



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

novembre 2021

2 | 2021



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 2 / 2021
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, 2021

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), Cristina Angelico, Nicola Branzoli, Mario Cappabianca, Wanda Cornacchia, Antonio De Socio, Teresa Griffo (Ivass), Arianna Miglietta, Stefano Nobili, Onofrio Panzarino, Stefano Pasqualini (Ivass), Tommaso Perez, Edoardo Rainone, Anna Maria Rinaldi, Alessandro Schiavone, Marco Taboga

Riquadri

Federico Apicella, Lorenzo Bencivelli, Marianna Caccavaio, Teresa Colarossi, Daniela Della Gatta, Benedetto Andrea De Vendictis, Raffaele Gallo, Caterina Giustozzi, Giorgio Meucci, Davide Moretti, Fabio Parlapiano, Gennaro Pezzullo, Dario Portioli, Francesca Rinaldi, Diego Ruggeri, Giovanni Secondin

Aspetti editoriali

Fabrizio Martello, 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 12 novembre 2021, 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	14
2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO	23
2.1 I mercati monetari e finanziari	23
2.2 Le banche	30
2.3 Le assicurazioni e l'industria del risparmio gestito	50
3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI	60
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	63

INDICE DEI RIQUADRI

Il dissesto finanziario del gruppo immobiliare cinese Evergrande	8
Il finanziamento obbligazionario durante la pandemia	18
La sostenibilità ambientale, sociale e di governance degli emittenti obbligazionari privati in Italia e nell'area dell'euro	20
I nuovi benchmark del mercato monetario in euro	24
La rischiosità delle imprese beneficiarie di misure di sostegno alla liquidità	35
Gli stress test sulle banche italiane meno significative e le altre misure di supervisione	43
Il contrasto alla minaccia cibernetica per gli intermediari vigilati: evidenze per l'Italia	46
L'esternalizzazione di servizi nel sistema finanziario italiano	48
Gli investimenti delle imprese di assicurazione durante la pandemia	53
Le modifiche nell'utilizzo della riserva per il rischio sistemico a seguito del recepimento della direttiva CRD5	61

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

L'economia globale continua a beneficiare degli effetti della campagna di vaccinazione e delle politiche espansive delle autorità monetarie e fiscali. Segnali di rallentamento sono tuttavia emersi negli ultimi mesi a seguito di rigidità dell'offerta che, insieme all'incremento del prezzo delle materie prime e dei prodotti energetici, stanno determinando anche pressioni sui prezzi più persistenti del previsto; in base a quanto attualmente valutabile, gli effetti sulle aspettative di inflazione a lungo termine sono stati finora di lieve entità. Sui mercati finanziari gli spread sovrani di alcuni paesi dell'area dell'euro hanno registrato un marcato aumento tra la fine di ottobre e l'inizio di novembre in connessione con i timori di un'eventuale riduzione dell'accomodamento monetario.

In Italia i rischi per la stabilità finanziaria sono moderati; persistono vulnerabilità di medio termine collegate soprattutto con la possibilità che la crescita economica, attualmente solida, perda di intensità. I programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema contribuiscono a mantenere distese le condizioni di finanziamento sui mercati, anche nel comparto dei titoli di Stato. Gli spread sulle obbligazioni private rimangono su livelli storicamente bassi, sia nel segmento investment grade sia in quello high yield. La progressiva riduzione dei tassi di insolvenza delle imprese, resa possibile dal buon andamento dell'economia, attenua il rischio di bruschi cali dei corsi obbligazionari.

Prosegue la graduale ripresa del mercato immobiliare, in linea con l'evoluzione del quadro congiunturale. I rischi per la stabilità finanziaria derivanti da questo settore rimangono contenuti, diversamente da quanto si osserva in altri paesi europei, dove i prezzi degli immobili stanno crescendo in modo marcato ed emergono segnali di una loro sopravvalutazione.

I rischi connessi con la situazione finanziaria delle famiglie restano nel complesso limitati. Il miglioramento ciclico e i provvedimenti di sostegno si

sono tradotti in una crescita complessiva del risparmio e della ricchezza finanziaria, sebbene non omogenea tra le diverse categorie di famiglie. L'indebitamento, in moderato aumento, rimane basso nel confronto internazionale; la capacità di rimborso dei prestiti è buona, anche grazie ai bassi tassi di interesse; la quota di debito detenuto dai nuclei finanziariamente vulnerabili è relativamente contenuta.

La ripresa della redditività, l'abbondante liquidità accumulata nel periodo della pandemia e le favorevoli condizioni di accesso al credito contribuiscono a un significativo miglioramento dei bilanci delle imprese. Grazie alla solida ripresa dell'economia, la progressiva riduzione delle misure pubbliche di sostegno sta avvenendo senza indurre tensioni. Rischi potrebbero derivare da un'evoluzione del quadro economico e della redditività delle aziende meno favorevole di quanto ci si attende al momento.

Gli interventi del Governo a sostegno di famiglie e imprese e la ripresa economica hanno contribuito ad attenuare gli effetti della pandemia sulla qualità degli attivi bancari; il tasso di deterioramento dei prestiti è stabile su livelli storicamente contenuti e le dismissioni di crediti deteriorati proseguono. Sono tuttavia aumentati i prestiti in bonis oggetto di misure di concessione (forborne exposures), soprattutto tra i prenditori che hanno beneficiato di moratorie. È importante che le banche prestino particolare attenzione alla valutazione della capacità di rimborso dei debitori e alle conseguenti decisioni di accantonamento.

In prospettiva un fattore di vulnerabilità per gli intermediari può derivare dalla crescente digitalizzazione dei servizi finanziari e dal maggiore ricorso all'esternalizzazione di attività, che aumentano l'esposizione ai rischi cibernetici e a quelli per la continuità operativa. La consapevolezza di questi nuovi rischi da parte degli intermediari nonché la loro integrazione nei sistemi di governo e controllo sono fondamentali per un'efficace azione di contrasto.

La redditività bancaria è migliorata in misura significativa nella prima metà dell'anno, principalmente per effetto del calo delle rettifiche di valore su crediti. Altri fattori che vi hanno contribuito, come i ricavi da negoziazione, hanno natura temporanea e potrebbero non estendersi alla seconda parte del 2021. La patrimonializzazione si è leggermente ridotta, soprattutto per il venire meno del trattamento prudenziale transitorio connesso con l'adozione del principio contabile IFRS 9; dovrebbe risentire in maniera contenuta della ripresa del pagamento dei dividendi a seguito della scadenza delle raccomandazioni emanate dai supervisori, che avevano posto limiti alla loro distribuzione durante l'emergenza sanitaria.

Il settore assicurativo è tornato alle condizioni pre-pandemia. Nella prima metà del 2021 l'indice di solvibilità medio delle compagnie è ulteriormente salito. La redditività e la raccolta premi sono aumentate grazie al buon andamento del comparto vita.

Prosegue la dinamica positiva della raccolta netta dei fondi comuni. La quota di patrimonio gestito da quelli vulnerabili a variazioni dei margini di garanzia è lievemente cresciuta; l'aumento è riconducibile a un numero limitato di fondi che non hanno comunque avuto tensioni nella gestione dei riscatti. I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal comparto restano contenuti.

1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI

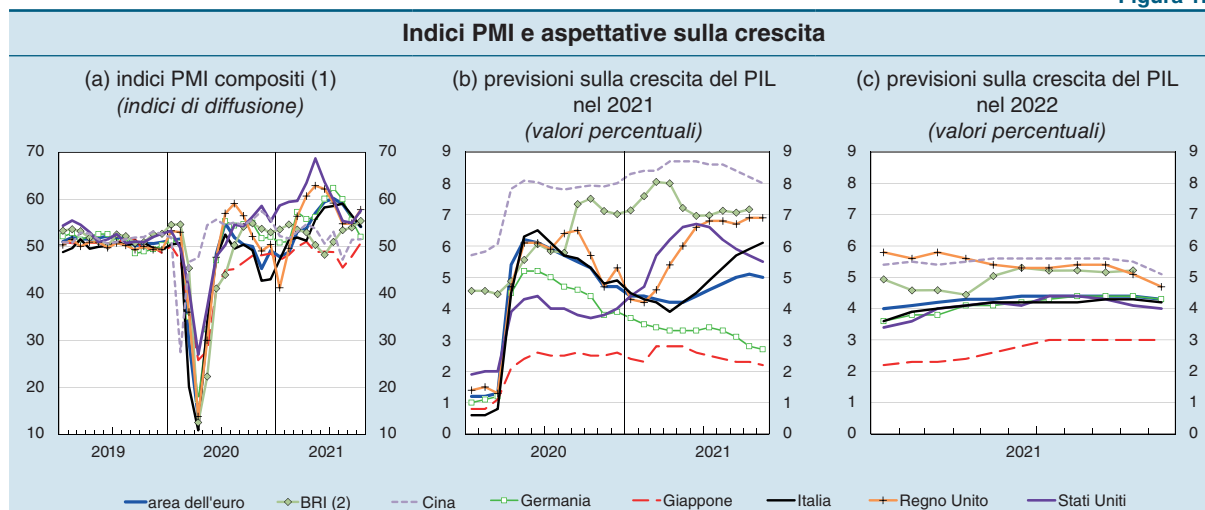
1.1 I RISCHI MACROECONOMICI

I rischi globali e dell'area dell'euro

L'economia mondiale continua a crescere, beneficiando della somministrazione su vasta scala dei vaccini e delle politiche di sostegno dei governi e delle banche centrali. Nei mesi estivi sono tuttavia emersi segnali di rallentamento (fig. 1.1.a), ascrivibili alla risalita dei contagi e a strozzature dell'offerta che stanno determinando pressioni sui prezzi. Nelle principali economie avanzate l'aumento dell'inflazione è connesso prevalentemente con il costo delle materie prime e dei beni energetici; sebbene più persistente di quanto inizialmente atteso, l'incremento si è riflesso solo in parte sulle aspettative di inflazione a lungo termine.

Si prevede che la crescita globale rimanga sostenuta negli ultimi mesi di quest'anno e nel 2022 (figg. 1.1.b e 1.1.c). Negli Stati Uniti, dove il recupero dell'attività economica è a uno stadio più avanzato rispetto all'Europa, la Federal Reserve ha indicato che nei prossimi mesi ridurrà progressivamente il volume degli acquisti di titoli sui mercati, tenendo conto dell'evoluzione del quadro congiunturale. In Cina l'attività economica potrebbe continuare a risentire della riduzione delle politiche espansive e dell'adozione di misure volte a diminuire l'indebitamento delle imprese; nel settore immobiliare le tensioni di liquidità di un grande gruppo suscitano timori sulla solvibilità delle aziende più indebitate e sulle possibili ripercussioni macroeconomiche (cfr. il riquadro: *Il dissesto finanziario del gruppo immobiliare cinese Evergrande*). Il processo di transizione verso un modello di sviluppo più attento agli effetti redistributivi e alla stabilità finanziaria aumenta inoltre l'incertezza sulla crescita nel medio termine.

Figura 1.1



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

(1) Indici compositi di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, 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. – (2) Media degli indici e delle previsioni relativi a Brasile, Russia e India (BRI), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL (FMI, World Economic Outlook Database, ottobre 2021).

IL DISSESTO FINANZIARIO DEL GRUPPO IMMOBILIARE CINESE EVERGRANDE¹

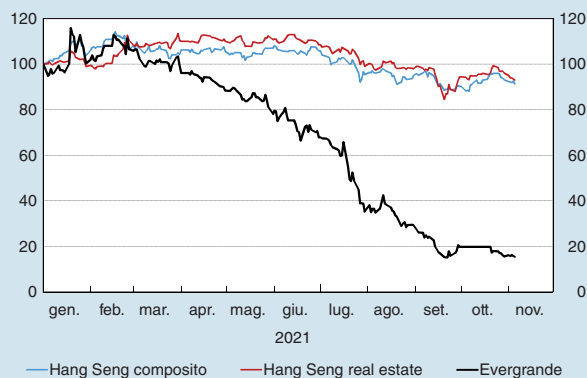
Dallo scorso 23 settembre il conglomerato immobiliare cinese Evergrande non ha rispettato la scadenza per il pagamento di cedole per un valore di oltre 360 milioni di dollari su 8 prestiti obbligazionari denominati prevalentemente in dollari ed emessi sui mercati internazionali. Nonostante Evergrande stia effettuando i pagamenti entro la fine del periodo di 30 giorni dallo scadere delle cedole (*grace period*), evitando così il default tecnico, l'episodio ha fatto emergere la crisi di liquidità del gruppo e la probabile necessità di procedere a una ristrutturazione del debito. Le autorità locali hanno promosso interventi affinché andassero a buon fine i pagamenti relativi a emissioni obbligazionarie nazionali e a quote di prestiti erogati da alcune banche cinesi. Le tensioni finanziarie di Evergrande si sono riflesse sulle quotazioni di borsa prima del mancato pagamento delle cedole: il 22 settembre il titolo azionario valeva infatti l'85 per cento in meno rispetto all'inizio dell'anno (figura A), mentre le obbligazioni erano negoziate tra il 25 e il 30 per cento del valore nominale. Il mancato pagamento delle cedole ha avuto un impatto sui titoli *high yield* cinesi, i cui spread rispetto a titoli sovrani di durata comparabile sono aumentati da 1.400 punti base alla metà di settembre a 2.400 all'inizio di ottobre (figura B). I mercati finanziari asiatici hanno registrato una breve fase di volatilità elevata, mentre quelli globali hanno avuto una reazione molto contenuta.

Il gruppo Evergrande si è affermato nel corso degli ultimi due decenni grazie alla decisa dinamica del mercato immobiliare; è diventato il secondo gruppo cinese per volume di vendite, ricorrendo a strategie di espansione aggressive che hanno determinato una crescita rapida dell'indebitamento. Con l'entrata in vigore nell'ottobre 2020 di una serie di misure adottate dalle autorità di supervisione per limitare dimensione, composizione e durata del passivo degli operatori immobiliari, Evergrande ha riscontrato crescenti difficoltà sia sul mercato obbligazionario nazionale, sia per ottenere credito bancario. Nel corso del 2021 la situazione finanziaria del conglomerato immobiliare, la cui struttura debitoria non rispettava nessuna delle misure di vigilanza già al momento della loro applicazione, è ulteriormente peggiorata, a seguito del progressivo inasprimento delle politiche regolamentari del governo cinese.

¹ A cura di Lorenzo Bencivelli e Dario Portioli.

Figura A

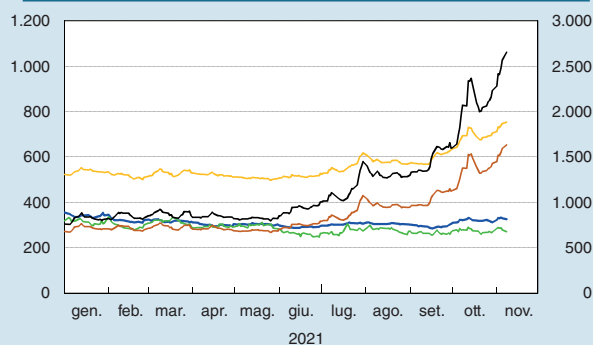
Evergrande: corsi azionari (dati giornalieri; indici: 1° gennaio 2021=100)



Fonte: Refinitiv.

Figura B

Premi per il rischio su titoli privati *high yield* (1) (dati giornalieri; punti base)



Fonte: Refinitiv.

(1) Differenziale di rendimento tra obbligazioni *high yield* e titoli sovrani AAA con la stessa scadenza e denominati nella medesima valuta. – (2) Scala di destra.

La crisi di liquidità del gruppo ha generato un'incertezza molto elevata riguardo alle prospettive dell'intero comparto delle costruzioni in Cina, già da tempo fortemente indebitato. Il settore immobiliare si è ampliato in modo rapido negli anni successivi alla crisi finanziaria globale, dopo che i governi locali hanno finanziato il massiccio stimolo macroeconomico in larga parte con i proventi della cessione di terreni edificabili a operatori privati. Si stima che al settore immobiliare cinese (inclusi materiali, attrezzature, investimenti in costruzioni e servizi ancillari) potrebbe essere ricondotto poco meno del 30 per cento del valore aggiunto complessivo². L'espansione del comparto è andata di pari passo con la crescita del suo indebitamento: circa il 23 per cento del volume di obbligazioni non sovrane cinesi in circolazione e più della metà di quelle *high yield* sono state emesse da imprese del settore immobiliare.

Le possibilità di contagio finanziario globale in seguito a un eventuale fallimento del gruppo appaiono complessivamente limitate. Le passività del gruppo collocate sui mercati ammontano a circa 88 miliardi di dollari, 20 dei quali sono negoziati sulle piazze internazionali³. Il restante debito è costituito da esposizioni verso banche cinesi. La banca centrale ritiene i rischi connessi con la crisi di Evergrande sostanzialmente isolati e gestibili⁴: secondo stime del settore privato, qualora tutte le passività del gruppo diventassero inesigibili, il rapporto fra capitale di migliore qualità e attivo ponderato per il rischio del sistema bancario cinese si ridurrebbe dal 12 all'11 per cento. Nondimeno, se a fronte di una crisi di fiducia si innescasse una repentina e diffusa interruzione degli acquisti di immobili determinando un brusco calo dei prezzi, la flessione del mercato immobiliare potrebbe avere conseguenze non trascurabili sull'economia reale. Secondo stime del Fondo monetario internazionale, una diminuzione del 15 per cento del valore delle abitazioni in Cina potrebbe comportare un rallentamento della crescita dell'attività economica interna di poco meno di un punto percentuale⁵.

L'esposizione degli intermediari finanziari italiani verso Evergrande è estremamente ridotta e si concentra soprattutto nel comparto dei fondi di investimento, che detengono direttamente poco più di 60 milioni di euro in titoli emessi dal gruppo cinese (circa lo 0,02 per cento delle attività totali in gestione a fondi comuni italiani). Anche l'esposizione indiretta, attraverso fondi comuni di investimento ed *exchange-traded funds* (ETF), risulta modesta dato lo scarso peso del conglomerato negli indici azionari e obbligazionari internazionali. L'esposizione delle banche italiane verso controparti cinesi è limitata e pari a 5,3 miliardi di euro alla fine del primo trimestre del 2021.

² K.S. Rogoff e Y. Yang, *Peak China housing*, NBER Working Paper, 27697, 2020.

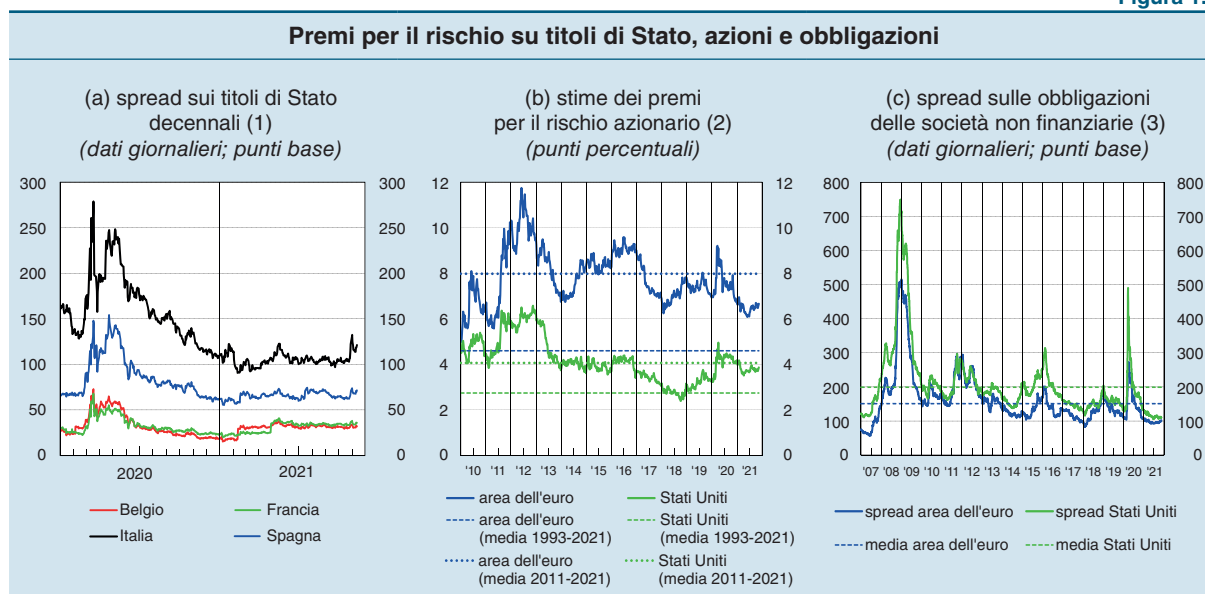
³ Evergrande ha passività per 330 miliardi di dollari, il 70 per cento delle quali a breve termine. Tra queste, si stima che debba ancora consegnare un numero di unità abitative, parzialmente o completamente pagate, compreso tra 600.000 e 2 milioni.

⁴ L. Kihara, *China faces challenges from "mismanagement" at certain firms, says PBOC head*, Reuters, 18 ottobre 2021.

⁵ D. Ding, X. Huang, T. Jin e W.R. Lam, *Assessing China's residential real estate market*, IMF Working Papers, 248, 2017.

Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro i tassi di interesse a lungo termine si collocano su livelli analoghi a quelli della scorsa primavera. Nei mesi recenti il loro andamento è stato caratterizzato da un'alta volatilità, alimentata dalle incertezze circa la persistenza delle pressioni inflazionistiche e le modalità e i tempi di riduzione dell'accomodamento monetario nelle principali economie avanzate. Se le pressioni inflazionistiche dovessero rimanere elevate, potrebbe materializzarsi il rischio di un significativo rialzo dei rendimenti dei titoli a lunga scadenza.

Le condizioni sui mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono mantenute in media distese, in un contesto di buona liquidità degli scambi, grazie anche alla prosecuzione dei programmi di acquisto dell'Eurosistema (cfr. il par. 2.1). Gli spread sovrani di alcuni paesi, tra cui l'Italia, hanno tuttavia



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 2021 e nell'ultimo decennio. – (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 2021.

registrato un marcato incremento tra la fine di ottobre e l'inizio di novembre (fig. 1.2.a), connesso con i timori che un'eventuale riduzione dell'accomodamento monetario possa accompagnarsi al riemergere di frammentazioni nei mercati. L'episodio indica come timori di questo genere possano ripercuotersi significativamente sul mercato dei titoli pubblici italiani che, essendo dotato di contratti derivati molto liquidi, consente l'assunzione di posizioni di breve termine di rilevante entità, anche sui debiti sovrani di altri paesi.

Il buon andamento della redditività delle società quotate ha favorito l'ulteriore crescita degli indici azionari. I premi per il rischio si collocano su livelli al di sopra della loro media storica di lungo periodo, ma sotto la media dell'ultimo decennio (fig. 1.2.b); essi indicano che i rendimenti attesi delle azioni continuano a essere ampiamente superiori a quelli dei titoli di Stato decennali. Aumenti inattesi di questi ultimi potrebbero tuttavia determinare diminuzioni assai significative dei corsi azionari.

Gli spread sulle obbligazioni private sono rimasti su livelli storicamente bassi, sia nel comparto *investment grade* (fig. 1.2.c) sia in quello *high yield*. La ripresa dell'economia e la progressiva riduzione dei tassi di insolvenza e delle revisioni al ribasso del merito di credito (cfr. il par. 1.2) contribuiscono a mitigare il rischio di cali repentini dei corsi obbligazionari, che rimane peraltro non trascurabile.

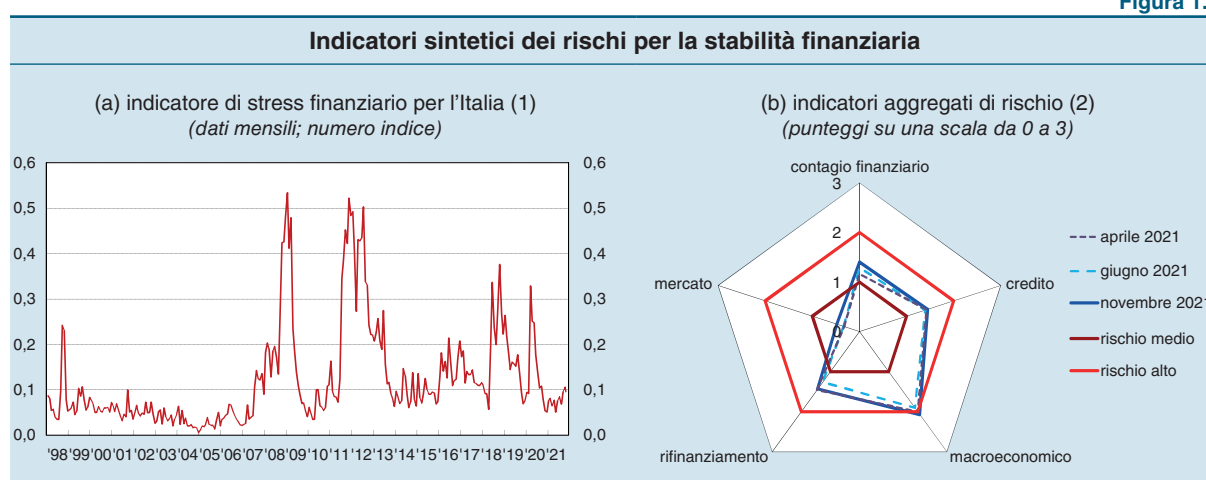
Nella prima metà del 2021 la redditività delle banche dell'Unione europea è migliorata, grazie anche alla marcata diminuzione delle rettifiche su crediti. La patrimonializzazione degli intermediari, misurata dal rapporto fra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio, si è rafforzata. I premi sui credit default swap delle banche sono rimasti pressoché stabili e i loro corsi azionari sono cresciuti, pur rimanendo bassi in rapporto ai valori contabili. Sulle valutazioni di borsa continuano a incidere le attese sulla redditività prospettica degli intermediari europei, molto inferiori rispetto a quelle relative ai principali concorrenti internazionali.

La condizione macrofinanziaria dell'Italia

In Italia i rischi per la stabilità finanziaria sono moderati; persistono vulnerabilità di medio termine che potrebbero materializzarsi in caso di andamenti dell'economia meno favorevoli delle attese.

L'indicatore di stress finanziario è in linea con i livelli pre-pandemia (fig. 1.3.a) e i rischi di mercato sono contenuti (fig. 1.3.b), anche per l'assenza di segnali di sopravvalutazione dei corsi azionari delle società quotate italiane. Il quadro macrofinanziario si è rafforzato nel corso dell'anno e le prospettive di crescita per il 2021 e il 2022 sono state progressivamente riviste al rialzo, anche in relazione al buon andamento della campagna vaccinale (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2021), ma i rischi macroeconomici rimangono nel complesso ancora elevati.

Figura 1.3



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) Gli indicatori aggregati sono basati sul quadro analitico dei rischi descritto in F. Venditti, F. Columba e A.M. Sorrentino, *A risk dashboard for the Italian economy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 425, 2018. Valori compresi tra 0 e 1 indicano un livello di rischio basso; tra 1 e 2 un livello medio; tra 2 e 3 rischio elevato. Variazioni degli indicatori rispetto a quelli pubblicati nelle precedenti edizioni del *Rapporto sulla stabilità finanziaria* sono dovute alla revisione dei dati.

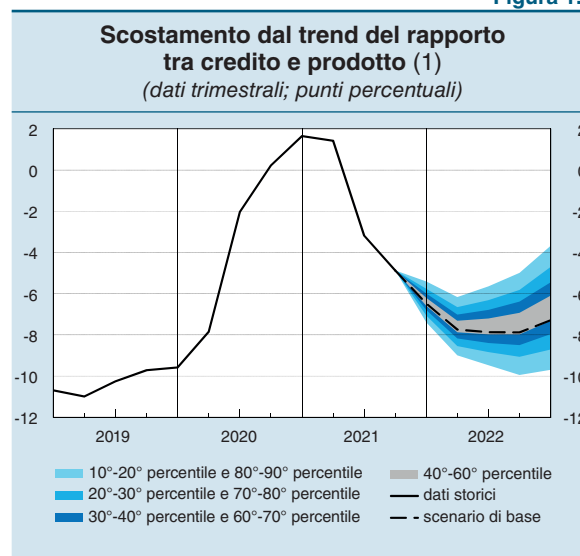
Il miglioramento congiunturale favorisce la graduale uscita dalle misure di sostegno all'accesso al credito per famiglie e imprese. Persistono tuttavia vulnerabilità legate alla crescita dell'indebitamento delle società non finanziarie (cfr. il par. 1.2), che potrebbero ripercuotersi sulla qualità degli attivi delle banche se le condizioni economiche dovessero risultare meno positive delle attese (cfr. il par. 2.2).

Nel medio periodo pesano i rischi connessi con l'elevato rapporto tra debito pubblico e PIL (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A1) e con la realizzazione e l'efficacia delle politiche di rilancio delineate nel *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR). Difficoltà nel rispetto delle scadenze e degli obiettivi del PNRR concordati in sede europea potrebbero avere conseguenze sulla credibilità degli impegni assunti e sul mercato del debito pubblico, oltre a ridimensionare i benefici attesi sul potenziale di crescita dell'economia italiana.

In linea con le stime dello scorso aprile (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021), nel secondo trimestre di quest'anno lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito totale e prodotto (*credit-to-GDP gap*) è tornato negativo, riflettendo l'aumento del PIL e il rallentamento dei prestiti alle imprese (fig. 1.4). Nostre proiezioni, coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti, indicano che nel corso del 2022 il *credit-to-GDP gap* rimarrà ampiamente negativo.

All'inizio di ottobre il Governo, con la *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021*, ha rivisto le stime e gli obiettivi per i conti pubblici¹. Per l'anno in corso la Nota stima un indebitamento netto al 9,4 per cento del PIL, inferiore di quasi 2,5 punti percentuali se confrontato con la previsione del *Documento di economia e finanza* (DEF) dello scorso aprile, e di 0,2 punti rispetto al consuntivo del 2020; il rapporto tra debito pubblico e prodotto – che nel DEF era previsto in aumento di 4 punti percentuali rispetto al 155,6 per cento del 2020 – è ora atteso in diminuzione, al 153,5 per cento². Anche le previsioni a legislazione vigente per il periodo 2022-24 sono più favorevoli di quelle del DEF, rispecchiando in parte le migliori prospettive macroeconomiche; il margine di manovra più ampio verrebbe utilizzato quasi interamente per nuove misure espansive. Nel quadro programmatico, che incorpora gli effetti della prossima legge di bilancio attualmente in discussione in Parlamento, il disavanzo e il debito scenderebbero in modo graduale, rispettivamente fino al 3,3 e al 146,1 per cento del PIL nel 2024.

Figura 1.4



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

(1) La distribuzione di probabilità delle proiezioni tiene conto di shock asimmetrici ai principali fattori di rischio, secondo la procedura descritta in C. Miani e S. Siviero, *A non-parametric model-based approach to uncertainty and risk analysis of macroeconomic forecasts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 758, 2010. Per la metodologia di calcolo dello scostamento dal trend, cfr. P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori e E. Sette, *A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015.

L'orientamento espansivo della politica di bilancio è giustificato dalla necessità di contrastare le conseguenze della pandemia sull'economia italiana, ancora non del tutto superate. Nel medio periodo, per assicurare un sentiero di significativa e duratura riduzione del rapporto tra debito e PIL, saranno necessari sia un più alto potenziale di crescita, derivante anche da un'attuazione efficace del PNRR, sia un progressivo consolidamento di bilancio, tale da garantire il ritorno ad avanzi primari adeguati.

I mercati immobiliari

Nella prima metà dell'anno il rialzo delle quotazioni degli immobili residenziali è proseguito in tutti i paesi europei, in misura cospicua nei paesi del Nord Europa e più moderata in Italia e in Spagna (fig. 1.5.a). I rischi per la stabilità finanziaria sono in aumento nelle economie caratterizzate da un'espansione particolarmente sostenuta; rimangono contenuti nel nostro paese, dove la ripresa del mercato residenziale appare coerente con l'evoluzione del quadro congiunturale.

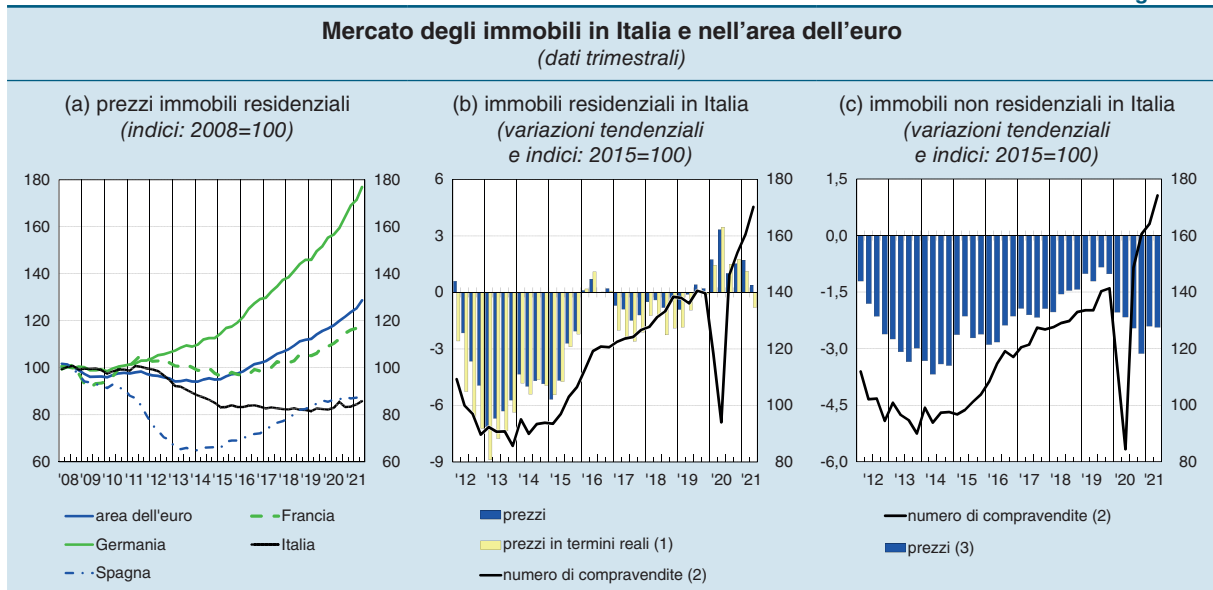
In Italia nel primo semestre del 2021 le compravendite di abitazioni sono cresciute a tassi superiori a quelli del 2019 ed è proseguito il limitato aumento dei prezzi nominali in atto da due anni (fig. 1.5.b). Nostre stime indicano che nella seconda metà del 2021 e nel 2022 le quotazioni continuerebbero a salire a tassi moderati nel confronto internazionale.

In Europa il comparto non residenziale ha continuato a risentire degli effetti della crisi sanitaria, registrando una nuova flessione delle quotazioni nel complesso dell'area e nei maggiori paesi. In

¹ *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2021*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Senato della Repubblica, Roma, 5 ottobre 2021.

² Questi andamenti sono stati confermati anche dal *Documento programmatico di bilancio* del 20 ottobre 2021.

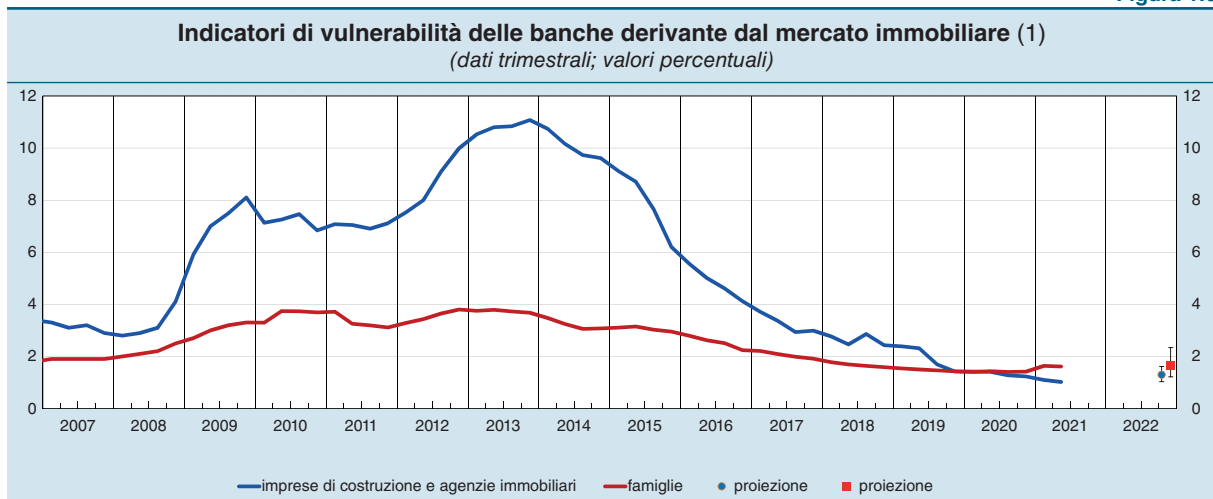
Figura 1.5



Italia le compravendite sono aumentate in modo marcato nel primo semestre del 2021; è tuttavia proseguito il calo dei prezzi, accentuatosi già dall'inizio della pandemia (fig. 1.5.c).

Nel primo semestre del 2021 la vulnerabilità delle banche italiane derivante dalle esposizioni immobiliari si è mantenuta su livelli storicamente contenuti (fig. 1.6). Secondo le nostre proiezioni, alla fine del 2022 il flusso annuale di nuovi crediti deteriorati relativo ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si manterrà stabile in rapporto al capitale; l'indicatore relativo ai finanziamenti concessi alle imprese del comparto immobiliare aumenterà lievemente.

Figura 1.6



(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 2022 sono rappresentate graficamente dai valori medi e dal 10° e 90° percentile. Per la metodologia, cfr. F. Ciocchetta, W. Cornacchia, R. Felici e M. Loberto, *Assessing financial stability risks from the real estate market in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 323, 2016, 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

I rischi per la stabilità finanziaria provenienti dal settore delle famiglie restano circoscritti. Il miglioramento del ciclo economico si è riflesso nell'aumento del reddito; la propensione al risparmio è diminuita, ma rimane su livelli superiori a quelli precedenti l'inizio della pandemia. La ricchezza finanziaria è cresciuta; anche se in espansione, l'indebitamento rimane contenuto nel confronto internazionale.

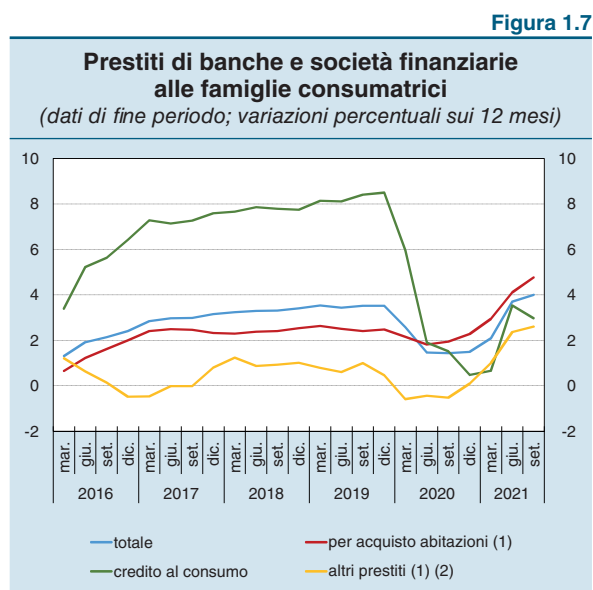
A giugno del 2021 il rapporto tra debiti finanziari e reddito disponibile ha raggiunto il 65 per cento, un valore elevato nel confronto storico e superiore di 3 punti percentuali rispetto alla fine del 2019; rimane tuttavia molto più basso di quello medio dell'area dell'euro (97,9 per cento). A settembre l'indebitamento per l'acquisto di abitazioni era aumentato a ritmi sostenuti (4,8 per cento in ragione d'anno; fig. 1.7) e i mutui a tasso fisso con durata pari ad almeno dieci anni rappresentavano l'80,0 per cento del totale delle nuove erogazioni, in linea con i mesi precedenti.

Dal secondo trimestre del 2021 la crescita dei prestiti per finalità di consumo è aumentata, pur rimanendo inferiore rispetto al periodo pre-pandemia.

Il costo medio sui finanziamenti in essere è rimasto pressoché stabile, al 2,7 per cento. La bassa incidenza degli oneri sostenuti per il servizio del debito ha contribuito a mantenere elevata la capacità di rimborso delle famiglie: il tasso di deterioramento annuo dei prestiti è ulteriormente diminuito, al di sotto dell'1 per cento nel terzo trimestre (cfr. fig. 2.9).

La qualità del credito non dovrebbe risentire negativamente del graduale ridimensionamento delle misure di sostegno. All'inizio di novembre del 2021 le moratorie ancora attive a favore delle famiglie riguardavano prestiti per 8 miliardi di euro³, di cui un quarto relativi a mutui sulla prima casa (Fondo Gasparrini). La quasi totalità dei beneficiari di moratorie, scadute o ancora in essere, intervistati nell'ambito dell'*Indagine straordinaria sulle famiglie italiane* (ISF) ha dichiarato di non avere ritardato o di aspettarsi di non ritardare il pagamento delle rate alla scadenza della sospensione.

Secondo le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia, basate su uno scenario coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche⁴, nel 2022 la quota di famiglie finanziariamente



Fonte: segnalazioni di vigilanza

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

³ Dati della task force congiunta coordinata dal Ministero dell'Economia e delle finanze (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Task force per assicurare l'efficiente e rapido utilizzo delle misure di supporto alla liquidità*). Le famiglie comprendono anche alcune imprese (ad es. quelle artigiane). Sono incluse le moratorie *ex lege* e private, tra cui quelle promosse dall'ABI e dall'Assofin che riguardano prestiti per circa mezzo miliardo. I dati si riferiscono al 5 novembre 2021.

⁴ 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.

fragili e la percentuale di debito da loro detenuta aumenterebbero rispettivamente al 2,2 e al 14,2 per cento⁵ (fig. 1.8). Come nel 2021 il principale fattore sottostante all'incremento sarebbe la decisa dinamica del credito (in particolare dei mutui) che compenserebbe ampiamente l'andamento positivo del reddito.

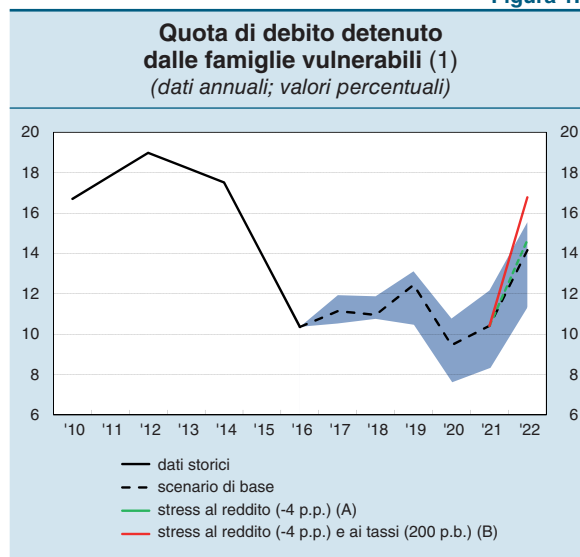
Nel caso di andamenti particolarmente sfavorevoli del reddito e dei tassi di interesse⁶, la quota di famiglie finanziariamente fragili e la percentuale di debito detenuta aumenterebbero in misura limitata, rispettivamente al 2,7 e al 16,8 per cento, rimanendo comunque su valori inferiori a quelli registrati nel corso della crisi dei debiti sovrani.

Nel primo semestre del 2021 la ricchezza finanziaria delle famiglie è cresciuta per effetto dell'aumento dei prezzi delle attività e del risparmio. In base ai dati dell'ISF, la ricchezza sarebbe tuttavia variata in modo non omogeneo: per poco meno di un terzo dei nuclei si sarebbe ridotta e per circa l'8 per cento sarebbe aumentata. Gli andamenti sarebbero stati più favorevoli per i lavoratori dipendenti e per gli individui con maggiore livello di istruzione.

I nuovi investimenti si sono concentrati nelle attività più liquide o più diversificate, quali depositi, bancari e postali, quote di fondi comuni e polizze assicurative. La crescita sostenuta dei depositi non è stata omogenea fra le classi di giacenza; l'ammontare di quelli che si collocano nella classe di importo minore si è ridotto rispetto alla fine del 2020, a fronte di un aumento nelle altre classi, in particolare in quella mediana (fig. 1.9; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021).

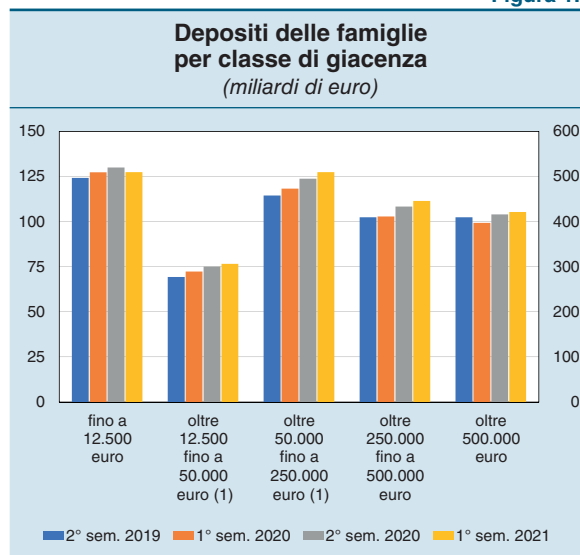
L'incremento degli investimenti in prodotti assicurativi del ramo vita si è accompagnato alla diminuzione della quota dei prodotti più tradizionali e al contestuale aumento delle polizze

Figura 1.8



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 2022: (A) il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali (p.p.); (B) l'Euribor a 3 mesi, l'interest rate swap (IRS) a 10 anni e il tasso di interesse sul credito al consumo sono più elevati di 200 punti base (p.b.) e il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali.

Figura 1.9



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

⁵ La quota di famiglie finanziariamente fragili è calcolata sul totale delle famiglie, meno di un quinto delle quali sono indebitate; la quota di debito facente capo alle famiglie finanziariamente fragili è calcolata sul totale delle sole famiglie indebitate.

⁶ Rispetto allo scenario di base si assumono un rialzo dei tassi di interesse di 200 punti base e una flessione del tasso di crescita del reddito nominale di 4 punti percentuali (circa due deviazioni standard delle variazioni annuali registrate nel periodo 2003-2020).

appartenenti al ramo III (unit o index linked; cfr. fig. 2.23.a), che presentano profili rischio-rendimento tali da renderle più simili ai fondi di investimento.

Le imprese

La situazione finanziaria delle imprese è in significativo miglioramento, in ragione di una forte ripresa della redditività, di elevate disponibilità liquide e di favorevoli condizioni di finanziamento bancario e obbligazionario. Anche le misure governative continuano a sostenere la capacità di rimborso dei debiti del settore.

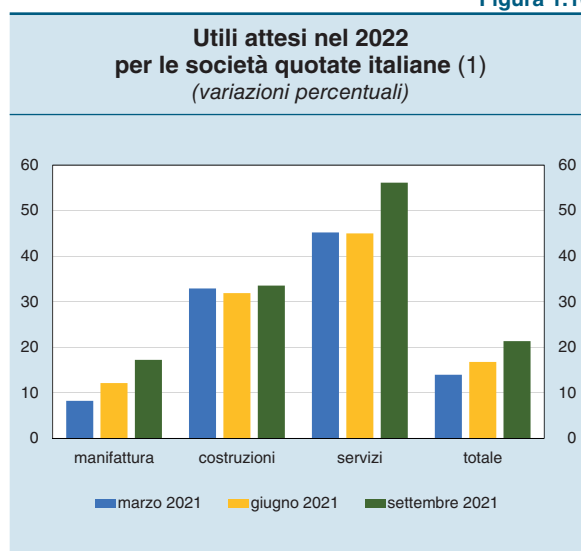
La ripresa dell'attività economica ha consentito un forte recupero della redditività delle imprese. Rispetto al minimo del secondo trimestre del 2020, a metà del 2021 il margine operativo lordo (MOL) è aumentato del 9,1 per cento, tornando sul livello precedente l'inizio dell'emergenza sanitaria. Tra le imprese incluse nel sondaggio congiunturale della Banca d'Italia, la quota di quelle che si attende di chiudere l'esercizio in utile è pari al 71 per cento, in crescita di 9 punti percentuali rispetto ai risultati dichiarati per il 2020 e poco inferiore alla media degli anni precedenti. Il miglioramento è diffuso in tutte le classi dimensionali e nei principali comparti produttivi.

L'incremento della redditività proseguirebbe anche nel prossimo anno. Gli utili per le società quotate attesi dagli analisti per il 2022, superiori rispetto a quelli previsti per l'anno in corso (fig. 1.10), sono stati rivisti progressivamente al rialzo.

Alla ripresa dei flussi di cassa si è associato un nuovo miglioramento della posizione di liquidità del settore. A livello aggregato le disponibilità liquide sono aumentate di oltre 100 miliardi tra la fine del 2019 e giugno del 2021, raggiungendo il 28 per cento del PIL. Le aziende intervistate nel sondaggio congiunturale non segnalano particolari difficoltà nella gestione dell'operatività corrente fino al termine dell'anno; solo il 4 per cento ritiene di avere scarse disponibilità di cassa.

Nella prima metà del 2021 la leva finanziaria, misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto, si

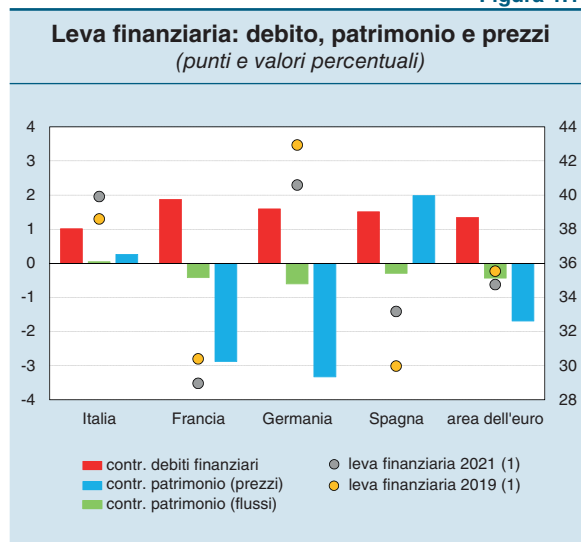
Figura 1.10



Fonte: Bloomberg.

(1) Variazione dell'indice degli utili attesi dagli analisti nel 2022 rispetto al 2021. Il totale include anche i comparti dell'energia e delle public utility. Elaborazioni su un campione chiuso di 173 imprese quotate a marzo del 2021, rappresentative del 96 per cento della capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie.

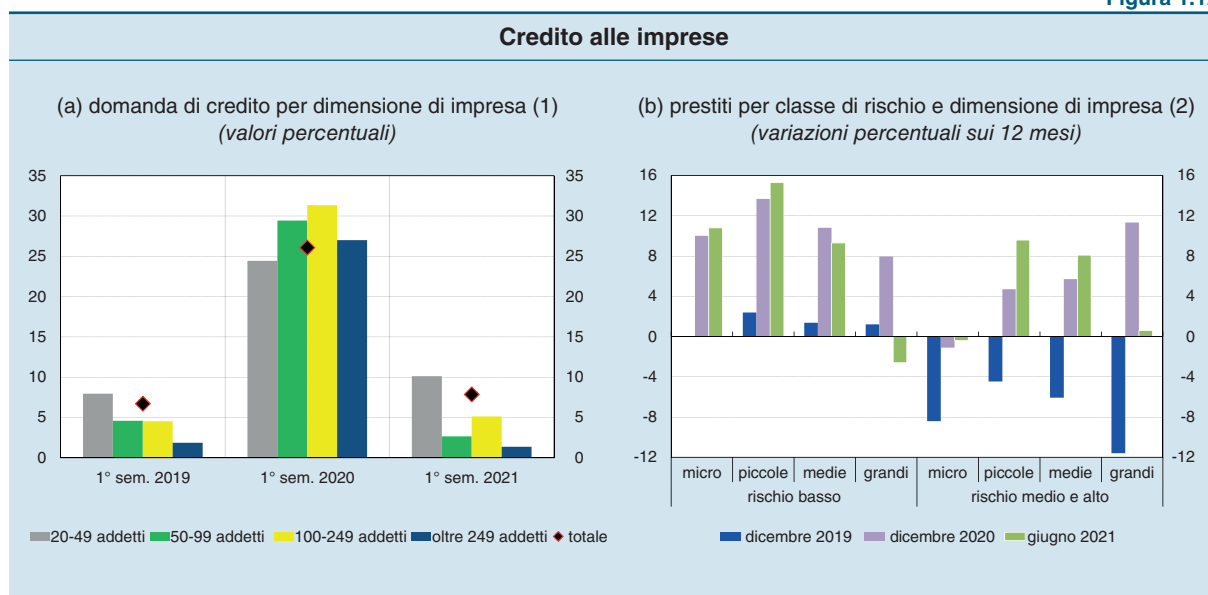
Figura 1.11



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Gli istogrammi scompongono la variazione della leva nel contributo di 3 fattori: i debiti finanziari, i flussi netti di azioni e partecipazioni, l'andamento del valore di mercato del patrimonio. Un aumento (diminuzione) del debito (patrimonio) implica un contributo positivo alla leva. I dati relativi al 2021 sono relativi al 2° trimestre. Scala di destra.

Figura 1.12



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 circa 510.000 società di capitali. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie, tengono conto delle cartolarizzazioni e comprendono anche i finanziamenti classificati in sofferenza. L'attribuzione della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved. Le imprese a rischio basso (medio e alto) hanno un valore compreso tra 1 e 4 (5 e 10). La classificazione dimensionale fa riferimento a quanto stabilito dalla raccomandazione CE/2003/361 che definisce micro le società con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo non superiore a 2 milioni di euro; piccole quelle con meno di 50 addetti e un fatturato o un attivo non superiore a 10 milioni di euro, non incluse tra le micro; medie quelle con meno di 250 addetti e un fatturato o un attivo non superiore rispettivamente a 50 e a 43 milioni di euro, non incluse tra le micro o piccole. Le grandi imprese sono quelle residuali.

è lievemente ridotta, al 39,9 per cento; rimane tuttavia più alta di 1,3 punti percentuali rispetto all'inizio della pandemia. Nelle principali economie europee l'andamento della leva dalla fine del 2019 è stato eterogeneo: in tutti i paesi l'indebitamento ha contribuito alla sua crescita; il contributo del valore di mercato del patrimonio è stato invece differenziato (fig. 1.11). In prospettiva, le imprese italiane intervistate nel sondaggio congiunturale si attendono una riduzione del leverage entro la fine dell'anno.

Il miglioramento della redditività e le cospicue disponibilità liquide hanno concorso a ridurre la domanda di credito, che rimane relativamente elevata solo per le imprese che hanno tra 20 e 49 addetti (fig. 1.12.a). A differenza dello scorso anno, la richiesta di prestiti è motivata dal finanziamento degli investimenti piuttosto che dalle necessità riconducibili al capitale circolante. L'indebolimento della domanda è proseguito anche nel terzo trimestre dell'anno, come rilevato dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS).

L'espansione del credito durante la pandemia ha riguardato soprattutto le aziende meno rischiose; i finanziamenti sono tuttavia tornati a crescere anche per quelle più fragili, ad eccezione delle microimprese (fig. 1.12.b).

Nel 2021 le imprese hanno intensificato il ricorso al finanziamento obbligazionario, in linea con quanto avvenuto nel complesso dell'area dell'euro. L'ammontare dei collocamenti lordi nei primi nove mesi (51 miliardi) ha superato i massimi storici degli anni precedenti; la maggior parte delle emissioni è avvenuta nella prima metà dell'anno. Circa il 60 per cento dei collocamenti è stato effettuato da aziende finanziariamente solide, analogamente a quanto osservato nel corso del 2020 (cfr. il riquadro: *Il finanziamento obbligazionario durante la pandemia*).

IL FINANZIAMENTO OBBLIGAZIONARIO DURANTE LA PANDEMIA¹

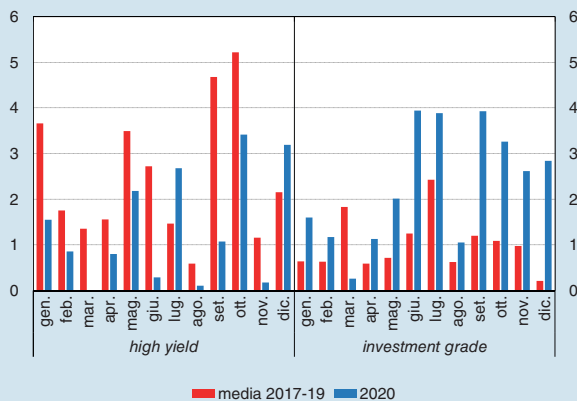
L'analisi di microdati relativi alle emissioni di obbligazioni da parte delle imprese italiane permette di analizzarne la dinamica durante la pandemia e di valutarne il ruolo, complementare o sostitutivo, rispetto al credito bancario².

Gli effetti della crisi pandemica sul mercato obbligazionario sono stati marcati ma di brevissimo periodo, circoscritti al primo mese di chiusura delle attività economiche. La risposta della politica monetaria e fiscale ha consentito una rapida ripresa della raccolta obbligazionaria nei mesi successivi, soprattutto per le imprese con merito creditizio elevato (figura A); l'ammontare di obbligazioni a queste riconducibili ha raggiunto il 60 per cento circa, dal 30 del triennio precedente. Per le aziende più rischiose invece l'accesso al mercato è stato più difficoltoso: nel 2020 i nuovi collocamenti hanno rappresentato poco più della metà (57 per cento) di quelli medi del periodo 2017-19.

Per il campione delle obbligazioni a tasso fisso³, il tasso di interesse all'emissione è aumentato di circa 40 punti base rispetto al periodo pre-pandemia e la scadenza si è ridotta di oltre 24 mesi. Questa tendenza non è riconducibile alla rischiosità degli emittenti – il cui rating medio è risultato migliore rispetto al passato – ma verosimilmente all'incremento dei premi per il rischio richiesti dagli investitori.

Figura A

Obbligazioni emesse per classe di rischio (1) (miliardi di euro)

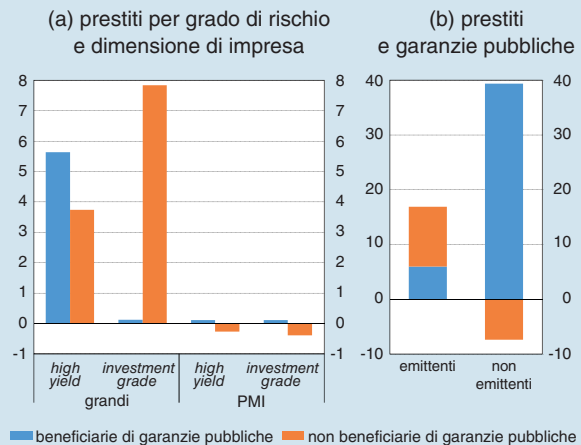


Fonte: Anagrafe titoli, Cerved e Dealogic.

(1) Ammontare emesso da imprese e gruppi di imprese non finanziari italiani, incluse le controllate estere. Le emissioni *investment grade* e *high yield* riguardano rispettivamente emittenti con rating Cerved da 1 a 4 e da 5 a 10.

Figura B

Variazione del credito delle imprese emittenti (1) (miliardi di euro)



Fonte: Anagrafe titoli, Centrale dei rischi, Dealogic, Mediocredito Centrale e SACE.

(1) Variazione del credito bancario complessivo utilizzato tra marzo e dicembre 2020 per tutte le imprese non finanziarie che hanno emesso obbligazioni nel 2020 per cui è disponibile bilancio a dicembre del 2019. Le emissioni *investment grade* e *high yield* riguardano rispettivamente emittenti con rating Cerved da 1 a 4 e da 5 a 10.

¹ A cura di Giorgio Meucci e Fabio Parlapiano.

² L'analisi utilizza un ampio numero di basi dati relative alle emissioni obbligazionarie (Anagrafe titoli e Dealogic), ai bilanci delle imprese (Cerved), alle relazioni creditizie delle imprese con il sistema bancario (Centrale dei rischi) e alle garanzie pubbliche sui prestiti bancari (Mediocredito Centrale e SACE). Maggiori dettagli sono disponibili in G. Meucci e F. Parlapiano, *Corporate bond financing of Italian non-financial firms*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

³ Il campione delle obbligazioni a tasso fisso copre oltre il 60 per cento delle emissioni in euro di imprese non finanziarie italiane incluse nei dati analizzati. È possibile osservare un deterioramento simile delle condizioni medie di finanziamento anche utilizzando un campione chiuso di emittenti.

Nel 2020 le emissioni di minibond garantite dal Fondo centrale di garanzia, il cui ruolo è stato rafforzato dalle misure governative, sono cresciute significativamente, raggiungendo il massimo storico di 53 emissioni per circa 88 milioni di euro. Gli emittenti che vi hanno fatto ricorso sono in prevalenza piccole e medie imprese in condizioni finanziarie solide.

Il finanziamento obbligazionario durante la pandemia ha svolto un ruolo complementare rispetto al credito bancario, a differenza di quanto osservato durante la crisi finanziaria globale e quella dei debiti sovrani, segnate dall'indebolimento dei bilanci bancari e dalla conseguente restrizione del credito alle imprese⁴. Per le società che emettono obbligazioni infatti la variazione del credito bancario tra marzo e dicembre dello scorso anno ha superato i 17 miliardi (figura B), corrispondente a un tasso di crescita annua di oltre il 50 per cento (a fronte del 7 per le altre imprese) e a una quota superiore a un terzo della variazione complessiva del credito al settore (49 miliardi).

Gli emittenti hanno utilizzato prestiti bancari ricorrendo solo limitatamente alle garanzie pubbliche; la quota dei prestiti riconducibile alle imprese beneficiarie delle garanzie è stata inferiore al 35 per cento, mentre per le imprese non emittenti l'analoga quota è stata nettamente superiore. Tra le aziende di grande dimensione solamente quelle più rischiose vi hanno fatto ricorso. Nel caso delle piccole e medie imprese emittenti si è osservata invece una limitata contrazione del credito, attribuibile a quelle che non hanno beneficiato della garanzia pubblica (o che non ne hanno potuto beneficiare per l'assenza dei requisiti di accesso).

Stime del fabbisogno di liquidità a livello di singola impresa suggeriscono⁵ che l'elevata crescita del credito osservata per le società emittenti non sia da ricondurre al loro presumibile deficit di liquidità; il motivo precauzionale potrebbe quindi essere stato determinante.

⁴ C. Altavilla, M. Darracq Pariès e G. Nicoletti, *Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis*, "Journal of Banking & Finance", 109, 2019, 105658.

⁵ Per le stime del fabbisogno di liquidità delle imprese non finanziarie colpite dalla pandemia, 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.

Per le maggiori imprese italiane il rischio di un aumento del costo della raccolta obbligazionaria è più alto rispetto alla media dell'area. Nei primi dieci mesi dell'anno, il 66 per cento delle emissioni obbligazionarie italiane collocate sui mercati internazionali è stato infatti effettuato da imprese con rating BBB (i titoli più esposti al rischio di declassamento a *speculative grade*), a fronte del 48 per cento delle emissioni per gli altri paesi dell'area dell'euro⁷.

Dallo scorso aprile il numero e l'entità dei declassamenti si sono tuttavia fortemente ridotti, sia in Italia sia nel resto dell'area dell'euro. Per le imprese italiane i declassamenti hanno rappresentato lo 0,8 per cento dell'ammontare nominale in circolazione, mentre le revisioni al rialzo sono state pari al 3,4 per cento (3,5 e 5,4 negli altri paesi dell'area dell'euro, rispettivamente).

Sono proseguite le emissioni obbligazionarie per finanziare progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale (green bond); i volumi in circolazione in rapporto al PIL risultano tuttavia ancora inferiori a quelli degli altri principali paesi dell'area (1,2 e 3,1 per cento, rispettivamente; cfr. il riquadro: *La sostenibilità ambientale, sociale e di governance degli emittenti obbligazionari privati in Italia e nell'area dell'euro*).

⁷ La stima si riferisce a un campione di titoli inclusi negli indici di ICE Bank of America Merrill Lynch, largamente rappresentativi delle emissioni obbligazionarie scambiate sui mercati. Si fa riferimento al rating sintetico ICE calcolato come media delle valutazioni di Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings.

LA SOSTENIBILITÀ AMBIENTALE, SOCIALE E DI GOVERNANCE DEGLI EMITTENTI OBBLIGAZIONARI PRIVATI IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO¹

Il *Green Deal* europeo si propone di fare dell'Europa il primo continente a impatto climatico zero entro il 2050, con una riduzione del 55 per cento delle emissioni entro il 2030. Un terzo delle risorse derivanti dal programma *Next Generation EU* sono destinate a questo obiettivo.

L'impegno verso i temi ambientali, sociali e di governance (*environment, social and governance, ESG*) sta diventando un criterio rilevante per l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali. Le aziende più inquinanti sono infatti maggiormente esposte ai rischi di transizione nel percorso verso un'economia più sostenibile.

Considerando un campione di imprese non finanziarie dell'area dell'euro², il punteggio sui profili ESG per l'Italia è di poco superiore a quello medio dell'area per effetto soprattutto della differente composizione settoriale (tavola)³. Limitando l'analisi ai comparti maggiormente rappresentativi, per l'Italia si rileva un punteggio ESG in media più elevato rispetto agli emittenti degli altri paesi nel settore delle public utility, mentre la valutazione risulta inferiore in comparti come l'energia e i trasporti. Il punteggio della sola

Tavola

Punteggi ESG ed emissioni di gas serra rispetto al fatturato degli emittenti obbligazionari nell'area dell'euro (1)

SETTORE	Punteggio ESG (2)				Emissioni di gas serra (3)			
	Italia	Peso	Area dell'euro esclusa l'Italia	Peso	Italia	Peso	Area dell'euro esclusa l'Italia	Peso
Energia	6,4	24,0	7,4	7,8	647,2	22,6	346,5	7,4
Telecomunicazioni	5,6	11,3	6,0	8,4	30,5	10,6	28,3	8,3
Trasporti	5,6	16,5	6,6	7,7	57,8	15,5	154,3	9,3
Public utility	8,4	42,0	7,8	15,5	599,1	39,5	572,1	15,1
Altro (4)	5,9	6,3	6,6	60,6	232,0	11,7	176,1	60,0
Totale	7,0	100,0	6,8	100,0	422,6	100,0	234,0	100,0
<i>di cui: investment grade</i>	7,4	72,6	6,9	87,8	566,1	72,9	224,1	85,4
<i>high yield</i>	5,7	27,4	6,2	12,2	36,4	27,1	291,5	14,6

Fonte: elaborazioni su indici obbligazionari ICE Bank of America Merrill Lynch al 30 settembre 2021, integrati con i punteggi ESG e con i valori di intensità carbonica relativi alle società emittenti calcolati da MSCI.

(1) L'analisi include solo titoli obbligazionari in euro di imprese non finanziarie residenti nei paesi dell'area. I pesi sono dati dalla somma del controvalore di mercato dei titoli delle imprese che hanno un punteggio ESG o informazioni sulle emissioni di gas serra (la copertura del campione è rispettivamente pari all'87 e al 92 per cento). – (2) Punteggio calcolato da MSCI normalizzando la media ponderata dei giudizi ottenuti su ogni area oggetto di valutazione (ambiente, impatto sociale e governance) per l'insieme di imprese operanti nello stesso settore. – (3) Intensità di emissioni di gas serra (rapporto tra tonnellate di emissioni e fatturato in milioni di dollari). Le emissioni includono: (a) quelle da fonti dirette o controllate dalla società, tipicamente derivanti dalla combustione di carburante; (b) quelle causate dalla produzione di energia elettrica acquistata dalla società per lo svolgimento delle proprie attività. – (4) Aggregato che include tutti i settori con un peso inferiore al 5 per cento in Italia.

¹ A cura di Giovanni Secondin.

² Si tratta di 434 imprese (di cui 46 italiane), emittenti 1.906 titoli obbligazionari (di cui 186 italiani) facenti parte degli indici ICE Bank of America Merrill Lynch, integrati con i punteggi ESG e con i valori di intensità carbonica calcolati da MSCI. Il campione include imprese di grande dimensione e quindi non è del tutto rappresentativo dei sistemi produttivi nazionali.

³ La metodologia di MSCI per la costruzione dei punteggi ESG si basa sull'analisi di 35 indicatori di diverse macroaree per ciascuno dei tre pilastri: ambientale, sociale, di governance.

componente ambientale – misurato in termini di intensità carbonica – è invece migliore per le imprese dell’area dell’euro. Questo risultato è condizionato dal maggior contributo inquinante dei settori dell’energia e delle public utility, che in Italia rappresentano oltre il 60 per cento del mercato obbligazionario, a fronte di un peso di poco superiore al 20 per cento nel resto dell’area dell’euro⁴. Nell’area il comparto dell’energia beneficia inoltre delle minori emissioni di società che si trovano in una fase di transizione verso una produzione sostenibile più avanzata; nel settore dei trasporti le emissioni carboniche sono penalizzate dai dati delle compagnie aeree, non presenti nell’indice italiano.

Si osservano differenze significative tra emittenti nazionali e dell’area anche confrontando i punteggi ESG e l’intensità carbonica con il merito creditizio. Nel caso dei punteggi sulla valutazione aggregata dell’Italia pesano i giudizi meno favorevoli sugli emittenti con minore merito di credito (*high yield*), la cui incidenza in proporzione è superiore rispetto alla media dell’area (27 contro 12 per cento). Nel segmento *investment grade* le imprese italiane hanno invece punteggi più elevati. Per l’intensità carbonica avviene il contrario: il comparto *high yield* produce emissioni relativamente basse, mentre quello *investment grade* presenta un livello di emissioni più elevato nel confronto internazionale. Anche in questi raffronti assume rilievo la differente composizione settoriale delle due aree geografiche: in Italia il comparto a minore rischio di credito è rappresentato da grandi imprese operanti nei settori delle public utility e dell’energia, caratterizzate da punteggi ESG più elevati, ma con produzioni attualmente meno sostenibili dal punto di vista ambientale. Quest’ultima caratteristica espone il sistema imprenditoriale italiano a rischi per la raccolta di capitali sui mercati internazionali, in relazione alla crescente attenzione degli investitori alle tematiche ambientali, e mette in luce l’esigenza di una rapida transizione verso tecnologie meno inquinanti.

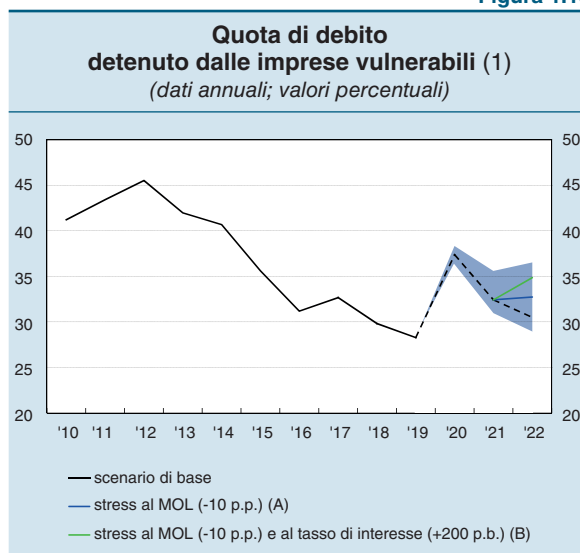
⁴ I pesi dei settori utilizzati nell’analisi dei punteggi ESG sono diversi da quelli utilizzati nell’analisi delle emissioni di gas serra (cfr. la nota 1 della tavola).

La capacità di rimborso dei prestiti è favorita dalla ripresa dell’attività economica, dal basso livello dei tassi di interesse e dagli effetti delle misure di sostegno. Il rapporto tra oneri finanziari e MOL ha raggiunto un nuovo minimo storico (6,1 per cento in giugno); il tasso di deterioramento dei prestiti bancari è contenuto (1,8 per cento nel terzo trimestre).

Il numero di fallimenti e di uscite dal mercato nel primo semestre dell’anno risulta ancora inferiore rispetto a quello del 2019 (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020), nonostante il calo del fatturato nei primi mesi della pandemia: determinante a tal fine è stato il sostegno pubblico, in particolare le garanzie e le moratorie sui prestiti (cfr. il riquadro: *La rischiosità delle imprese beneficiarie di misure di sostegno alla liquidità* del capitolo 2).

L’uscita dalle moratorie sta avvenendo senza tensioni. Sulla base dell’indagine congiunturale della Banca d’Italia, il ricorso a questa misura è terminato per il 66 per cento delle aziende

Figura 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 2019. La zona ombreggiata indica un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base. Rispetto allo scenario di base, nel 2022: (A) la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali; (B) il tasso di interesse è più elevato di 200 punti base e la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali.

beneficiarie, la quasi totalità delle quali ha ripreso a pagare regolarmente. Tra le imprese per cui la moratoria risulta ancora attiva, circa un quarto ne ha richiesto una proroga.

L'andamento della vulnerabilità delle imprese dipenderà soprattutto dall'evoluzione del quadro economico. 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 vulnerabili si ridurrebbe al 30 per cento alla fine del 2022 (fig. 1.13); la fragilità sarebbe più elevata soprattutto nel settore delle costruzioni⁸. Nel caso di dinamiche sfavorevoli della redditività, la quota raggiungerebbe il 33 per cento; in uno scenario particolarmente avverso, caratterizzato da variazioni fortemente negative della redditività e da un significativo aumento dei tassi di interesse, la percentuale salirebbe al 35 per cento, un valore comunque contenuto nel confronto storico⁹.

⁸ Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, "Journal of Policy Modeling", 39, 2017, pp. 147-168, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 293, 2015.

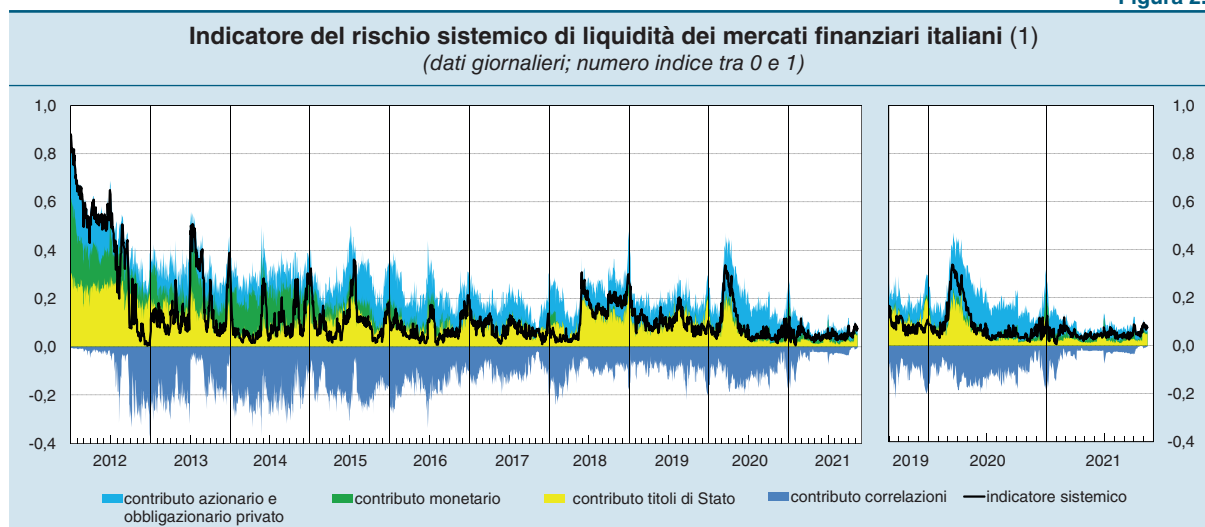
⁹ Rispetto allo scenario di base, in quello particolarmente avverso si assumono un rialzo del tasso di interesse di 200 punti base (superiore agli incrementi verificatisi nel 2007 e nel 2011) e una riduzione del tasso di crescita del MOL nominale di 10 punti percentuali, circa due deviazioni standard delle variazioni annuali registrate nel periodo 2003-2020.

2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO

2.1 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Le condizioni di liquidità sui mercati finanziari italiani sono distese, favorite dai programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema; l'indicatore del rischio sistemico di liquidità si mantiene sui valori precedenti la diffusione della pandemia (fig. 2.1). Aumenti repentini della volatilità a livello globale, indotti ad esempio da un forte rialzo dei tassi di interesse (cfr. il par. 1.1), possono tuttavia rappresentare un fattore di rischio per la liquidità sui mercati finanziari italiani.

Figura 2.1

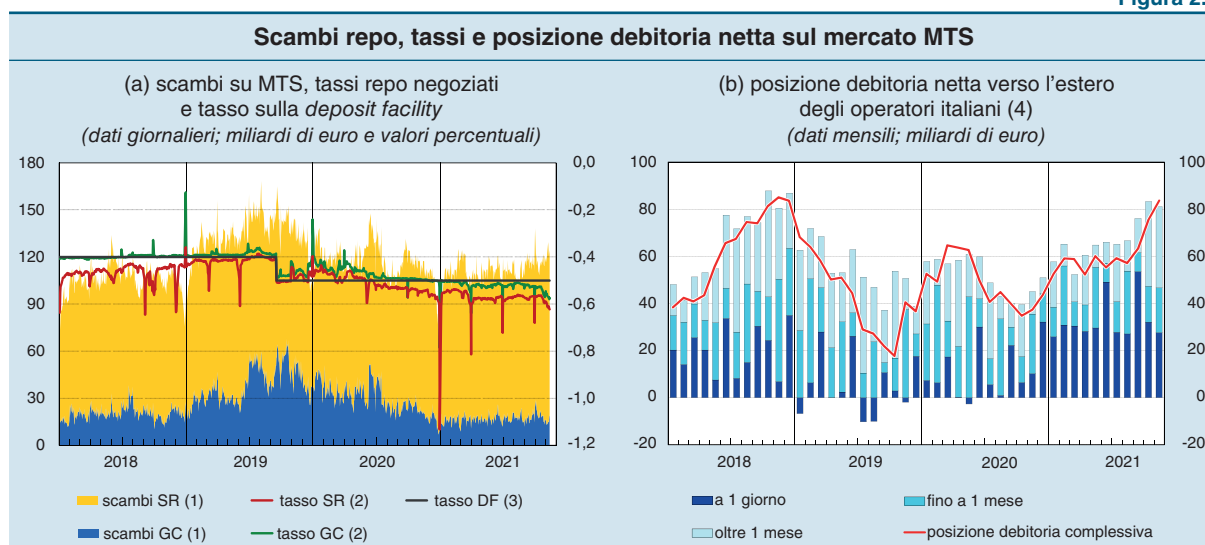


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Bloomberg, e-MID SIM, Moody's KMV, MTS e Refinitiv.

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

Dalla fine dello scorso aprile sul mercato dei pronti contro termine (repo) l'attività nel comparto *general collateral* è rimasta contenuta, per effetto della liquidità immessa dall'Eurosistema e delle minori esigenze di provvista delle banche. Sono invece state cospicue le negoziazioni sul segmento *special repo*, trainate dalla robusta attività sul mercato secondario dei titoli di Stato. In un contesto di bassa volatilità, resta sostenuta la domanda di titoli governativi italiani utilizzati come garanzia nei contratti pronti contro termine. Il rendimento a un giorno sul mercato repo si è portato stabilmente su livelli inferiori alla *deposit facility*, diminuendo ulteriormente in corrispondenza delle scadenze di fine trimestre, in analogia con gli altri paesi dell'area dell'euro (fig. 2.2.a).

La posizione debitoria netta verso l'estero degli operatori italiani su MTS repo è cresciuta, riflettendo prevalentemente l'attività di prestito titoli condotta sul segmento *special repo* (fig. 2.2.b). A partire dallo scorso maggio il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) ha avviato un'attività in pronti contro termine sul mercato MTS repo sia per esigenze di gestione delle proprie disponibilità liquide, sia per



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) Tasso di remunerazione sui depositi overnight presso l'Eurosistema (*deposit facility*, DF). – (4) 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.

fornire supporto al mercato secondario¹. Il contributo dei programmi di prestito titoli condotti dalla Banca d'Italia ha contenuto gli aumenti del costo sostenuto per prendere a prestito specifiche tipologie di titoli sul mercato dei pronti contro termine (*specialness*).

A livello internazionale prosegue il processo di riforma dei tassi benchmark del mercato monetario, anche in vista della futura dismissione, a partire dal prossimo anno, dei tassi Libor nelle principali valute internazionali e del tasso Eonia. In numerose giurisdizioni sono stati introdotti nuovi tassi giornalieri privi di rischio, come lo Euro short term rate (€STR) nell'area dell'euro. Per la transizione al nuovo regime è necessario disporre di tassi di interesse con durata superiore a un giorno che possano sostituire i tradizionali benchmark e svolgere il ruolo di indici di riserva nei contratti già stipulati²; tuttavia la disponibilità di dati rappresentativi degli scambi sul mercato monetario è limitata, le esigenze di indicizzazione sono molteplici e non c'è una metodologia di calcolo univoca (cfr. il riquadro: *I nuovi benchmark del mercato monetario in euro*).

I NUOVI BENCHMARK DEL MERCATO MONETARIO IN EURO¹

I tassi benchmark del mercato monetario vengono utilizzati come riferimento in numerose tipologie di contratti e di strumenti finanziari e ricoprono quindi un ruolo molto rilevante nel sistema economico. Questa funzione è stata tradizionalmente svolta dai tassi Ibor (*interbank offered rates*, come il Libor e l'Euribor).

¹ A cura di Daniela Della Gatta.

¹ MEF, *Avvio dell'operatività pronti contro termine del MEF. Un nuovo strumento di gestione della liquidità*, comunicato stampa del 17 maggio 2021. Per lo svolgimento della nuova operatività è stato costituito un portafoglio di titoli di Stato da utilizzare a garanzia delle operazioni di raccolta sul mercato. La durata dei contratti negoziati dal MEF è stata in media superiore a un mese e le negoziazioni sono state effettuate con operatori italiani ed esteri.

² Nei contratti e negli strumenti finanziari indicizzati la normativa comunitaria rende obbligatoria la previsione di clausole di riserva (*fallback provisions*) che consentano di individuare un indice sostitutivo in caso di cessazione dell'indice di riferimento preesistente.

In Italia nell'ultimo quinquennio sono stati indicizzati a tassi variabili più di un quarto dei mutui residenziali, il 90 per cento dei prestiti alle imprese e oltre un quinto delle obbligazioni delle banche (tavola). Nel periodo in esame, per la quasi totalità di questi contratti, il tasso benchmark di riferimento era rappresentato dall'Euribor.

Tavola

Nuove erogazioni di prestiti ed emissioni obbligazionarie bancarie in Italia a tasso variabile
(valori percentuali; dati annuali)

PERIODO	Prestiti alle imprese	Emissioni obbligazionarie bancarie al netto dei riacquisti (1)	Prestiti alle famiglie: mutui	Prestiti alle famiglie: credito al consumo
2016	94,4	33,3	37,4	16,1
2017	91,5	15,9	33,0	9,7
2018	91,8	31,6	33,2	8,7
2019	91,0	17,0	27,8	8,1
2020	83,3	11,7	18,1	8,3
Media 2016-2020	90,4	21,9	29,9	10,2

Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza individuali per le emissioni obbligazionarie bancarie; BCE, Statistical Data Warehouse, per i prestiti. (1) I dati si riferiscono alle obbligazioni bancarie segnalate al passivo, al netto dei riacquisti da parte dell'emittente.

In seguito a un processo di riforma globale che ha avuto inizio nel 2014 ed è tuttora in corso, nelle principali aree valutarie sono stati introdotti, in alternativa ai tradizionali benchmark, nuovi tassi overnight privi di rischio e sono state rafforzate le metodologie per il calcolo dei tassi Ibor.

Nell'area dell'euro la Banca centrale europea ha avviato la produzione dello Euro short-term rate (€STR), un tasso overnight privo di rischio rappresentativo per un campione di banche del costo della raccolta all'ingrosso in euro non garantita. Contrariamente ai tassi Libor per i quali è prevista la cessazione², il tasso Euribor continua a essere utilizzato grazie a una nuova metodologia che ne ha reso il calcolo più robusto³.

Nell'ambito dell'Unione europea il regolamento UE/2016/1011 sugli indici usati come riferimento negli strumenti finanziari (regolamento benchmark) stabilisce per i contratti indicizzati l'obbligo di contenere clausole che prevedono un indice sostitutivo (*fallback provisions*)⁴, da attivare in caso di variazioni significative dell'indice di riferimento o qualora quest'ultimo non fosse più fornito. Con riferimento all'Euribor, il Gruppo di lavoro sui tassi di interesse privi di rischio in euro

² Secondo quanto annunciato lo scorso marzo dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito, i tassi Libor nelle principali valute internazionali verranno dismessi alla fine del 2021 (il Libor USD a giugno del 2023). Anche il tasso Eonia sarà dismesso alla fine del 2021.

³ La metodologia per il calcolo dell'Euribor è basata sui dati relativi alle transazioni eseguite da un campione di banche oppure, nel caso di loro indisponibilità, sulle stime del costo della raccolta sostenuto dagli stessi intermediari.

⁴ Il regolamento benchmark richiede inoltre agli Stati membri di designare un'autorità con il compito di valutare l'eventuale inadeguatezza delle clausole di *fallback*, nel caso in cui gli indici di riferimento sostitutivi da queste previste non dovessero più rispecchiare la realtà economica che l'indice di riferimento in via di cessazione intendeva misurare, e se la loro applicazione dovesse costituire una minaccia per la stabilità finanziaria dello Stato.

(Working Group on Euro Risk-free Rates)⁵ ha individuato nel maggio 2021 dei tassi di *fallback* basati sullo €STR; questi tassi potranno essere calcolati sulla base di approcci differenti a seconda del tipo di strumento finanziario, delle esigenze di mercato cui devono rispondere e applicando una correzione per tenere conto dei premi per il rischio di credito⁶.

Il regolamento benchmark stabilisce inoltre che, per i contratti in essere privi di idonee *fallback provisions*, la Commissione europea possa designare un indice sostitutivo (*statutory replacement rate*) per contenere il rischio di contenziosi di natura legale ed eventuali conseguenze negative per la stabilità finanziaria. La Commissione ha di recente individuato un indice sostitutivo per l'Eonia e per il Libor in franchi svizzeri⁷.

Nelle giurisdizioni dove è stata stabilita la cessazione dei tassi Ibor, come ad esempio negli Stati Uniti, per soddisfare le esigenze di alcuni operatori di mercato sono state sviluppate differenti tipologie di tassi che incorporano un premio per il rischio di credito. Le autorità hanno espresso il timore che la diffusione di questi indici possa dare luogo alle stesse criticità che in passato avevano minato l'integrità e la rappresentatività dei tassi Libor⁸. Nell'area dell'euro, dove gli operatori di mercato possono continuare ad applicare il tasso Euribor, queste preoccupazioni sono al momento contenute.

⁵ Si tratta di un gruppo di lavoro del settore privato composto da banche, associazioni di categoria, società finanziarie e amministratori di benchmark istituito nel febbraio 2018 dalla BCE, dalla Commissione europea, dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) e dalla Financial Services and Markets Authority (FSMA), con il compito di individuare un tasso privo di rischio (*risk-free rate*, RFR) per l'area dell'euro.

⁶ Per definire i sostituti dei benchmark è necessario che, a partire dagli RFR, vengano prodotti tassi con durate superiori a un giorno (*term rates*). Questi ultimi potranno essere calcolati utilizzando un metodo di tipo retrospettivo (*backward-looking*) o prospettico (*forward-looking*). Se l'indice di riferimento del contratto è un tasso interbancario, come nel caso dei tradizionali Ibor, il tasso sostitutivo dovrà incorporare anche premi per il rischio di credito e per quello di liquidità, mediante l'aggiunta di un differenziale di rendimento al tasso basato sull'RFR (*spread adjustment*).

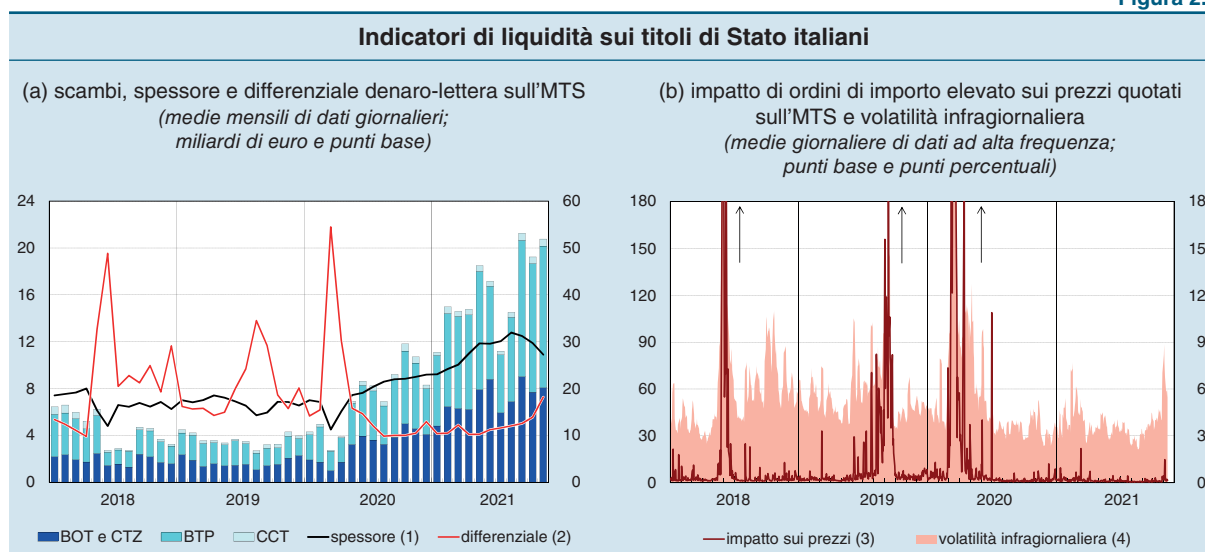
⁷ Per ulteriori approfondimenti, cfr. il regolamento di esecuzione UE/2021/1847 sulla designazione di un sostituto legale per determinate scadenze del Libor CHF, e il regolamento di esecuzione UE/2021/1848 relativo alla designazione di un sostituto dell'indice di riferimento Eonia (*euro overnight index average*).

⁸ Iosco, *Statement on credit sensitive rates*, 8 settembre 2021.

Le condizioni di liquidità nel mercato secondario dei titoli di Stato sono complessivamente distese, nonostante alcuni circoscritti segnali di tensione registrati tra la fine di ottobre e l'inizio di novembre, connessi con la percezione di un rientro dagli stimoli monetari dell'Eurosistema più rapido delle attese (cfr. il par. 1.1). Nel medesimo periodo il differenziale denaro-lettera medio ha superato i 20 punti base nel comparto dei BTP e la volatilità infragiornaliera dei prezzi è salita di circa 10 punti percentuali. Nelle settimane successive le condizioni di liquidità sono gradualmente migliorate.

Rispetto all'inizio dell'anno il differenziale denaro-lettera è rimasto comunque in media contenuto (fig. 2.3.a), le negoziazioni sono state elevate e le quantità quotate dai *market makers* hanno raggiunto nuovi massimi storici, accrescendo la capacità del mercato di assorbire ordini di importo consistente (*resilience*; fig. 2.3.b). La volatilità infragiornaliera si è mantenuta in media su valori moderati. Le abbondanti quantità disponibili e i bassi costi di transazione hanno sostenuto l'attività del mercato dei titoli di Stato: l'importo medio degli scambi sulla piattaforma MTS si è portato intorno a 13 milioni di euro (da circa 10 nei primi mesi del 2020) e sono divenute più frequenti le negoziazioni di importo rilevante. In prospettiva repentini aumenti dei rendimenti dei titoli potrebbero riflettersi sulla liquidità del mercato.

Figura 2.3



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

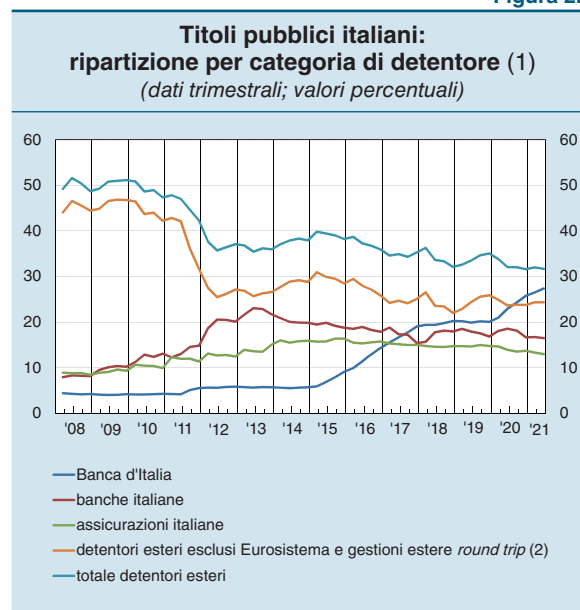
(1) Calcolato come media delle quantità in denaro e lettera rilevate durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. – (2) Calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. Scala di destra. – (3) 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 del BTP benchmark decennale calcolati ogni 5 minuti; media mobile a 5 giorni di valori annualizzati. Scala di destra.

Nel primo semestre del 2021 la quota di titoli di Stato italiani detenuta da banche con sede in Italia è rimasta stabile, al 16,5 per cento, mentre quella delle assicurazioni si è ridotta al 13,0 (fig. 2.4). Nello stesso periodo la percentuale detenuta della Banca d'Italia ha continuato a salire, di 1,6 punti percentuali, raggiungendo il 27,4 per cento; quella complessiva degli investitori esteri si è collocata al 31,7 per cento.

Le condizioni di finanziamento sul mercato primario dei titoli di Stato si sono mantenute distese e l'attività di emissione è proseguita regolarmente. L'onere medio sui titoli di Stato in circolazione, pari al 2,1 per cento alla fine di ottobre, continua a diminuire. La vita media residua dei titoli in circolazione ha superato i sette anni, per la prima volta dal 2011 (fig. 2.5).

Le esigenze di raccolta del Tesoro per l'anno in corso, anche se in diminuzione dal 2020, restano elevate³. I rimborsi di titoli a medio e a lungo termine, pari a 213 miliardi nel 2021, aumenteranno a 230 miliardi nel 2022 e a 245 nel 2023 (fig. 2.6).

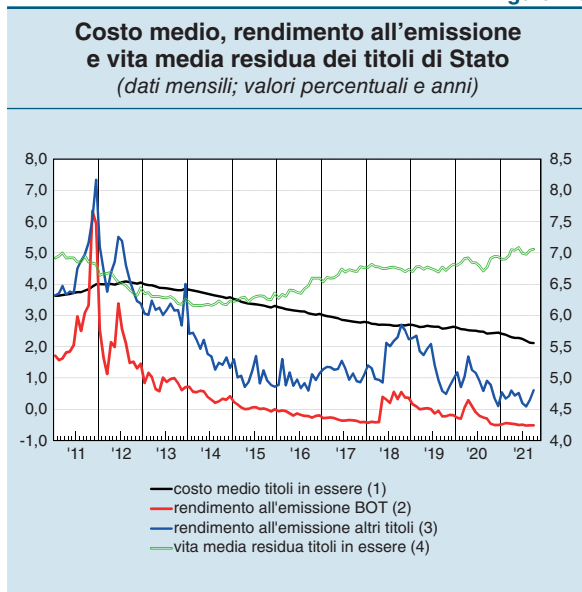
Figura 2.4



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

³ Dall'inizio dell'anno l'Italia ha beneficiato di 11 miliardi di prestiti nell'ambito dello strumento di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE) e di 25 miliardi di prefinanziamento del PNRR, di cui 16 a titolo di prestito e 9 di sovvenzioni.

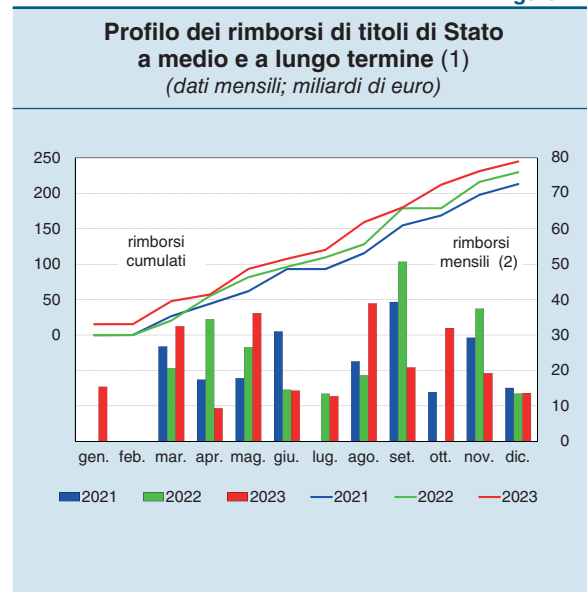
Figura 2.5



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e MEF, aggiornati al 31 ottobre 2021.

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

Figura 2.6



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e MEF, aggiornati all'8 novembre 2021.

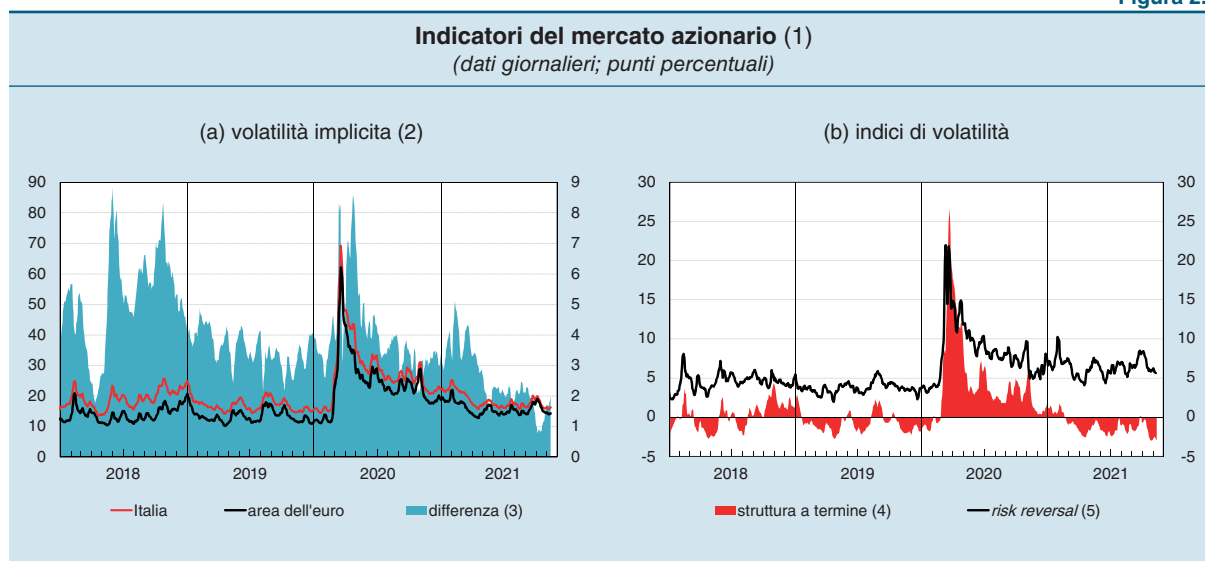
(1) Titoli di Stato (inclusi quelli collocati sui mercati internazionali) con scadenza all'emissione superiore a un anno, ad esclusione delle tranches emesse dal MEF per la costituzione di un proprio portafoglio titoli da utilizzare unicamente in operazioni di pronti contro termine (repo). I rimborsi dei BTP indicizzati non sono rivalutati per l'inflazione. – (2) Scala di destra.

Seppure in un contesto di maggiore incertezza nelle ultime settimane, la volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui titoli di Stato italiani è più bassa dei valori dello scorso aprile e su livelli prossimi a quella implicita nei titoli tedeschi. L'indicatore che misura il prezzo relativo delle opzioni che proteggono da una diminuzione delle quotazioni dei futures sul BTP decennale rispetto alle opzioni che traggono profitto da un loro incremento (*risk reversal*) indica un sostanziale equilibrio fra le attese di flessione e quelle di aumento dei corsi dei titoli. Sul mercato dei credit default swap (CDS) il premio per il rischio di insolvenza sui titoli di Stato italiani si mantiene più basso in confronto ai livelli osservati prima della pandemia, pur restando superiore a quello degli altri paesi dell'area dell'euro.

Sul mercato delle obbligazioni private italiane, dallo scorso aprile i differenziali di rendimento tra i titoli emessi dalle imprese e i tassi privi di rischio (*asset swap spread*) continuano a indicare l'assenza di segnali di tensione⁴. Proseguono in Italia le emissioni obbligazionarie private di green bond (cfr. il par. 1.2). Secondo nostre elaborazioni, sul mercato secondario il rendimento dei titoli green delle società non finanziarie è inferiore in media di circa 5 punti base rispetto a quello dei titoli convenzionali di scadenza analoga (*greenium*).

La volatilità implicita dei mercati azionari si è mantenuta su valori contenuti e in linea con quelli precedenti l'inizio dell'emergenza sanitaria, sia in Italia sia nell'area dell'euro (fig. 2.7.a). Se raffrontato ai primi mesi del 2021 il differenziale di volatilità si è ridotto, indicando una minore incertezza da parte degli investitori sulle prospettive di ripresa dell'economia nazionale rispetto al resto dell'area. Dopo l'aumento nel mese di settembre, in parte legato alle tensioni sui mercati internazionali a seguito del caso Evergrande (fig. 2.7.b; cfr. il par. 1.1), il costo della protezione contro forti ribassi dei corsi azionari (*risk reversal*) è diminuito.

⁴ I tassi privi di rischio sono approssimati dalla curva dei tassi swap.



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 nei prezzi delle opzioni sull'indice di borsa italiano FTSE MIB con scadenza a 2 e a 12 mesi. – (5) Differenza fra la volatilità implicita 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 medesima 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.

Nell'attuale contesto di bassa volatilità, la Cassa di compensazione e garanzia ha mantenuto stabili i margini applicati ai titoli di Stato italiani e ha lievemente ridotto quelli relativi al comparto azionario. Prosegue a livello internazionale la riflessione sui rischi prociclici connessi con l'innalzamento repentino dei requisiti di marginazione nel corso della fase acuta della crisi pandemica, sia nei contratti bilaterali sia in quelli con interposizione di una controparte centrale⁵.

In risposta alle raccomandazioni sui rischi di liquidità potenzialmente derivanti dalla raccolta dei margini, emanate lo scorso anno dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB), le analisi hanno indicato come in Italia e nel resto dell'Unione europea le controparti centrali si avvalgano di approcci gradualisti per la determinazione dei margini, che sono in grado di scongiurare innalzamenti eccessivamente prociclici dei requisiti. È stato inoltre verificato che per gli scambi assistiti da controparte centrale il versamento dei margini durante la fase più acuta della crisi sanitaria è avvenuto senza significative difficoltà, soprattutto grazie all'abbondante liquidità immessa dalle banche centrali. Le autorità italiane hanno mostrato un pieno rispetto delle raccomandazioni⁶.

⁵ I lavori sono stati avviati a livello internazionale su impulso del Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) e sono condotti in collaborazione con il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Basel Committee for Banking Supervision, BCBS), con il Comitato sui sistemi di pagamento e sulle infrastrutture di mercato (Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI) e con l'Organizzazione internazionale delle autorità di controllo dei mercati finanziari (International Organization of Securities Commissions, Iosco).

⁶ Le raccomandazioni sono state indirizzate a un ampio numero di autorità europee competenti per la supervisione su controparti centrali, *clearing members* e operatori attivi negli scambi di derivati *over-the-counter* non compensati centralmente. Le autorità italiane destinatarie delle raccomandazioni sono state la Banca d'Italia, l'Istituto di vigilanza sulle assicurazioni (Ivass), la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) e la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip).

2.2 LE BANCHE

Le misure di sostegno a famiglie e imprese e la ripresa economica hanno contribuito a mitigare gli effetti della pandemia sulla qualità degli attivi bancari. Il tasso di deterioramento dei prestiti si è mantenuto stabile su livelli storicamente contenuti. Le cessioni di sofferenze e di inadempienze probabili sono proseguite, contribuendo a ridurre ulteriormente la consistenza dei crediti deteriorati e la loro incidenza sul totale dei finanziamenti.

I crediti classificati nello stadio 2 previsto dal principio IFRS 9, per i quali gli intermediari rilevano un significativo aumento del rischio di credito, hanno continuato a crescere, sebbene a ritmi molto inferiori a quelli del 2020. La quota di questi prestiti sul totale dei crediti *in bonis* e il relativo tasso di copertura sono rimasti stabili. Ai finanziamenti con moratorie ancora in essere, il cui tasso di copertura è salito in modo consistente, è riconducibile la crescita della quota di impieghi oggetto di misure di concessione (*forborne exposures*) ma ancora *in bonis*.

A fronte del permanere di una situazione di incertezza sulle prospettive dell'economia, il rischio di un peggioramento della qualità del credito rimane alto e richiede elevata attenzione da parte delle banche nella valutazione della capacità di rimborso dei prestiti e nelle conseguenti decisioni di accantonamento.

La redditività è aumentata in misura significativa nella prima metà dell'anno, principalmente per effetto del calo delle rettifiche di valore su crediti e, in misura minore, dell'incremento delle commissioni di gestione del risparmio, dei maggiori ricavi da negoziazione e della flessione dei costi operativi. La natura transitoria di alcuni di questi ricavi, in particolare quelli da negoziazione, induce a ritenere che la redditività complessiva del 2021 possa risultare più contenuta di quella del primo semestre.

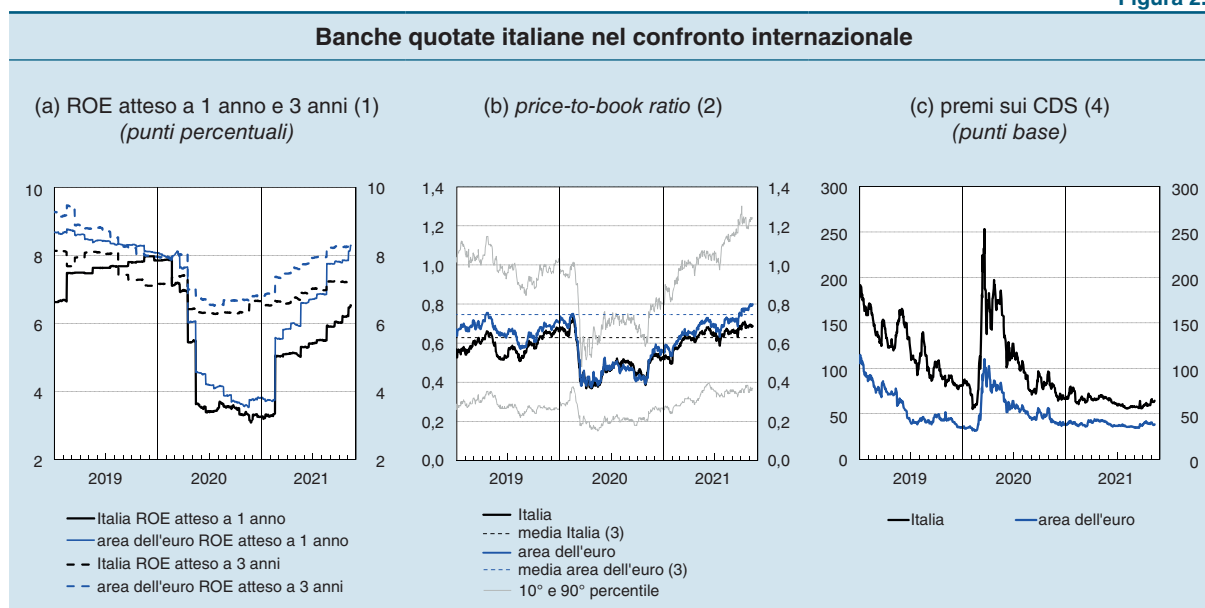
La patrimonializzazione si è leggermente ridotta nei primi sei mesi dell'anno; non dovrebbe risentire in modo marcato della ripresa del pagamento dei dividendi connessa con la scadenza delle raccomandazioni emanate dai supervisori, che avevano posto limiti alla loro distribuzione nel periodo della pandemia.

Con la digitalizzazione dei servizi finanziari e il maggiore ricorso all'esternalizzazione di attività a terze parti è cresciuta l'esposizione degli intermediari alle minacce cibernetiche e ai rischi per la continuità operativa; entrambi i fenomeni vanno contrastati attraverso un'efficace integrazione all'interno dei sistemi di gestione e controllo dei rischi degli intermediari.

Negli ultimi sei mesi le aspettative degli analisti sugli utili delle banche italiane e dell'area dell'euro hanno continuato a migliorare: a novembre i profitti attesi a tre anni in rapporto al capitale e alle riserve (*return on equity*, ROE) si collocano su valori rispettivamente pari a 7,2 e 8,4 per cento, in linea con quanto osservato prima dell'emergenza pandemica (fig. 2.8.a). La crescita dei rendimenti attesi – unitamente a una redditività nel secondo trimestre dell'anno superiore alle aspettative e alla rimozione dei limiti alla distribuzione degli utili – si è riflessa positivamente sui corsi azionari: tra maggio e ottobre gli indici del comparto bancario italiano e dell'area dell'euro sono saliti rispettivamente del 20 e del 17 per cento.

Nonostante questi miglioramenti il rapporto tra il valore di mercato e quello contabile (*price-to-book ratio*) rimane ampiamente inferiore all'unità (fig. 2.8.b). Resta mediamente stabile il premio per il rischio di insolvenza – misurato dai prezzi dei CDS – dei due principali gruppi bancari italiani e degli altri grandi intermediari europei (fig. 2.8.c).

Figura 2.8



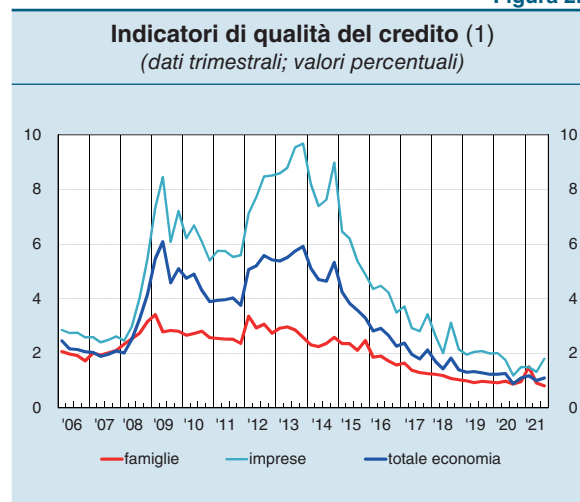
(1) Dati relativi alle banche incluse negli indici FTSE Italy Banks e Euro STOXX Banks. Il ROE atteso è stimato dagli operatori di mercato. Media ponderata per il valore di mercato. – (2) Media ponderata per il valore di mercato. Per le banche incluse nel campione, cfr. la nota 1. – (3) Media del *price-to-book ratio* nel periodo dal 15 settembre 2008 (data del fallimento di Lehman Brothers) al 12 novembre 2021. – (4) 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. Media semplice dei premi sui CDS a 5 anni.

I rischi dell'attivo

Gli effetti economici della pandemia non si sono riflessi sinora in un aumento dei crediti con difficoltà di rimborso. Il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto a quelli *in bonis* è rimasto contenuto: nel terzo trimestre del 2021 era sceso all'1,1 per cento (fig. 2.9), beneficiando delle politiche di sostegno a famiglie e imprese e della ripresa dell'attività economica. La consistenza dei crediti deteriorati al netto delle rettifiche era pari a 48 miliardi (100 al lordo delle rettifiche) a giugno, in calo di 3 miliardi rispetto alla fine del 2020 (tav. 2.1).

Le cessioni si sono confermate la principale determinante della riduzione dei crediti deteriorati. La crescita del mercato secondario ha beneficiato dell'avvio e del progressivo sviluppo di operazioni relative a crediti deteriorati diversi dalle sofferenze (in particolare le esposizioni classificate come inadempienze probabili; fig. 2.10). Queste operazioni, più complesse poiché riferite a crediti caratterizzati da un'elevata eterogeneità, hanno interessato un numero limitato di grandi intermediari.

Figura 2.9



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.

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

VOCI	Banche significative					Banche meno significative					Totale (1)				
	esposizioni lordi	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura (2)	esposizioni lordi	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura (2)	esposizioni lordi	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura (2)
Giugno 2021 (3)															
Finanziamenti (4)	1.982	1.932	100,0	100,0	2,6	223	217	100,0	100,0	2,8	2.475	2.410	100,0	100,0	2,6
<i>In bonis</i>	1.908	1.897	96,2	98,2	0,6	210	209	94,3	96,5	0,5	2.375	2.362	96,0	98,0	0,6
Deteriorati	75	35	3,8	1,8	53,5	13	8	5,7	3,5	39,8	100	48	4,0	2,0	52,0
sofferenze (5)	31	10	1,5	0,5	67,0	7	4	3,1	1,7	46,2	45	17	1,8	0,7	63,0
inadempienze probabili (5)	41	22	2,1	1,2	45,3	5	3	2,3	1,5	35,3	51	28	2,0	1,2	44,4
scaduti (5)	3	2	0,2	0,1	28,4	1	1	0,4	0,3	13,5	4	3	0,2	0,1	26,8
Dicembre 2020 (6)															
Finanziamenti (4)	1.872	1.820	100,0	100,0	2,8	203	197	100,0	100,0	3,0	2.337	2.271	100,0	100,0	2,8
<i>In bonis</i>	1.795	1.784	95,9	98,0	0,6	190	189	93,5	95,9	0,5	2.234	2.221	95,6	97,8	0,6
Deteriorati	77	36	4,1	2,0	53,5	13	8	6,5	4,1	38,1	104	51	4,4	2,2	51,2
sofferenze (5)	33	11	1,7	0,6	66,4	7	4	3,5	2,1	42,9	47	18	2,0	0,8	61,7
inadempienze probabili (5)	42	23	2,3	1,3	45,0	6	4	2,7	1,8	34,2	53	30	2,3	1,3	43,4
scaduti (5)	2	2	0,1	0,1	28,3	1	1	0,2	0,2	12,2	3	3	0,2	0,1	27,5

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni individuali per il resto del sistema. Eventuali mancate quadrature sono dovute ad arrotondamenti.

(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 il 12 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) 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. – (6) Ai fini del confronto intertemporale, un intermediario meno significativo di medie dimensioni, diventato nel corso del 2021 una filiazione di gruppo estero significativo a seguito di un'operazione di acquisizione, è stato considerato tra le filiazioni estere di gruppi significativi già a partire da dicembre 2020.

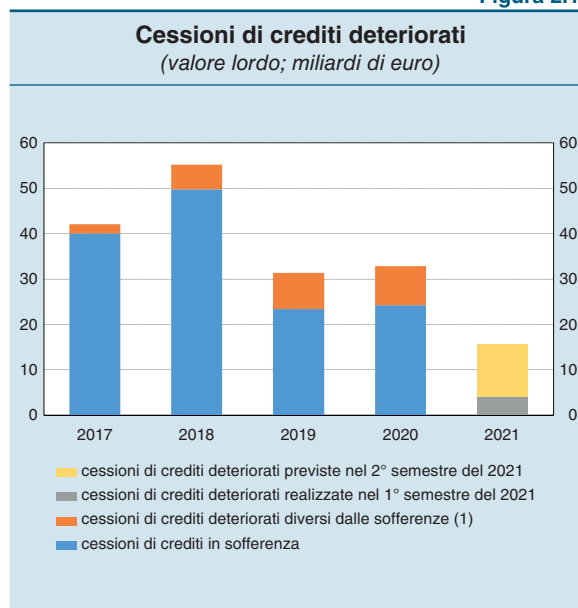
Nel primo semestre dell'anno l'incidenza dei crediti deteriorati netti sul totale dei finanziamenti è diminuita di 20 punti base, al 2 per cento (fig. 2.11.a); il divario tra i gruppi significativi italiani e il complesso degli intermediari soggetti alla supervisione diretta della Banca centrale europea è rimasto stabile, a 0,5 punti percentuali (fig. 2.11.b).

A giugno il tasso di copertura dei crediti deteriorati era pari al 52 per cento, in aumento di 80 punti base rispetto a dicembre dello scorso anno. La differenza del tasso di copertura tra le banche meno significative e quelle significative – seppure in diminuzione (di 1,7 punti percentuali) – rimane elevata, a 13,7 punti

percentuali: il divario è in gran parte spiegato dalla presenza, tra le banche meno significative, di operatori specializzati nella gestione dei crediti deteriorati, che acquistano queste posizioni e le iscrivono in bilancio al netto delle svalutazioni (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A.2). Escludendo tali operatori il tasso di copertura delle banche meno significative sarebbe pari al 49,3 per cento e la differenza con le banche significative scenderebbe a 4,2 punti percentuali.

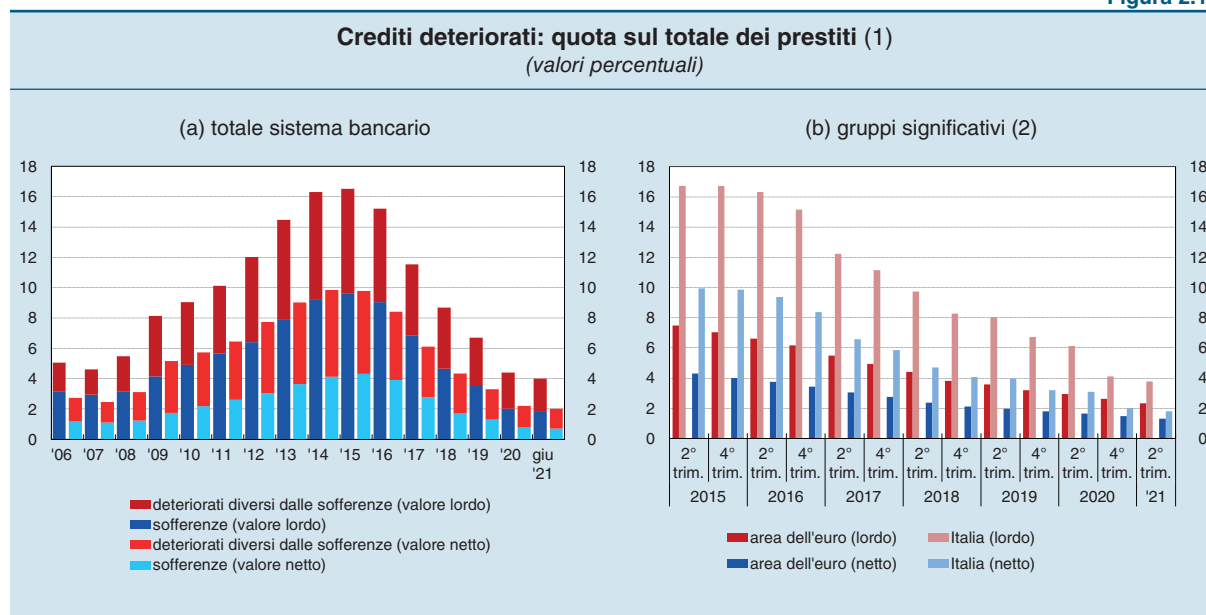
Nella prima metà dell'anno, l'incidenza dei crediti *in bonis* al settore privato non finanziario classificati nello stadio 2 previsto dal principio contabile IFRS 9 è rimasta pressoché costante, dopo il consistente incremento del 2020. La quota è leggermente salita per le banche meno significative, recuperando in parte il divario con quelle significative, per le quali si è invece registrata una contenuta riduzione (tav. 2.2). I tassi di copertura risultano pressoché stabili nel tempo e tra gruppi di banche.

Figura 2.10



Fonte: indagine annuale sulle cessioni di crediti deteriorati.
(1) Sono inclusi i crediti deteriorati classificati come inadempienze probabili o scaduti.

Figura 2.11



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari italiani; segnalazioni 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 2021 sono provvisori. – (2) Il perimetro delle banche significative e di quelle meno significative non è omogeneo tra le date esposte in figura: a partire da giugno del 2019, con il perfezionamento della riforma del settore del credito cooperativo, Cassa Centrale Banca è diventata un gruppo significativo ai fini di vigilanza e nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, sono confluite 143 banche di credito cooperativo (BCC).

Per le banche significative italiane la quota di crediti nello stadio 2 sul totale dei crediti *in bonis* è superiore di circa 4 punti percentuali a quella media dei gruppi significativi dell'area dell'euro. La

Crediti al settore privato non finanziario classificati nello stadio 2 dell'IFRS 9 (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

Valori lordi				
	Giugno 2020 (3)	Dicembre 2020 (3)	Giugno 2021 (4)	Variazione percentuale giu. 2020-giu. 2021
Banche significative	167.282	191.575	190.332	13,8
Banche meno significative	11.400	13.580	15.341	34,6
Totale sistema (2)	190.663	216.716	218.826	14,8
Incidenze sul totale dei crediti <i>in bonis</i>				
	Giugno 2020 (3)	Dicembre 2020 (3)	Giugno 2021 (4)	Variazione in p.p. giu. 2020-giu. 2021
Banche significative	14,3	16,4	15,9	1,6
Banche meno significative	9,1	9,9	10,6	1,5
Totale sistema (2)	12,9	14,6	14,3	1,4
Tassi di copertura				
	Giugno 2020 (3)	Dicembre 2020 (3)	Giugno 2021 (4)	Variazione in p.p. giu. 2020-giu. 2021
Banche significative	3,7	3,7	3,6	-0,1
Banche meno significative	3,5	3,5	3,4	-0,1
Totale sistema (2)	3,9	3,8	3,7	-0,2

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

(1) In base al principio contabile IFRS 9 i crediti valutati al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva e quelli valutati al costo ammortizzato sono ripartiti in 3 stadi di rischio. Stadio 1: crediti per cui non si è verificato un significativo aumento del rischio di credito rispetto alla data di erogazione (S1); stadio 2: crediti che hanno subito un significativo aumento del rischio (S2); stadio 3: crediti *impaired* (S3). – (2) Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative né come meno significative italiane. – (3) Ai fini del confronto intertemporale, un intermediario meno significativo di medie dimensioni, diventato nel corso del 2021 una filiazione di gruppo estero significativo a seguito di un'operazione di acquisizione, è stato considerato tra le filiazioni estere di gruppi significativi già a partire da dicembre 2020. – (4) Dati provvisori.

maggior quota è in parte collegata alla più elevata incidenza delle moratorie sul totale dei finanziamenti rispetto agli altri paesi dell'area (2,9 per cento contro lo 0,9), nonostante la loro consistente riduzione (da 150 a 48 miliardi di euro⁷ nel primo semestre del 2021; tav. 2.3).

Le probabilità di default nell'orizzonte temporale di un anno segnalate dalle banche che dispongono di modelli interni indicano che, tra le imprese beneficiarie di misure di sostegno al credito, quelle con almeno una moratoria in essere alla fine di agosto sono relativamente più rischiose (cfr. il riquadro: *La rischiosità delle imprese beneficiarie di misure di sostegno alla liquidità*).

⁷ Si fa riferimento alle moratorie che soddisfano i requisiti definiti dagli orientamenti dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) cui è riconosciuto un trattamento segnaletico e prudenziale favorevole, secondo il quale l'attribuzione della qualifica di moratoria generale di pagamento non comporta necessariamente la riclassificazione dell'esposizione tra quelle oggetto di concessione, diversamente da quanto previsto per le iniziative individuali (cfr. EBA, *Orientamenti sulle moratorie legislative e non legislative relative ai pagamenti dei prestiti applicate alla luce della crisi Covid-19*, aprile 2020).

Moratorie attive sui finanziamenti al settore privato non finanziario (1)
(miliardi di euro e valori percentuali)

	Giugno 2021 (2)		
	Banche significative	Banche meno significative	Totale (3)
Importi	37,3	7,8	47,9
Incidenza sul totale dei finanziamenti	2,9	5,1	2,9
Incidenza S2 su totale dei crediti <i>in bonis</i> con moratoria in essere	48,4	30,5	43,9
Incidenza S3 sul totale dei crediti con moratoria in essere	3,1	2,9	3,0
Tasso di copertura crediti classificati in S1	0,8	0,8	0,8
Tasso di copertura crediti classificati in S2	4,9	4,3	4,9
Tasso di copertura crediti classificati in S3	36,7	29,3	35,0
	Dicembre 2020 (4)		
Importi	113,6	20,3	149,9
Incidenza sul totale dei finanziamenti	8,9	14,0	9,2
Incidenza S2 su totale dei crediti <i>in bonis</i> con moratoria in essere	33,9	21,7	30,3
Incidenza S3 sul totale dei crediti con moratoria in essere	1,5	1,6	1,5
Tasso di copertura crediti classificati in S1	0,5	0,6	0,5
Tasso di copertura crediti classificati in S2	4,4	4,1	4,5
Tasso di copertura crediti classificati in S3	37,1	28,0	34,7

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

(1) Si fa riferimento alle moratorie che soddisfano i requisiti definiti dagli orientamenti dell'EBA (cfr. la nota 7). – (2) Dati provvisori. – (3) Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative né come meno significative italiane. – (4) Ai fini del confronto intertemporale, un intermediario meno significativo di medie dimensioni, diventato nel corso del 2021 una filiazione di gruppo estero significativo a seguito di un'operazione di acquisizione, è stato considerato tra le filiazioni estere di gruppi significativi già a partire da dicembre 2020.

LA RISCHIOSITÀ DELLE IMPRESE BENEFICIARIE DI MISURE DI SOSTEGNO ALLA LIQUIDITÀ¹

Per fare fronte al maggiore fabbisogno di liquidità delle imprese italiane², il Governo ha introdotto una serie di misure di sostegno, tra cui le moratorie sui prestiti alle piccole e medie imprese (PMI) e la possibilità di accedere a finanziamenti garantiti dallo Stato.

I crediti alle imprese non finanziarie che beneficiano di misure pubbliche di sostegno alla liquidità sono oggetto di una specifica evidenza nell'archivio AnaCredit³; queste informazioni

¹ A cura di Davide Moretti e Francesca Rinaldi.

² 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.

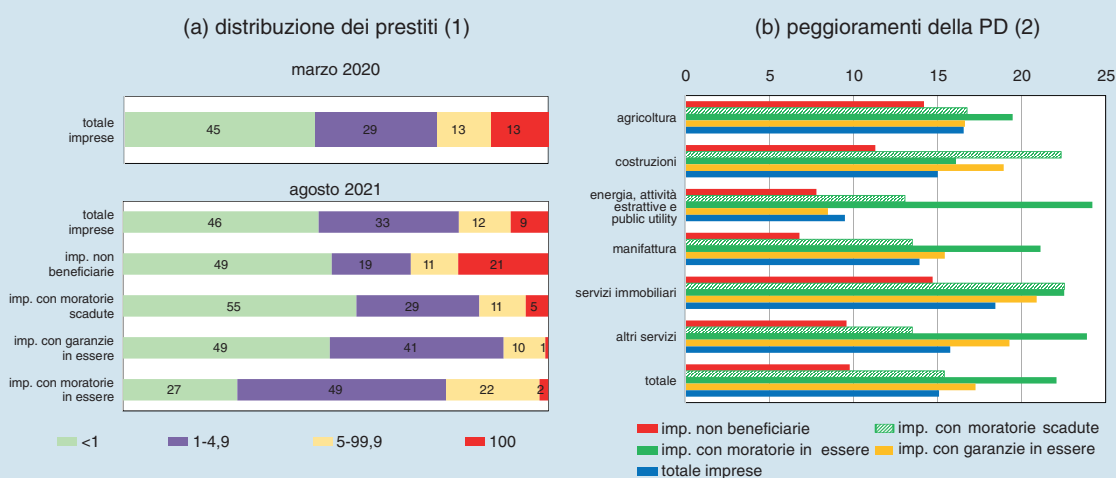
³ Il database AnaCredit contiene le segnalazioni individuali di circa 250 istituzioni creditizie residenti e censisce tutti i rapporti per i quali l'esposizione di una banca verso la singola impresa è pari o superiore a 25.000 euro. Dal giugno 2020 trovano evidenza i finanziamenti assistiti da garanzia pubblica erogati alle imprese per fronteggiare le conseguenze economiche della pandemia, oltre alle moratorie concesse sulle esposizioni già in essere. Tra queste ultime non è tuttavia possibile distinguere le moratorie conformi alle linee guida dell'EBA dalle altre (cfr. Banca d'Italia, *Finanziamenti assistiti da garanzie Covid-19 e finanziamenti oggetto di moratoria. Introduzione nella rilevazione AnaCredit di nuove informazioni*, comunicazione dell'11 giugno 2020).

consentono di analizzare l'andamento della rischiosità delle imprese tra marzo 2020 e agosto 2021, utilizzando la probabilità di default (PD) segnalata dalle banche⁴.

Ad agosto 2021 la quota del credito verso le imprese in default incluse nel campione si è ridotta dal 13 al 9 per cento (figura, pannello a). Tra i prestiti *in bonis* la percentuale di quelli con una probabilità di default media inferiore al 5 per cento è aumentata di 5 punti percentuali rispetto a marzo del 2020, al 79 per cento, grazie anche alla minore rischiosità media dei nuovi prestiti originati nel periodo.

Figura

Rischiosità delle imprese
(valori percentuali sull'ammontare dei prestiti)



Fonte: AnaCredit.

(1) Composizione dell'ammontare dell'importo utilizzato per categoria di impresa e classi di PD. Si classificano i debitori nelle categorie: imprese con moratoria in essere, con moratorie scadute, con garanzie pubbliche che non hanno usufruito di moratorie, non beneficiarie di alcuna misura. Sono state incluse le imprese con una PD segnalata dalle banche che dispongono di modelli interni per la valutazione del rischio di credito. Per le imprese affidate da più banche con modelli interni è stata considerata la media semplice delle PD segnalate dalle diverse banche. Alle imprese con crediti deteriorati e a quelle multi-affidate con esposizioni non deteriorate nei confronti di alcune banche e deteriorate nei confronti di almeno un altro intermediario è stata imputata una PD pari al 100 per cento. – (2) Campione chiuso a livello di relazione banca-impresa in essere sia a marzo 2020 sia ad agosto 2021. I peggioramenti, intesi come passaggi tra le classi di PD, sono i seguenti: da PD minore dell'1 per cento alle altre classi; da PD maggiore o uguale all'1 per cento e minore del 5 per cento a PD maggiore o uguale al 5 per cento; da PD maggiore o uguale al 5 per cento e minore del 100 per cento a PD uguale al 100 per cento.

Tra le imprese che avevano usufruito di misure di sostegno al credito, quelle con almeno una moratoria in essere alla fine di agosto 2021 erano le più rischiose. In particolare la quota di prestiti alle imprese con una probabilità di default maggiore o uguale al 5 per cento era pari al 24 per cento per le beneficiarie di moratorie attive, contro il 16 e l'11 per cento rispettivamente per le aziende con moratorie scadute e per quelle assistite da sole garanzie pubbliche. L'incidenza del credito alle imprese che non avevano usufruito di alcuna misura di sostegno e che erano considerate in default ad agosto 2021 era pari al 21 per cento. Questa quota include le imprese

⁴ Si considera la PD nell'orizzonte temporale di un anno indicata dalle banche che dispongono di modelli interni per la valutazione del rischio di credito ai fini prudenziali. L'informazione è disponibile per circa i tre quarti delle imprese rilevate in AnaCredit, alle quali fa capo più del 90 per cento dell'esposizione complessiva. Sono state definite quattro classi omogenee sulla base dei quantili della distribuzione empirica della PD: inferiore all'1 per cento, tra l'1 e il 5 per cento, tra il 5 e il 100 per cento, uguale al 100 per cento (ossia in default).

che non avevano potuto accedere ad alcuna misura di sostegno in quanto già in default nel marzo 2020.

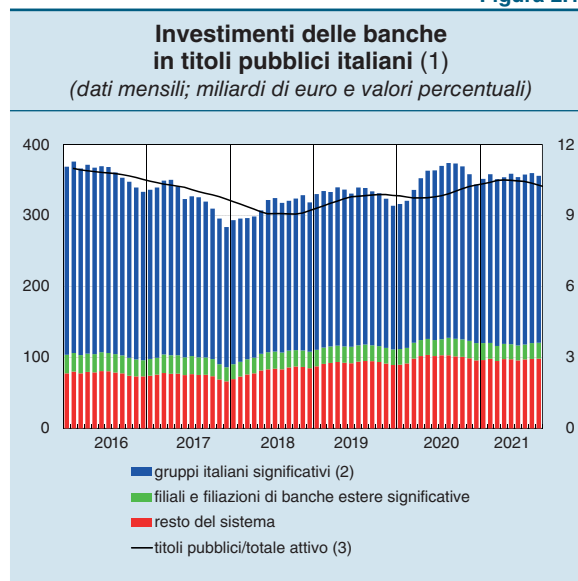
La quota dei prestiti alle imprese caratterizzate da un peggioramento della probabilità di default è stata più elevata per le società con almeno una moratoria in essere ad agosto 2021, rispetto a quelle che avevano beneficiato di altre misure di sostegno al credito (figura, pannello b)⁵. Per tutti i settori il peggioramento è stato superiore al 15 per cento.

⁵ La quota delle imprese che hanno registrato un miglioramento è pari al 9 per cento.

Nel semestre sono aumentati sia i prestiti *in bonis* al settore privato non finanziario classificati come *forborne*, ossia oggetto di misure di concessione⁸ (del 47 per cento, a 33,6 miliardi), sia la loro incidenza sul totale dei crediti *in bonis* (dall'1,5 al 2,2 per cento). Vi ha contribuito per almeno il 40 per cento la riclassificazione di crediti che hanno beneficiato o continuano a beneficiare di moratorie, per i quali l'incidenza della *forbearance* è superiore a quella osservata per la totalità dei crediti *in bonis* verso il settore privato non finanziario.

Tra marzo e settembre l'ammontare dei titoli pubblici sul totale delle attività delle banche è rimasto stabile, al 10 per cento (fig. 2.12). Si è mantenuta invariata anche la quota di titoli pubblici allocata nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato (al 61,9 e al 78,8 per cento rispettivamente per le banche significative e per quelle meno significative); per queste attività un'eventuale variazione dei corsi non si rifletterebbe sul patrimonio di vigilanza.

Figura 2.12



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.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

Da febbraio del 2021 è proseguita, seppure a ritmi più contenuti, la crescita dei depositi bancari di famiglie e imprese (cfr. il par. 1.2). La dinamica ha ulteriormente ridotto il *funding gap*⁹ di circa 1,2 punti percentuali (a -11,8 per cento in settembre, 7 punti in meno rispetto a febbraio del 2020).

⁸ L'art. 47-ter del regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR) definisce la *forbearance* come una misura di concessione (in termini di modifica dei termini e delle condizioni o rifinanziamento totale o parziale di un'obbligazione di debito) da parte di un'istituzione nei confronti di un debitore che sta avendo o potrebbe avere difficoltà nel rispettare i suoi impegni finanziari. Una concessione può comportare per il prestatore una perdita che, se superiore all'1 per cento del valore scontato dei flussi di pagamento attesi, determina la riclassificazione della posizione tra i crediti deteriorati.

⁹ Il *funding gap* è misurato come differenza tra il valore dei prestiti e la raccolta al dettaglio, in percentuale dei prestiti.

A partire da giugno scorso le banche europee sono tenute a rispettare un coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR) di almeno il 100 per cento¹⁰. Alla fine dello stesso mese l'indicatore per le banche italiane era in media al 131 per cento; per nessuna banca risultava inferiore al minimo regolamentare. La provvista stabile disponibile era composta prevalentemente da depositi verso la clientela al dettaglio e da finanziamenti di altri intermediari o banche centrali; il fabbisogno di provvista stabile risultava in larga parte riconducibile ai prestiti.

L'aumento dei depositi e l'abbondante disponibilità di risorse messe a disposizione dall'Eurosistema (tav. 2.4) hanno permesso alle banche di fare limitato ricorso ai mercati obbligazionari all'ingrosso, diversamente da quanto avvenuto per le imprese non finanziarie (cfr. il par. 1.2). Nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno le emissioni nette sono state complessivamente di circa 3 miliardi (fig. 2.13.a), con tassi di interesse storicamente molto bassi (fig. 2.13.b). Entro la fine del 2022 scadrà il 23 per cento del valore delle obbligazioni bancarie in essere, per un importo di circa 57 miliardi.

Tavola 2.4

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

VOCI	Attività		VOCI	Passività	
	Consistenze (quote)	Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)		Consistenze (quote)	Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)
Prestiti a residenti in Italia	41,5	1,5	Depositi da residenti in Italia	43,4	7,9
Titoli di debito (3)	13,9	-4,0	Depositi da non residenti	7,8	-0,7
Attività sull'estero	13,1	4,3	Obbligazioni (8)	5,5	-6,0
Attività verso l'Eurosistema (4)	11,5	95,3	Passività verso l'Eurosistema (4)	12,7	22,1
Attività verso controparti centrali (5)	1,2	-37,6	Passività verso controparti centrali (5)	2,0	-0,2
Azioni e partecipazioni	1,9	7,6	Capitale e riserve	9,1	4,1
Attività verso IFM residenti (6)	9,1	11,2	Passività verso IFM residenti (9)	9,0	10,8
Altre attività (7)	7,8	-6,8	Altre passività (10)	10,5	-9,9

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

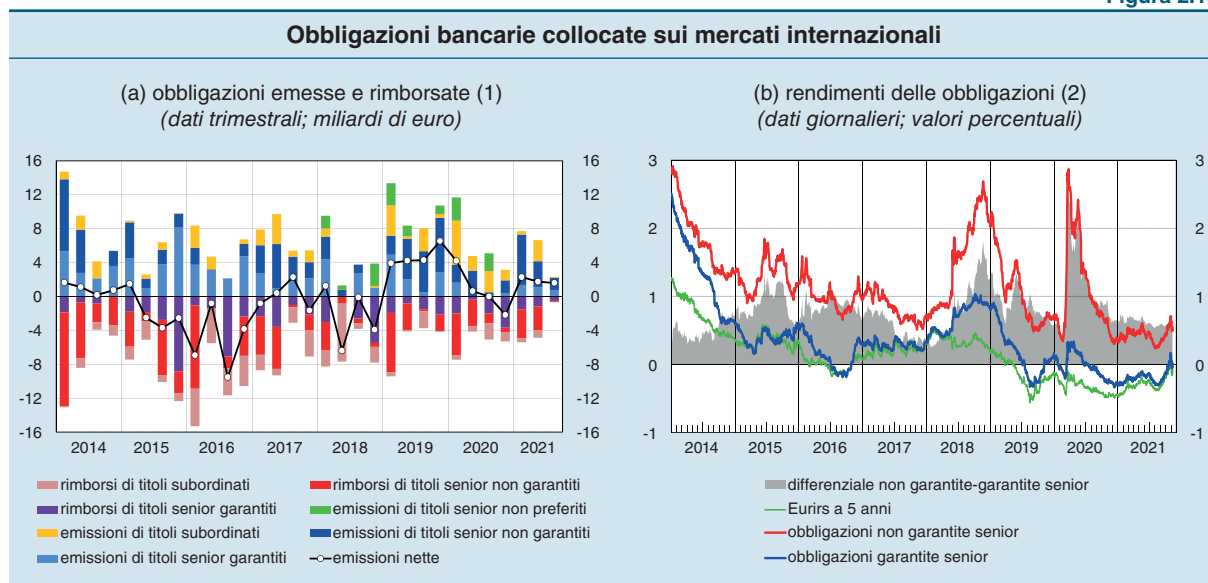
(1) Dati a settembre 2021. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a variazione del cambio per le poste di bilancio espresse in valute diverse dall'euro. – (3) L'aggregato include i titoli di debito dei residenti e i titoli di Stato. Sono escluse le obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (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: cassa, quote di fondi comuni monetari, derivati, beni mobili e immobili, altre voci di minore entità. – (8) L'aggregato non include le obbligazioni detenute da IFM residenti. – (9) Include obbligazioni detenute da IFM residenti e depositi di IFM residenti. – (10) Include i derivati, i depositi oltre i 2 anni di società veicolo e altre voci residuali.

A giugno del 2021, per le banche significative, la media ponderata del 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 (*risk weighted assets*, RWA) si è collocata al 28,3 per cento, rispetto a un requisito medio del 24,2 da soddisfare entro il 2024¹¹; gran parte delle banche significative è già in linea con il requisito minimo.

¹⁰ L'NSFR è dato dal rapporto tra la provvista stabile disponibile (calcolata moltiplicando le passività e i fondi propri dell'ente per coefficienti che riflettono il loro grado di stabilità sull'orizzonte di un anno) e il fabbisogno di provvista stabile (ottenuto moltiplicando le attività e le esposizioni fuori bilancio dell'ente per coefficienti che rispecchiano le loro caratteristiche di liquidità e la durata residua nel medesimo orizzonte temporale). Questo requisito è volto a garantire che le banche dispongano di finanziamenti stabili sufficienti a soddisfare le proprie esigenze di finanziamento su un orizzonte temporale di un anno, in condizioni normali e di stress, come stabilito dal regolamento UE/ 2019/876 (Capital Requirements Regulation 2, CRR2).

¹¹ Il requisito include anche il requisito combinato di riserva di capitale (*combined buffer requirement*, CBR).

Figura 2.13



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 rimasto pressoché stabile e ampiamente superiore al limite regolamentare del 100 per cento, beneficiando dell'ingente liquidità immessa nel sistema bancario dall'Eurosistema (tav. 2.5)¹².

Tavola 2.5

Indicatori di liquidità delle banche italiane (1)
(valori percentuali)

VOCI	LCR (2)	Posizione netta di liquidità a 1 mese (3)	Posizione netta di liquidità a 3 mesi (3)
Banche significative	200,5	21,5	21,4
Banche meno significative	338,0	26,5	26,6
Totale sistema	214,6	24,6	24,6

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni individuali per il resto del sistema.
 (1) Dati a luglio 2021. – (2) L'LCR 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 in rapporto al valore totale delle attività. Per l'insieme di banche significative e meno significative il dato è calcolato come media semplice delle posizioni di liquidità riferite ai singoli intermediari.

Si è osservata una ricomposizione delle attività liquide di elevata qualità: è diminuita l'incidenza dei titoli di Stato (dal 36 al 30 per cento) a favore di un aumento della liquidità detenuta sotto forma di riserve di banca centrale (dal 57 al 63 per cento). L'evoluzione è stata favorita dall'incremento del

¹² Il maggior valore dell'indicatore di liquidità per le banche meno significative rispetto a quelle significative è attribuibile alla quota più elevata di attivo investita in titoli di Stato che, a loro volta, sono computati per intero tra le attività prontamente liquidabili.

finanziamento netto con operazioni repo che hanno utilizzato i titoli di Stato come garanzia (cfr. il par. 2.1).

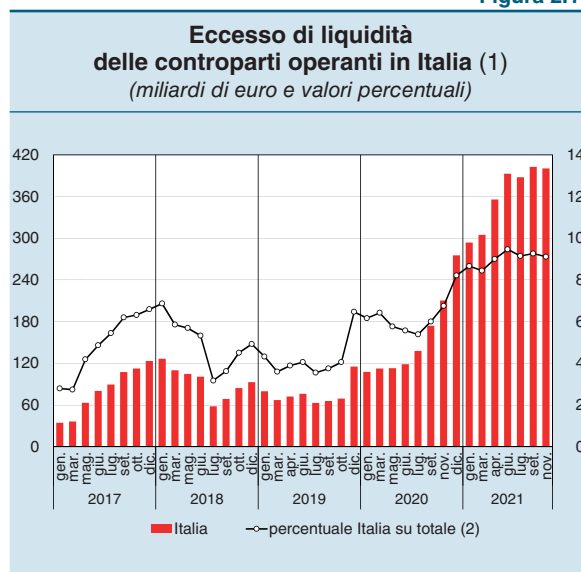
La liquidità in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria depositata presso la Banca d'Italia ha continuato a crescere ed è stata in media di 400 miliardi nel periodo di mantenimento terminato in novembre (95 miliardi in più nel confronto con marzo; fig. 2.14); si tratta di un valore molto superiore alla quota esclusa dal pagamento dei tassi negativi (112 miliardi)¹³. Il costo associato alla liquidità in eccesso detenuta dagli intermediari italiani è quantificabile in 280 milioni nel 2020 e in 1,1 miliardi tra gennaio e novembre di quest'anno.

Tra marzo e settembre l'ammontare del rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia è rimasto pressoché invariato, a 449 miliardi. I tassi favorevoli applicati alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO 3) – in particolare nel periodo compreso tra giugno del 2020 e giugno del 2022 e nel caso in cui i prestiti siano almeno uguali al livello di riferimento – consentono un risparmio rispetto a fonti alternative di finanziamento e compensano ampiamente il costo associato alla liquidità in eccesso depositata presso la Banca d'Italia. Secondo nostre stime il risparmio sarebbe ammontato a circa 2 miliardi nel 2020 e a oltre 2,5 miliardi tra gennaio e settembre di quest'anno.

In corrispondenza della stabilità del ricorso al rifinanziamento, la crescita delle attività conferite come garanzia nelle operazioni presso l'Eurosistema è diminuita, dopo la rapida accelerazione iniziata a marzo del 2020 in seguito agli interventi straordinari di allentamento dei requisiti di idoneità e delle regole per il controllo dei rischi, adottati in risposta all'emergenza pandemica. Tra marzo e settembre di quest'anno il collaterale stanziato è aumentato del 2 per cento, a 507 miliardi (fig. 2.15.a); è rimasta stabile la sua composizione (fig. 2.15.b). Complessivamente l'incidenza delle attività utilizzate come garanzia sul totale (*asset encumbrance*) è salita al 30,6 per cento (dal 28,0 di fine 2020).

Il volume delle attività che possono essere impegnate a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema rimane ampio, nonostante un'ulteriore riduzione della componente titoli di 30 miliardi rispetto al marzo 2021. Le banche italiane disponevano a settembre di circa 215 miliardi di titoli stanziabili al di fuori del *collateral pool* (fig. 2.15.c), costituiti per l'85 per cento da titoli di Stato.

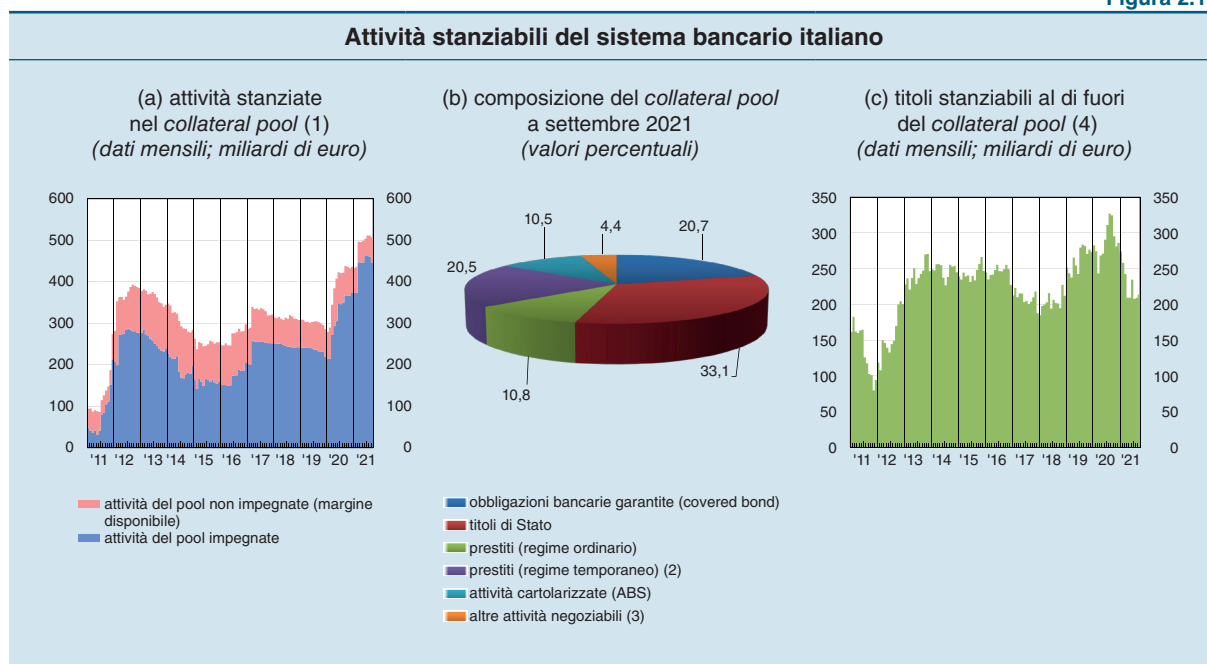
Figura 2.14



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

(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.

¹³ Sulla base del sistema di remunerazione a due livelli (*two-tier system*), introdotto dalla Banca centrale europea a ottobre del 2019, parte delle riserve in eccesso, calcolata come sei volte il requisito di riserva obbligatoria minima per ciascuna banca, è esentata dal pagamento del tasso negativo della *deposit facility* (attualmente pari a -0,50 per cento). Per i dettagli riguardanti le modalità operative del sistema a due livelli, cfr. BCE, *ECB introduces two-tier system for remunerating excess liquidity holdings*, comunicato stampa del 12 settembre 2019.



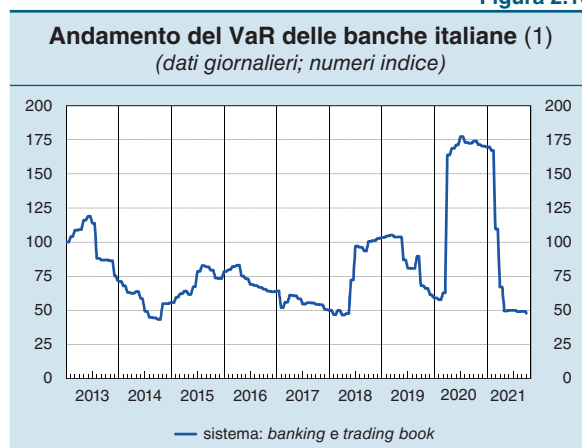
Fonte: elaborazioni su dati Eurosystem e su segnalazioni di vigilanza.
 (1) Dati di fine periodo riferiti alle controparti di politica monetaria della Banca d'Italia. L'ammontare delle attività impegnate presso l'Eurosystem comprende la parte a copertura degli interessi maturati e del rifinanziamento in dollari. Il collateral pool è valutato ai prezzi rilevati dal Common Eurosystem Pricing Hub, al netto degli scarti di garanzia (haircuts). – (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'Eurosystem, sono stabiliti dalle singole banche centrali nazionali nell'ambito di regole definite dal Consiglio direttivo della BCE. – (3) La categoria include le obbligazioni bancarie anche con garanzia dello Stato, titoli di società non finanziarie e sovranazionali. – (4) Dati di fine periodo riferiti all'intero sistema bancario, escluse Cassa di Risparmio di Roma e Poste Italiane. Gli importi sono espressi al valore di mercato segnalato dalle banche, al netto degli haircuts applicati dall'Eurosystem.

I rischi di mercato e di tasso di interesse

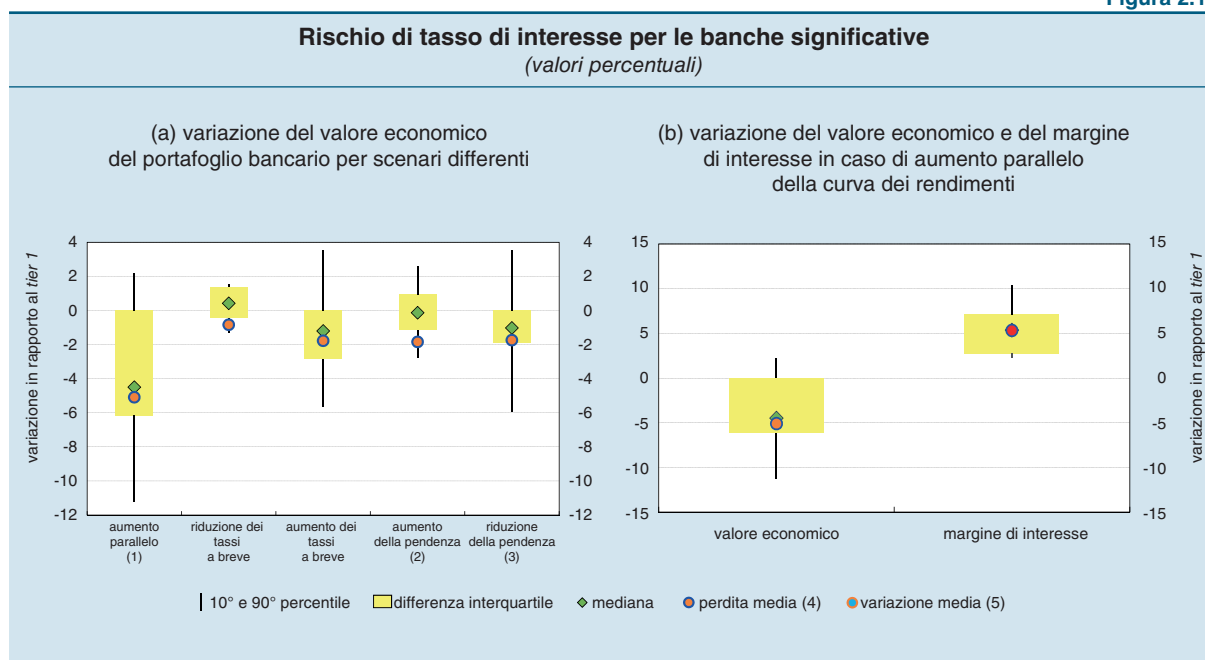
Nostre stime indicano che a partire dal secondo trimestre del 2021 il Value at Risk (VaR) relativo all'intero portafoglio titoli è tornato sui livelli precedenti l'inizio della pandemia (fig. 2.16). La diminuzione è attribuibile al calo della volatilità degli spread creditizi e, in misura minore, dei tassi di interesse. Il contributo al rischio riconducibile alle azioni e ai tassi di cambio è nel complesso contenuto.

Simulazioni basate sulla situazione patrimoniale delle banche e sui titoli di Stato in portafoglio valutati al fair value alla fine di settembre mostrano che un innalzamento di 100 punti base dell'intera curva dei rendimenti governativi ridurrebbe mediamente il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (common equity tier 1 ratio, CET1 ratio) di 21 punti base (18 per le banche significative, 37 per quelle meno

Figura 2.16



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli, Matrice dei conti e Refinitiv.
 (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 sulle consistenze e sulle 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.



Fonte: dati *Short Term Exercise* al 30 giugno 2021 relativi a 11 gruppi bancari significativi.

(1) Aumento di 200 punti base su tutta la curva dei rendimenti privi di rischio. – (2) Riduzione dei tassi a breve e aumento dei tassi a lunga scadenza. – (3) Aumento dei tassi a breve scadenza e riduzione dei tassi a lunga scadenza. – (4) Media delle variazioni del valore economico, ponderata per il *tier 1*, calcolata considerando solo le banche con variazioni negative in ciascuno degli scenari. – (5) Media delle variazioni del margine di interesse ponderata per il *tier 1*.

significative)¹⁴. L'impatto è superiore a quello stimato a gennaio di quest'anno (18 punti base), principalmente per effetto dell'aumento della durata finanziaria dei titoli detenuti.

L'esposizione delle banche significative al rischio di tasso di interesse si mantiene nel complesso contenuta e inferiore alle soglie stabilite dalle linee guida dell'EBA¹⁵. Sulla base dei dati relativi al mese di giugno, le riduzioni medie ponderate del valore del portafoglio bancario¹⁶ sarebbero comprese tra lo 0,8 e il 5,1 per cento del capitale di classe 1 (*tier 1*; fig. 2.17.a), a seconda degli scenari indicati dalle linee guida dell'EBA sull'evoluzione dei tassi di interesse privi di rischio. La perdita maggiore si registrerebbe nella circostanza, attualmente poco probabile, di un innalzamento di 200 punti base dell'intera curva dei rendimenti. L'effetto di quest'ultimo scenario sul margine di interesse sarebbe peraltro positivo per tutte le banche significative (fig. 2.17.b).

¹⁴ 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. Sono invece considerati gli effetti di natura fiscale che riducono l'impatto di circa 6 punti base.

¹⁵ 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).

¹⁶ La riduzione media è calcolata considerando solo le banche che registrerebbero riduzioni del valore del portafoglio bancario.

Il patrimonio e la redditività

A giugno l'adeguatezza patrimoniale delle banche italiane era lievemente inferiore a quella della fine del 2020. Il *CET1 ratio* dell'intero sistema¹⁷ era mediamente pari al 15,2 per cento delle attività ponderate per il rischio, in diminuzione di circa 20 punti base.

La contrazione ha riguardato sia le banche significative sia, in misura più accentuata, quelle meno significative (rispettivamente 12 e 46 punti base, al 15,4 e al 17,6 per cento)¹⁸. Per le banche significative la flessione è derivata principalmente dalla graduale sospensione delle misure transitorie connesse con l'entrata in vigore del principio contabile IFRS 9. Per le banche meno significative la riduzione del *CET1 ratio* è quasi interamente ascrivibile a operazioni non ricorrenti poste in essere da due intermediari¹⁹.

Nel primo semestre 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 è leggermente aumentato, a 20 punti base. Il rapporto di leva finanziaria (*leverage ratio*), che misura l'adeguatezza del capitale rispetto alle attività non ponderate per il rischio, si conferma migliore per gli intermediari italiani (6,4 contro 5,9 per cento)²⁰.

Il venire meno delle raccomandazioni che ponevano limiti alla distribuzione dei dividendi da parte delle banche potrebbe determinare un'ulteriore flessione dei livelli di patrimonializzazione in caso di distribuzioni straordinarie²¹. Sulla base del confronto con gli intermediari in merito alle politiche distributive, si stima che la riduzione del *CET1 ratio* sarà contenuta. Il livello di patrimonializzazione è risultato in grado di sostenere gli impatti connessi con il materializzarsi di eventi macroeconomici avversi (cfr. il riquadro: *Gli stress test sulle banche italiane meno significative e le altre misure di supervisione*).

GLI STRESS TEST SULLE BANCHE ITALIANE MENO SIGNIFICATIVE E LE ALTRE MISURE DI SUPERVISIONE¹

La Banca d'Italia ha recentemente condotto un esercizio di stress test sulle banche italiane meno significative (*Less Significant Institutions*, LSI); il campione considerato ha incluso 118 intermediari (di cui 92 con operatività tradizionale), rappresentativi dell'11 per cento dell'attivo totale del sistema bancario².

¹ A cura di Gennaro Pezzullo e Teresa Colarossi.

² Sono state escluse le banche impegnate in una rilevante revisione del modello di business, in processi di variazione dell'assetto societario o in amministrazione straordinaria, corrispondenti complessivamente allo 0,1 per cento del totale attivo del sistema.

¹⁷ Il dato riferito al sistema bancario comprende anche le banche filiazioni di gruppi SSM non italiani – che rappresentano circa l'11 per cento del totale degli attivi – per le quali il *CET1 ratio* era pari al 12 per cento.

¹⁸ Ai fini del confronto intertemporale, un intermediario meno significativo di medie dimensioni, diventato nel corso del 2021 una filiazione di un gruppo estero SSM a seguito di un'operazione di acquisizione, è stato considerato tra le filiazioni di gruppi SSM già a partire dal dicembre 2020.

¹⁹ In particolare si fa riferimento a un'operazione di aggregazione e alla decisione di un intermediario di distribuire dividendi a valere sulle riserve pregresse.

²⁰ Il requisito di leva finanziaria è entrato in vigore lo scorso mese di giugno nella misura minima del 3 per cento.

²¹ Lo scorso luglio la BCE e la Banca d'Italia hanno comunicato che, allo scadere delle raccomandazioni (ossia dal mese di ottobre), sarebbero tornate a valutare l'adeguatezza dei presidi di capitale, nonché i piani di distribuzione dei dividendi e di riacquisto di azioni da parte delle banche nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP).

L'esercizio, che l'Istituto svolge nell'ambito delle ordinarie attività di supervisione, è volto a valutare la resilienza delle banche a fronte di eventi macroeconomici avversi e, analogamente a quello condotto in sede europea sugli intermediari di maggiore dimensione, non determina in automatico l'adozione di misure di vigilanza. I risultati sono utilizzati nell'ambito del processo SREP per diverse finalità: (a) verifica del profilo di adeguatezza patrimoniale e quantificazione degli orientamenti di capitale di secondo pilastro (*Pillar 2 Guidance*, P2G); (b) contributo alla valutazione dell'eventuale necessità di attivare misure di intervento precoce; (c) valutazione del grado di prudenza delle politiche di distribuzione dei dividendi. La metodologia utilizza le basi informative a disposizione della Vigilanza senza il diretto coinvolgimento degli intermediari (esercizio top down) e fa riferimento ai medesimi scenari macroeconomici, di base e avverso, adottati nello stress test sulle maggiori banche europee coordinato dall'EBA e dalla BCE³.

I risultati aggregati mostrano che le banche del campione hanno in media un'adeguata capacità di tenuta anche nello scenario avverso. Il *CET1 ratio* a regime (capitale *fully loaded*) al termine dei due anni considerati nell'esercizio scenderebbe in media di 3,7 punti percentuali, al 13,7 per cento; gli impatti maggiori derivano dal rischio di credito. Nel complesso i risultati sono in linea con quelli conseguiti dalle banche significative italiane nello stress test condotto congiuntamente dall'EBA e dalla BCE: per le sole banche con operatività tradizionale e con riferimento a un orizzonte triennale, la riduzione del *CET1 ratio* sarebbe infatti del 6,3 per cento (5,6 per le banche italiane coinvolte nello stress test europeo). Gli intermediari che presenterebbero nello scenario avverso un capitale inferiore al requisito minimo di primo e secondo pilastro o che non rispetterebbero il capitale minimo necessario ai fini del mantenimento della licenza bancaria sono già da tempo all'attenzione della Banca d'Italia⁴.

I risultati dello stress test costituiscono solo uno degli strumenti che la supervisione utilizza per valutare il profilo di rischio complessivo degli intermediari; elevata attenzione è rivolta da tempo anche all'adeguatezza degli assetti di governance. L'esperienza mostra infatti come la presenza di solidi assetti di governo societario, un'adeguata composizione degli organi di amministrazione e controllo e un'elevata qualità degli esponenti aziendali rappresentino fattori chiave per assicurare lo sviluppo equilibrato e sostenibile delle banche. Recentemente la Banca d'Italia, oltre ad avere rivisto le disposizioni normative in materia⁵, ha avviato una specifica indagine sulle LSI, facendo ricorso a un'ampia gamma di strumenti (interviste agli esponenti, analisi dei verbali delle riunioni, studio della composizione qualitativa dei consigli e delle relazioni tra caratteristiche del governo societario e performance aziendale)⁶. Anche in questo caso i risultati dell'indagine saranno integrati nell'ordinaria azione di vigilanza sulle singole banche e potranno dare luogo a specifici interventi. Al termine dei lavori saranno identificate le migliori pratiche di governance che potranno rappresentare una base per eventuali raccomandazioni al sistema bancario nel suo insieme.

³ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito dell'EBA: *EU-wide stress testing* e, in particolare, *2021 EU-wide stress test. Methodological note e Macro-financial scenario for the 2021 EU-wide banking sector stress test*.

⁴ Le banche con capitale inferiore al requisito minimo di primo e di secondo pilastro sarebbero 12; quelle che alla fine dell'esercizio non rispetterebbero il capitale minimo necessario ai fini del mantenimento della licenza bancaria risulterebbero 4. La carenza complessiva di capitale di migliore qualità (CET1) sarebbe per queste banche pari a l'1,2 per cento del CET1 di tutte le LSI.

⁵ Per ulteriori informazioni, cfr. il 36° aggiornamento della circolare della Banca d'Italia 285/2013 (Disposizioni di vigilanza per le banche).

⁶ L'indagine riguarda tutte le LSI; la fase che comprende l'analisi dei verbali e le interviste è circoscritta a un campione rappresentativo (pari a oltre il 50 per cento del sistema delle LSI in termini di totale attivo).

Nel primo semestre del 2021 la redditività delle banche italiane è sensibilmente aumentata rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno. Il ROE, al netto delle componenti straordinarie, è salito dal 2,9 all'8,9 per cento (fig. 2.18).

La riduzione delle rettifiche di valore su crediti – molto elevate nel 2020 principalmente per effetto della riclassificazione di una quota significativa di prestiti *in bonis* nello stadio 2 dell'IFRS 9 – ha contribuito in misura rilevante al miglioramento della redditività, determinando un incremento del ROE di 3,7 punti percentuali. La diminuzione delle rettifiche ha interessato gli stessi intermediari che avevano svalutato in misura più consistente i prestiti nel primo semestre dello scorso anno.

Il margine di intermediazione è salito del 7,9 per cento. Le commissioni nette sono aumentate del 13,5 per cento rispetto al primo semestre del 2020, quando i volumi intermediati avevano risentito degli effetti delle misure di contenimento della pandemia, e di oltre l'8 per cento rispetto allo stesso periodo del 2019. È cresciuto anche il contributo degli altri ricavi (18,2 per cento), in particolare quelli derivanti dall'attività di negoziazione e dalla cessione di attività finanziarie valutate al *fair value*; l'incremento ha avuto luogo in prevalenza nei primi tre mesi dell'anno.

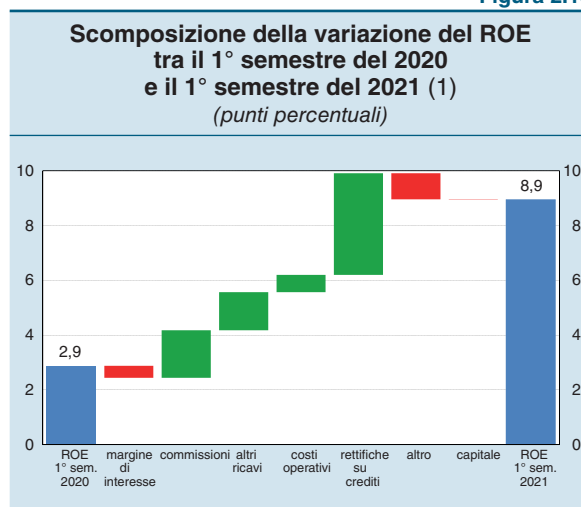
Il margine di interesse ha invece contribuito negativamente alla variazione del ROE, riducendosi del 2,5 per cento, sebbene in parziale recupero nel secondo trimestre; l'ampliamento dei volumi di credito è stato più che compensato dalla diminuzione dei tassi attivi sui prestiti e sui titoli. Il costo della raccolta è sceso per effetto dell'apporto positivo delle operazioni TLTRO e della riduzione dei tassi passivi sui depositi e sui titoli di debito in circolazione.

Anche il calo dei costi operativi (2,5 per cento) ha contribuito al miglioramento del ROE, grazie al venire meno di oneri non ricorrenti relativi all'interruzione anticipata del rapporto di lavoro contabilizzati lo scorso anno da alcuni dei maggiori intermediari.

La natura eccezionale di alcuni degli andamenti descritti induce a ritenere che la redditività complessiva del 2021 possa essere più contenuta di quella relativa al primo semestre; il ROE atteso dagli analisti per le banche quotate italiane è attualmente pari al 5,9 per cento (7,2 per le principali banche quotate europee).

Oltre ai tradizionali rischi per i bilanci degli intermediari finanziari, negli ultimi anni è fortemente aumentata da parte degli organismi di regolamentazione e di supervisione l'attenzione ai rischi derivanti dalle minacce cibernetiche e dall'esternalizzazione di servizi (cfr. i riquadri: *Il contrasto alla minaccia cibernetica per gli intermediari vigilati: evidenze per l'Italia e L'esternalizzazione di servizi nel sistema finanziario italiano*). La diffusione di nuove tecnologie all'interno del sistema finanziario, accelerata dalla pandemia, sta facendo emergere non solo opportunità di innovazione, benefici in termini di efficienza e capacità di competere sul mercato, ma anche rischi connessi a frodi e attacchi informatici; nel contempo, il numero significativo di istituzioni finanziarie che ricevono servizi critici da terze parti accresce la possibilità che l'interruzione dei servizi da parte

Figura 2.18



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Le variazioni sono riportate in rapporto al capitale proprio e alle riserve e contribuiscono positivamente (barra in verde) o negativamente (barra in rosso) al ROE di partenza del 2020, determinando il valore finale del ROE del 2021.

di uno o più fornitori possa compromettere la continuità operativa delle istituzioni finanziarie e la stabilità del sistema finanziario. La consapevolezza dei nuovi rischi da parte degli intermediari nonché la loro integrazione nei sistemi di governo e controllo sono fondamentali per attenuare sia possibili effetti negativi sull'operatività e sulla continuità e integrità dei servizi offerti alla clientela, sia ricadute sulla fiducia e sulla stabilità finanziaria²².

IL CONTRASTO ALLA MINACCIA CIBERNETICA PER GLI INTERMEDIARI VIGILATI: EVIDENZE PER L'ITALIA¹

La crescente digitalizzazione dei servizi finanziari, l'introduzione di nuovi modelli di business basati sull'innovazione tecnologica, la diffusione delle modalità di lavoro da remoto, unitamente all'aumento dei crimini informatici e al continuo affinamento delle tecniche di attacco, stanno incrementando l'esposizione degli intermediari finanziari al rischio cyber².

Le rilevazioni condotte a livello europeo confermano la notevole crescita del numero di attacchi cibernetici negli ultimi anni³. Con riferimento all'Italia, nel 2020 sono stati segnalati 15 gravi incidenti di sicurezza informatica connessi con attacchi cyber, in aumento del 50 per cento rispetto all'anno precedente (figura A)⁴. Il dato è in linea con quello della BCE riferito a tutte le banche significative dell'SSM, per le quali nel 2020 gli attacchi cyber sono cresciuti del 54 per cento rispetto al 2019⁵.

Sia nel 2020 sia negli anni precedenti gli eventi di tipo malevolo notificati hanno interessato solo le banche (soprattutto quelle di maggiore dimensione). Si è trattato prevalentemente di attacchi alla disponibilità dei servizi offerti alla clientela (cosiddetti attacchi DoS)⁶ e di accessi non autorizzati ai sistemi degli intermediari (figura B). Gli incidenti rilevati hanno avuto in generale conseguenze limitate (al massimo poche ore di interruzione dei servizi, accessi non autorizzati senza diffusione di dati o con diffusione di dati di modesta rilevanza). In un contesto di crescita del rischio cyber, il sistema bancario si presenta maggiormente attrezzato rispetto ad altri settori nel fronteggiare le minacce, in quanto da anni sottoposto a regolamentazione e supervisione sui rischi tecnologici.

La Banca d'Italia partecipa nelle sedi internazionali al processo di definizione di standard di sicurezza comuni per gli intermediari finanziari; collabora a livello nazionale con il Ministero dell'Economia e delle finanze e con le altre autorità nel contrasto ai crimini cibernetici per gli

¹ A cura di Benedetto Andrea De Vendictis.

² In questo riquadro il termine cyber è utilizzato con riferimento ai rischi derivanti da attività malevola che colpisce le risorse informatiche degli intermediari finanziari.

³ Al riguardo, cfr. European Union Agency for Cybersecurity (ENISA), *ENISA threat landscape 2020: cyber attacks becoming more sophisticated, targeted, widespread and undetected*, 20 ottobre 2020 e BCE, *IT and cyber risk: a constant challenge*, 18 agosto 2021.

⁴ I dati relativi alle banche italiane sono raccolti dalla Banca d'Italia attraverso la segnalazione dei gravi incidenti di sicurezza informatica prevista dalle disposizioni di vigilanza (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Rilevazioni su specifiche tematiche di vigilanza*).

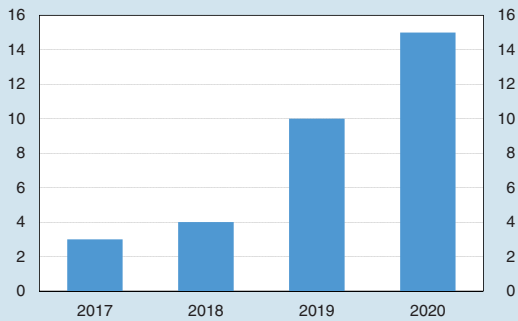
⁵ BCE, *IT and cyber risk: a constant challenge*, 18 agosto 2021.

⁶ DoS abbrevia l'espressione *denial of service* che in italiano significa letteralmente "negazione del servizio"; nel campo della sicurezza informatica indica un malfunzionamento dovuto a un attacco informatico con cui si fanno esaurire deliberatamente le risorse di un sistema informatico che fornisce un servizio ai clienti, ad esempio un sito internet.

²² ESRB, *Systemic cyber risk*, febbraio 2020 e FSB, *Third-party dependencies in cloud services: considerations on financial stability implications*, 9 dicembre 2019.

Figura A

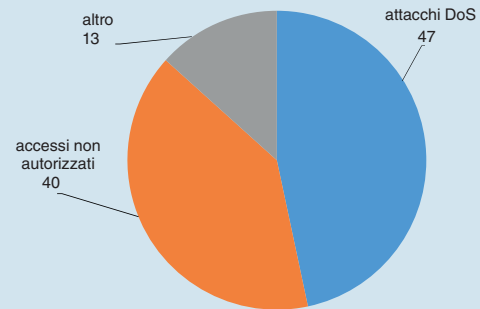
Evoluzione degli incidenti cyber segnalati
(unità)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Figura B

Incidenti cyber segnalati nel 2020 per tipologia
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

aspetti di propria competenza; supporta azioni di cooperazione in ambito pubblico e privato per rafforzare il contrasto dei fenomeni criminali⁷.

L'azione di presidio dei rischi informatici si esplica, come per gli altri rischi di natura prudenziale, con la previsione di specifiche misure regolamentari⁸ ispirate ai migliori standard internazionali e un'attività di controllo sia a distanza⁹ sia di tipo ispettivo. Negli ultimi anni questa attività ha coinvolto anche alcuni fornitori di servizi tecnologici che rivestono un ruolo critico per il sistema bancario italiano, in ragione della numerosità degli intermediari serviti e della tipologia di servizi offerti.

L'ampiezza della minaccia cibernetica richiede un'azione coordinata da parte delle autorità nazionali e internazionali. In Europa la Commissione europea ha predisposto un pacchetto di misure sulla resilienza operativa digitale per il settore finanziario (Digital Operational Resilience Act, DORA), attualmente in fase di consultazione, che intende applicare agli operatori del settore requisiti normativi armonizzati in materia di gestione del rischio cibernetico, notifica di incidenti rilevanti, previsioni relative all'esternalizzazione di servizi informatici e attività di test. In ambito G20 l'azione del Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) mira alla convergenza internazionale degli schemi segnaletici relativi agli incidenti cyber¹⁰.

⁷ Si fa riferimento in particolare alle attività del *Computer Emergency Response Team* del settore finanziario italiano (CERTFin).

⁸ Per ulteriori dettagli, cfr. la circolare della Banca d'Italia 285/2013 per le banche e le disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica.

⁹ La valutazione dei rischi di sicurezza informatica, compresi quelli cibernetici, viene svolta dalla Banca d'Italia sulla base della documentazione periodicamente prodotta dagli intermediari (piani strategici, relazioni sui rischi operativi e di sicurezza nell'ambito dei servizi di pagamento, indagini periodiche, esercizi di autovalutazione). Approfondimenti specifici vengono condotti nella fase di autorizzazione all'esercizio dell'attività degli intermediari e in occasione di eventi di particolare rilevanza (ad es. l'esternalizzazione dei sistemi informativi).

¹⁰ FSB, *Cyber incident reporting: existing approaches and next steps for broader convergence*, 19 ottobre 2021.

L'ESTERNALIZZAZIONE DI SERVIZI NEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO¹

L'esternalizzazione di funzioni, in particolare nel settore informatico, e il fenomeno più generale della dipendenza da terze parti sono da tempo oggetto di attenzione da parte degli organismi internazionali per le possibili implicazioni ai fini della stabilità finanziaria².

Nel secondo semestre del 2020 la Banca d'Italia ha svolto una rilevazione allo scopo di migliorare la conoscenza dell'industria dei fornitori, valutare i presidi adottati dagli intermediari che ricorrono all'esternalizzazione e verificare l'eventuale presenza di fenomeni di concentrazione nell'offerta dei servizi. La rilevazione, che ha coinvolto l'intero sistema bancario e finanziario italiano, ha interessato 866 intermediari³ e censito 2.524 fornitori di servizi e 1.018 subfornitori.

Le attività esternalizzate sono state classificate in 9 categorie principali⁴, all'interno delle quali sono state individuate sottocategorie per specificare la tipologia di servizio prestato. Le funzioni più frequentemente esternalizzate (in termini di numerosità dei contratti) si riferiscono ai seguenti servizi e attività:

- servizi amministrativi e adempimenti di vigilanza (oltre il 18 per cento delle attività esternalizzate): all'interno di questa categoria nel 60 per cento dei casi le esternalizzazioni si concentrano sulle attività di archiviazione, di *back office* e su quelle relative alle segnalazioni di vigilanza, inclusa la Centrale dei rischi;
- sistemi informativi (17 per cento), caratterizzati nel 17 per cento dei casi dal ricorso a una fornitura completa;
- attività relative al credito (13 per cento), tra le quali la più frequentemente esternalizzata è quella di recupero crediti (29 per cento);
- categoria residuale "altro" (17 per cento), all'interno della quale assumono particolare importanza i servizi di trattamento del contante (18 per cento) e la gestione delle informazioni per i profili dell'antiriciclaggio (21 per cento).

Per valutare il grado di concentrazione dell'offerta di servizi sono state estratte graduatorie dei fornitori e dei subfornitori, in base sia al numero di controparti servite sia alla somma dei margini di intermediazione di queste ultime (in modo da tenere conto della loro rilevanza). È stata osservata la presenza di fornitori significativi soprattutto nei servizi informatici, di pagamento, di recupero crediti

¹ A cura di Caterina Giustozzi e Diego Ruggeri.

² In particolare, nell'ambito dell'FSB e del Comitato di Basilea sono in corso riflessioni sul fenomeno della concentrazione dei fornitori di servizi, soprattutto informatici, per le connesse possibili implicazioni sistemiche (cfr. FSB, *Third-party dependencies in cloud services: considerations on financial stability implications*, 9 dicembre 2019; FSB, *Regulatory and supervisory issues relating to outsourcing and third-party relationships. Discussion paper*, 9 novembre 2020 e relative risposte pubbliche del 22 gennaio 2021; Comitato di Basilea, *Consultative document. Principles for operational resilience*, agosto 2020; Comitato di Basilea, *Principles for operational resilience*, marzo 2021). A livello europeo l'EBA ha emanato nel 2019 nuove linee guida in materia (*Guidelines on outsourcing arrangements*). Inoltre specifiche previsioni sui presidi da adottare per gestire i rischi derivanti dal ricorso a terze parti per la prestazione dei servizi informatici anche in regime di esternalizzazione sono contenute nel pacchetto DORA, per il quale la Commissione europea ha avviato una consultazione. Nel maggio 2021 l'ESMA ha inoltre pubblicato gli *Orientamenti in materia di esternalizzazione a fornitori di servizi cloud*.

³ In particolare 396 banche e gruppi bancari (anche significativi), 60 società di intermediazione mobiliare (SIM), 168 gestori di fondi, 202 intermediari finanziari e 40 istituti di pagamento e di moneta elettronica.

⁴ Credito e cartolarizzazioni, servizi di pagamento, gestione collettiva del risparmio, servizi e attività di investimento, funzioni aziendali di controllo, sistema informativo, servizi amministrativi e adempimenti di vigilanza, rapporti con la clientela, altre attività (ad es. tesoreria, privacy, trattamento del contante, risorse umane).

e di trattamento del contante (figura). L'analisi ha messo in evidenza quanto segue.

a) Nei servizi informatici, in base al criterio del numero delle controparti, sono stati individuati fornitori che operano a favore sia dei gruppi bancari cooperativi e dei consorzi bancari di cui sono emanazione, sia di intermediari "terzi" diversi da banche. La graduatoria basata sul criterio del margine di intermediazione ha fatto emergere anche fornitori indipendenti che prestano i propri servizi a un numero inferiore di controparti, ma comunque di grandi dimensioni. I principali tre fornitori per numero di controparti servono il 40 per cento del totale degli intermediari; ai tre più rilevanti per margine di intermediazione fa capo il 77 per cento del margine complessivo⁵.

b) I servizi e le piattaforme di pagamento includono tra i fornitori rilevanti sia soggetti che rappresentano iniziative consortili bancarie, sia soggetti con proprietà indipendente. I principali tre fornitori per numero di controparti soddisfano le richieste del 73 per cento del totale degli intermediari; ai tre più rilevanti per margine di intermediazione corrisponde l'84 per cento del margine totale.

c) Nell'ambito del recupero crediti tra i principali fornitori figurano soggetti indipendenti che operano per conto di banche e di altri intermediari finanziari. I principali tre fornitori per numero di controparti prestano la loro attività al 41 per cento del totale degli intermediari; ai tre più rilevanti per margine di intermediazione fa capo l'87 per cento del margine complessivo.

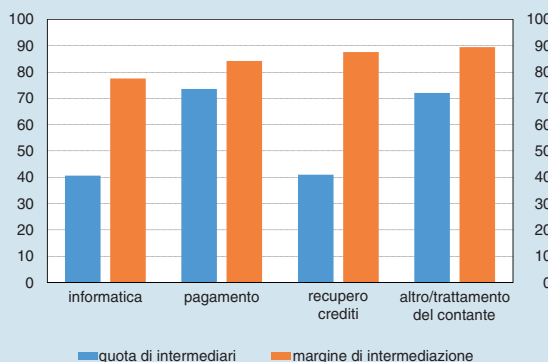
d) Il trattamento del contante è riconducibile a pochi gruppi. I principali tre fornitori per numero di controparti offrono questa attività al 72 per cento degli intermediari; ai tre più rilevanti per margine di intermediazione corrisponde l'89 per cento del margine totale.

Per mantenere un quadro aggiornato dei contratti in essere e delle relazioni tra i provider e il sistema bancario e finanziario, è in corso un progetto per la realizzazione di una segnalazione anagrafica periodica sui fornitori di servizi da parte degli intermediari. La Banca d'Italia è impegnata nell'azione di rafforzamento delle metodologie e degli strumenti di vigilanza sul fenomeno dell'esternalizzazione; vi rientrano l'elaborazione di criteri utili a identificare le situazioni di concentrazione dei fornitori che possono avere un impatto sul sistema finanziario, nonché l'individuazione delle possibili misure da adottare per mitigare i rischi di concentrazione. In ogni caso gli intermediari che ricorrono all'esternalizzazione di funzioni aziendali sono chiamati a mantenere la responsabilità sulle attività affidate in outsourcing e la capacità di controllo delle stesse; devono inoltre conservare le competenze tecniche e gestionali essenziali per trasferire nuovamente all'interno, in caso di necessità, le attività e i servizi affidati in precedenza a fornitori esterni.

⁵ Per "principali tre fornitori" si intendono quelli che, nel complesso, prestano servizi per il maggior numero di intermediari, oppure quelli per i quali la somma del margine di intermediazione risulta più elevata.

Figura

Quota e margine di intermediazione degli intermediari che si avvalgono dei principali 3 fornitori (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.
(1) Per la definizione dei principali 3 fornitori, cfr. la nota 5.

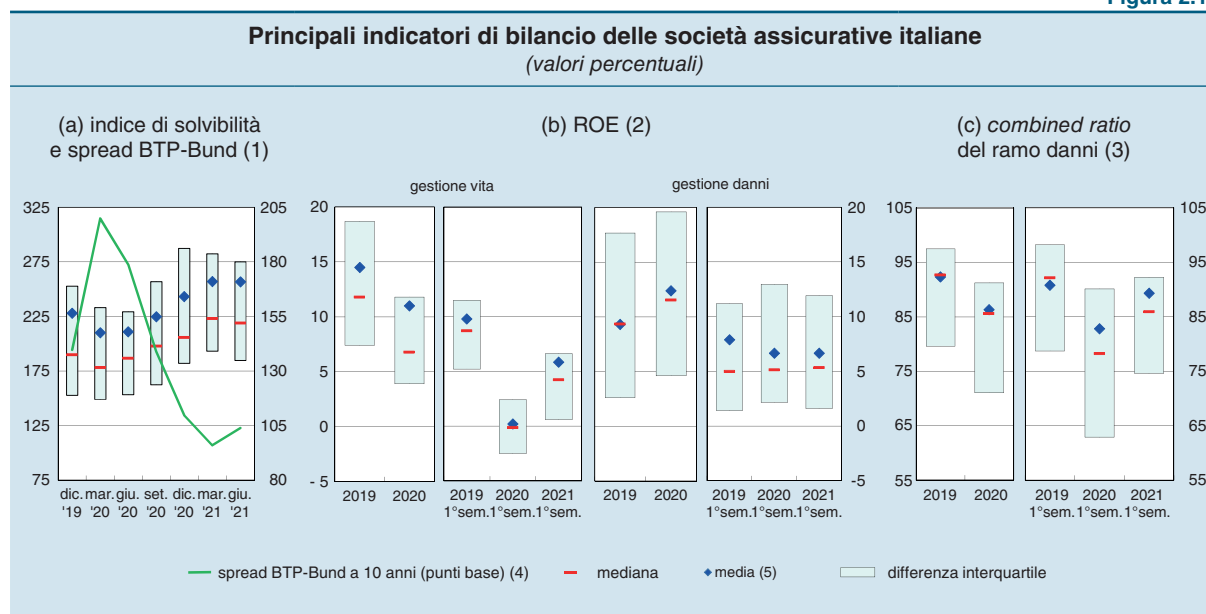
2.3 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Le assicurazioni

Il settore assicurativo italiano ha recuperato le condizioni precedenti l'inizio della pandemia in termini di patrimonializzazione, redditività e raccolta premi. A giugno del 2021 l'indice di solvibilità medio²³ delle compagnie è salito al 257 per cento (era al 243 nel dicembre del 2020 e al 235 alla fine del 2019). Rispetto a dicembre dello scorso anno l'incremento deriva principalmente dalla ripresa di valore dei titoli in portafoglio e, in misura minore, dall'innalzamento della curva dei tassi di interesse privi di rischio utilizzata per calcolare le riserve tecniche (fig. 2.19.a).

Nel primo semestre il ROE medio del settore è salito al 6,1 per cento, dal 2,6 di giugno 2020. Nel comparto vita la ripresa di valore degli attivi si è riflessa positivamente anche sulla redditività; il ROE è cresciuto al 5,8 per cento, dal valore nullo di giugno dell'anno precedente (fig. 2.19.b). La redditività del comparto danni è rimasta stabile al 6,7 per cento. Il rapporto tra oneri e spese di gestione e premi di competenza (*combined ratio*; fig. 2.19.c) è tornato sui livelli di giugno 2019, per effetto dell'aumento dell'onere dei sinistri conseguente alla ripresa della circolazione delle auto (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021).

Figura 2.19



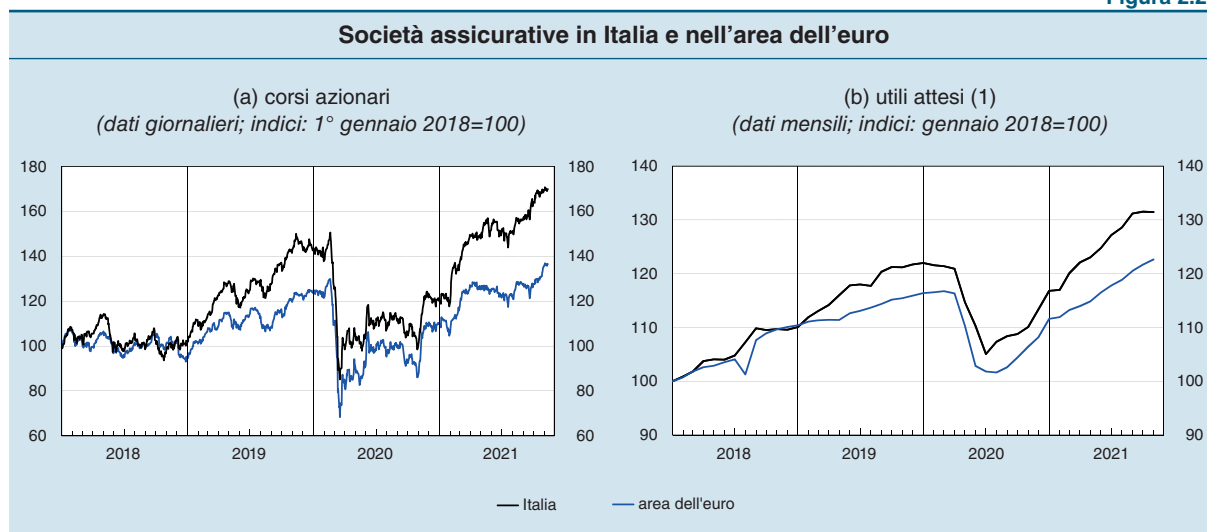
Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

(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*). – (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) Lo spread BTP-Bund si riferisce alla fine di ciascun periodo. Scala di destra. – (5) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

Anche gli utili attesi dagli analisti e i corsi azionari delle compagnie italiane mostrano che il settore ha ampiamente superato le difficoltà legate alla pandemia (fig. 2.20).

²³ Per la definizione dell'indice di solvibilità, cfr. la nota 1 della fig. 2.19. La normativa prevede che l'indice sia pari o superiore al 100 per cento.

Figura 2.20

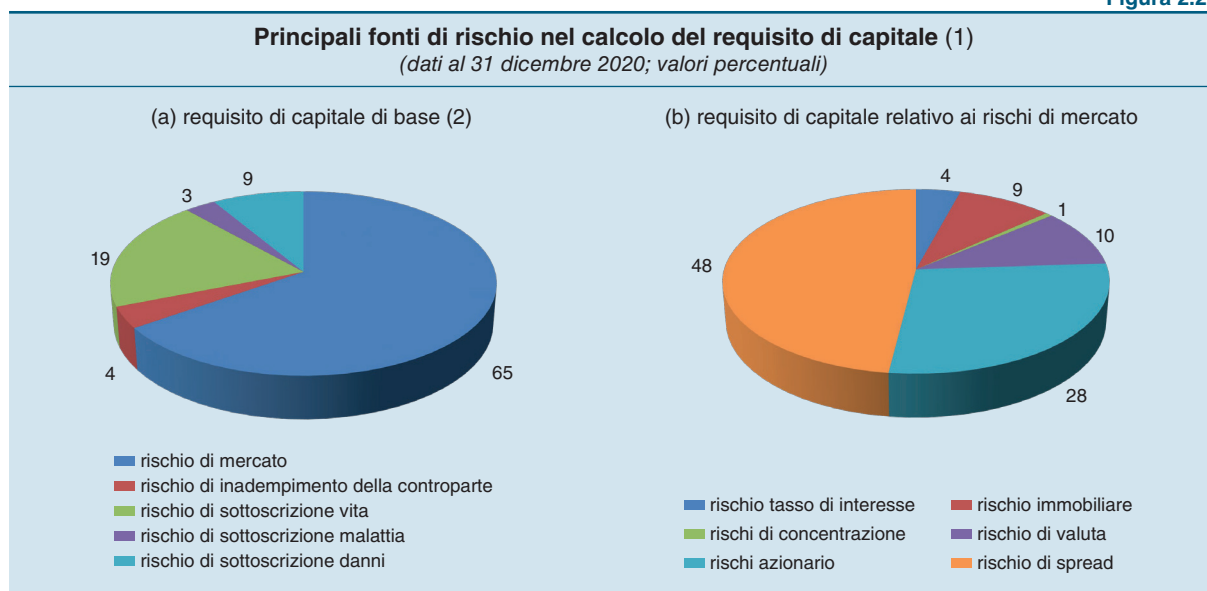


Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(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.

In linea con la media europea, le assicurazioni italiane sono esposte più ai rischi di mercato – pari al 65 per cento del requisito di capitale di base – che a quelli tecnici assicurativi (fig. 2.21.a); nell'ambito dei rischi di mercato le compagnie italiane rimangono soggette prevalentemente al rischio legato alla variazione degli spread obbligazionari (fig. 2.21.b).

Figura 2.21

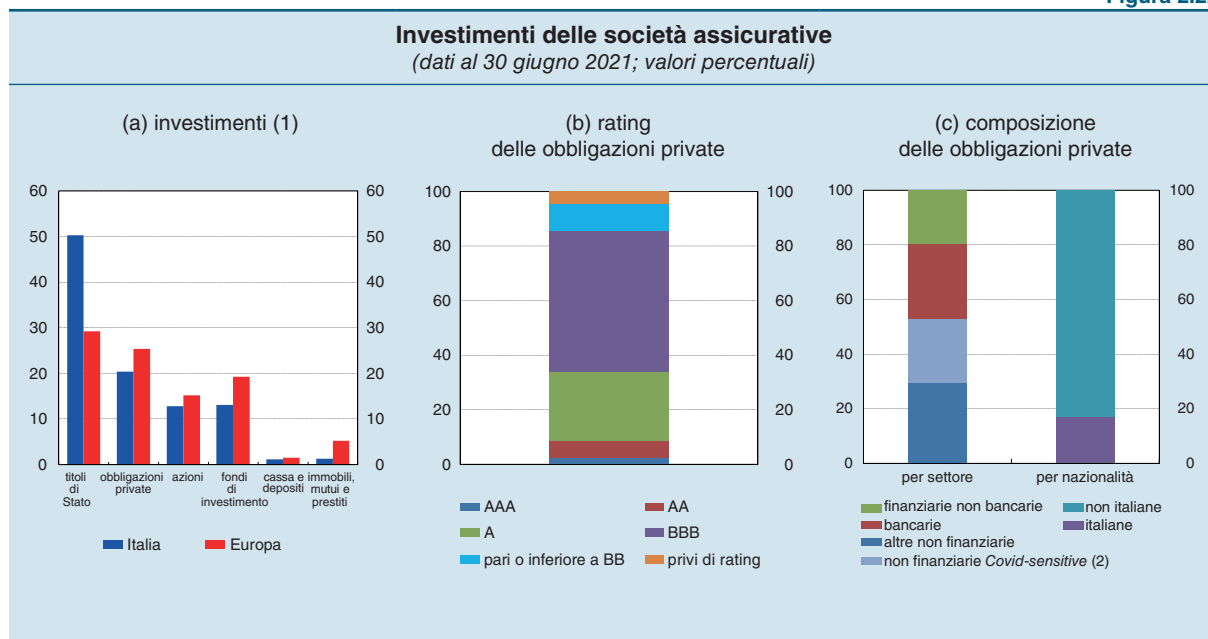


Fonte: Ivass.

(1) I dati si riferiscono alle sole imprese che calcolano il requisito patrimoniale di solvibilità (*solvency capital requirement, SCR*) attraverso la formula standard (81 imprese, che rappresentano il 59 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.

A giugno del 2021 gli investimenti con rischi di mercato a carico delle compagnie italiane erano sostanzialmente stabili rispetto a quelli della fine del 2020 (838 miliardi di euro). Il peso dei titoli pubblici, seppure in flessione di 2 punti percentuali, resta comunque elevato e largamente superiore alla media europea (50 contro 29 per cento; fig. 2.22.a).

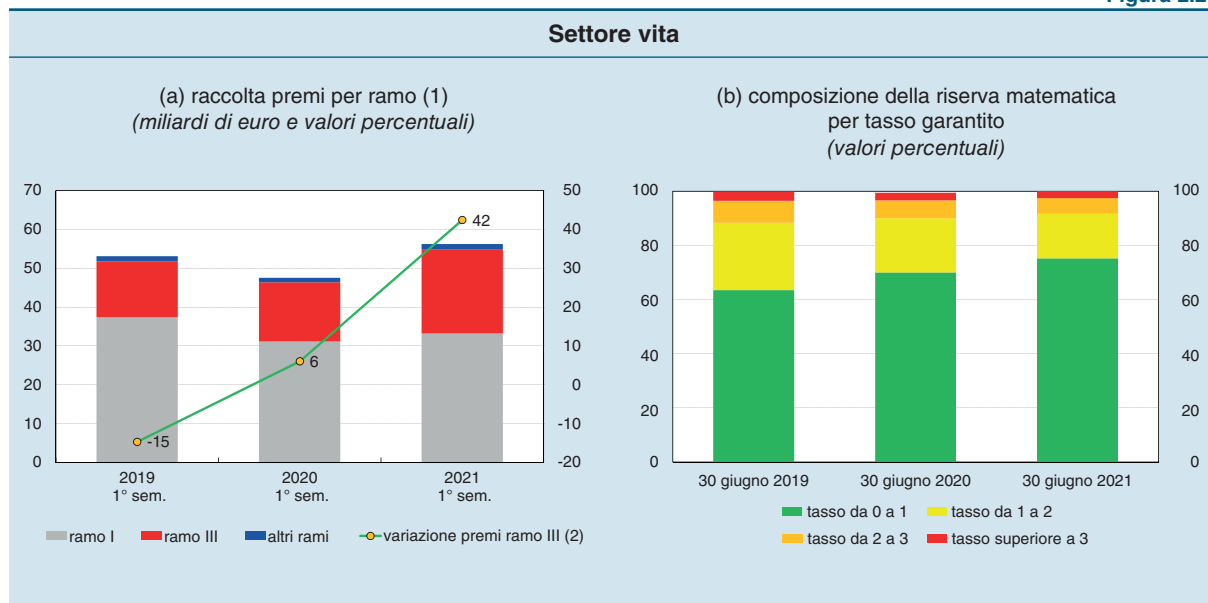
Figura 2.22



Fonte: Ivass ed EIOPA.

(1) I dati per l'Europa, aggiornati al 31 marzo 2021, sono riferiti allo Spazio economico europeo. – (2) Per obbligazioni non finanziarie Covid-sensitive si intendono quelle appartenenti ai settori maggiormente colpiti dalla pandemia.

Figura 2.23



Fonte: Ivass.

(1) Il ramo I include in prevalenza polizze rivalutabili (prodotti vita tradizionali garantiti); il ramo III include in prevalenza polizze unit e index linked (prodotti vita con rischio a carico degli assicurati); gli altri rami includono tutti gli altri prodotti vita. – (2) Valori percentuali. Scala di destra.

Gli investimenti in obbligazioni private, che rappresentano il 20 per cento del portafoglio, continuano a essere costituiti prevalentemente da titoli emessi da società estere non finanziarie (fig. 2.22.c); il 52 per cento ha rating BBB e il 26 per cento ha rating A (fig. 2.22.b).

Nel primo semestre del 2021 la raccolta premi delle imprese di assicurazione è tornata sui livelli pre-pandemia (in aumento del 14 per cento rispetto allo stesso periodo del 2020).

A causa del perdurare dei bassi tassi di interesse è proseguita la graduale riduzione delle garanzie di rendimento offerte dalle compagnie di assicurazione vita (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021); per lo stesso motivo l'incidenza sulle riserve matematiche delle polizze vita con rendimento garantito contenuto (pari o inferiore all'1 per cento) ha raggiunto il 75 per cento (fig. 2.23.b).

Nella raccolta premi l'aumento percentuale delle polizze unit linked (in crescita del 42 per cento rispetto a giugno del 2020, a 22 miliardi) è stato superiore a quello dei prodotti vita tradizionali (saliti del 7 per cento, a 33 miliardi; fig. 2.23.a). Il maggiore incremento delle polizze unit linked in confronto ai prodotti tradizionali può attenuare la capacità di mitigazione della volatilità dei mercati tipica delle strategie di investimento di lungo periodo delle compagnie di assicurazione (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese di assicurazione durante la pandemia*).

GLI INVESTIMENTI DELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE DURANTE LA PANDEMIA¹

Le compagnie di assicurazione sono investitori istituzionali che tipicamente adottano strategie di lungo periodo; grazie alla stabilità delle loro passività di bilancio tendono a effettuare scelte di investimento anticicliche, contribuendo a ridurre la volatilità dei mercati.

Un'analisi condotta sul portafoglio titoli delle compagnie italiane tra il 2017 e il 2020 mostra che, in linea con quanto atteso, gli intermediari hanno aumentato in media la loro esposizione verso titoli il cui prezzo è diminuito². I risultati tuttavia indicano che, nel periodo analizzato, le compagnie hanno adottato scelte anticicliche solo nei rami caratterizzati da passività più stabili, come quelli relativi ai prodotti vita tradizionali. Per gli investimenti a fronte delle polizze unit e index linked, prodotti simili ai fondi comuni di investimento, le imprese hanno invece assunto decisioni procicliche, diminuendo l'esposizione verso i titoli il cui prezzo si sono contratti (figura, pannello a).

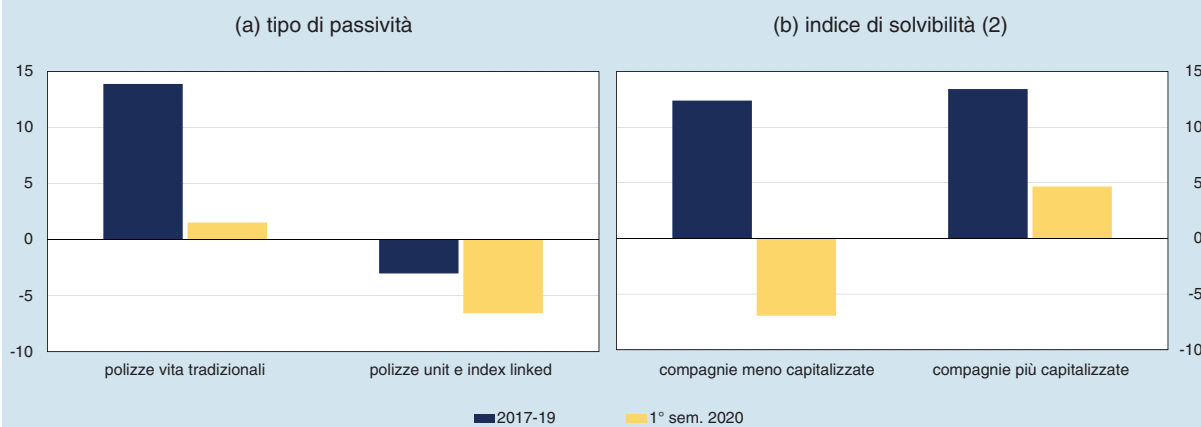
La capacità delle assicurazioni di attenuare la volatilità dei mercati è scesa durante la fase più acuta della pandemia, a seguito dell'impatto del calo delle quotazioni sul valore degli attivi e sugli indici di solvibilità. In particolare nel primo semestre del 2020 le imprese meno capitalizzate hanno in media ridotto la loro esposizione verso i titoli il cui prezzo è diminuito, a differenza di quanto osservato per quelle più capitalizzate (figura, pannello b).

Durante la crisi sanitaria inoltre le società assicurative hanno adottato strategie di investimento differenti anche in ragione della tipologia dei titoli. A fronte di una diminuzione del loro prezzo le compagnie hanno infatti ridotto l'esposizione verso le obbligazioni societarie con rating BBB (i titoli più esposti al rischio di un aumento dell'assorbimento di capitale), mentre hanno continuato ad adottare strategie anticicliche nel comparto dei titoli di Stato.

¹ A cura di Federico Apicella e Raffaele Gallo.

² F. Apicella, R. Gallo e G. Guazzarotti, *Insurers' investments after the Covid-19 outbreak*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

**Variazione dell'esposizione media delle compagnie assicurative
a fronte di una riduzione del prezzo dei titoli dell'1 per cento (1)**
(valori percentuali)



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

(1) La variazione dell'esposizione media in ciascuno dei due periodi analizzati è stimata moltiplicando un'ipotetica variazione negativa del prezzo, pari all'1 per cento, con il coefficiente stimato da un modello di regressione che confronta la variazione dell'esposizione di ciascuna assicurazione verso i singoli titoli analizzati con il rendimento trimestrale di tali titoli, controllando per le caratteristiche delle compagnie e dei titoli. La variazione dell'esposizione è espressa come percentuale della quota media dei titoli detenuti in portafoglio. – (2) Le compagnie meno capitalizzate sono le imprese con un indice di solvibilità inferiore al 1° quartile della distribuzione a fine 2019; le compagnie più capitalizzate sono invece quelle con un indice di solvibilità superiore al 1° quartile. L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale di Solvency II. Gli investimenti a fronte di polizze unit e index linked sono esclusi.

Analisi condotte dal Fondo monetario internazionale indicano che uno scenario particolarmente avverso, caratterizzato dall'aumento dei rendimenti obbligazionari e dall'ampliamento degli spread di credito, potrebbe condurre a perdite significative sugli attivi degli assicuratori vita di alcune giurisdizioni; gli effetti sulle compagnie vita italiane sarebbero più contenuti²⁴.

Stime dell'Ivass, basate sui dati al 30 giugno 2021, mostrano che un incremento di 25 punti base della curva dei rendimenti delle obbligazioni ridurrebbe dell'8 per cento il valore dei fondi propri delle compagnie italiane.

Dall'indagine trimestrale sulle vulnerabilità condotta dall'Ivass emerge che le imprese appartenenti ai principali gruppi assicurativi (ossia il 60 per cento delle compagnie italiane) stanno applicando progressivamente i principi internazionali sugli investimenti responsabili (*Principles for responsible investments*, PRI, definiti su iniziativa delle Nazioni Unite), privilegiando acquisti di titoli sostenibili e prevedendo dismissioni di investimenti a elevata impronta carbonica nel medio e lungo periodo.

Valutazioni preliminari sui rischi connessi con i cambiamenti climatici condotte dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA), basate sui dati di fine 2019, mostrano che, nell'ipotesi di applicazione delle limitazioni del riscaldamento globale previste dall'Accordo di Parigi, nel mercato assicurativo italiano la perdita sugli investimenti azionari e obbligazionari privati sarebbe contenuta e di poco inferiore a quella media europea (5 per cento contro 6)²⁵.

²⁴ FMI, *Global Financial Stability Report*, ottobre 2021.

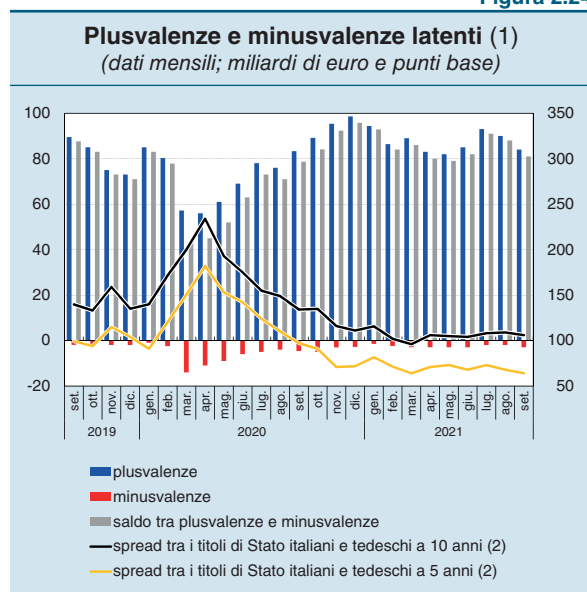
²⁵ EIOPA, *Sensitivity analysis of climate-change related transition risks*, 2020.

Le plusvalenze latenti nette delle compagnie italiane a settembre del 2021 erano pari a 81 miliardi, in diminuzione di 5 miliardi rispetto allo scorso marzo (fig. 2.24).

Dal monitoraggio sulla posizione di liquidità del settore assicurativo condotto dall'Ivass continuano a non emergere criticità (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021). A giugno del 2021 l'indicatore del grado di liquidabilità degli attivi, dato dal rapporto tra gli attivi liquidi e il totale delle attività (*liquid asset ratio*)²⁶, era stabile nel confronto con la fine del 2020 e superiore ai livelli europei (rispettivamente 67 e 45 per cento).

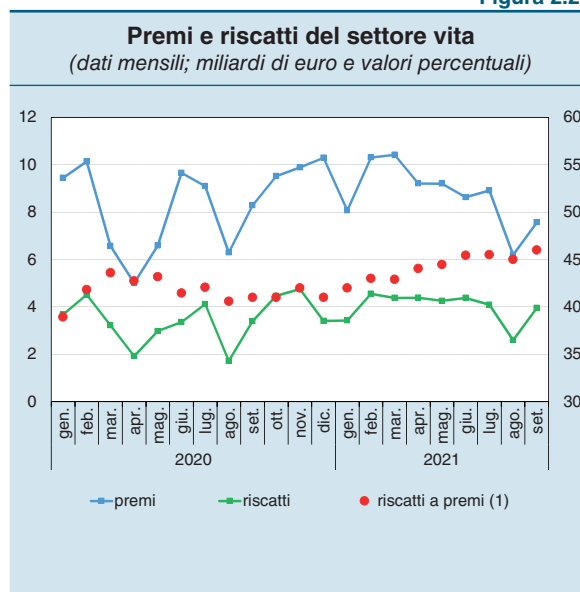
Nel comparto vita il rapporto tra l'onere per riscatti e i premi, un indicatore di potenziali tensioni di liquidità, si è mantenuto su valori storicamente contenuti; lo scorso settembre era del 46 per cento (fig. 2.25).

Figura 2.24



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 2.25



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. Scala di destra.

L'industria del risparmio gestito

Tra marzo e settembre i fondi aperti italiani hanno realizzato una raccolta netta positiva di 6,6 miliardi, un valore in linea con quello osservato nel semestre precedente (fig. 2.26). L'afflusso di risorse ha interessato principalmente i comparti azionari, obbligazionari e bilanciati, nei quali circa l'85 per cento della raccolta si è orientata verso i fondi che promuovono investimenti con caratteristiche ambientali o sociali. I fondi dei comparti flessibile e *hedge*, che nei quattro trimestri precedenti avevano registrato deflussi per 10 miliardi, hanno avuto una raccolta netta pressoché nulla.

Il patrimonio gestito dai fondi relativi ai piani individuali di risparmio (PIR) ordinari ha raggiunto 20 miliardi, l'1,8 per cento delle risorse complessive dei fondi aperti. Il 30 per cento del patrimonio di questi fondi è investito in titoli di debito emessi principalmente da società quotate. Gli investimenti in obbligazioni di società non quotate riguardano imprese di maggiore dimensione, i cui titoli sono

²⁶ Gli attivi liquidi sono determinati applicando *haircuts* alle diverse tipologie di attivo, in analogia con le disposizioni previste per il settore bancario dal regolamento di esecuzione UE/2016/322.

generalmente più liquidi di quelli emessi dalle piccole imprese.

Il grado di liquidità²⁷ dei fondi aperti è rimasto sostanzialmente stabile, al 6,7 per cento. Non sono state osservate variazioni di rilievo nelle linee di credito disponibili e nell'indebitamento²⁸.

Nel complesso il rischio di liquidità derivante da significativi riscatti di quote resta contenuto per i fondi comuni aperti italiani. In luglio la quota di fondi vulnerabili a richieste di rimborso particolarmente elevate (con un indicatore di liquidità inferiore all'unità) era pari al 4,3 per cento (fig. 2.27.a).

Nei mesi di maggio e luglio l'esposizione al rischio di liquidità riconducibile alle variazioni dei margini di garanzia sui contratti derivati è salita al 2,5 per cento (da circa il 2 nei mesi di aprile e giugno; fig. 2.27.b). Gli incrementi

Figura 2.26

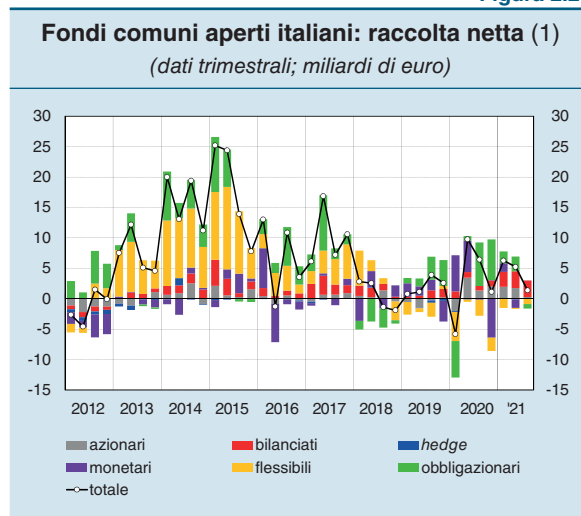
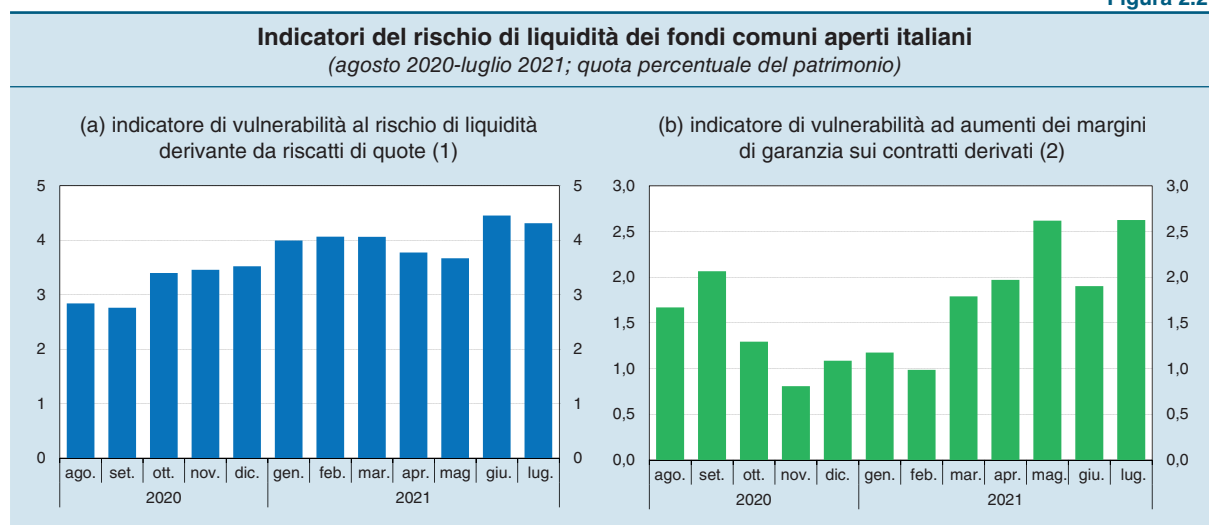


Figura 2.27



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

(1) 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 2021 (*high yield* e paesi emergenti: 14 per cento; area dell'euro: 30 per cento; Stati Uniti e globale: 24 per cento; fondi misti: 24 per cento). – (2) Patrimonio dei fondi vulnerabili in rapporto al patrimonio complessivo del comparto. I fondi vulnerabili sono quelli per i quali il rapporto tra le attività liquide e i margini di garanzia, determinati nello scenario di stress applicati alle posizioni futures, è inferiore a 1. Lo scenario di stress è pari al 1° percentile della distribuzione dei margini di variazione nel periodo compreso tra gennaio 2008 e giugno 2021. Tra le attività liquide sono inclusi i conti correnti bancari, i titoli governativi dei paesi dell'area dell'euro e quelli di paesi non appartenenti all'area dell'euro con rating uguale o superiore alla categoria AA.

²⁷ Il grado di liquidità è definito come il rapporto tra la giacenza sui conti correnti – al netto delle operazioni di acquisti, vendite e sottoscrizioni da regolare – e il patrimonio netto.

²⁸ La normativa italiana prevede che i fondi aperti italiani possano assumere prestiti solo temporaneamente, in relazione a esigenze di investimento o disinvestimento dei beni del fondo, ed entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo stesso.

sono dovuti all'aumento delle esposizioni in futures azionari di un fondo misto e di uno flessibile rispettivamente.

In maggio la Banca d'Italia, nell'ambito di un'azione coordinata dall'ESMA, ha inviato una comunicazione ai gestori italiani di fondi di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) per richiedere una rivalutazione e, se necessario, un adeguamento delle procedure interne di gestione dei rischi di liquidità (cfr. il riquadro: *Le tensioni sui mercati finanziari nel 2020: le indicazioni per l'intermediazione non bancaria e la stabilità finanziaria*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021). In particolare le attività di valutazione da parte dei fondi hanno riguardato l'analisi e le previsioni sulla situazione di liquidità degli strumenti finanziari in cui i fondi intendono investire, l'allineamento su base continuativa del profilo di liquidità e delle politiche di rimborso, la disponibilità di dati aggiornati e affidabili, la governance e i meccanismi di controllo. L'azione di vigilanza sta proseguendo mediante la verifica delle iniziative assunte.

Nel primo semestre del 2021 i fondi alternativi mobiliari hanno continuato a crescere²⁹, raccogliendo nuove risorse per 1,5 miliardi (un valore pari al 4,7 per cento del patrimonio gestito alla fine del 2020). I flussi hanno riguardato principalmente i fondi che erogano direttamente finanziamenti o acquistano crediti originati da altri intermediari. I potenziali rischi per la stabilità derivanti dall'investimento in attività illiquide, che caratterizza questo tipo di fondi, sono mitigati dalle norme che ne impongono la costituzione in forma chiusa. Nello stesso periodo i cosiddetti PIR alternativi³⁰ hanno raccolto fondi per 500 milioni, circa il doppio del patrimonio gestito alla fine dello scorso anno.

La leva dei fondi alternativi mobiliari si mantiene nel complesso modesta (105 per cento del patrimonio netto in giugno; fig. 2.28.a) e inferiore alla media europea (182 per cento nel 2019). Lo scorso giugno l'ESMA ha emanato gli orientamenti relativi all'articolo 25 della direttiva AIFMD, al fine di fornire indicazioni alle autorità competenti: (a) sulle modalità per valutare se l'utilizzo della leva finanziaria da parte dei fondi di investimento alternativi (FIA) contribuisca ad accrescere i rischi per il sistema finanziario; (b) sugli aspetti da considerare qualora le autorità – per assicurare la stabilità e l'integrità del sistema finanziario – ritengano necessario imporre limiti di leva finanziaria o altre restrizioni a uno o più gestori di FIA³¹. La valutazione, svolta con cadenza trimestrale a partire dal primo semestre del 2022, si articola in due fasi: nella prima le autorità individuano i FIA che, sulla base delle segnalazioni previste dalla direttiva AIFMD, possono comportare rischi per il sistema finanziario; nella seconda valutano i potenziali rischi sistemici posti dai FIA individuati e, se necessario, impongono limiti alla leva finanziaria o adottano altre restrizioni. Con frequenza annuale e ogni volta che vengano individuati rischi rilevanti per la stabilità finanziaria, le autorità comunicano all'ESMA i risultati delle proprie valutazioni.

I rischi di liquidità di breve termine per i fondi alternativi aperti rimangono contenuti. Con riferimento ai FIA, che rappresentano l'1,1 per cento del patrimonio complessivo dei fondi aperti, solo in caso di persistenti deflussi su un orizzonte temporale fra sei mesi e un anno si potrebbe verificare un disallineamento tra la liquidità dell'attivo e il profilo di rimborso degli investitori, di poco più del 6 per cento del portafoglio (fig. 2.28.b)³².

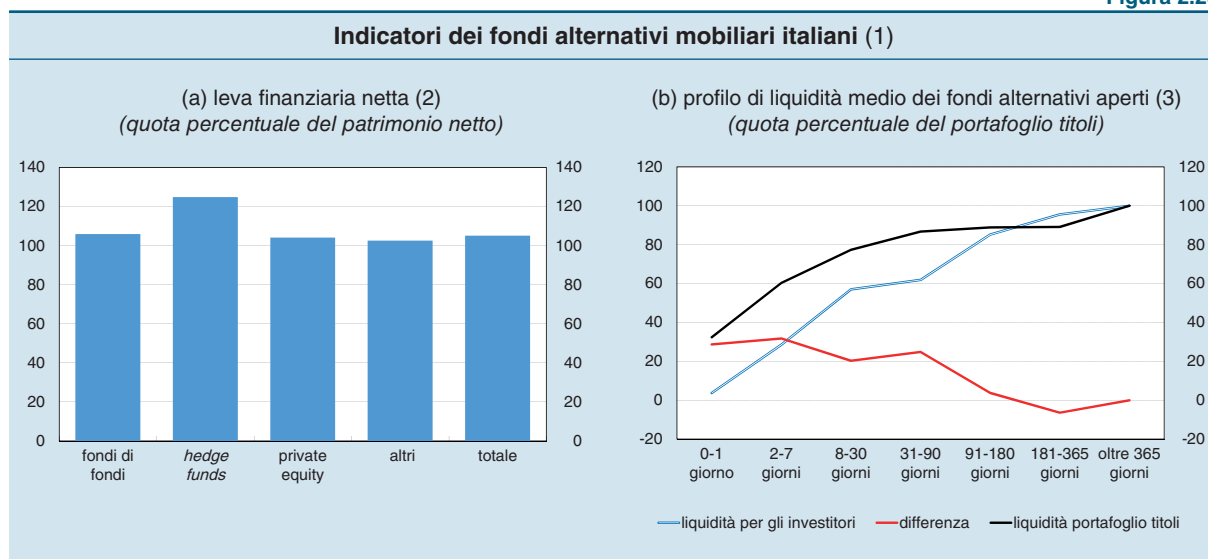
²⁹ I fondi alternativi mobiliari sono fondi comuni rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva UE/2011/61 sui gestori di fondi di investimento alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD); essi investono in strumenti finanziari, attività immobiliari e crediti caratterizzati da un minore grado di liquidità rispetto ai fondi OICVM.

³⁰ I PIR alternativi sono i fondi introdotti dal DL 34/2020 (decreto "rilancio") e specializzati prevalentemente nell'investimento in strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese italiane che rispettano la normativa dei nuovi PIR a lungo termine (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020).

³¹ ESMA, *Orientamenti relativi all'articolo 25 della direttiva 2011/61/UE*, 23 giugno 2021.

³² Il disallineamento medio di liquidità in ogni periodo è calcolato come la differenza tra la quota media del portafoglio titoli che i fondi possono liquidare entro quella data e la quota media dell'attivo che gli investitori di tali fondi possono riscattare nello stesso periodo (cfr. la nota 3 della fig. 2.28). La stima non tiene conto di eventuali giacenze sui conti correnti.

Figura 2.28

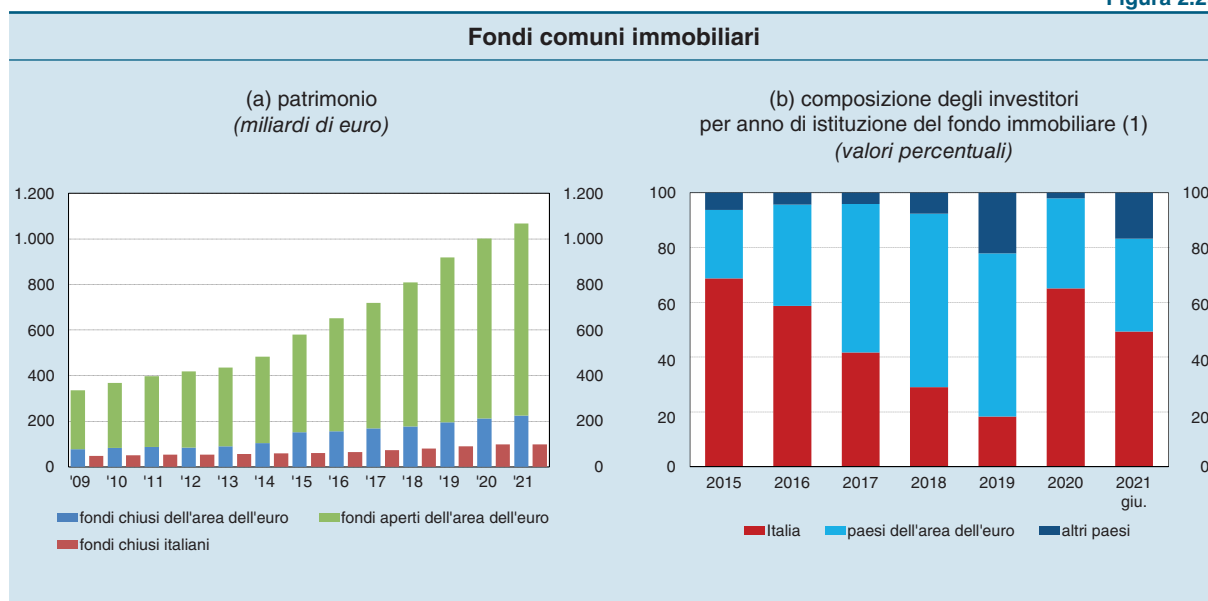


Fonte: segnalazioni di vigilanza e dati trasmessi in base alla direttiva AIFMD.

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

Nel primo semestre del 2021 è proseguita la crescita del comparto dei fondi immobiliari; l’afflusso di nuove risorse è stato pari al 3 per cento del patrimonio gestito alla fine dello scorso anno (fig. 2.29.a). La raccolta è stata sostenuta sia da investitori italiani sia da quelli esteri, le cui sottoscrizioni si erano notevolmente ridotte nel 2020 soprattutto a causa di un calo di quelle effettuate da soggetti residenti al di fuori dell’area dell’euro (fig. 2.29.b).

Figura 2.29



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

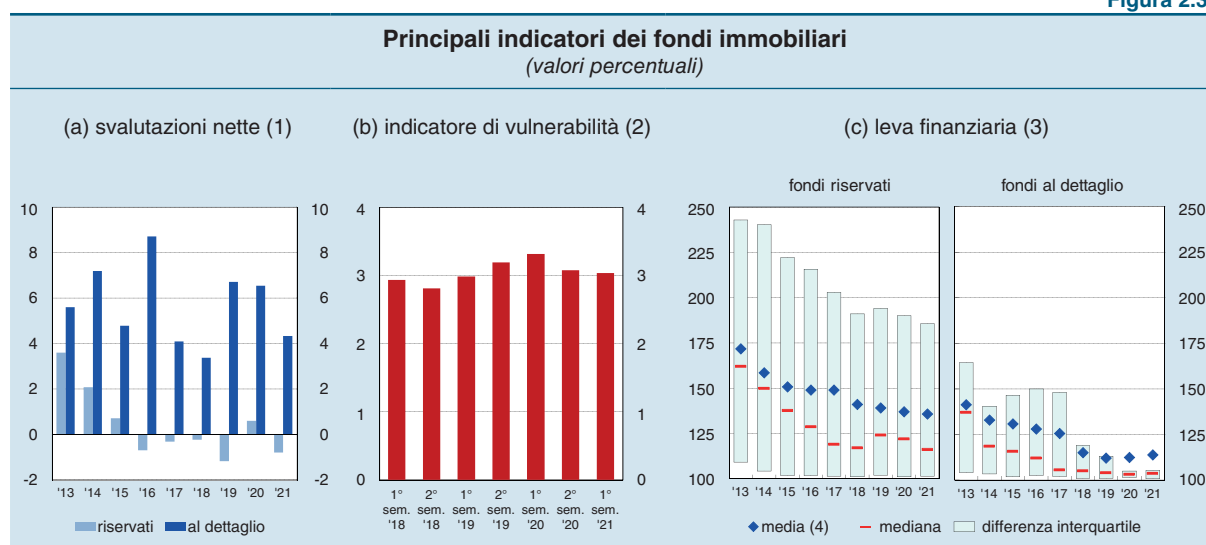
(1) Quota del patrimonio netto sottoscritta dalle diverse categorie di investitori.

Il valore del portafoglio immobiliare dei fondi riservati agli investitori professionali ha beneficiato di rivalutazioni nette positive (fig. 2.30.a). Nel comparto dei fondi al dettaglio, il cui patrimonio netto rappresenta l'1,6 per cento del totale, le svalutazioni hanno continuato a prevalere.

La quota di fondi per i quali si stima una differenza tra la valutazione contabile dell'attivo e il valore di mercato degli immobili superiore al patrimonio netto si è lievemente ridotta (fig. 2.30.b).

La leva finanziaria è rimasta sostanzialmente stabile, su livelli storicamente bassi, sia per i fondi riservati sia per quelli al dettaglio (fig. 2.30.c).

Figura 2.30



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

(1) Svalutazioni di bilancio al netto delle rivalutazioni dei fondi riservati in rapporto alla media del totale dell'attivo alla fine dell'anno di riferimento e dell'anno precedente. – (2) Quota del patrimonio complessivo del comparto rappresentata dai fondi immobiliari per i quali si stima una differenza tra la valutazione contabile dell'attivo e il valore di mercato degli immobili superiore al patrimonio netto. Per ogni fondo si calcola la differenza tra le svalutazioni nette cumulate del fondo in rapporto all'attivo e le variazioni cumulate di un indice teorico dei prezzi degli immobili in portafoglio. L'indice è calcolato come media ponderata degli indici dei prezzi degli immobili (distinti tra residenziali e commerciali) delle diverse regioni italiane, con pesi pari alle quote dell'attivo di ciascun fondo investite nei mercati a cui si riferiscono i diversi indici di prezzo considerati. Il calcolo delle svalutazioni e delle variazioni degli indici è effettuato a partire dall'anno di istituzione di ciascun fondo, o dal 2009 (anno 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.

3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI

La Banca d'Italia ha continuato a mantenere allo zero per cento il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB; tav. 3.1)¹ in assenza di rischi per la stabilità finanziaria derivanti da una crescita eccessiva del credito. In linea con le attese, nel secondo trimestre del 2021 il *credit-to-GDP gap* è tornato negativo, a causa dell'indebolimento della crescita del credito bancario al settore privato e della forte espansione del prodotto (cfr. il par. 1.1). Anche gli altri indicatori connessi con l'evoluzione delle condizioni macrofinanziarie non segnalano l'accumularsi di vulnerabilità legate al miglioramento del quadro macroeconomico: l'incidenza dei prestiti deteriorati si è ulteriormente contratta, principalmente in relazione a operazioni di cessione; il tasso di disoccupazione, in calo per la diminuzione delle persone in cerca di lavoro a seguito dell'aumento degli occupati, si è collocato sul livello precedente l'inizio della pandemia.

Tavola 3.1

Recenti decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia			
DATA (1)	Decisione	Coefficiente della riserva di capitale per l'anno in corso (valori percentuali)	Coefficiente della riserva di capitale a regime (valori percentuali) (2)
25.6.2021	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il 3° trimestre del 2021	0,00	–
30.6.2021	Identificazione dei paesi terzi rilevanti per l'Italia	–	–
16.7.2021	Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale adottata dal Lussemburgo per i nuovi mutui ipotecari su immobili residenziali	–	–
24.9.2021	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il 4° trimestre del 2021	0,00	–
19.11.2021	Identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia e determinazione dei relativi coefficienti della riserva di capitale:		
	UniCredit (3)	1,00	1,00
	Intesa Sanpaolo	0,75	0,75
	Banco BPM	0,19	0,25 (2022)
	Monte dei Paschi di Siena	0,19	0,25 (2022)

(1) La data è quella di pubblicazione della decisione. Per un elenco completo, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia*. – (2) Tra parentesi, l'anno di entrata a regime. – (3) Al gruppo bancario UniCredit si applicherà, secondo quanto stabilito dalla normativa europea, soltanto il maggiore tra il requisito per le istituzioni a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institution*, G-SII) o per le istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII).

¹ Per informazioni sui principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario, cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A9. Per un confronto internazionale sui livelli delle riserve macroprudenziali di capitale, cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A10.

La Banca d'Italia ha identificato come paesi terzi rilevanti per il sistema bancario nel 2021 ai fini dell'applicazione del CCyB² la Russia, gli Stati Uniti, la Svizzera e, per la prima volta, il Regno Unito, che con l'uscita dall'Unione europea è divenuto paese terzo. L'attività di sorveglianza diretta dei rischi di questi quattro Stati è svolta dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB), che li ha inclusi tra quelli rilevanti per l'intero Spazio economico europeo³.

Lo scorso luglio la Banca d'Italia ha valutato la richiesta di riconoscere una misura macroprudenziale della Banca centrale del Lussemburgo che introduce limiti al rapporto tra il valore del prestito e quello dell'attività data in garanzia (*loan-to-value ratio*) per i nuovi mutui ipotecari su immobili residenziali situati in quel paese, con vincoli differenziati in base alla tipologia di mutuatario⁴. Il sistema bancario italiano non ha filiali in Lussemburgo e i prestiti alle famiglie garantiti da immobili residenziali lì situati sono estremamente contenuti. È stato pertanto deciso di non applicare alle banche italiane la misura lussemburghese.

La Banca d'Italia ha recentemente confermato l'identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena come O-SII per il 2022⁵. Per i quattro gruppi bancari sono stati confermati i livelli di riserva già fissati in precedenza, pari a regime all'1,00 per cento per UniCredit, allo 0,75 per cento per Intesa Sanpaolo, e allo 0,25 per cento per Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena. Per queste ultime due banche il periodo transitorio si concluderà il 1° gennaio 2022 (tav. 3.1).

Durante il 2021 le autorità di vari paesi europei hanno modificato i livelli delle riserve di capitale e ridotto l'utilizzo del SyRB a seguito del recepimento della direttiva UE/2019/878 (Capital Requirements Directive, CRD5; cfr. il riquadro: *Le modifiche nell'utilizzo della riserva per il rischio sistemico a seguito del recepimento della direttiva CRD5*).

LE MODIFICHE NELL'UTILIZZO DELLA RISERVA PER IL RISCHIO SISTEMICO A SEGUITO DEL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA CRD5¹

La direttiva CRD5 ha introdotto alcune modifiche alle regole per le riserve macroprudenziali, tra cui quelle relative alla riserva per il rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB)². La nuova disciplina richiede esplicitamente che i rischi affrontati con il SyRB siano diversi da quelli per i quali è previsto l'utilizzo del CCyB o dei buffer per le G-SII o le O-SII. Finché era in vigore la precedente direttiva UE/2013/36 (CRD4) diversi paesi avevano adottato la prassi di utilizzare il SyRB per mitigare i rischi derivanti dalla rilevanza sistemica di una singola istituzione, richiedendo alle banche sistemiche un livello di capitale superiore al massimo consentito per il buffer O-SII.

¹ A cura di Marianna Caccavaio.

² Per l'introduzione del SyRB in Italia, cfr. il riquadro: *L'introduzione di nuovi strumenti macroprudenziali in Italia*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021.

³ ESRB, *Raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico dell'11 dicembre 2015 sul riconoscimento e la fissazione di coefficienti anticiclici per esposizioni verso paesi terzi (CERS/2015/1)*, 11 dicembre 2015.

⁴ Lo Spazio economico europeo, in aggiunta ai paesi della UE, comprende l'Islanda, il Liechtenstein e la Norvegia.

⁵ Per una descrizione della misura lussemburghese, cfr. ESRB, *Raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico del 24 marzo 2021 che modifica la raccomandazione CERS/2015/2 sulla valutazione degli effetti transfrontalieri delle misure di politica macroprudenziale e sul loro riconoscimento volontario (CERS/2021/2)*, 24 marzo 2021.

⁶ Banca d'Italia, *Identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia*, 19 novembre 2021. Per la metodologia, cfr. EBA, *Orientamenti sui criteri per determinare le condizioni di applicazione dell'articolo 131, paragrafo 3, della direttiva 2013/36/UE (CRD) per quanto riguarda la valutazione di altri enti a rilevanza sistemica (O-SII)*, 16 dicembre 2014. La Banca d'Italia ha deciso di non utilizzare indicatori opzionali, né di modificare la soglia prevista dall'EBA per l'identificazione delle O-SII (pari a 350 punti).

Oltre a migliorare la definizione del perimetro di competenza dei diversi strumenti, la CRD5 ha alzato il livello massimo al quale può essere portato il buffer O-SII³ e ha modificato le regole di interazione tra il SyRB e i buffer per le istituzioni sistemiche, rendendo i requisiti sempre cumulabili⁴; ha inoltre reso più flessibile l'utilizzo del SyRB consentendone eventualmente l'applicazione a esposizioni relative a specifici settori.

Le modifiche normative hanno portato le autorità macroprudenziali nazionali a ribilanciare i livelli delle riserve di capitale in diversi paesi dello Spazio economico europeo durante il 2021 e a ridurre l'uso del SyRB.

È possibile distinguere tre tipologie di comportamenti adottati:

- a) riduzione del SyRB e aumenti dei buffer O-SII oltre il limite del 2 per cento precedentemente in vigore, senza modificare il requisito di capitale complessivo. Si tratta di paesi in cui il SyRB era utilizzato per contribuire ad attenuare i rischi derivanti dalla rilevanza sistemica di singole istituzioni (Danimarca, Paesi Bassi, Repubblica Ceca, Svezia);
- b) riduzione del SyRB e dei buffer O-SII in modo da minimizzare le modifiche al requisito di capitale complessivo adottate dai paesi in cui il SyRB era utilizzato per mitigare rischi diversi da quelli connessi con la rilevanza sistemica di singole istituzioni (Austria, Finlandia, Liechtenstein, Norvegia, Romania). In assenza di interventi da parte delle autorità nazionali, l'introduzione della regola di cumulabilità tra i due requisiti avrebbe infatti comportato una richiesta di capitale elevata rispetto ai rischi individuati;
- c) nessuna variazione dei requisiti. Si tratta dei paesi per i quali il SyRB operava già secondo una logica di cumulabilità con i buffer O-SII in quanto applicato alle sole esposizioni domestiche (Bulgaria, Croazia, Estonia, Islanda, Polonia, Slovacchia, Ungheria). A questo gruppo appartengono la maggior parte degli Stati che nei primi mesi del 2020 hanno rilasciato il SyRB in risposta alla pandemia⁵.

³ Il limite per la banca O-SII capogruppo passa dal 2,0 al 3,0 per cento, mentre quello di una O-SII filiazione di una G-SII o O-SII europea passa dal maggiore tra l'1,0 per cento e il buffer della capogruppo al minore tra il buffer della capogruppo aumentato di un punto percentuale e il 3,0 per cento.

⁴ Con la CRD4 prevaleva invece il maggiore tra i buffer G-SII, O-SII e SyRB, a meno che il SyRB non fosse applicato alle sole esposizioni domestiche. Per queste ultime vigeva già la cumulabilità tra il SyRB e il più elevato tra i buffer G-SII e O-SII.

⁵ Per ulteriori approfondimenti, cfr. il riquadro: *Le misure macroprudenziali adottate nell'Unione europea in risposta al diffondersi del Covid-19*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

INDICE

A1	Indicatori di sostenibilità finanziaria	67
A2	Tassi di copertura delle banche italiane per modello di business	68
A3	Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte	69
A4	Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte	70
A5	Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza	71
A6	Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza	72
A7	Composizione delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (<i>collateral pool</i>)	73
A8	Posizione netta di liquidità delle banche italiane	74
A9	Principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario	75
A10	Riserve macroprudenziali di capitale nei paesi dello Spazio economico europeo	76

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 Ammi- nistrazioni pubbliche (2)	Indicatore di sostenibilità delle finanze pubbliche S2 (3)	Debiti finanziari del settore privato (4)		Statistiche verso l'estero (5)	
	2021	2022	livello		vita media residua dei titoli di Stato (anni)	quota detenuta da non residenti (in percentuale del debito)	2021	2020	2021	2021	2021	2021
			2021	2022	2021	2020						
Italia	5,8	4,2	154,8	150,4	6,9	36,0	-7,1	1,1	44,0	74,1	4,3	5,2
Germania	3,1	4,6	72,5	69,8	6,6	56,3	-6,5	2,1	57,8	72,3	7,5	61,3
Francia	6,3	3,9	115,8	113,5	8,1	60,7	-7,8	-1,1	67,2	165,1	-1,3	-35,0
Spagna	5,7	6,4	120,2	116,4	7,7	54,0	-6,7	0,2	61,4	106,4	0,8	-78,4
Paesi Bassi	3,8	3,2	58,1	56,2	7,2	49,6	-5,9	3,3	102,9	150,8	8,9	102,2
Belgio	5,6	3,1	113,4	112,9	9,9	70,1	-5,6	3,7	64,3	148,8	1,8	51,3
Austria	3,9	4,5	84,2	81,1	10,9	82,9	-5,3	2,4	52,9	99,7	0,1	13,5
Finlandia	3,0	3,0	72,2	72,2	6,5	71,9	-4,6	3,2	69,3	123,3	1,7	-1,8
Grecia	6,5	4,6	206,7	199,4	....	....	-7,3	....	58,7	69,9	-6,7	-181,0
Portogallo	4,4	5,1	130,8	125,7	6,4	58,9	-2,3	-1,5	68,9	105,1	-0,8	-101,4
Irlanda	13,0	3,5	57,3	58,8	11,6	75,3	-4,5	2,4	32,1	171,7	15,2	-153,9
Area dell'euro	5,0	4,3	98,9	96,3	....	....	-6,5	1,2	61,2	112,3	2,9	-4,9
Regno Unito	6,8	5,0	108,5	107,1	14,7	37,3	-10,8	....	91,2	77,8	-3,4	-25,8
Stati Uniti	6,0	5,2	133,3	130,7	5,2	25,0	-9,2	....	80,0	85,4	-3,5	-62,4
Giappone	2,4	3,2	256,9	252,3	7,7	13,5	-8,4	....	67,3	115,7	3,5	66,2
Canada	5,7	4,9	109,9	103,9	5,2	23,6	-7,1	....	110,8	130,3	0,5	54,8

Fonte: BCE, BRI, Commissione europea, FMI.

(1) FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2021. – (2) FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2021. – (3) Commissione europea, *Debt Sustainability Monitor 2020*, gennaio 2021. 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 da BCE, Statistical Data Warehouse e sono riferiti alla fine del 2° trimestre 2021; i dati per il Regno Unito e i paesi extraeuropei sono tratti dalle statistiche della BRI e sono riferiti alla fine del 1° trimestre 2021. – (5) I dati per i paesi dell'area euro sono tratti da BCE, Statistical Data Warehouse e sono riferiti alla fine del 2° trimestre 2021; i dati per il Regno Unito e i paesi extraeuropei sono tratti da FMI, Data Warehouse e sono riferiti alla fine del 1° trimestre 2021.

Tassi di copertura delle banche italiane per modello di business
(quote e tassi)

VOCI	Deteriorati			Sofferenze			Inadempienze probabili			Scaduti		
	incidenza lorda	incidenza netta	tasso di copertura	incidenza lorda	incidenza netta	tasso di copertura	incidenza lorda	incidenza netta	tasso di copertura	incidenza lorda	incidenza netta	tasso di copertura
Giugno 2021 (1)												
Banche significative	3,8	1,8	53,5	1,5	0,5	67,0	2,1	1,2	45,3	0,2	0,1	28,4
Banche meno significative	5,7	3,5	39,8	3,1	1,7	46,1	2,3	1,5	35,3	0,4	0,3	13,5
Banche tradizionali	4,6	2,4	49,2	2,3	0,9	62,4	2,0	1,2	40,3	0,3	0,3	13,7
Banche specializzate nella gestione degli NPL	22,6	20,9	10,2	15,4	14,4	9,2	6,8	6,1	12,5	0,4	0,4	10,7
Altre banche specializzate	4,7	2,3	51,9	2,5	0,8	67,5	1,4	0,8	46,4	0,8	0,7	12,4
Totale sistema (2)	4,0	2,0	52,0	1,8	0,7	63,0	2,0	1,2	44,4	0,2	0,1	26,8
Dicembre 2020 (3)												
Banche significative	4,1	2,0	53,5	1,7	0,6	66,4	2,3	1,3	45,0	0,1	0,1	28,3
Banche meno significative	6,5	4,1	38,1	3,5	2,1	42,9	2,7	1,8	34,2	0,2	0,2	12,2
Banche tradizionali	5,1	2,7	48,8	2,5	1,0	61,9	2,4	1,5	39,0	0,2	0,2	12,5
Banche specializzate nella gestione degli NPL	25,8	24,3	8,3	18,5	17,8	6,8	7,0	6,3	12,2	0,3	0,3	7,6
Altre banche specializzate	5,5	2,7	52,6	3,0	0,8	73,6	2,3	1,7	28,3	0,2	0,1	19,3
Totale sistema (2)	4,4	2,2	51,2	2,0	0,8	61,7	2,3	1,3	43,4	0,2	0,1	27,5

Fonte: segnalazioni armonizzate Finrep consolidate per i gruppi bancari, individuali per il resto del sistema. Sono comprese tutte le banche del sistema.
 (1) Dati provvisori. – (2) Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative né come meno significative italiane. – (3) Ai fini del confronto intertemporale, un intermediario meno significativo di medie dimensioni, diventato nel corso del 2021 una filiazione di gruppo estero significativo a seguito di un'operazione di acquisizione, è stato considerato tra le filiazioni estere di gruppi significativi già a partire da dicembre 2020.

Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2021)

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	61	8,7	26	4,0	28	13	65,4
<i>di cui:</i> manifattura	13	6,3	5	2,4	4	3	70,2
costruzioni (5)	14	21,7	6	10,7	8	3	66,7
servizi	30	8,1	14	3,9	15	6	61,6
<i>di cui:</i> sofferenze	30	4,2	9	1,4	13	8	77,0
<i>di cui:</i> manifattura	6	2,9	2	0,9	2	2	78,4
costruzioni (5)	7	11,1	2	4,2	4	2	77,3
servizi	15	3,9	5	1,4	6	4	76,0
Famiglie consumatrici							
Crediti deteriorati verso clientela	21	3,8	11	2,2	14	1	65,8
<i>di cui:</i> sofferenze	9	1,7	4	0,7	6	0	76,6
Totale settori (6)							
Crediti deteriorati verso clientela	88	5,7	40	2,7	44	14	64,0
<i>di cui:</i> sofferenze	41	2,6	14	0,9	19	9	76,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

(1) I dati sono tratti dai bilanci non consolidati, che non includono i prestiti erogati dalle società finanziarie appartenenti a gruppi bancari e dalle controllate estere. Sono incluse "le attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione" che a fine giugno 2021 ammontavano, per il totale dei crediti deteriorati al lordo delle rettifiche, a circa 6 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 sottosectore di riferimento. – (3) L'importo corrisponde all'ammontare dell'esposizione lorda coperto da una garanzia (reale o personale). – (4) Il settore imprese, oltre a 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; dicembre 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)	201,2	59,5	47,5	206,2	514,4	9,1	18,4
Altri paesi industriali	34,9	18,4	28,0	32,0	113,4	1,0	4,1
<i>di cui:</i> Regno Unito	0,6	8,0	16,1	6,9	31,6	1,5	1,1
Paesi emergenti e in via di sviluppo	54,3	16,2	4,9	86,1	161,5	3,8	5,8
Europa	40,8	8,6	3,7	74,7	127,8	14,2	4,6
<i>di cui:</i> Russia	1,3	3,4	0,3	14,1	19,1	22,6	0,7
Turchia	0,5	2,8	0,3	1,8	5,4	4,5	0,2
Africa e Medio Oriente	10,1	2,1	0,2	6,0	18,4	3,5	0,7
Asia e Pacifico	2,2	3,5	1,0	3,6	10,3	0,5	0,4
Centro e Sud America	1,1	2,0	0,1	1,8	5,0	0,6	0,2
<i>di cui:</i> Argentina	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	–
Brasile	0,1	1,8	0,0	0,5	2,4	0,8	0,1
Messico	0,4	0,0	0,0	1,0	1,4	0,5	0,1
Centri offshore	0,2	0,2	2,1	4,8	7,3	0,3	0,3
Totale	290,6	94,4	82,6	329,1	796,6	3,2	28,6
<i>per memoria:</i>							
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia (4)	7,5	5,2	0,4	17,0	30,0	5,9	1,1

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

(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle 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; numeratore e denominatore si riferiscono al 30 giugno 2021. – (3) Gli impieghi sono dati dal totale delle esposizioni verso residenti e non residenti. Il numeratore e il denominatore sono riferiti al 30 giugno 2021. – (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	9,8	1.205.130	-89.282	3,9
2017	283.742	-46.708	8,5	1.074.168	-119.982	3,5
2018	318.449	43.974	9,7	1.054.143	-8.157	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	1.027.968	-9.501	3,1
feb.	320.171	6.873	9,5	1.037.546	13.050	3,1
mar.	335.699	19.784	9,9	1.084.606	55.092	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	50.143	3,5
giu.	363.134	-3.014	10,3	1.224.174	3.949	3,5
lug.	369.127	3.147	10,9	1.210.063	-18.098	3,4
ago.	373.068	4.562	11,1	1.222.794	10.433	3,5
set.	372.544	-2.926	11,0	1.227.113	143	3,5
ott.	368.289	-5.053	10,7	1.201.211	-27.575	3,4
nov.	357.438	-12.566	10,3	1.185.247	-18.704	3,3
dic.	342.813	-14.720	10,0	1.145.233	-40.502	3,3
2021 – gen.	350.768	9.154	10,2	1.154.406	10.800	3,2
feb.	358.094	8.047	10,4	1.174.160	21.943	3,3
mar.	351.040	-8.552	10,1	1.199.215	-11.180	3,3
apr.	353.866	4.938	10,1	1.173.985	-22.447	3,2
mag.	358.733	4.829	10,2	1.181.023	6.319	3,2
giu.	353.977	-5.250	10,0	1.158.741	-23.471	3,2
lug.	357.700	2.145	10,1	1.146.916	-15.815	3,1
ago.	359.647	2.461	10,2	1.151.496	4.659	3,1
set.	355.949	-2.600	10,0	1.133.447	-16.237	3,1

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.

Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza (1)
(milioni di euro; settembre 2021)

DETENTORE	Scadenza					Totale
	entro il 2021	entro il 2022	tra il 2023 e il 2024	tra il 2025 e il 2029	oltre il 2030	
Famiglie (2)	2.299	9.302	11.843	16.267	824	40.534
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	3	11	36	3	53
subordinate	287	1.400	837	2.760	241	5.525
Banche del gruppo (3)	977	3.579	4.528	12.107	902	22.093
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	–	–	–	–	–
subordinate	12	60	445	125	294	936
Altre banche residenti	1.013	5.487	8.697	11.200	1.150	27.547
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	89	385	676	6	1.156
subordinate	12	74	106	793	196	1.181
Altri investitori	5.817	33.247	43.381	71.762	21.884	176.090
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	762	2.220	4.292	726	8.000
subordinate	38	2.022	3.810	10.352	9.347	25.569
Totale	10.106	51.614	68.449	111.335	24.761	266.265
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	854	2.617	5.003	735	9.209
subordinate	350	3.556	5.197	14.030	10.077	33.210

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	2021	
								marzo	settembre
Totale	283,5	253,7	297,3	321,2	310,5	285,8	436,1	496,5	507,1
Titoli di Stato	119,8	97,6	88,8	105,8	78,0	68,1	129,4	171,5	165,7
Titoli di Amministrazioni locali e regionali	2,9	2,6	1,7	1,9	1,3	0,5	0,8	1,7	1,9
Obbligazioni bancarie non garantite	10,4	5,8	5,3	5,4	5,0	3,3	5,4	6,5	7,3
Obbligazioni bancarie garantite dallo Stato	15,0	0,4	0,3	1,3	2,5	1,0	0,6	0,6	0,6
Obbligazioni bancarie garantite (covered bond)	49,8	46,4	76,3	76,8	91,3	86,1	99,8	102,5	104,9
Obbligazioni di emittenti non bancari	1,0	2,5	3,0	3,0	4,3	3,7	4,9	7,2	9,4
Attività cartolarizzate (<i>asset-backed securities</i>)	40,0	35,5	44,0	49,9	49,7	47,7	45,5	52,0	53,4
Altre attività negoziabili	0,4	0,6	0,8	2,8	1,3	1,8	2,6	3,6	5,2
Attività non negoziabili (prestiti bancari)	44,3	62,4	77,1	74,3	77,1	73,6	147,1	150,9	158,7

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)	counterbalancing capacity	indicatore di liquidità (3)	flussi di cassa cumulati (2)	counterbalancing capacity	indicatore di liquidità (3)
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.	-0,4	22,6	22,1	-3,6	25,1	21,5
ott.	0,1	21,1	21,2	-2,7	23,7	21,0
nov.	0,1	21,9	22,0	-1,9	23,3	21,5
dic.	-0,5	22,0	21,5	-2,1	23,6	21,4
2021 – gen.	-1,0	21,7	20,7	-3,0	23,6	20,6
feb.	-0,7	22,0	21,3	-1,2	23,0	21,8
mar.	0,2	21,6	21,8	-0,2	24,7	24,5
apr.	0,5	21,0	21,5	1,4	25,3	26,7
mag.	0,2	22,0	22,2	0,2	26,3	26,5
giu.	-0,0	22,3	22,3	-0,3	26,7	26,4
lug.	0,2	22,2	22,4	-0,3	25,3	25,0
ago.	-0,2	23,1	22,9	-0,7	25,6	24,9
set.	-0,3	22,9	22,6	-1,7	26,5	24,8
ott.	-0,7	22,3	21,6	-1,8	26,8	25,0

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				3 giu. 2021	9 banche: 0,50-1,00	3 giu. 2021	12 banche (incluse 8 O-SII): 0,50-1,00
Belgio	2,50-4,00	2,50	1° apr. 2020	0,00			1° gen. 2021	8 banche: 0,75-1,50			
Bulgaria	6,00-7,00	2,50	1° apr. 2020	0,50			1° gen. 2021	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. 2021	6 banche: 0,25-1,00			
Croazia	4,00-6,00	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2021	7 banche: 0,50-2,00	29 dic. 2020		1,50
Danimarca	2,50-5,50	2,50	12 mar. 2020	0,00			28 dic. 2020	7 banche: 1,00-3,00			
Estonia	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2019	4 banche: 1,00-2,00	1° mag. 2020		0,00
Finlandia	2,50-4,50	2,50	16 mar. 2015	0,00			6 apr. 2020	3 banche: 0,50-2,00	6 apr. 2020		0,00
Francia	2,50-4,00	2,50	1° apr. 2020	0,00	1° gen. 2021	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. 2021	1 banca: 1,50	1° gen. 2021	13 banche: 0,25-2,00			
Grecia	2,50-3,00	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2021	4 banche: 0,50			
Irlanda	2,50-4,00	2,50	1° apr. 2020	0,00			1° lug. 2021	6 banche: 0,50-1,50			
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. 2021	1 banca: 1,00	1° gen. 2021	4 banche: 0,19-1,00			
Lettonia	2,50-4,50	2,50	1° feb. 2016	0,00			8 dic. 2020	4 banche: 1,25-2,00			

Fonte: ESRB e autorità di vigilanza macroprudenziale.

(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. Nei paesi in cui le modifiche introdotte dalla CRD5 sono state recepite nella legislazione nazionale, il SyRB è sempre cumulato al maggiore tra i buffer G-SII e O-SII ai sensi degli artt. 131(15) e 133(1), (7) e (8.c) CRD4. – (2) Il SyRB si applica alle sole esposizioni domestiche.

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. 2021	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			1° gen. 2021	3 banche: 0,50-2,00		
Lussemburgo	3,00-4,00	2,50	1° gen. 2021	0,50			1° gen. 2021	7 banche: 0,50-1,00		
Malta	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2021	4 banche: 0,06-2,00		
Norvegia	6,50-10,00	2,50	13 mar. 2020	1,00			1° gen. 2021	2 banche: 1,00-2,00	31 dic. 2020	3,00-4,50 (2) (3)
Paesi Bassi	2,50-5,00	2,50	1° gen. 2016	0,00	1° gen. 2021	1 banca: 1,00	29 dic. 2020	5 banche: 1,00-2,50		
Polonia	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2021	10 banche: 0,10-1,00		
Portogallo	2,50-3,25	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2021	6 banche: 0,19-0,75		
Repubblica Ceca	3,00-5,50	2,50	1° lug. 2020	0,50			1° ott. 2021	5 banche: 0,50-2,50		
Romania	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2020	8 banche: 1,00-2,00	1° gen. 2019	0,00-2,00
Slovacchia	3,50-5,50	2,50	1° ago. 2020	1,00			1° gen. 2021	5 banche: 0,25-1,00	1° gen. 2021	3 O-SII: 1,00 (2)
Slovenia	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2021	6 banche: 0,25-1,00		
Spagna	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00	1° gen. 2021	1 banca: 1,00	1° gen. 2021	5 banche: 0,25-1,00		
Svezia	2,50-6,50	2,50	16 mar. 2020	0,00			1° gen. 2021	4 banche: 0,00-1,00	29 dic. 2020	3 O-SII: 3,00
Ungheria	2,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° lug. 2020	8 banche (4)	18 mar. 2020	0,00 (2)

Fonte: ESRB e autorità di vigilanza macroprudenziale.

(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. Nei paesi in cui le modifiche introdotte dalla CRD5 sono state recepite nella legislazione nazionale, il SyRB è sempre cumulato al maggiore tra i buffer G-SII e O-SII ai sensi degli artt. 131(15) e 133(1), (7) e (8.c) CRD4. – (2) Il SyRB si applica alle sole esposizioni domestiche. – (3) Per le istituzioni che non utilizzano l'approccio avanzato per il calcolo dei requisiti patrimoniali (*advanced internal rating-based*, *advanced IRB*), il buffer è fissato al 3 per cento fino al 31 dicembre 2022. Dopo tale data sarà fissato al 4,5 per cento come per tutte le altre banche. – (4) Alle O-SII non è stata applicata la relativa riserva di capitale.

