23 apr. 2020	5 banche: 1,00-2,00	23 apr. 2020	3 O-SII: 1,50-2,50
Polonia	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			14 ott. 2019	9 banche: 0,10-1,00		
Portogallo	2,50-3,25	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2020	6 banche: 0,19-0,75		
Regno Unito	2,50-4,50	2,50	11 mar. 2020	0,00	1° gen. 2020	3 banche: 1,00-2,00	1° gen. 2020	15 banche (4)	30 lug. 2019	6 O-SII: 1,00-2,00
Repubblica Ceca	3,00-6,00	2,50	1° lug. 2020	0,50			1° gen. 2020	6 banche (4)	1° gen. 2019	5 O-SII: 1,00-3,00
Romania	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2020	9 banche: 1,00-2,00	1° gen. 2019	1,00-2,00
Slovacchia	3,50-5,50	2,50	1° ago. 2020	1,00			1° gen. 2020	5 banche: 0,50-1,00	1° gen. 2020	3 O-SII: 1,00 (2)
Slovenia	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2020	7 banche: 0,25-1,00		
Spagna	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00	1° gen. 2020	1 banca: 1,00	1° gen. 2020	5 banche: 0,25-1,00		
Svezia	2,50-5,50	2,50	16 mar. 2020	0,00			1° gen. 2020	4 banche: 0,00-2,00	1° gen. 2015	3 O-SII: 3,00
Ungheria	2,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° lug. 2020	8 banche: 0,00		

Fonte: ESRB.

(1) Il CBR è pari, per ciascuna banca, alla somma di CCoB, CCyB, delle riserve per le G-SII e per le O-SII, e del SyRB, ex. art.128(6) della CRD4. Qualora un gruppo sia soggetto, su base consolidata, alle seguenti riserve, si applica soltanto la riserva più elevata: (a) una riserva per le G-SII e una riserva per le O-SII; (b) una riserva per le G-SII, una riserva per le O-SII e un SyRB, ex. art.131(14) della CRD4. Nei casi in cui il SyRB si applichi con riferimento alle sole esposizioni domestiche, esso si cumula con la riserva per le O-SII o le G-SII, ex. art.133(5) della CRD4. – (2) Il SyRB si applica alle sole esposizioni domestiche. – (4) Alle O-SII non è stata applicata la relativa riserva di capitale. – (5) Alle due O-SII non è stata applicata la relativa riserva di capitale ma si applica un SyRB più alto.