



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

maggio 2014

1 | 2014



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 1 / 2014
Maggio

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

Relazione annuale

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

Bollettino economico

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo www.bancaditalia.it oppure in formato cartaceo presso la Biblioteca (Via Nazionale 91, 00184 Roma) e presso le Filiali della Banca d'Italia

© Banca d'Italia, 2014

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

Paolo Angelini

Comitato di redazione

Giorgio Gobbi (coordinamento), Giorgio Albareto, Paolo Angelini, Martina Bignami, Pietro Catte, Alessio De Vincenzo, Paolo Finaldi Russo, Antonella Foglia, Andrea Generale, Giuseppe Grande, Aviram Levy, Gaetano Marseglia, Fausto Parente (Ivass), Matteo Piazza, Silvia Vori, Francesco Zollino

Riquadri

Pierluigi Bologna, Emilia Bonaccorsi di Patti, Marianna Caccavaio, Wanda Cornacchia, Vincenzo Cuciniello, Alessandra De Aldisio, Carla Desideri (Ivass), Paolo Garofalo, Giovanni Guazzarotti, Eleonora Iachini, Costanza Iacomini, Marcello Miccoli, Arianna Miglietta, Stefano Nobili, Marcello Pericoli, Antonio Renzi, Luca Serafini, Andrea Zaghini

Aspetti editoriali e grafici

Rita Anselmi, Giuseppe Casubolo, Roberto Marano, Valentina Memoli, Rosanna Visca

Indirizzo

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 28 aprile 2014, salvo diversa indicazione

Stampato nel mese di maggio del 2014 presso la Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

INDICE

SINTESI	5
1 I RISCHI MACROECONOMICI E I MERCATI INTERNAZIONALI	7
1.1 Il quadro macroeconomico e finanziario	7
1.2 I principali rischi per la stabilità finanziaria	11
1.3 I mercati immobiliari	15
2 LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE	18
2.1 Le famiglie	18
2.2 Le imprese	19
3 IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO	23
3.1 Il <i>comprehensive assessment</i>	23
3.2 La valutazione del mercato sulle banche italiane	24
3.3 Il credito	25
3.4 La provvista delle banche, il rischio di liquidità, il rischio di rifinanziamento	30
3.5 Il patrimonio e la redditività	32
3.6 Le assicurazioni	36
4 I MERCATI E IL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA	41
4.1 Il mercato della liquidità	41
4.2 Il rifinanziamento presso l'Eurosistema	44
4.3 Il mercato dei titoli di Stato	46

INDICE DEI RIQUADRI

La trasmissione del rialzo dei tassi di interesse statunitensi a quelli dell'area dell'euro	11
La frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro	13
Le emissioni obbligazionarie delle imprese italiane nell'ultimo decennio	21
Il cammino verso l'Unione bancaria	23
La definizione di esposizioni deteriorate (<i>non-performing</i>) e oggetto di concessioni (<i>forbearance</i>) nelle regole EBA e nell' <i>asset quality review</i>	27
Il deleveraging delle banche italiane nel contesto europeo	33
La recente evoluzione della rete delle filiali delle banche in Italia	35
Gli investimenti delle compagnie di assicurazione in titoli obbligazionari emessi da piccole e medie imprese	38
Un indicatore del rischio sistemico di liquidità dei mercati finanziari italiani	42
La diffusione e i rischi delle monete virtuali: il caso Bitcoin	43

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.
-

SINTESI

La crescita mondiale prosegue a ritmi moderati e diseguali tra aree

Prosegue la moderata crescita dell'economia mondiale, con ritmi diversi tra le principali aree. In Europa la ripresa ha riguardato anche i paesi colpiti dalla crisi del debito sovrano. In alcune economie emergenti con squilibri strutturali la crescita ha rallentato e si sono registrati deflussi di capitali.

In Europa migliorano le condizioni finanziarie dei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano...

Le condizioni finanziarie nell'area dell'euro sono migliorate negli ultimi mesi. Il calo degli spread sui titoli di Stato, accentuato dall'autunno del 2013, è soprattutto associato al superamento dei timori di disgregazione della moneta unica. Quest'ultimo è riconducibile ai segnali di ripresa economica, all'azione di consolidamento fiscale e all'attuazione di riforme in diversi paesi, nonché all'azione dell'Eurosistema e ai progressi del progetto di Unione bancaria.

...ma i rischi rimangono rilevanti

Restano rischi rilevanti, soprattutto con riferimento all'evoluzione del quadro macroeconomico. Conseguenze negative per la crescita e per la stabilità finanziaria nell'area dell'euro potrebbero provenire da un rallentamento delle economie emergenti più accentuato del previsto o da un periodo di bassa inflazione più prolungato delle attese. Incertezze derivano inoltre dalle tensioni geopolitiche in diverse aree del mondo, in particolare dalla crisi tra Russia e Ucraina. Si è invece attenuato, senza venir meno, il rischio che l'orientamento meno accomodante della politica monetaria negli Stati Uniti possa indurre un rialzo dei tassi di interesse a medio e a lungo termine anche nell'area dell'euro.

In Italia prosegue il lento miglioramento del quadro macroeconomico

In Italia la ripresa ciclica si va estendendo ma resta fragile. Prosegue la fase di debolezza del mercato immobiliare. I prezzi delle abitazioni sono

ancora in diminuzione; si è arrestata la discesa di quelli degli immobili non residenziali. Sono aumentati gli investimenti di portafoglio esteri in Italia, in titoli sia pubblici sia privati. I tassi di interesse sono diminuiti su tutte le scadenze.

Le condizioni finanziarie delle famiglie sono solide...

Nel 2013 le famiglie hanno registrato una flessione del reddito disponibile inferiore all'anno precedente; si è avuto un calo dell'indebitamento e una ripresa degli investimenti in attività finanziarie. I bassi tassi di interesse e le misure a sostegno dei mutuatari hanno contribuito a contenere la vulnerabilità delle famiglie indebitate. La quota di nuclei familiari finanziariamente fragili aumenterebbe in misura solo modesta anche in scenari macroeconomici avversi.

...ma quelle delle imprese restano difficili

Benché emergano segnali positivi, le condizioni finanziarie delle imprese sono ancora deboli. Alcune aziende di grande dimensione hanno sostituito con obbligazioni parte dei loro debiti verso le banche; per quelle di minore dimensione le difficoltà di accesso al credito, i bassi livelli di liquidità e le incertezze che ancora caratterizzano la ripresa ciclica restano le maggiori fonti di rischio nei prossimi mesi.

È in corso il comprehensive assessment

È in corso l'esercizio di valutazione complessiva (comprehensive assessment) delle maggiori banche dell'area dell'euro. L'esercizio, al quale partecipano 15 intermediari italiani, consentirà un confronto su basi omogenee dei bilanci bancari nei diversi paesi, contribuendo a ridurre ulteriormente la segmentazione dei mercati finanziari.

Migliorano le valutazioni dei mercati sulle banche italiane

Nei primi mesi dell'anno in corso le valutazioni dei mercati sulle banche italiane sono migliorate notevolmente, avvicinandosi a quelle degli intermediari degli altri principali paesi dell'area.

Si attenua la contrazione del credito

All'inizio del 2014 la contrazione del credito bancario si è lievemente ridotta. Le indagini qualitative condotte presso gli intermediari rilevano criteri di offerta più favorevoli per i prestiti alle famiglie; le condizioni di accesso al credito per le imprese, seppur in lieve miglioramento, rimangono restrittive.

Rallenta il deterioramento della qualità dei prestiti

Il deterioramento della qualità del credito si è attenuato. Il flusso di nuove sofferenze sul complesso dei prestiti è rimasto stabile nell'ultimo trimestre del 2013; dati preliminari indicano che sarebbe diminuito nei primi tre mesi di quest'anno. Le consistenze dei prestiti deteriorati continuano tuttavia ad aumentare.

Le rettifiche di valore abbattano la redditività, ma consentono un significativo aumento dei tassi di copertura

Le ingenti rettifiche di valore su prestiti contabilizzate dagli intermediari alla fine del 2013 hanno assorbito interamente la redditività operativa, ma hanno consentito un significativo aumento dei tassi di copertura. Questi sviluppi, accolti favorevolmente dagli investitori, possono contribuire a riavviare il mercato dei crediti deteriorati. Alcuni grandi intermediari hanno annunciato iniziative miranti a ottimizzare la gestione di questi crediti. Prosegue la flessione dei costi operativi delle banche, alla quale contribuisce la razionalizzazione della rete delle filiali.

Le banche riducono l'esposizione in titoli pubblici

Dalla seconda metà del 2013 le banche hanno ridotto la consistenza di titoli pubblici in portafoglio.

Il funding gap si riduce e prosegue il rimborso dei finanziamenti dell'Eurosistema

Il funding gap si riduce, riportandosi sui valori registrati alla metà dello scorso decennio. Prosegue, seppur in misura diseguale tra intermediari, il rimborso dei finanziamenti dell'Eurosistema. Gli intermediari di maggiore dimensione hanno accresciuto i collocamenti obbligazionari sui mercati internazionali, dove le emissioni nette sono tornate positive.

Diverse banche hanno annunciato aumenti di capitale

Sulla posizione patrimoniale delle banche italiane hanno inciso le ingenti rettifiche di valore contabilizzate alla fine del 2013; aumenti di capitale – per circa 10 miliardi complessivi – sono stati intrapresi da diversi intermediari. La leva finanziaria resta inferiore a quella delle altre banche europee.

I rischi del settore assicurativo sono contenuti

Per le compagnie assicurative i rischi derivanti dal prolungato periodo di bassi tassi di interesse restano contenuti, anche grazie a politiche prudenti in materia di rendimenti garantiti. I rischi principali per il settore assicurativo sono connessi con l'incertezza della ripresa economica. La solidità delle principali compagnie è in corso di valutazione da parte dell'autorità europea di settore.

Sono più distese le condizioni di liquidità sui mercati finanziari

Le condizioni di liquidità dei mercati finanziari italiani sono ulteriormente migliorate. L'indicatore di rischio sistemico di liquidità si colloca attorno ai valori minimi, riflettendo l'aumento degli scambi sul mercato secondario dei titoli di Stato.

1 I RISCHI MACROECONOMICI E I MERCATI INTERNAZIONALI

1.1 IL QUADRO MACROECONOMICO E FINANZIARIO

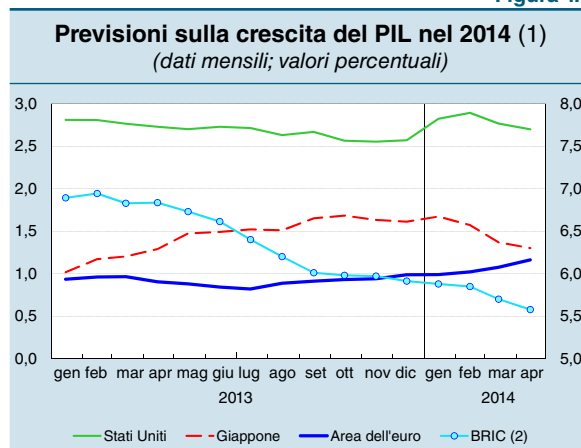
La ripresa economica globale resta moderata

La ripresa economica globale prosegue a un ritmo moderato e ancora diseguale tra le principali aree (fig. 1.1). L'espansione si rafforza negli Stati Uniti e nel Regno Unito; nell'area dell'euro si sta estendendo anche ai paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano. Per contro in Giappone e nelle economie emergenti vi sono segnali di rallentamento.

L'avvio del tapering non ha avuto conseguenze nei paesi avanzati...

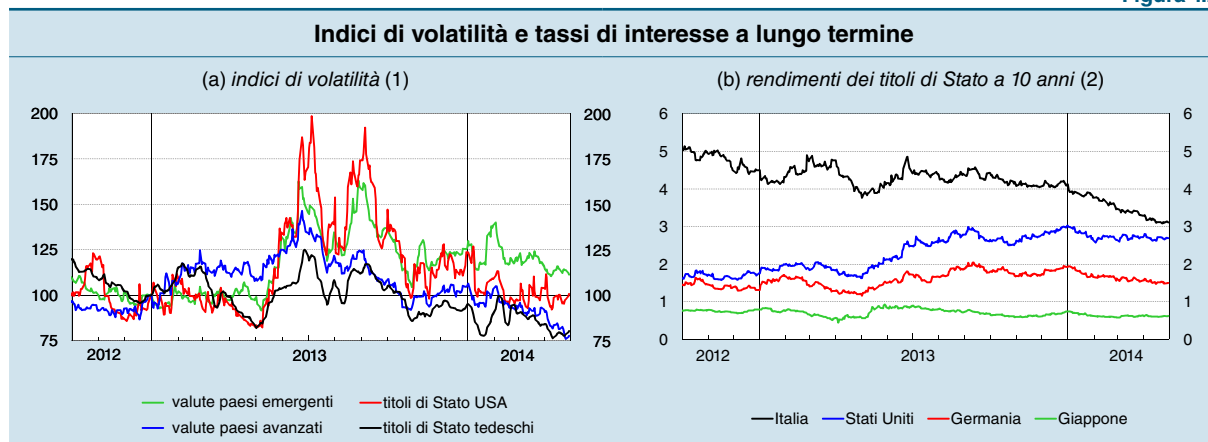
La Riserva federale statunitense sta riducendo gradualmente i propri acquisti di titoli (*tapering*); ha inoltre dichiarato che il rialzo del tasso sui federal funds, che si prevede prenda avvio verso la metà del prossimo anno, sarà graduale e subordinato all'effettivo miglioramento delle condizioni complessive dell'economia. Queste indicazioni hanno contribuito ad attenuare le incertezze circa le conseguenze del *tapering*. Nei paesi avanzati gli indicatori di volatilità dei mercati finanziari sono scesi, tornando sui livelli degli inizi dello scorso anno (fig. 1.2.a); i rendimenti a lungo termine statunitensi e tedeschi si sono stabilizzati (fig. 1.2.b).

Figura 1.1



(1) Previsioni formulate nel mese indicato sull'asse orizzontale. – (2) Scala di destra; media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India e Cina, ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL nel 2012, valutato alla parità dei poteri d'acquisto.

Figura 1.2



(1) Dati giornalieri. Numeri indice (31 dicembre 2012=100) ricavati dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni. – (2) Dati giornalieri, in valori percentuali.

...ma ha suscitato tensioni nelle economie emergenti

Tra i paesi emergenti si riscontrano situazioni di tensione e deflussi di capitali, soprattutto in alcune economie caratterizzate da squilibri fiscali, alta inflazione ed elevata dipendenza dai finanziamenti esterni. La crisi politica in Ucraina e la successiva annessione della Crimea da parte della Russia hanno sinora avuto sui mercati ripercussioni limitate quasi esclusivamente ai paesi direttamente coinvolti.

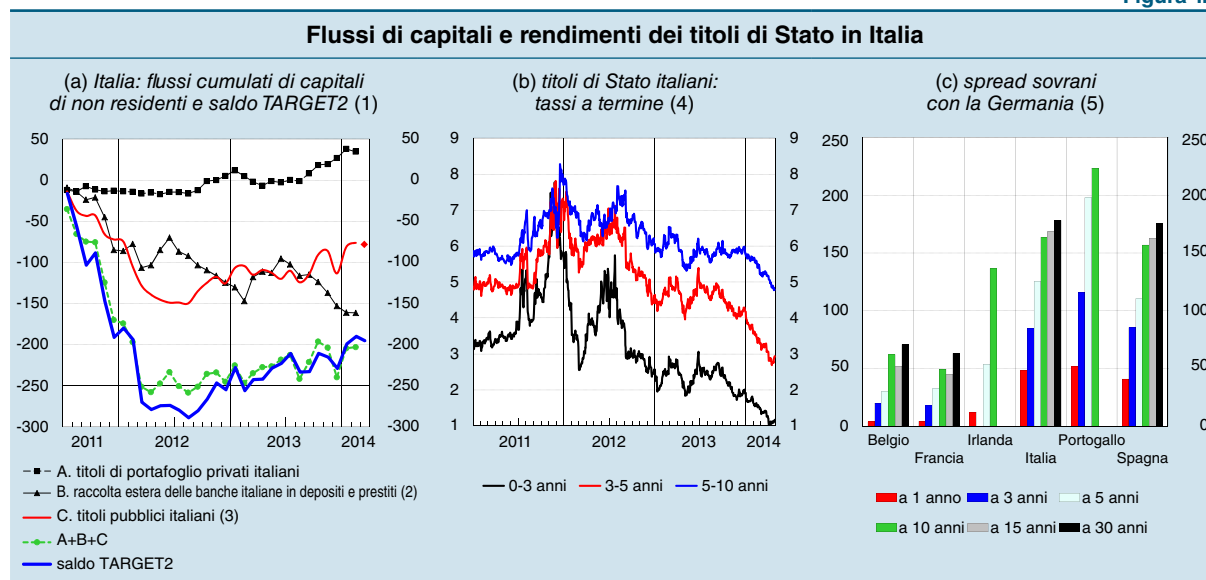
In Italia la ripresa economica è lenta

In Italia prosegue la moderata ripresa dell'attività produttiva; vi contribuisce il buon andamento delle esportazioni, che ha favorito il ritorno a un avanzo di conto corrente (cfr. *Bollettino economico*, n. 2, 2014). Lo scorso anno il disavanzo pubblico in rapporto al PIL è rimasto stabile al 3 per cento, mentre l'avanzo primario, pari al 2,2 per cento, è il più elevato tra i paesi dell'area dell'euro, assieme a quello della Germania (tav. 1.1). Il debito in rapporto al prodotto è aumentato dal 127,0 al 132,6 per cento. Oltre un terzo dell'aumento è dovuto all'accelerazione del pagamento dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche e al sostegno finanziario ai paesi dell'area dell'euro. In un clima di rinnovata fiducia nella coesione dell'Unione monetaria, gli investitori esteri hanno aumentato i propri investimenti in Italia, sia in titoli pubblici sia in azioni e obbligazioni private (fig. 1.3.a). Ne hanno beneficiato i prezzi delle attività finanziarie; il calo dei tassi di interesse ha riguardato tutte le scadenze (figg. 1.3.b e 1.3.c).

Resta prudente l'orientamento della politica di bilancio

Con il *Documento di economia e finanza 2014* approvato lo scorso 8 aprile il Governo ha aggiornato le previsioni dei conti pubblici per l'anno corrente e per il prossimo quadriennio. L'obiettivo per il disavanzo del 2014 è stato rivisto dal 2,5 al 2,6 per cento del prodotto. In base ai programmi dal 2015 si raggiungerebbe un sostanziale pareggio di bilancio in termini strutturali e il debito in rapporto al PIL inizierebbe a ridursi. Gli indicatori di sostenibilità del debito pubblico, che tengono conto anche degli oneri derivanti dall'invecchiamento della popolazione, così come altri indicatori macroeconomici, confermano per l'Italia un quadro di sostanziale equilibrio nel lungo periodo dei conti pubblici e di contenuto indebitamento del settore privato (tav. 1.1).

Figura 1.3



Fonte: per gli spread sovrani con la Germania, elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Dati mensili, in miliardi di euro. Saldo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema di pagamenti TARGET2, rilevato a fine mese; per le altre variabili, flussi di capitali dei non residenti, cumulati a partire dal luglio 2011. – (2) Depositi e prestiti, inclusa la raccolta intermedia da controparti centrali residenti. – (3) Il dato di marzo 2014 è stimato sulla base dell'andamento del saldo TARGET2, depurato dagli interessi versati a non residenti a valere sui titoli di Stato italiani da loro detenuti. – (4) Dati giornalieri, in valori percentuali. Tassi di interesse impliciti nella curva zero-coupon dei titoli di Stato italiani, sulla durata a pronti a 3 anni e sulle durate a termine a 2 e a 5 anni con decorrenza, rispettivamente, a 3 e a 5 anni in avanti. – (5) Dati rilevati il 28 aprile 2014; punti base. Non sono disponibili i dati relativi alle scadenze a 3, 15 e 30 anni per l'Irlanda e a 15 e 30 anni per il Portogallo.

Tavola 1.1

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

PAESI	Disavanzo pubblico (1)			Avanzo primario (1)			Debito pubblico (1)			PIL (tasso di crescita annuo) (2)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Italia	3,0	2,7	1,8	2,2	2,3	3,3	132,6	134,5	133,1	-1,9	0,6	1,1
Germania	0,0	0,0	0,1	2,2	1,6	1,4	78,4	74,6	70,8	0,5	1,7	1,6
Francia	4,3	3,7	3,0	-2,0	-1,7	-1,0	93,5	95,8	96,1	0,3	1,0	1,5
Spagna	7,1	5,9	4,9	-3,7	-2,8	-1,7	93,9	98,8	102,0	-1,2	0,9	1,0
Paesi Bassi	2,5	3,0	2,0	-0,7	-1,8	-0,8	73,5	75,0	74,4	-0,8	0,8	1,6
Belgio	2,6	2,4	2,1	0,6	0,6	0,8	101,5	99,8	99,6	0,2	1,2	1,2
Austria	1,5	3,0	1,5	1,0	-1,0	0,6	74,5	79,1	78,2	0,4	1,7	1,7
Finlandia	2,1	2,6	1,9	-1,2	-2,7	-2,1	57,0	60,2	62,1	-1,4	0,3	1,1
Grecia	12,7	2,7	1,9	-8,7	1,5	3,0	175,1	174,7	171,3	-3,9	0,6	2,9
Portogallo	4,9	4,0	2,5	-0,6	0,3	1,9	129,0	126,7	124,8	-1,4	1,2	1,5
Irlanda	7,2	5,1	3,0	-2,5	-0,7	1,6	123,7	123,7	122,7	-0,3	1,7	2,5
Area dell'euro (3)	3,0	2,6	2,0	-0,1	-0,1	0,5	92,6	95,6	94,5	-0,5	1,2	1,5
Regno Unito	5,8	5,3	4,1	-2,8	-3,5	-1,9	90,6	91,5	92,7	1,8	2,9	2,5
Stati Uniti	7,3	6,4	5,6	-4,1	-3,2	-2,4	104,5	105,7	105,7	1,9	2,8	3,0
Giappone	8,4	7,2	6,4	-7,6	-6,4	-5,5	243,2	243,5	245,1	1,5	1,4	1,0
Canada	3,0	2,5	2,0	-2,6	-2,2	-1,6	89,1	87,4	86,6	2,0	2,3	2,4

PAESI	Caratteristiche del debito pubblico (4)			Indicatori di sostenibilità		Debiti finanziari del settore privato alla fine del 3° trim. 2013		Statistiche verso l'estero	
	Quota in scadenza più disavanzo nel 2014	Vita media residua dei titoli di Stato nel 2014 (anni)	Quota detenuta da non residenti nel 2013 (in % del debito)	Indicatore S2 (5)	Indicatore FMI (6)	Famiglie	Imprese non finanziarie	Saldo di conto corrente nel 2013	Posizione netta sull'estero a fine 2013 (7)
Italia	28,4	6,3	36,7	-2,3	2,8	44,9	81,9	1,0	-30,0
Germania	6,8	6,5	61,1	1,4	0,9	57,6	57,0	7,5	48,3
Francia	16,9	6,7	63,8	1,6	4,4	57,0	104,3	-1,3	-21,1
Spagna	20,7	5,7	40,0	4,8	6,6	78,1	130,7	0,8	-98,2
Paesi Bassi	14,3	6,7	55,9	5,9	6,1	126,9	93,6	10,4	53,0
Belgio	15,2	7,5	62,6	7,4	8,4	56,8	192,3	-1,6	44,1
Austria	11,5	7,8	87,4	4,1	6,0	53,8	108,4	2,7	3,4
Finlandia	8,0	6,1	83,5	5,8	3,8	66,6	115,8	-1,1	15,8
Grecia	15,8	8,2	85,9	....	....	64,3	64,9	0,7	-119,0
Portogallo	20,7	5,2	63,6	....	5,2	88,8	166,2	0,5	-118,7
Irlanda	8,7	12,4	65,3	....	6,3	102,5	212,8	6,6	-107,8
Area dell'euro (3)	....	....	....	2,1	....	64,5	100,6	2,3	-13,4
Regno Unito	11,6	14,6	29,7	5,2	6,2	92,2	92,1	-4,4	-1,3
Stati Uniti	24,4	5,5	32,4	....	11,7	78,5	80,5	-2,3	-27,2
Giappone	57,9	6,5	7,9	....	13,4	63,4	104,4	0,7	68,4
Canada	16,0	6,0	22,4	....	5,4	94,7	98,7	-3,2	1,4

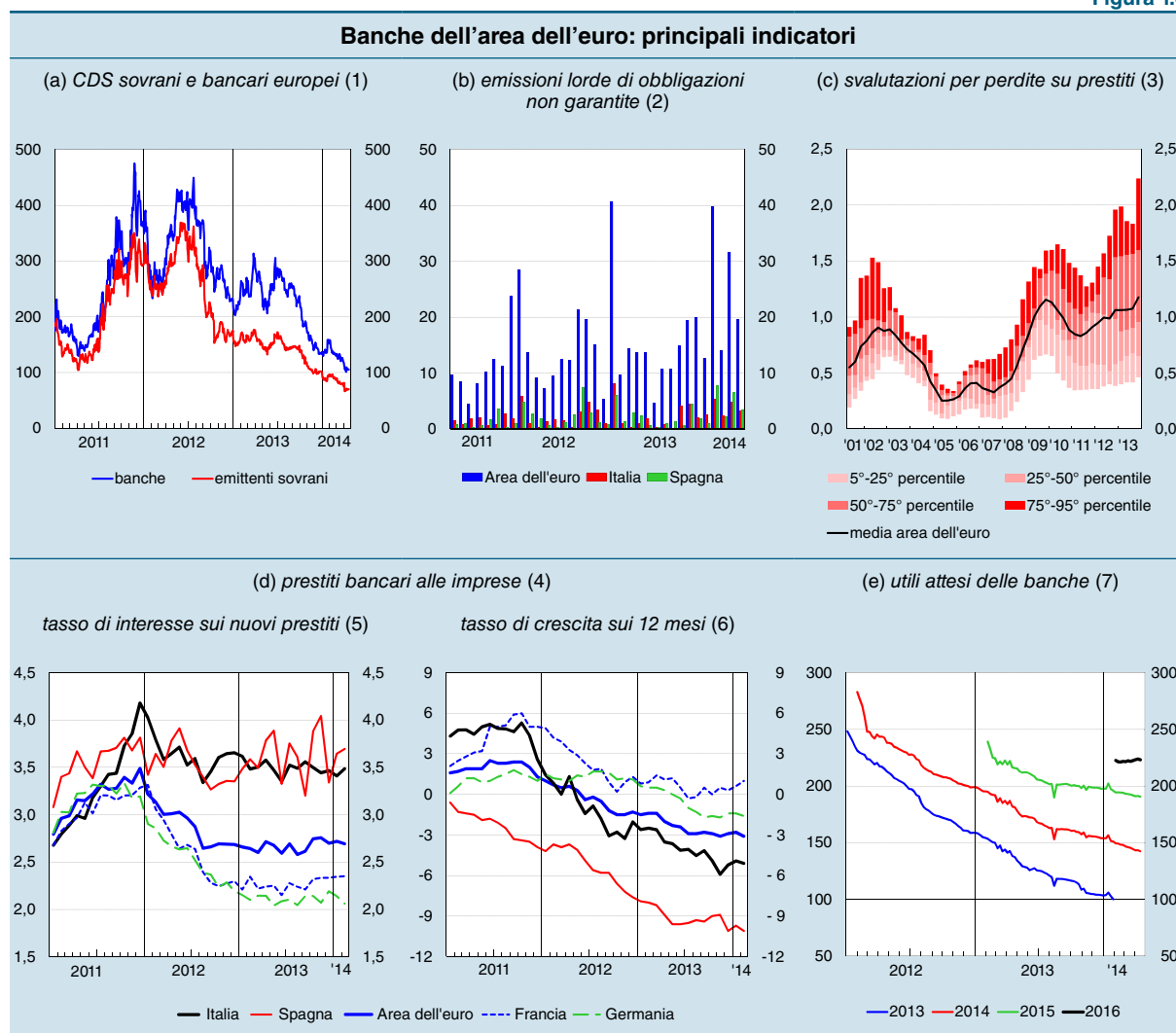
Fonte: FMI, Eurostat, BCE, Commissione europea, Istat, conti finanziari e bilance dei pagamenti nazionali.

(1) I dati di consuntivo per il 2013 per i paesi europei e per l'area dell'euro sono tratti da Eurostat, *Newsrelease Euroindicators*, 23 aprile 2014. I dati di consuntivo per il 2013 per i paesi extra-europei e le previsioni 2014 e 2015 per tutti i paesi sono tratti da FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2014. – (2) FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2014. – (3) Il dato si riferisce a 18 paesi per il disavanzo pubblico, l'avanzo primario e il debito pubblico; si riferisce a 17 paesi per il PIL, l'indicatore S2, i debiti finanziari del settore privato e le statistiche verso l'estero. – (4) FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2014. Per la Grecia, il dato sulla vita media residua dei titoli di Stato nel 2014 è calcolato sulla base di dati di fonte Bloomberg. – (5) Commissione europea, *Fiscal Sustainability Report 2012*, dicembre 2012. Aumento del rapporto avanzo primario/PIL (rispetto al valore del 2011) necessario, date le proiezioni demografiche e macroeconomiche, a soddisfare il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche; la stima tiene conto del livello del debito, delle prospettive di crescita dell'economia, dell'evoluzione dei tassi di interesse e del flusso degli avanzi primari futuri, su cui influisce la dinamica delle spese legate alla demografia. – (6) FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2014. Aumento del rapporto avanzo primario/PIL che dovrebbe essere conseguito entro il 2020 (e mantenuto per un altro decennio) per portare il rapporto debito/PIL al 60 per cento entro il 2030. Il valore include l'aumento previsto delle spese in campo sanitario e pensionistico tra il 2014 e il 2030. – (7) Per la Francia, dati a fine 2012; per l'Irlanda e l'area dell'euro, dati al 3° trimestre 2013.

Per le banche dell'area dell'euro migliorano le condizioni di raccolta, ma non la qualità del credito

Per le banche dell'area dell'euro migliorano le condizioni di accesso ai mercati della raccolta all'ingrosso: sono scesi i premi per il rischio di credito e sono aumentate le emissioni di obbligazioni (figg. 1.4.a e 1.4.b). La qualità del credito, tuttavia, resta mediamente bassa (fig. 1.4.c) e differenziata tra paesi. I prestiti alle imprese si contraggono in quasi tutte le economie dell'area, a fronte di tassi di interesse pressoché invariati rispetto al 2013 (fig. 1.4.d); quelli alle famiglie si riducono nei paesi più esposti alle tensioni sul debito sovrano, crescono poco o ristagnano negli altri. Prosegue la revisione al ribasso delle aspettative degli analisti finanziari sugli utili sia per l'anno in corso sia per il 2015 (fig. 1.4.e).

Figura 1.4



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Bloomberg, Dealogic, I/B/E/S e Thomson Reuters Datastream.

(1) Punti base. Paniere di CDS di emittenti sovrani: media semplice di Germania, Francia, Italia e Spagna; paniere di CDS di banche: media semplice delle 10 banche elencate, per questi 4 paesi, nella nota alla fig. 3.1. – (2) Dati mensili, in miliardi di euro. Obbligazioni prive di collaterale o garanzia pubblica. – (3) Dati trimestrali. Somma mobile su 4 trimestri delle svalutazioni, espressa in percentuale del volume complessivo di crediti. Le fasce colorate con gradazioni di rosso rappresentano gli scarti tra i percentili indicati in legenda. Campione di maggiori banche dell'area dell'euro, comprendente istituzioni finanziarie di grandi dimensioni che svolgono diverse tipologie di attività bancaria, anche su scala internazionale: Banco Santander, BBVA, BNP Paribas, Crédit Agricole, Commerzbank, Deutsche Bank, ING, Intesa Sanpaolo, Société Générale e UniCredit. – (4) Dati mensili, in valori percentuali. Prestiti a imprese non finanziarie residenti nell'area dell'euro. – (5) I tassi di interesse si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (6) I prestiti sono corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. – (7) Dati settimanali. Numeri indice: ultima previsione sul 2013=100.

1.2 I PRINCIPALI RISCHI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

I rischi per la stabilità finanziaria, pur in attenuazione, restano significativi

Nell'area dell'euro il sistema finanziario ha continuato a rafforzarsi, grazie agli interventi della Banca centrale europea, alla ripresa economica, all'avanzamento del progetto di Unione bancaria e ai progressi conseguiti in diversi paesi nell'azione di consolidamento fiscale e nelle riforme strutturali. Restano tuttavia rischi rilevanti, soprattutto con riferimento all'evoluzione del quadro macroeconomico.

La ripresa economica è ancora fragile...

La ripresa ciclica nell'area rimane condizionata dall'espansione della domanda mondiale. I rischi ai quali è soggetta l'economia globale sono in parte cambiati negli ultimi mesi: si sono attenuati quelli provenienti dalle economie avanzate; per contro il rallentamento delle economie emergenti potrebbe rivelarsi più protratto del previsto, riflettendo sia ostacoli strutturali alla crescita sia la prospettiva di condizioni monetarie meno accomodanti negli Stati Uniti. Tra i paesi emergenti, risultano particolarmente vulnerabili quelli con ampi squilibri esterni o con un elevato indebitamento di imprese e famiglie. Nel caso della Cina tensioni possono derivare dalla difficile transizione verso un pieno regime di mercato nell'intermediazione creditizia e dal "sistema bancario ombra", di dimensioni ampie e crescenti. Le ripercussioni economiche delle tensioni tra Russia e Ucraina, finora limitate, diventerebbero rilevanti in uno scenario – al momento poco probabile – di interruzione protratta delle forniture di gas e petrolio dalla Russia ai paesi dell'Unione europea, circa la metà delle quali transita attraverso l'Ucraina.

Si è infine attenuato, ma non è venuto meno, il rischio che il processo di normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti possa determinare spinte al rialzo dei tassi di interesse a medio e a lungo termine anche nell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *La trasmissione del rialzo dei tassi di interesse statunitensi a quelli dell'area dell'euro*).

LA TRASMISSIONE DEL RIALZO DEI TASSI DI INTERESSE STATUNITENSIS A QUELLI DELL'AREA DELL'EURO

Il rialzo dei tassi di interesse a lungo termine registrato negli Stati Uniti dalla primavera del 2013 si è accompagnato a un incremento, ancorché più limitato, di quelli tedeschi e, inizialmente, anche di quelli dei paesi dell'area dell'euro più colpiti dalle tensioni sui titoli di Stato, tra i quali l'Italia. Vi è la possibilità che nuovi rialzi dei tassi statunitensi si trasmettano ai tassi in euro, con conseguenze negative per l'attività produttiva.

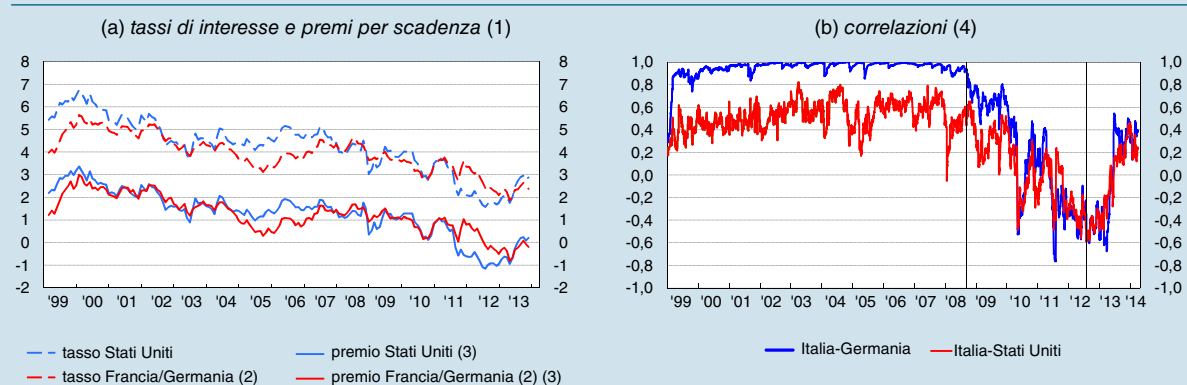
I "comovimenti" tra i tassi di interesse statunitensi e tedeschi sono principalmente dovuti ai premi per scadenza, che dall'inizio dello scorso decennio si sono ridotti considerevolmente (figura, pannello a). La diminuzione ha avuto origine negli Stati Uniti, per poi trasmettersi all'area dell'euro; essa è stata causata dalla forte domanda di titoli di Stato statunitensi proveniente dai paesi emergenti a fini di accumulo di riserve valutarie e, negli anni più recenti, dai programmi di acquisto di titoli di Stato da parte della Riserva federale (*quantitative easing*, QE). Nostre stime indicano che tra il novembre del 2008 e l'aprile del 2013 il QE statunitense abbia determinato un calo del premio per scadenza sulla durata decennale di circa 1,6 punti percentuali negli Stati Uniti e di 1,0 punti per la media dei tassi tedeschi e francesi.

Nell'ultimo decennio l'andamento dei tassi di interesse sui titoli di Stato italiani ha attraversato tre fasi (figura, pannello b). La prima va dall'avvio della UEM alla crisi di Lehman Brothers, nel settembre 2008. In questo periodo, caratterizzato da un sostanziale allineamento dei premi per il rischio sovrano dei paesi europei, si è registrata una forte correlazione positiva dei rendimenti dei titoli italiani con quelli tedeschi e, in misura minore, con quelli statunitensi. Nella seconda fase, dal settembre 2008 all'estate 2012, le correlazioni sono diminuite gradualmente fino a divenire fortemente negative: shock esogeni di natura reale o finanziaria inducevano in questo periodo gli investitori a

ridurre l'esposizione verso i paesi dell'area dell'euro con condizioni di finanza pubblica più vulnerabili e maggiormente esposti al pericolo di una disgregazione dell'Unione monetaria, a favore di attività finanziarie ritenute a basso rischio (*safe haven flows*), come i titoli di Stato tedeschi e statunitensi. Nella terza fase, che prende il via nell'estate del 2012 con l'annuncio del programma Outright Monetary Transactions (OMT) da parte della BCE, le correlazioni sono tornate ad aumentare, riportandosi gradualmente su valori positivi, anche se inferiori a quelli prevalenti prima del 2008.

Figura

Tassi di interesse sui titoli di Stato decennali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro: livelli, premi per scadenza e correlazioni con il tasso italiano



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(1) Dati medi mensili; punti percentuali. – (2) Tassi zero-coupon calcolati utilizzando titoli di Stato francesi e tedeschi. – (3) I premi per scadenza sono stimati utilizzando un modello a fattori dei tassi di interesse presentato in M. Pericoli, *Expected inflation and inflation risk premium in the euro area and in the United States*, Banca d'Italia, «*temi di discussione*», n. 842, 2012. – (4) Dati giornalieri. Correlazione tra le variazioni giornaliere dei tassi di interesse zero-coupon decennali calcolata con una media mobile ponderata con pesi esponenziali. Le due barre verticali indicano, rispettivamente, il fallimento di Lehman Brothers il 14 settembre 2008 e il discorso del presidente della BCE Mario Draghi tenuto a Londra il 26 luglio 2012.

Dal maggio 2013 le aspettative di una graduale uscita dal QE negli Stati Uniti (*tapering*) hanno determinato una pressione al rialzo dei tassi di interesse statunitensi ed europei, a cui si è contrapposta la *forward guidance* delle banche centrali. Per i paesi europei più esposti alla crisi del debito sovrano, la spinta al rialzo è stata più che compensata dalla forte domanda proveniente da investitori in uscita dai paesi emergenti, in cerca di investimenti più sicuri e, nel contempo, relativamente redditizi (cfr. il riquadro: *La diminuzione degli spread sovrani dell'Italia dall'estate del 2012*, in *Bollettino economico*, n. 2, 2014). In prospettiva, una volta esaurito l'effetto favorevole degli afflussi di capitali dall'estero, anche i rendimenti dei titoli dei paesi europei più vulnerabili tornerebbero a essere esposti al rischio di nuovi rialzi dei tassi statunitensi. Ciò sarebbe più probabile nel caso in cui la trasmissione non avvenisse attraverso le aspettative sui tassi a breve termine, su cui la *forward guidance* della BCE influisce direttamente, ma attraverso i premi per scadenza. Appare invece meno probabile un rialzo dei tassi indotto da ricomposizioni di portafoglio verso attività ritenute a basso rischio, analoghe a quelle che avevano caratterizzato la fase acuta della crisi del debito sovrano.

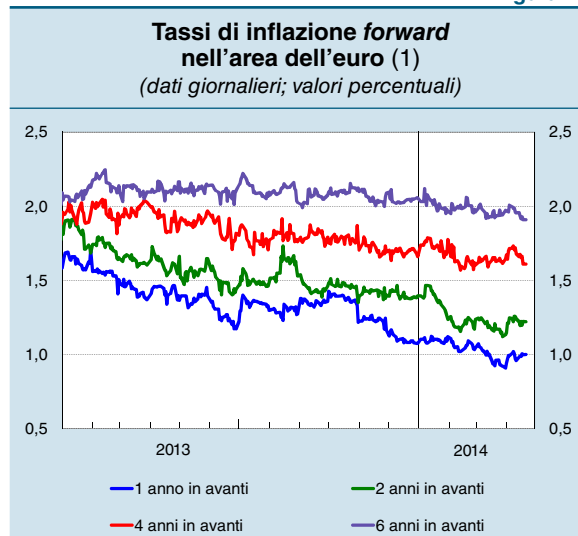
...e l'inflazione è molto bassa

L'inflazione nell'area dell'euro potrebbe mantenersi a livelli molto bassi per un periodo prolungato (fig. 1.5), creando attraverso diversi canali rischi per la stabilità finanziaria. In primo luogo, in presenza di un limite inferiore al movimento dei tassi di interesse nominali, il livello di quelli reali potrebbe risultare più alto di quanto appropriato per sostenere la ripresa economica; sarebbe inoltre più costoso il processo di aggiustamento da parte dei settori indebitati; potrebbe infine venire rallentata, in presenza di rigidità nominali, la correzione degli squilibri di competitività tra i paesi dell'area.

I rischi macroeconomici potrebbero inasprire quelli dell'industria bancaria

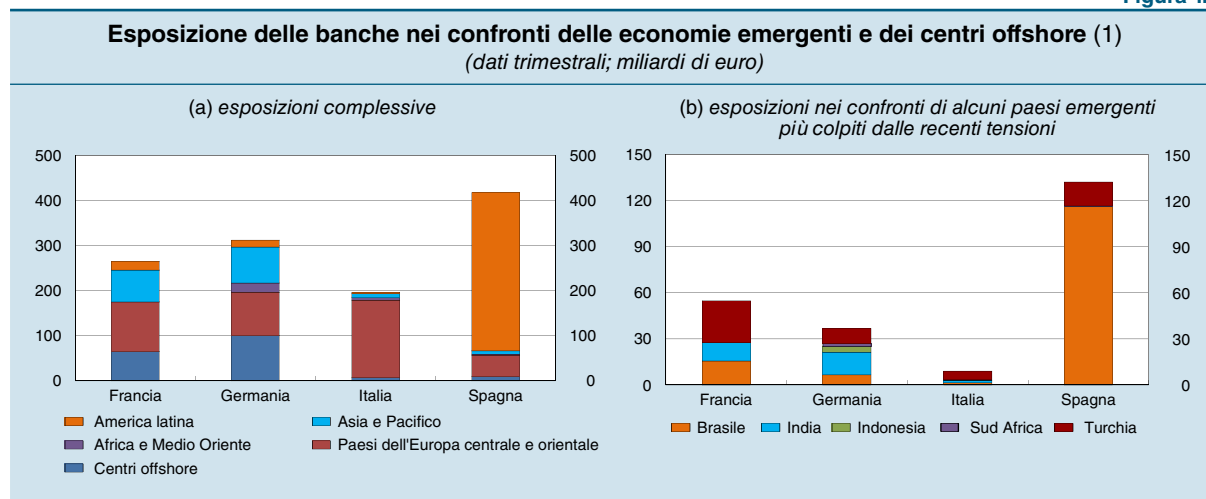
Sebbene emergano segnali di stabilizzazione della qualità del credito delle banche, l'elevata incidenza dei prestiti deteriorati, soprattutto nei paesi più colpiti dalla recessione, grava sulla redditività e frena la loro propensione a concedere credito. Il grado di frammentazione dei mercati della raccolta e dei prestiti si è ridotto ma non annullato (cfr. il riquadro: *La frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro*). Un altro potenziale fattore di vulnerabilità per le banche è costituito dai rischi provenienti dalle economie emergenti. I principali paesi europei si caratterizzano per una notevole eterogeneità delle esposizioni bancarie nei confronti di questi paesi, in termini sia di dimensione sia di composizione geografica (fig. 1.6). L'esposizione degli intermediari italiani è relativamente contenuta e si concentra nei paesi dell'Europa centrale e orientale (cfr. il capitolo 3).

Figura 1.5



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Tassi di inflazione forward a un anno su orizzonti a 1, 2, 4 e 6 anni in avanti.

Figura 1.6



Fonte: elaborazioni su dati BRI.

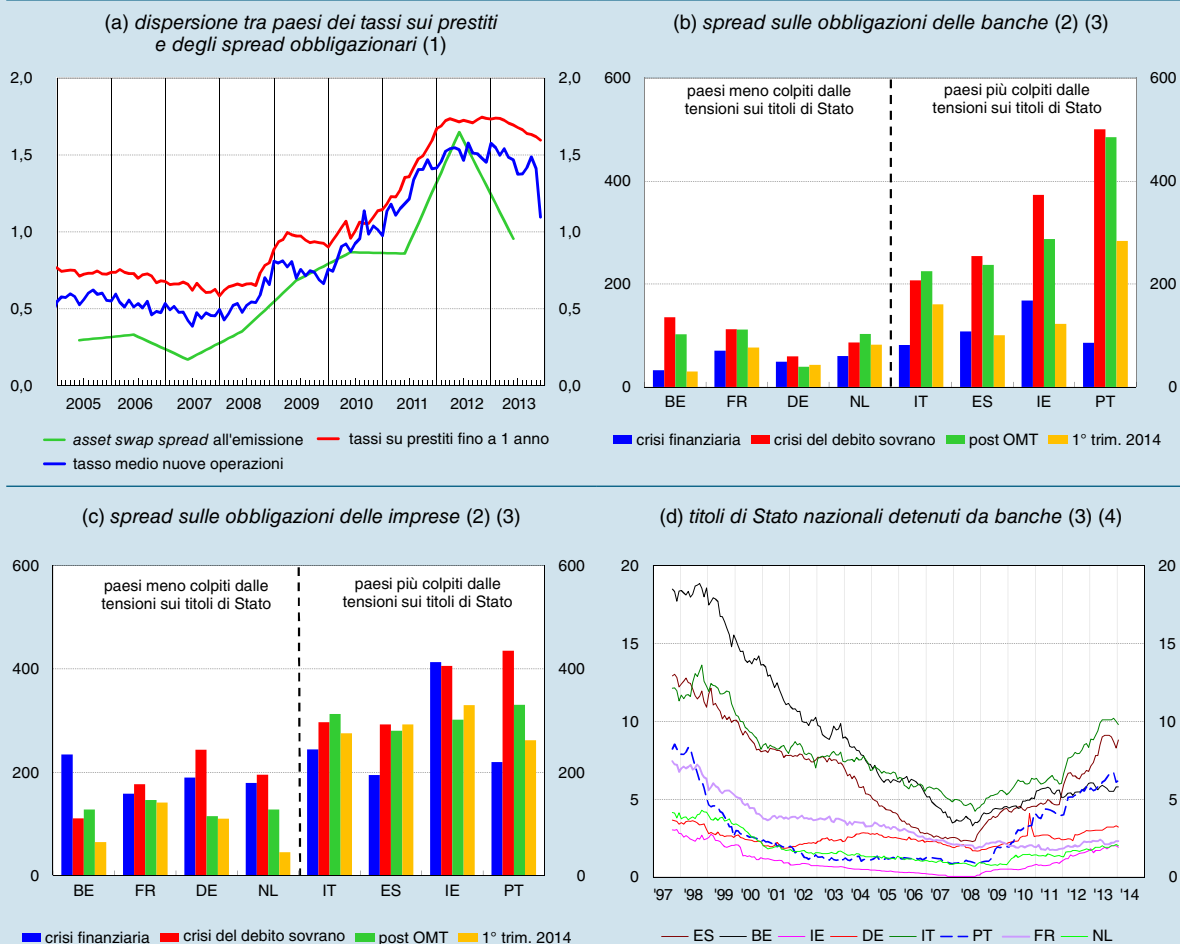
(1) Dati al 4° trimestre 2013. Totale delle esposizioni delle banche dei paesi indicati in ascissa verso debitori ubicati nelle aree economiche o nei paesi indicati in legenda (dati relativi ai "debitori ultimi"). L'aggregato "Paesi dell'Europa centrale e orientale" include anche i paesi dell'ex-URSS.

LA FRAMMENTAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI DELL'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro la prolungata fase di instabilità finanziaria globale avviatasi nell'estate del 2007 ha determinato una frammentazione dei mercati finanziari lungo linee nazionali (cfr. [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), n. 4, 2012). Nel periodo più recente il fenomeno si è attenuato ma non è venuto meno.

Un semplice indicatore di frammentazione è rappresentato dalla dispersione tra paesi dei tassi di interesse sul credito alle banche e alle imprese, aumentata considerevolmente tra il 2010 e l'estate del 2012 e tuttora elevata, malgrado la recente flessione (figura, pannello a, e fig. 1.4.d). La dispersione riflette andamenti divergenti tra i paesi più esposti alle tensioni sul debito sovrano e le

Indicatori di frammentazione dei mercati obbligazionari e bancari dell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Dealogic e Thomson Reuters Datastream.

(1) Punti percentuali. Deviazione standard tra paesi dei tassi bancari alle imprese indicati in legenda e degli spread obbligazionari (*asset swap spreads*) medi all'emissione di banche e imprese. Dati mensili per i tassi bancari e dati annuali per gli spread obbligazionari. – (2) Valore medio annuo, in punti base, degli *asset swap spreads* all'emissione delle obbligazioni (collocate sul mercato internazionale) delle banche o delle imprese la cui capogruppo è domiciliata nel paese indicato sull'asse orizzontale. I periodi temporali sono così definiti: crisi finanziaria, dal 4° trimestre del 2007 al 2° del 2010; crisi del debito sovrano, dal 3° trimestre del 2010 al 2° del 2012; post OMT, dal 3° trimestre del 2012 al 4° del 2013. – (3) Legenda paesi: BE=Belgio; DE=Germania; ES=Spagna; FR=Francia; IE=Irlanda; IT=Italia; NL=Paesi Bassi; PT=Portogallo. – (4) Dati mensili. Titoli di Stato nazionali detenuti dalle banche del paese indicato in legenda, espressi in percentuale del totale dell'attivo delle banche. Cfr. P. Angelini, G. Grande e F. Panetta, *The negative feedback loop between banks and sovereigns*, Banca d'Italia, «[Questioni di economia e finanza](#)», n. 213, 2014.

altre economie dell'area. Per i primi gli spread sulle obbligazioni di banche e imprese sono tornati a scendere dalla seconda metà del 2012 in seguito all'introduzione delle operazioni OMT da parte della BCE, ma nella maggior parte dei casi restano più alti dei livelli prevalenti prima della crisi del debito sovrano (figura, pannelli b e c).

Parte della dispersione dei tassi di interesse è riconducibile a differenze nelle determinanti di fondo, a cominciare dal rischio di credito. Stime econometriche che tengono conto delle caratteristiche dell'emittente e di quelle dei titoli indicano tuttavia che nel periodo successivo all'introduzione delle operazioni OMT, anche correggendo per questi fattori, il costo del finanziamento degli emittenti obbligazionari privati italiani superava in media ancora di circa 40 punti base quello sostenuto dagli emittenti tedeschi (tavola).

**Obbligazioni di banche e imprese italiane: differenziale di rendimento
rispetto a banche e imprese tedesche**
(punti base)

PERIODI	dovuto a caratteristiche:		
	dell'emittente o del singolo titolo		del paese di residenza
	(1)	(2)	(3)
Crisi finanziaria (4)	59	59	0
Crisi del debito sovrano (5)	139	37	102
Post OMT (6)	187	146	41

Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Bloomberg, Thomson Reuter Datastream.

(1) Differenziale tra il valore medio, nel periodo indicato, degli *asset swap spreads* all'emissione delle obbligazioni di banche e imprese italiane rispetto all'analoga media per i titoli di banche e imprese tedesche. – (2) Stima della parte del differenziale con la Germania (riportato nella prima colonna) dovuta alle caratteristiche dei singoli titoli (rating, volume, durata, valuta di denominazione) e degli emittenti (rating, dimensione, settore di specializzazione). È ottenuta come differenza tra il dato della prima e quello della terza colonna – (3) Stima della parte del differenziale con la Germania (riportato nella prima colonna) dovuta al fatto che la capogruppo dell'emittente risiede in Italia e non in Germania. Le stime, che tengono conto delle caratteristiche dei singoli titoli e degli emittenti indicate nella nota (2), si basano su oltre 7.000 emissioni di società dell'area dell'euro nel periodo 2006-2013. – (4) Dal 4° trimestre del 2007 al 2° del 2010. – (5) Dal 3° trimestre del 2010 al 2° del 2012. – (6) Dal 3° trimestre del 2012 al 4° del 2013.

Un altro indicatore della frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro lungo linee nazionali è l'incremento della quota di attivi delle istituzioni finanziarie investita in titoli di Stato nazionali. Il fenomeno, avviatosi nel settembre 2008 dopo il fallimento di Lehman Brothers, ha interessato le banche di quasi tutti i paesi dell'area dell'euro, anche quelli meno esposti alla crisi del debito sovrano (figura, pannello d), nonché altri intermediari finanziari, come le assicurazioni. Anche in questo caso vi sono segni che il graduale miglioramento sul fronte della crisi del debito sovrano stia determinando un'inversione di tendenza: dallo scorso luglio le banche italiane hanno progressivamente ridotto gli investimenti in titoli di Stato italiani (cfr. il capitolo 3).

1.3 I MERCATI IMMOBILIARI

**Il ciclo immobiliare
perde slancio
negli Stati Uniti,
si va stabilizzando
nell'area dell'euro...**

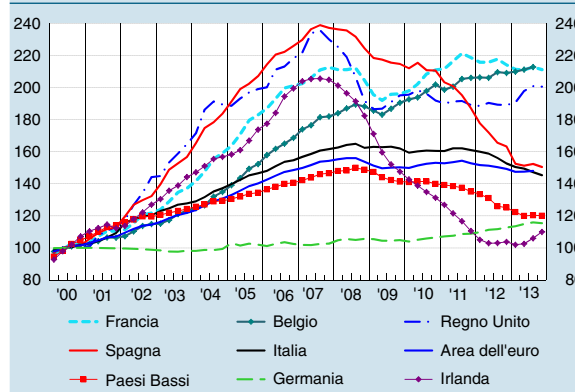
Il mercato immobiliare statunitense attraversa una fase di stasi, anche a seguito dell'aumento dei tassi sui mutui dalla scorsa estate; tuttavia, secondo le quotazioni dei futures, i prezzi delle abitazioni tornerebbero ad aumentare nella seconda metà del 2014. Nell'area dell'euro i prezzi si sono stabilizzati nel secondo semestre dello scorso anno rispetto al primo (fig. 1.7). Persistono forti differenze a livello nazionale: i prezzi sono di nuovo scesi in Spagna e nei Paesi Bassi, sono rimasti sostanzialmente invariati in Francia, mentre hanno continuato a salire in Germania e in Irlanda.

**...mentre prosegue
la debolezza
del mercato italiano**

In Italia prosegue la discesa dei prezzi delle abitazioni in atto dalla fine del 2011. Nel quarto trimestre del 2013 la

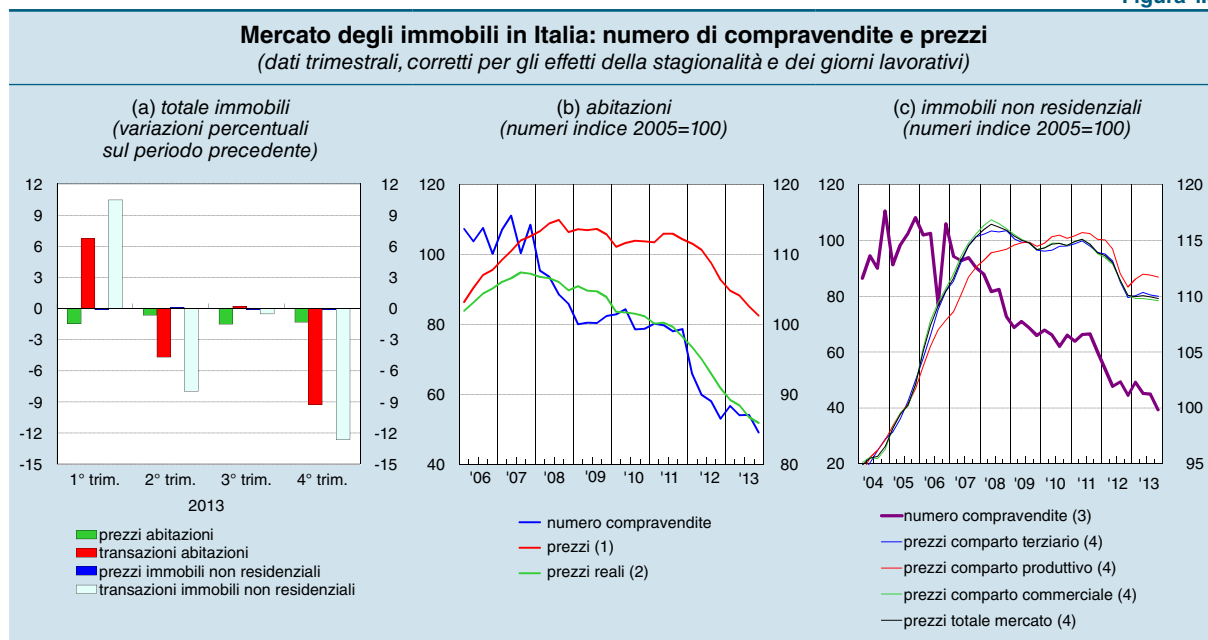
Figura 1.7

Prezzi delle abitazioni in Europa (1)
(dati trimestrali; numeri indice 2000=100)



Fonte: elaborazioni su fonti nazionali e BCE.
(1) Prezzi nominali.

Figura 1.8



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI, Nomisma e Scenari Immobiliari.
(1) Scala di destra. – (2) Deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo; scala di destra. – (3) Totale mercato. – (4) Scala di destra. L'indicatore dei prezzi, a carattere sperimentale, utilizza informazioni desunte dalle transazioni effettivamente avvenute sul mercato. Il comparto terziario include uffici e istituti di credito; quello commerciale negozi, aree commerciali e alberghi; quello produttivo gli immobili destinati a impieghi industriali.

flessione è stata dell'1,3 per cento sul periodo precedente (-4,8 sul quarto trimestre del 2012; fig. 1.8). I prezzi sono invece rimasti pressoché invariati in tutti i principali comparti degli immobili non residenziali; tra questi, nella seconda metà dell'anno sono lievemente cresciuti quelli degli edifici destinati a usi produttivi (capannoni). Nel quarto trimestre il numero delle compravendite è tornato a diminuire, riflettendo la possibile convenienza a rinviare gli acquisti in vista della riduzione dall'inizio di quest'anno delle imposte di registro (dal 3 al 2 per cento per le abitazioni principali) e di quelle ipotecarie e catastali (definite ora in ammontare fisso e non più in proporzione al valore dell'immobile).

Il rischio di una sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni si conferma modesto

I rischi di sopravvalutazione delle case in Italia sono modesti. L'indice della capacità di accesso al mercato da parte delle famiglie (*affordability index*) e il rapporto tra prezzi e affitti sono scesi a valori contenuti nel confronto storico (fig. 1.9).

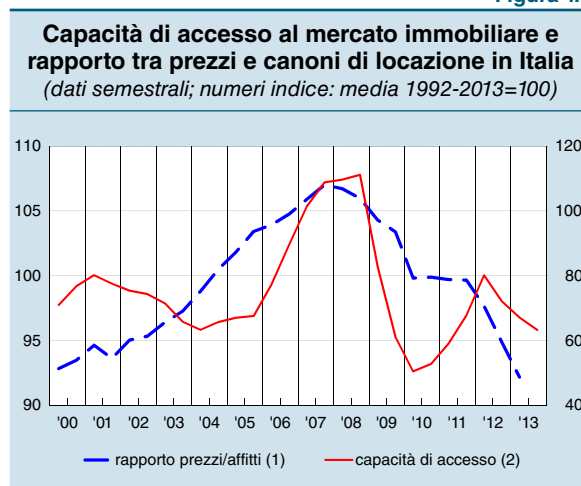
Le prospettive del ciclo immobiliare in Italia rimangono incerte

Nei prossimi mesi proseguirebbe la fase di debolezza del mercato, pur con qualche segnale di attenuazione. Le attese degli agenti immobiliari prefigurano una nuova flessione dei prezzi nel trimestre in corso. Il calo dell'indice di

I rischi di sopravvalutazione delle case in Italia sono modesti. L'indice della capacità di accesso al mercato da parte delle famiglie (*affordability index*) e il rapporto tra prezzi e affitti sono scesi a valori contenuti nel confronto storico (fig. 1.9).

Nei prossimi mesi proseguirebbe la fase di debolezza del mercato, pur con qualche segnale di attenuazione. Le attese degli agenti immobiliari prefigurano una nuova flessione dei prezzi nel trimestre in corso. Il calo dell'indice di

Figura 1.9

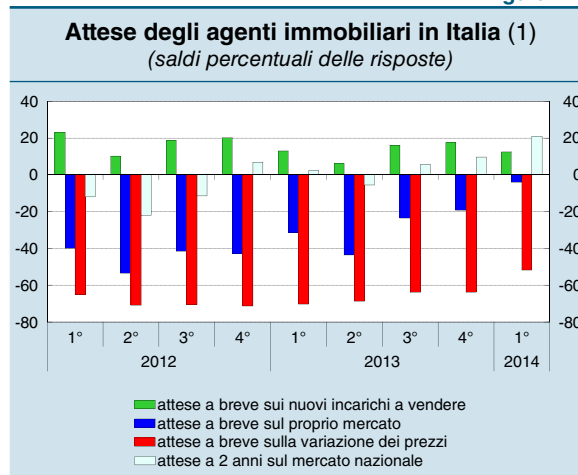


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI e Consulente immobiliare.
(1) Rapporto tra prezzi delle case e canoni di locazione nei nuovi contratti. – (2) Scala di destra. L'indicatore è dato dal rapporto tra il servizio dei nuovi mutui ipotecari (approssimato dal prodotto tra quotazioni e tassi di interesse) e il reddito disponibile delle famiglie; un calo segnala un miglioramento della capacità di accesso al mercato delle abitazioni da parte delle famiglie.

fiducia delle imprese di costruzione osservato dall'inizio dell'anno ha in larga parte annullato il miglioramento registrato nella seconda metà del 2013. Il numero dei permessi di costruzione è invece lievemente aumentato per le abitazioni; l'attività nei settori industriali che forniscono beni intermedi all'industria dell'edilizia mostra segnali di stabilizzazione; si ridimensiona il pessimismo degli agenti immobiliari circa le tendenze a breve termine, mentre i giudizi relativi a quelle di medio periodo si confermano nettamente più positivi (fig. 1.10).

Nel comparto non residenziale le quotazioni potrebbero risentire negativamente dello smobilizzo, concentrato in tempi ristretti, degli attivi dei 16 fondi immobiliari al dettaglio in scadenza entro dicembre 2016. Gli investitori esteri mostrano un crescente interesse ad acquisire, attraverso il lancio di offerte pubbliche di acquisto, quote di alcuni fondi in scadenza, resi attraenti da un patrimonio netto il cui valore eccede la corrispondente capitalizzazione al prezzo di mercato. Per minimizzare i rischi di pressioni al ribasso sui prezzi degli immobili, è attualmente all'esame del Governo una proposta di intervento normativo volta a consentire una più graduale liquidazione delle attività dei fondi. Data la sua funzione anticiclica, tale manovra avrebbe natura macroprudenziale.

Figura 1.10



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, OMI e Tecnoborsa.

(1) Dati trimestrali, tratti dal sondaggio condotto da Banca d'Italia, OMI e Tecnoborsa. Saldi fra le percentuali di risposte che indicano andamento favorevole e andamento sfavorevole. Le attese a breve si riferiscono al trimestre successivo a quello indicato; per quelle sul mercato nazionale l'orizzonte è di 2 anni in avanti.

2 LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

2.1 LE FAMIGLIE

Si attenua la flessione del reddito disponibile delle famiglie

Nel corso del 2013 si è attenuata la flessione del reddito disponibile in termini reali delle famiglie in atto dal 2011; nell'anno la contrazione è stata dell'1,2 per cento. Il reddito nominale è rimasto sostanzialmente invariato; a fronte di una riduzione dei consumi, il risparmio è cresciuto in misura considerevole (11,1 per cento). Ciò, insieme all'aumento dei prezzi delle attività mobiliari, ha contribuito all'incremento della ricchezza finanziaria dello 0,5 per cento nei primi nove mesi del 2013. La ricchezza totale ha tuttavia continuato a ridursi per effetto del calo del valore degli immobili.

Le erogazioni di mutui immobiliari evidenziano primi segni di ripresa

Prosegue la contrazione dei debiti finanziari (-1,6 per cento nel 2013), ma si registrano segnali di ripresa dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. Le erogazioni di mutui nel primo trimestre del 2014 sono aumentate del 9,3 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2013 (fig. 2.1). Le indagini presso gli intermediari indicano che il miglioramento riflette sia un allentamento delle condizioni di offerta sia una ripresa della domanda principalmente dovuta a prospettive meno negative riguardo all'evoluzione dell'attività economica.

I tassi di interesse rimangono su livelli storicamente bassi...

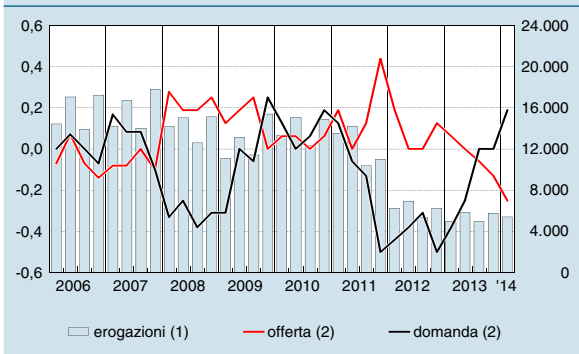
Nei primi mesi del 2014 il costo medio del debito bancario delle famiglie è rimasto stabile su un valore storicamente basso (4,0 per cento), soprattutto per effetto del livello assai contenuto dei tassi Euribor cui sono indicizzati gran parte dei mutui (il 72 per cento).

...contribuendo a contenere la vulnerabilità delle famiglie indebitate

Nel biennio 2012-13 i bassi tassi di interesse e le misure di sostegno ai mutuatari in difficoltà hanno limitato le conseguenze del forte calo del reddito disponibile sulle condizioni finanziarie delle famiglie indebitate. I dati dell'ultima Indagine sui bilanci delle famiglie italiane indicano che nel 2012 la quota di famiglie vulnerabili (quelle con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e con un reddito inferiore al valore mediano) era pari al 2,9 per cento del totale. Nella seconda metà del 2013 l'incidenza dei prestiti deteriorati sul totale di quelli alle famiglie è aumentata di tre decimi di punto, al 10,3 per cento. Il peggioramento è stato più elevato per la categoria che comprende i mutui accesi per attività professionali (tav. 2.1, voce "Altri prestiti").

Figura 2.1

Prestiti per acquisto di abitazioni: condizioni di domanda e offerta e nuove erogazioni
(indici di diffusione e milioni di euro; dati trimestrali)



Fonte: Bank Lending Survey e segnalazioni di vigilanza.

(1) Scala di destra. Includono surroghe e sostituzioni. – (2) Per l'indice di domanda, valori maggiori (minori) di zero segnalano espansione (contrazione); per l'indice di offerta segnalano restrizione (allentamento).

Il rischio maggiore è una debole dinamica del reddito

Nostre proiezioni indicano che in uno scenario di graduale ripresa economica (cfr. *Bollettino economico*, n. 1, 2014) la percentuale di famiglie vulnerabili rimarrebbe sostanzialmente stabile (2,8 per cento nel 2015). Il fattore di rischio più rilevante per le famiglie indebitate è rappresentato dalla dinamica del reddito disponibile: se esso rimanesse invariato rispetto al 2013, la quota di famiglie vulnerabili aumenterebbe al 3,3 per cento nel 2015. L'impatto, nello stesso periodo, di un rialzo di 100 punti base del tasso Euribor a 3 mesi sarebbe più contenuto: la quota di famiglie vulnerabili arriverebbe al 3,0 per cento.

2.2 LE IMPRESE

La redditività resta bassa ma le attese degli imprenditori migliorano

Pur in presenza di un lieve miglioramento nell'ultima parte dell'anno, nel 2013 la redditività delle imprese è rimasta su livelli molto bassi. Sulla base dei dati di contabilità nazionale, il margine operativo lordo (MOL) è rimasto stabile al 33 per cento del valore aggiunto; gli oneri finanziari ne hanno assorbito oltre il 21 per cento. La debolezza dell'attività di investimento ha limitato il fabbisogno di risorse finanziarie esterne.

Le recenti indagini congiunturali segnalano un miglioramento delle aspettative degli imprenditori sull'andamento della domanda nei prossimi mesi, in particolare tra le aziende esportatrici e tra quelle di maggiore dimensione; le condizioni per investire sono considerate più favorevoli rispetto ai mesi scorsi e prevalgono previsioni di crescita della spesa per investimenti nel 2014.

Emergono lievi segnali di distensione delle condizioni finanziarie

Le condizioni finanziarie delle imprese restano nel complesso deboli. I casi di interruzione dell'attività produttiva o di avvio di procedure concorsuali hanno raggiunto nel 2013 un nuovo massimo (fig. 2.2.a); il saldo demografico delle imprese, pari a circa 12.700 unità, resta positivo ma di oltre due terzi inferiore a quello osservato nel quinquennio precedente. Negli ultimi mesi del 2013 sono tuttavia emersi segnali di lieve miglioramento. La crescita delle sofferenze è divenuta meno intensa (cfr. il par. 3.3); i dati Cerved indicano una moderata riduzione della quota dei mancati pagamenti sul valore complessivo delle fatture in scadenza e della percentuale di imprese in ritardo nei pagamenti.

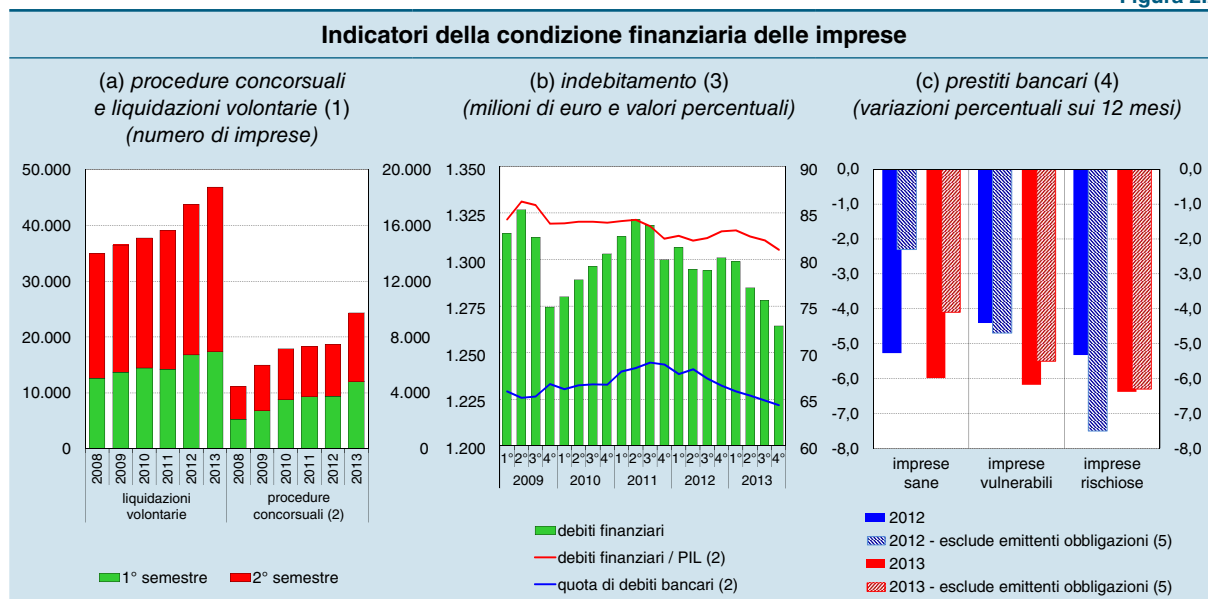
Tavola 2.1

Prestiti a famiglie consumatrici (1)				
(milioni di euro e composizione percentuale)				
	Giugno 2013		Dicembre 2013	
Prestiti per acquisto abitazioni				
Totale	341.970	100,0	339.865	100,0
di cui:				
in bonis	322.078	94,2	318.865	93,8
deteriorati	19.891	5,8	21.000	6,2
<i>scaduti</i> (2)	3.148	0,9	3.053	0,9
<i>incagli</i>	6.110	1,8	6.558	1,9
<i>sofferenze</i>	10.633	3,1	11.388	3,4
Credito al consumo				
Totale	116.511	100,0	113.203	100,0
di cui:				
in bonis	103.555	88,9	101.117	89,3
deteriorati	12.956	11,1	12.085	10,7
<i>scaduti</i> (2)	1.876	1,6	1.714	1,5
<i>incagli</i>	3.233	2,8	3.353	3,0
<i>sofferenze</i>	7.847	6,7	7.018	6,2
Altri prestiti (3)				
Totale	100.331	100,0	100.304	100,0
di cui:				
in bonis	77.560	77,3	76.233	76,0
deteriorati	22.770	22,7	24.072	24,0
<i>scaduti</i> (2)	1.879	1,9	1.689	1,7
<i>incagli</i>	4.547	4,5	4.789	4,8
<i>sofferenze</i>	16.344	16,3	17.594	17,5
Totale prestiti				
Totale	558.811	100,0	553.372	100,0
di cui:				
in bonis	503.194	90,0	496.215	89,7
deteriorati	55.617	10,0	57.157	10,3
<i>scaduti</i> (2)	6.903	1,2	6.457	1,2
<i>incagli</i>	13.890	2,5	14.701	2,7
<i>sofferenze</i>	34.824	6,2	36.000	6,5

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono i pronti contro termine e non comprendono i prestiti cartolarizzati cancellati dai bilanci. – (2) Gli scaduti comprendono i prestiti ristrutturati. – (3) Gli altri prestiti includono principalmente aperture di credito in conto corrente e mutui per costruzione o acquisto di immobili non residenziali, per consolidamento di altri prestiti o senza finalità specifica.

Figura 2.2



Fonte: Banca d'Italia, Istat e Cerved Group.

(1) Dati riferiti alle società di capitali che hanno depositato almeno un bilancio nei 3 anni precedenti alla data di riferimento. – (2) Scala di destra. – (3) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Quelli relativi al 4° trimestre del 2013 sono provvisori. – (4) I prestiti includono le sofferenze. I dati sono riferiti a un campione di circa 420.000 imprese ripartite in base a un punteggio assegnato dalla Cerved sulla base di diversi indicatori di bilancio. Si definiscono "sane" le imprese con un punteggio pari a 1 (sicurezza elevata), 2 (sicurezza), 3 (ampia solvibilità) e 4 (solvibilità); "vulnerabili" quelle con punteggio pari a 5 (vulnerabilità) e 6 (vulnerabilità elevata); "rischiose" quelle con punteggio pari a 7 (rischio), 8 (rischio elevato) e 9 (rischio molto elevato). – (5) I dati escludono le società di capitale che hanno emesso obbligazioni tra il 2009 e il 2013.

Il credito continua a ridursi...

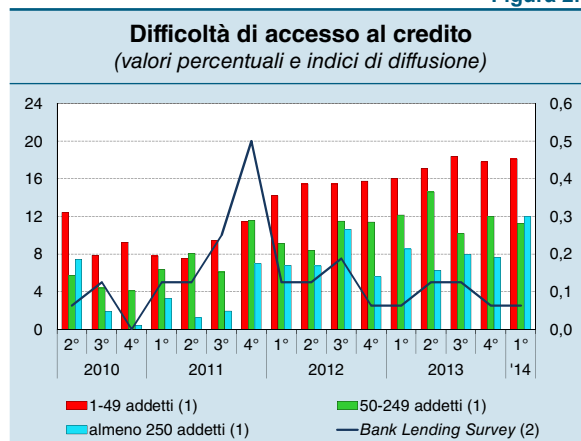
Si è rafforzato nel corso del 2013 il calo dei debiti finanziari iniziato a metà del 2011 (-2,7 per cento su base annua; fig. 2.2.b). In rapporto al PIL i debiti sono diminuiti di due punti percentuali, all'81,0 per cento. Il calo è essenzialmente ascrivibile ai prestiti bancari che hanno continuato a contrarsi nei primi mesi dell'anno in corso (-4,2 per cento, su base annua, a marzo). Gli intermediari italiani intervistati nell'ambito dell'indagine sul credito (*Bank Lending Survey*) segnalano un'attenuazione nella severità dei criteri di offerta che restano tuttavia restrittivi. L'indagine condotta dall'Istat nei primi mesi del 2014 presso le imprese manifatturiere indica che la percentuale di aziende che dichiarano difficoltà nell'accesso al credito è rimasta elevata, attorno al 18 per cento tra le aziende con meno di 50 addetti e al 12 tra quelle più grandi (fig. 2.3).

...anche per il rimborso dei debiti della Pubblica amministrazione

Al calo del credito ha contribuito, oltre alla debole dinamica degli investimenti, l'accelerazione dei rimborsi dei debiti della Pubblica amministrazione, che molte imprese hanno utilizzato per ridurre l'esposizione nei confronti degli intermediari: alla fine di marzo del 2014 erano stati rimborsati 23,5 miliardi, circa la metà della cifra stanziata per il biennio 2013-14. Alcune rilevazioni effettuate da associazioni im-

presti bancari che hanno continuato a contrarsi nei primi mesi dell'anno in corso (-4,2 per cento, su base annua, a marzo). Gli intermediari italiani intervistati nell'ambito dell'indagine sul credito (*Bank Lending Survey*) segnalano un'attenuazione nella severità dei criteri di offerta che restano tuttavia restrittivi. L'indagine condotta dall'Istat nei primi mesi del 2014 presso le imprese manifatturiere indica che la percentuale di aziende che dichiarano difficoltà nell'accesso al credito è rimasta elevata, attorno al 18 per cento tra le aziende con meno di 50 addetti e al 12 tra quelle più grandi (fig. 2.3).

Figura 2.3



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) Medie di dati mensili; quota di imprese manifatturiere che dichiarano di aver richiesto e non ottenuto credito sul totale di quelle che hanno avuto contatti con banche o società finanziarie negli ultimi 3 mesi. – (2) Scala di destra. Dati trimestrali riferiti agli intermediari italiani; valori positivi indicano una restrizione dell'offerta. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione delle risposte di tipo qualitativo fornite dagli intermediari: 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento.

prenditoriali indicano tempi di pagamento della Pubblica amministrazione leggermente inferiori rispetto al passato, benché ancora lontani dai 30-60 giorni prescritti dalle regole europee (cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*, in [Bollettino economico](#), n. 2, 2014).

Alcune grandi imprese attivano canali di finanziamento alternativi...

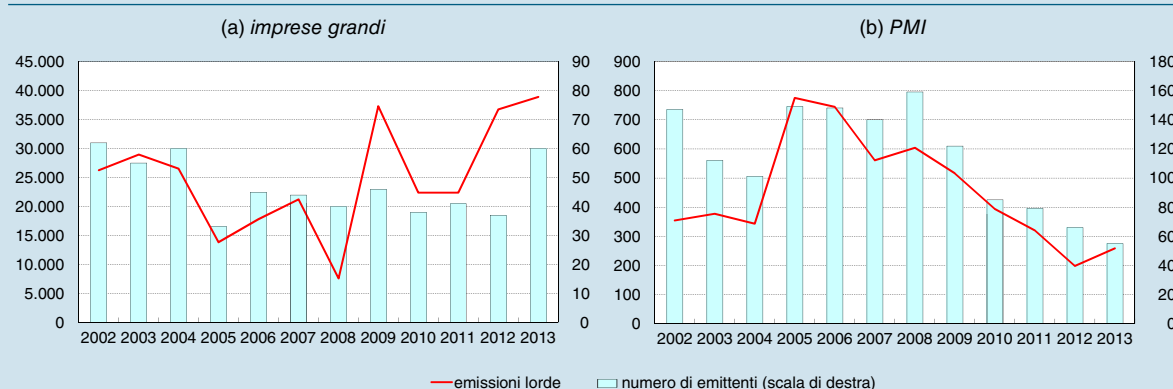
Come nel 2012, tra le società più grandi e finanziariamente più solide il calo del credito ha riflesso in buona parte la sostituzione tra debiti bancari e titoli obbligazionari (cfr. il riquadro: *Le emissioni obbligazionarie delle imprese italiane nell'ultimo decennio*). Tra le imprese che non hanno emesso obbligazioni, infatti, la riduzione dei prestiti bancari per quelle con bilanci solidi risulta più contenuta (fig. 2.2.c). Alla raccolta obbligazionaria appare in parte ascrivibile anche l'aumento della liquidità delle imprese (il circolante e i depositi bancari sono cresciuti di circa 15 miliardi in ciascuno degli ultimi due anni).

LE EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE DELLE IMPRESE ITALIANE NELL'ULTIMO DECENNIO

Tra il 2009 e il 2013 le emissioni lorde di titoli da parte delle società non finanziarie italiane sono cresciute in misura cospicua (in media 32 miliardi di euro l'anno, rispetto a 23 miliardi tra il 2002 e il 2007). I collocamenti sono stati particolarmente elevati, superiori a 35 miliardi, negli anni in cui si sono acuite le difficoltà di accesso al credito bancario (2009, 2012 e 2013). La crescita ha interessato esclusivamente le imprese di grande dimensione che hanno accesso ai mercati internazionali (figura). Tra le PMI, i cui collocamenti sono in massima parte rivolti al mercato interno, si sono invece ridotti sia il valore dei titoli emessi sia il numero di emittenti.

Figura

Emissioni di obbligazioni per dimensione di impresa (milioni di euro e unità)



Fonte: Banca d'Italia e Dealogic.

Durante la crisi il numero di imprese che ha emesso per la prima volta obbligazioni è stato notevolmente inferiore a quello del periodo precedente (rispettivamente 69 e 122 imprese, in media d'anno). Soltanto nel 2013 il numero dei nuovi emittenti ha registrato una ripresa, concentrata tra le società di grande dimensione; alcune di queste hanno beneficiato della nuova normativa sui titoli di società non quotate (cosiddetti minibond) (1).

(1) Il decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito dalla legge 7 agosto 2012, n. 134, ha innovato la disciplina dell'emissione di titoli di debito (cambiali finanziarie e obbligazioni) da parte di società non quotate diverse da banche e da microimprese (come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE). Nel caso di titoli quotati in mercati regolamentati o detenuti da investitori qualificati, la norma rimuove il limite di deducibilità degli interessi passivi, elimina l'importo massimo di titoli collocabili (ex art. 2412 c.c.) ed esenta dalla ritenuta del 20 per cento sui proventi alcune categorie di investitori (tra cui banche, società e soggetti non residenti).

Dal primo collocamento avvenuto nel novembre 2012 gli emittenti di minibond sono stati 24 (di cui 2 non italiani) per un valore complessivo prossimo a 6 miliardi di euro. Il ricorso a queste emissioni da parte di imprese di minore dimensione è ancora frenato da diversi fattori. Da un lato i minibond, caratterizzati da una bassa liquidità e da un rischio piuttosto elevato, possono risultare poco convenienti per gli investitori istituzionali; dall'altro molti imprenditori potrebbero non essere disposti a sostenere i costi connessi con il maggiore livello di trasparenza richiesto dal mercato.

Le emissioni di obbligazioni hanno in larga misura sostituito il debito bancario. Un'analisi svolta su un campione di circa 260 gruppi industriali italiani mostra che, tra il 2009 e il 2013, quelli che hanno fatto ricorso al mercato obbligazionario hanno in media ridotto il proprio indebitamento con le banche operanti in Italia di circa il 42 per cento, a fronte di una sostanziale stabilità del credito concesso agli altri gruppi; in questo campione i collocamenti di titoli, al netto dei rimborsi, sono stati pari a circa 68 miliardi, mentre i prestiti bancari si sono ridotti di 33 miliardi.

...e diverse misure sostengono l'accesso al credito delle PMI

Per le piccole e medie imprese (PMI) la principale misura a sostegno dell'accesso al credito resta il Fondo centrale di garanzia, che ha raggiunto nello scorso anno un picco di domande accolte (circa 77.000) e di finanziamenti garantiti (10,8 miliardi). Nuovi ampliamenti dell'attività del Fondo potranno derivare dall'aumento della sua dotazione e dai cambiamenti nelle modalità operative introdotti di recente (cfr. [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), n. 6, 2013). Nel luglio 2013 l'ABI e le principali associazioni imprenditoriali hanno sottoscritto una nuova moratoria, la terza dal 2009, che ripropone misure di sospensione dei pagamenti e allungamento dei finanziamenti in favore delle PMI; i criteri di accesso all'iniziativa, analoghi a quelli del precedente accordo, escludono le imprese che presentano anomalie nel rimborso dei debiti. L'adesione è risultata meno ampia che in passato: nel 2013 sono state accolte circa 55.000 domande per un totale di quote di capitale sospese pari a 3,3 miliardi. Un miglioramento della capacità di accesso al credito nel medio periodo potrà derivare dagli incentivi alla patrimonializzazione delle imprese introdotti dal decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201 (ACE, Aiuto alla crescita economica) e rafforzati con la legge di stabilità per il 2014: lo scarso apporto del capitale di rischio è infatti una delle caratteristiche che maggiormente hanno limitato le capacità delle aziende di ottenere nuovi finanziamenti durante la crisi.

I principali rischi restano la debolezza della ripresa e le difficoltà di ottenere finanziamenti

La debolezza della ripresa e le difficoltà di accesso al credito rimarranno i principali fattori di rischio per le imprese nei prossimi mesi. Pur in presenza di attese positive sull'evoluzione della domanda di beni e servizi, tra le aziende di minore dimensione sono ancora molto diffusi i problemi di liquidità e di finanziamento. Ritardi nel recupero della redditività potranno incidere soprattutto sulla solidità delle imprese finanziariamente più fragili: secondo gli ultimi dati disponibili, relativi ai bilanci di circa 650.000 società in larga parte rappresentate da microimprese, nel 2012 la quota di aziende vulnerabili (quelle con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento) era prossima al 33 per cento e l'incidenza dei loro prestiti sul totale del credito alle imprese era pari al 46 per cento; la vulnerabilità è più elevata tra le imprese di minore dimensione e tra quelle del settore delle costruzioni.

3 IL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO

3.1 IL COMPREHENSIVE ASSESSMENT

È in corso la valutazione complessiva (*comprehensive assessment*) delle principali banche dell'area dell'euro, propedeutica all'entrata in funzione del meccanismo unico di vigilanza (Single Supervisory Mechanism, SSM) il prossimo 4 novembre (cfr. il riquadro: *Il cammino verso l'Unione bancaria*).

IL CAMMINO VERSO L'UNIONE BANCARIA

L'SSM è in fase avanzata di realizzazione. Approvato lo scorso ottobre, il meccanismo unico di vigilanza sarà pienamente operativo a novembre di quest'anno, a conclusione dell'esercizio di valutazione complessiva dei maggiori 128 gruppi bancari dell'area dell'euro (15 dei quali italiani) (1) da parte della Banca centrale europea e delle autorità di vigilanza nazionali. L'esercizio, che comprende un'analisi dei profili di rischio, un esame della qualità degli attivi (*asset quality review*, AQR) e una prova di stress, si pone tre principali obiettivi: valutare l'effettivo stato di salute degli intermediari secondo criteri armonizzati; quantificare eventuali misure correttive che si dovessero rendere necessarie; diffondere informazioni chiare e confrontabili sulle condizioni delle banche. Tale valutazione dovrà contribuire a ristabilire la fiducia nel sistema bancario europeo e favorire il flusso dei finanziamenti all'economia.

Al momento è in corso l'AQR, effettuata su dati relativi al 31 dicembre 2013; seguirà lo stress test, la cui metodologia è stata appena pubblicata dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) (2). L'AQR si estende al complesso delle esposizioni, incluse quelle di mercato (fra cui le attività di difficile valutazione, cosiddette di livello 3) (3), ed è condotta con riferimento a definizioni armonizzate di attività in bonis e deteriorate (cfr. il riquadro: *La definizione di esposizioni deteriorate (non-performing) e oggetto di concessioni (forbearance) nelle regole EBA e nell'asset quality review*). Ai fini di questa verifica l'adeguatezza patrimoniale delle banche è valutata utilizzando come parametro di riferimento un requisito di capitale della migliore qualità (common equity tier 1, CET1) pari all'8 per cento delle attività ponderate per il rischio. Il requisito patrimoniale è calcolato sui dati di bilancio di fine 2013, secondo la definizione di capitale in vigore al 1° gennaio 2014, considerando le discrezionalità nazionali, di norma transitorie, previste dalle nuove regole sul capitale (CRD4-CRR). Le soglie patrimoniali che le banche dovranno rispettare nella prova di stress sono state invece fissate all'8,0 e al 5,5 per cento in termini di CET1 ratio, rispettivamente, nello scenario di base e in quello avverso (4). I risultati del *comprehensive assessment* saranno resi pubblici alla fine dell'esercizio.

(1) Vi partecipano: Banca Carige, Banca Monte dei Paschi di Siena, Credito Valtellinese, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Sondrio, Banca Popolare di Vicenza, Banco Popolare, Credito Emiliano, ICCREA Holding, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, UniCredit, Unione di Banche Italiane, Veneto Banca.

(2) Cfr. <https://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-common-methodology-and-scenario-for-2014-eu-banks-stress-test>.

(3) Le attività di livello 3 sono strumenti over-the-counter la cui valutazione si fonda sui modelli interni degli intermediari (cfr. il riquadro: *Il peso delle attività di livello 3 negli attivi delle banche europee*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 6, 2013).

(4) La definizione di patrimonio utilizzata per la prova di stress è illustrata nella documentazione EBA richiamata alla nota (2).

Ci si attende che eventuali esigenze di capitale vengano coperte dalle banche entro sei mesi nel caso in cui emergano dall'AQR o dallo scenario di base dello stress test ed entro nove mesi qualora risultino dallo scenario avverso. Alle esigenze si dovrà far fronte innanzitutto evitando di distribuire dividendi, cedendo attività non strategiche, riducendo i costi, procedendo ad aumenti di capitale sul mercato; riduzioni delle attività ponderate per il rischio connesse con la validazione dei modelli interni saranno prese in considerazione solo a determinate condizioni (5).

Lo scorso marzo il Consiglio, la Commissione e il Parlamento europei hanno raggiunto un accordo sul meccanismo unico di risoluzione delle crisi, che entrerà pienamente in vigore il 1° gennaio 2016. Il meccanismo, che integra l'SSM, prevede tra l'altro l'istituzione di un Comitato unico di risoluzione (cui partecipano cinque membri permanenti, le autorità di risoluzione nazionali e, in qualità di osservatori, la BCE e la Commissione) e di un Fondo unico di risoluzione, con una dotazione finanziaria complessiva a regime pari a circa 55 miliardi di euro (corrispondenti all'1 per cento dei depositi protetti dai sistemi di garanzia), alimentato da contributi delle banche. Sarà il Comitato unico a decidere l'avvio degli interventi di risoluzione nel settore bancario, salvo obiezioni della Commissione; il Consiglio potrà intervenire nella decisione su richiesta di quest'ultima. La costituzione del Fondo verrà completata in otto anni; i contributi annuali saranno ripartiti equamente nel corso del periodo e la mutualizzazione delle quote nazionali avverrà gradualmente (il 60 per cento delle risorse sarà messo in comune nei primi due anni); il Fondo potrà finanziarsi sul mercato. Rimane da definire il disegno del cosiddetto paracadute finanziario (*backstop*), che potrebbe rivelarsi necessario in caso di perdite di entità straordinaria.

Complementari ai meccanismi unici di supervisione bancaria e di risoluzione delle crisi sono i quadri regolamentari previsti dalle direttive sulle misure di risoluzione per le banche in difficoltà (Bank Recovery and Resolution Directive) e sulla riforma della disciplina sui sistemi di garanzia dei depositi (Deposit Guarantee Scheme Directive); quest'ultima prevede un'ampia armonizzazione dei sistemi nazionali. La discussione sul sistema unico di assicurazione dei depositi è stata invece rinviata.

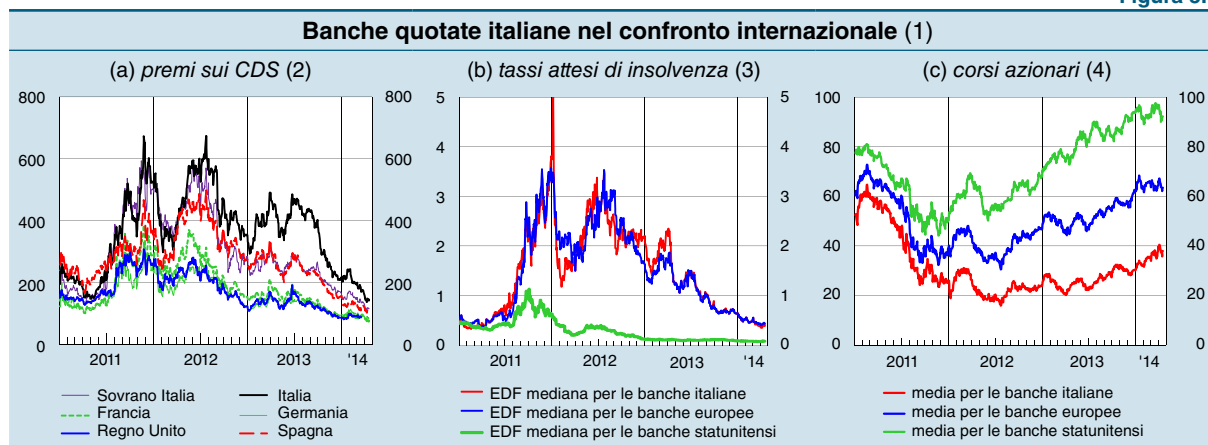
(5) Cfr. il comunicato stampa della BCE del 29 aprile (http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140429_1.it.html) e la nota della BCE sul *comprehensive assessment* (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/notecomprehensiveassessment-201404en.pdf?76543999bdb25be25521bd9728f41d8>).

3.2 LA VALUTAZIONE DEL MERCATO SULLE BANCHE ITALIANE

Gli indicatori di mercato migliorano e mostrano una minore volatilità

Le valutazioni sulle maggiori banche italiane ricavate dagli indicatori di mercato sono in netto miglioramento dalla fine del 2013, in seguito alla riduzione degli spread sovrani e ai piani di rafforzamento patrimoniale. Tra novembre dello scorso anno e la metà di aprile, i credit default swap (CDS) bancari sono diminuiti in media di 127 punti base e i corsi azionari sono cresciuti del 20 per cento (fig. 3.1); nello stesso periodo per la media delle principali banche europee i CDS si sono ridotti di 47 punti base e i corsi azionari sono aumentati dell'11 per cento. Al miglioramento degli indici si è accompagnata una riduzione della volatilità. La forte crescita dei prezzi azionari ha innalzato il price-to-book ratio medio delle banche italiane al 74 per cento, avvicinandolo ulteriormente a quello dei principali operatori europei (84 per cento in media per le maggiori banche tedesche, francesi, spagnole e olandesi).

Figura 3.1



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Moody's KMV e SNL Financial.

(1) Nel pannello (a) sono incluse le seguenti banche: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena; per la Francia, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole; per la Germania, Deutsche Bank, Commerzbank; per il Regno Unito, Barclays, Royal Bank of Scotland, HSBC, Lloyds; per la Spagna, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. Nei pannelli (b) e (c) i dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena; per l'Europa, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, Deutsche Bank, Commerzbank, ING, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, HSBC, Barclays, Royal Bank of Scotland, Lloyds, UBS, Credit Suisse; per gli Stati Uniti, Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America, Goldman Sachs, Morgan Stanley e Wells Fargo. – (2) Media semplice di dati giornalieri, in punti base. Debito senior a 5 anni. – (3) Dati giornalieri, in punti percentuali. I tassi attesi di insolvenza (*expected default frequencies*, EDF), calcolati sulla base del prezzo e della volatilità dei titoli azionari degli intermediari cui si riferiscono, misurano la probabilità che il valore di mercato delle attività risulti inferiore a quello delle passività in un orizzonte di un anno. – (4) Le medie delle quotazioni azionarie sono calcolate facendo riferimento a indici di prezzo; prezzo di chiusura al 29 agosto 2008=100.

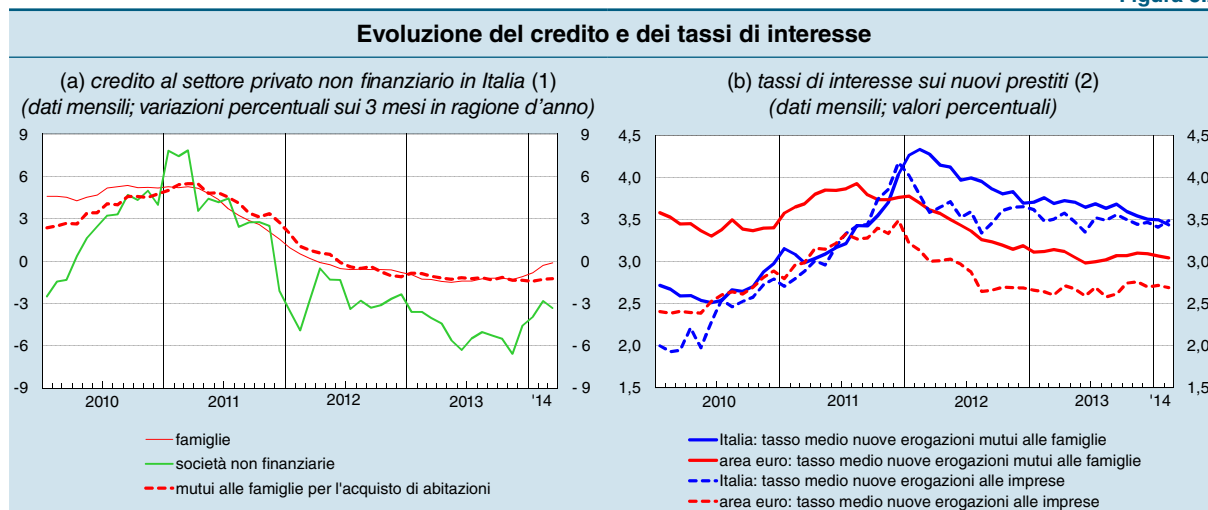
3.3 IL CREDITO

Il finanziamento dell'economia e la qualità del credito

**Si attenua
la contrazione
del credito...**

Il credito bancario al settore privato non finanziario continua a diminuire, a tassi lievemente più contenuti rispetto alla seconda metà dello scorso anno (fig. 3.2.a). Le indagini presso le banche e le imprese rilevano un lieve miglioramento delle condi-

Figura 3.2



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

(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono anche quelli cancellati dai bilanci bancari in seguito a cartolarizzazione. I dati sono depurati dalla componente stagionale, quando presente. – (2) Dati relativi a operazioni in euro, raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema.

zioni di offerta (cfr. il capitolo 2): secondo le valutazioni prospettiche degli intermediari, le politiche creditizie rimarrebbero invariate nel trimestre in corso.

...e restano sostanzialmente stabili i tassi di interesse sui prestiti

I tassi di interesse sui prestiti sono in lieve diminuzione per le famiglie e stabili per le imprese (fig. 3.2.b). In febbraio, rispetto alla media dell'area dell'euro, erano più elevati di 80 punti base per le imprese (al 3,5 per cento) e di 40 per i mutui alle famiglie (al 3,4 per cento).

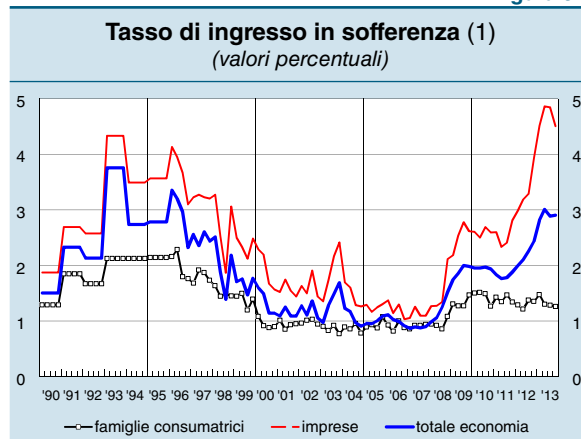
Rallenta il peggioramento della qualità del credito

Il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti si è stabilizzato su valori prossimi al 3 per cento (fig. 3.3).

Nell'ultimo trimestre del 2013 l'indicatore è sceso dal 4,8 al 4,5 per cento per i prestiti alle imprese ed è rimasto attorno all'1,3 per cento per quelli alle famiglie. Informazioni preliminari indicano che i flussi di nuove sofferenze si sarebbero ridotti nei primi mesi del 2014.

In dicembre i prestiti deteriorati (caratterizzati da anomalie nei rimborsi) rappresentavano il 15,9 per cento del totale (tav. 3.1; 14,4 a giugno del 2013); al netto delle svalutazioni già effettuate, il rapporto

Figura 3.3



Fonte: segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.

(1) Flusso trimestrale di sofferenze rettificato in rapporto alle consistenze dei prestiti, al netto delle sofferenze rettificato, alla fine del trimestre precedente; dati annuali fino al 4° trimestre 1995. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente, e rapportati ad anno. Il totale economia include tutte le controparti residenti escluse le istituzioni finanziarie monetarie.

Tavola 3.1

Qualità del credito: incidenze dei crediti deteriorati e garantiti e tassi di copertura (1)
(valori percentuali e milioni di euro; dicembre 2013)

VOCI	Primi 5 gruppi			Banche grandi			Banche piccole			Banche minori			Totale		
	Composizione percentuale	Incidenza crediti garantiti	Tasso di copertura	Composizione percentuale	Incidenza crediti garantiti	Tasso di copertura	Composizione percentuale	Incidenza crediti garantiti	Tasso di copertura	Composizione percentuale	Incidenza crediti garantiti	Tasso di copertura	Composizione percentuale	Incidenza crediti garantiti	Tasso di copertura
Crediti verso clientela	100	60,0	8,0	100	56,4	5,6	100	54,4	7,1	100	74,5	5,4	100	60,2	7,2
di cui:															
in bonis	83,4	59,1	0,7	86,4	56,1	0,6	83,5	53,6	0,6	84,1	73,6	0,5	84,1	59,5	0,7
deteriorati	16,6	64,4	44,6	13,7	58,7	37,3	16,6	58,5	39,9	15,9	79,3	31,5	15,9	64,2	41,8
sofferenze	9,4	63,3	58,6	6,9	55,3	55,0	9,1	52,7	54,7	7,7	76,2	48,5	8,7	62,0	56,9
incagli	5,2	68,5	27,8	4,8	62,3	22,0	5,4	64,7	24,3	6,5	83,0	18,1	5,3	68,5	25,3
ristrutturati	1,1	39,9	29,1	0,8	42,5	14,0	0,6	47,3	25,3	0,4	63,0	17,0	1,0	42,1	25,6
scaduti	0,8	76,8	12,8	1,1	78,4	9,7	1,5	75,4	11,7	1,4	83,5	4,4	1,0	78,0	10,9
Per memoria:															
crediti verso clientela	1.253.855			445.249			130.646			177.072			2.006.828		

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. Nel caso dei crediti in bonis è calcolato come rapporto tra gli accantonamenti generici e i crediti in bonis. La suddivisione in classi dimensionali è effettuata sulla base della composizione dei gruppi bancari a dicembre 2013 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre 2008. Primi 5 gruppi: banche appartenenti ai gruppi UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, UBI Banca, Banco Popolare. Le categorie "grandi", "piccole" e "minori" comprendono banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati, nell'ordine, superiori a 21,5 miliardi di euro, compresi tra 3,6 e 21,5 miliardi, inferiori a 3,6 miliardi. Sono escluse le filiali di banche estere.

era del 10,0 per cento dei crediti (9,6 a giugno). Per i crediti in sofferenza le corrispondenti percentuali lorde e nette erano pari rispettivamente all'8,7 e al 4,0 per cento (7,8 e 3,8 a giugno del 2013); l'incidenza delle sofferenze nette sul patrimonio di vigilanza era pari al 33,6 per cento. Nei primi due mesi del 2014 è lievemente cresciuta l'incidenza delle sofferenze sui prestiti.

I tassi di copertura migliorano, per il sistema bancario nel suo complesso...

Il rapporto tra svalutazioni e partite deteriorate (tasso di copertura), che riflette anche il diverso stato di deterioramento del credito, è cresciuto al 41,8 per cento (39,9 a giugno del 2013); per le sole sofferenze è salito dal 55,2 al 56,9 per cento (tav. 3.1). Negli ultimi due anni le prudenti politiche di valutazione degli attivi, incoraggiate dall'autorità di vigilanza (1), hanno determinato oltre 60 miliardi di rettifiche di valore per perdite su crediti, che hanno assorbito pressoché per intero il risultato di gestione.

...e per le banche che partecipano al *comprehensive assessment*

I tassi di copertura sono aumentati sia per le banche piccole e minori sia per quelle che partecipano al *comprehensive assessment*. Per i primi cinque gruppi il rapporto si colloca al 44,6 per cento, in linea con i valori registrati dalle maggiori banche europee (pari in media al 44,8 per cento lo scorso settembre). A fronte di tassi di copertura più bassi della media, le banche minori detengono una maggiore quota di crediti deteriorati assistiti da garanzie.

LA DEFINIZIONE DI ESPOSIZIONI DETERIORATE (*NON-PERFORMING*) E OGGETTO DI CONCESSIONI (*FORBEARANCE*) NELLE REGOLE EBA E NELL'ASSET QUALITY REVIEW

Lo scorso anno l'EBA ha pubblicato le definizioni armonizzate di esposizioni creditizie deteriorate (*non-performing exposures*, NPE) e di quelle oggetto di concessioni (*forbearance*), da utilizzare ai fini delle segnalazioni finanziarie di vigilanza armonizzate a livello europeo (Finrep) (1). Le nuove definizioni, che secondo la normativa entreranno in vigore con riferimento alle esposizioni al 30 settembre 2014, sono sostanzialmente allineate a quelle attualmente utilizzate in Italia.

Secondo l'EBA una banca deve classificare un'esposizione come *non-performing*, senza tenere conto di eventuali garanzie (reali o personali), quando ritiene che il debitore non sia in grado di ripagarla totalmente (criterio dell'*unlikely to pay*), indipendentemente dalla presenza di importi scaduti e non pagati, oppure quando è scaduta da più di 90 giorni e soddisfa i criteri di significatività definiti a livello nazionale; tali criteri sono in via di armonizzazione (2).

Per le esposizioni scadute verso la clientela al dettaglio (famiglie e piccole e medie imprese) è prevista la possibilità di utilizzare un approccio per transazione (classificando come NPE soltanto lo specifico affidamento) o per debitore (tutte le esposizioni verso il medesimo debitore sono classificate come NPE). Per le esposizioni verso altre tipologie di clientela è sempre applicato l'approccio per debitore. Nel caso sia stato adottato l'approccio per transazione, si deve passare a quello per debitore quando l'esposizione scaduta rappresenta più del 20 per cento del complesso delle esposizioni per cassa verso il debitore (*pulling effect*). Tale regola differisce da quella ora utilizzata in Italia, tendenzialmente meno restrittiva, che considera al numeratore del rapporto la sola quota scaduta e utilizza un valore soglia del 10 per cento.

(1) Cfr. <http://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-final-draft-technical-standards-on-npls-and-forbearance-reporting-requirements>.

(2) Sono in ogni caso considerate *non-performing* le esposizioni classificate come *impaired* e *defaulted* ai sensi rispettivamente delle regole contabili (IAS 39) e prudenziali (CRR). In Italia (non sempre all'estero) l'allineamento nell'applicazione concreta di tali classificazioni è assicurato dalla definizione di attività deteriorate prevista dalla normativa della Banca d'Italia.

(1) Cfr. Banca d'Italia, [La recente analisi dei prestiti deteriorati condotta dalla Banca d'Italia: principali caratteristiche e risultati](#), 2013.

Quando a seguito delle difficoltà finanziarie di un debitore le condizioni contrattuali di un'esposizione vengono riviste in modo favorevole per quest'ultimo, l'esposizione va considerata come oggetto di concessione (*forborne*). Solo una parte delle esposizioni *forborne* va inclusa nelle NPE (*non-performing forbearance*) (3). L'uscita da tale ultima categoria avviene, in generale, secondo criteri meno restrittivi di quelli previsti dalle attuali regole italiane (cfr. il riquadro: *La definizione di esposizioni non-performing e di forbearance dell'EBA*, in [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), n. 6, 2013).

Le eterogeneità nelle definizioni di NPE e nelle relative rilevazioni statistiche tra i paesi dell'SSM hanno reso impossibile l'immediata adozione della nozione decisa dall'EBA. Ai fini dell'AQR la BCE, per evitare che tali eterogeneità compromettessero la comparabilità dei risultati, ha preso come riferimento una versione che, nel caso di esposizioni retail, segue sempre l'approccio per transazione e che non considera il *pulling effect*. Inoltre tale definizione non contempla esplicitamente la *forbearance*; la presenza di concessioni verrà in ogni caso considerata nell'AQR, verificando che non sussistano situazioni di deterioramento del debitore (valutazione dei criteri di *impairment* adottati dalle banche ai sensi dello IAS 39).

(3) Nel caso in cui le *forborne exposures* non soddisfino i criteri per essere considerate come *non-performing* andranno rilevate nell'ambito della *performing forbearance*.

Il mercato italiano dei crediti deteriorati mostra segni di ripresa

Nel primo trimestre del 2014 sono emersi segnali di una riduzione del divario tra il valore di bilancio dei crediti deteriorati e i prezzi che gli investitori interessati all'acquisto sono disposti a offrire. L'assottigliamento del divario sarebbe riconducibile a diversi fattori: l'innalzamento dei tassi di copertura seguito alle ingenti rettifiche di valore iscritte dalle banche nei bilanci di fine anno; la riduzione dell'incertezza sul valore delle attività connessa con il miglioramento della congiuntura; la diminuzione degli spread sui titoli di Stato; una maggiore propensione degli operatori stranieri a investire in Italia, anche in attività rischiose. Nei primi tre mesi del 2014 le banche italiane hanno ceduto o cartolarizzato sofferenze per circa 2 miliardi (3 miliardi nell'intero 2013, di cui oltre 1 in dicembre). I due principali gruppi bancari hanno recentemente stipulato un accordo (*memorandum of understanding*) non vincolante con operatori specializzati esteri finalizzato a massimizzare il valore di un portafoglio di crediti ristrutturati attraverso la gestione dinamica degli attivi e l'apporto di nuove risorse finanziarie alle imprese debitrice. L'immissione di nuovi capitali e il rafforzamento delle competenze gestionali potranno risultare decisivi per il superamento delle difficoltà delle aziende clienti.

Alla riduzione delle partite deteriorate possono contribuire il nuovo regime fiscale e interventi di riforma in campo giudiziario

Allo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati potrebbero contribuire anche le modifiche al trattamento fiscale delle rettifiche su crediti in vigore dal 2013. Sono stati infatti parzialmente rimossi i disincentivi fiscali alle rettifiche attraverso la riduzione (da 18 a 4 anni) dell'orizzonte entro cui si completa la deduzione delle perdite ai fini dell'Ires e la previsione della deduzione delle stesse anche ai fini dell'IRAP (in precedenza non consentita). Le modifiche rendono meno oneroso per le banche adottare politiche di valutazione dei crediti più prudenti e riducono l'onere implicito del prestito "forzoso" all'Erario connesso con la rateizzazione della deduzione. Consentendo la deduzione di maggiori rettifiche in fasi congiunturali avverse, come quella attuale, il nuovo regime attenua la prociclicità del sistema fiscale (2).

(2) Cfr. A. De Vincenzo e G. Ricotti, *L'utilizzo della fiscalità in chiave macroprudenziale: l'impatto di alcune recenti misure tributarie sulla prociclicità e sulla stabilità delle banche*, Banca d'Italia, «[Note di stabilità finanziaria e vigilanza](#)», n. 1, 2014.

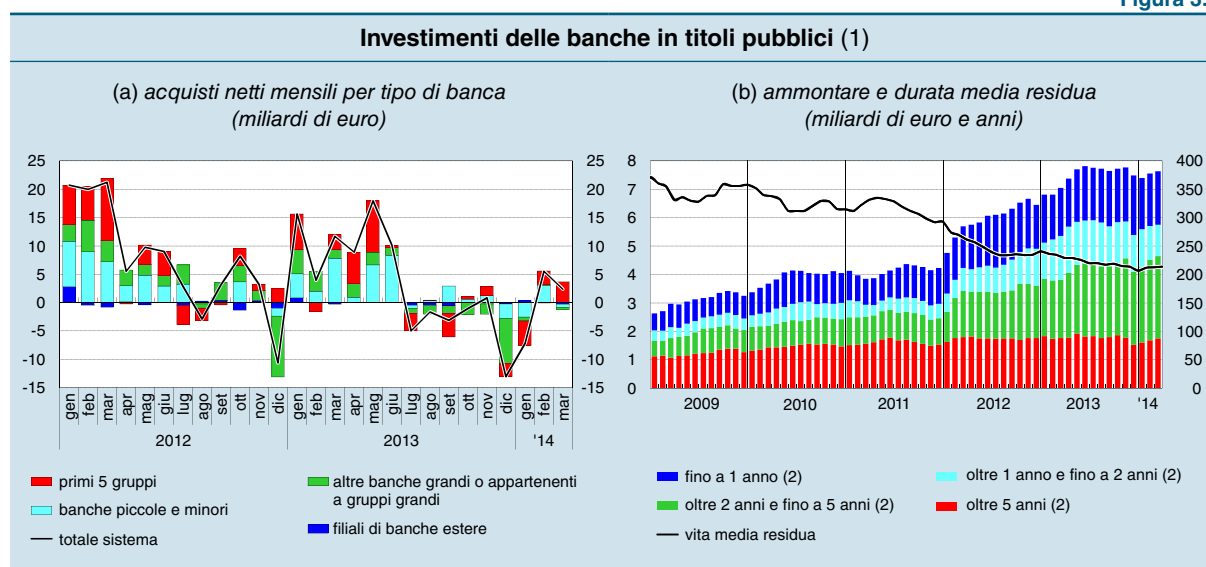
La cessione degli attivi deteriorati è ostacolata anche dai lunghi tempi delle procedure di recupero dei crediti, che deprimono il prezzo che gli investitori sono disposti a pagare e contribuiscono a elevare l'incidenza delle partite deteriorate nei portafogli delle banche. Dalla seconda metà degli anni duemila sono stati realizzati importanti interventi di riforma volti ad assicurare una gestione più efficiente delle procedure fallimentari ed esecutive. Alcune di queste riforme, approvate nel 2010, non hanno ancora pienamente dispiegato i loro effetti.

Le esposizioni al rischio sovrano nell'area dell'euro e le attività sull'estero

Diminuisce l'esposizione delle banche verso il settore pubblico italiano

L'esposizione delle banche verso il settore pubblico italiano è in diminuzione. Tra luglio del 2013 e marzo del 2014 le vendite nette di titoli pubblici sono state pari a 22 miliardi, effettuate per la gran parte dai primi cinque gruppi bancari e da altre banche di grande dimensione (fig. 3.4.a). Alla fine di marzo i titoli pubblici nel portafoglio delle banche ammontavano a 382 miliardi (fig. 3.4.b), pari al 10,2 per cento del totale dell'attivo; si stima che da luglio la rivalutazione del portafoglio, indotta dal forte calo dei rendimenti, sia stata pari a circa 13 miliardi.

Figura 3.4



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) 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. È esclusa la Cassa depositi e prestiti. – (2) Scala di destra.

L'esposizione verso i paesi dell'Europa centrale e orientale è stabile

Alla fine del 2013 le esposizioni delle banche italiane nei confronti di residenti nei paesi dell'Europa centrale e orientale (CEE) erano pari a 171 miliardi di euro (poco più di un quarto del complesso delle esposizioni verso non residenti), con un'incidenza delle partite deteriorate di poco inferiore al 10 per cento. L'esposizione nei confronti della Russia ammontava a 21 miliardi di euro, pari al 12 per cento delle attività per cassa nell'area CEE (cfr. il par. 1.2); il peso delle partite deteriorate era nel complesso contenuto e in calo (dal 4,3 della fine del 2012 al 3,2 per cento). L'esposizione verso l'Ucraina era di 4,6 miliardi (2,7 per cento del totale CEE), con un'incidenza delle posizioni deteriorate in aumento dal 33,5 al 47,2 per cento. L'esposizione verso i restanti paesi in via di sviluppo era modesta (tav. 3.2).

Tavola 3.2

Esposizioni dei gruppi e delle banche italiane verso residenti nei paesi dell'area dell'euro, dell'Europa centrale e orientale e dei restanti paesi in via di sviluppo per settore di controparte (1)
(miliardi di euro a dicembre 2013)

PAESI	Settore pubblico		Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	In percentuale del totale delle esposizioni (2)
	Totale	di cui: titoli					
Italia	434,1	379,0	103,4	128,0	1.342,6	2.008,1	78,9 (3)
Germania	37,3	...	29,1	17,0	85,1	168,5	15,3
Austria	13,3	...	6,8	1,6	50,8	72,5	38,8
Francia	2,4	...	13,1	3,3	7,5	26,3	3,0
Lussemburgo	0,4	...	3,1	10,0	4,6	18,1	4,5
Spagna	3,6	...	5,2	2,2	3,9	15,0	3,8
Paesi Bassi	0,2	...	3,8	4,9	4,2	13,1	2,3
Irlanda	0,2	...	0,7	5,6	0,4	6,9	2,4
Portogallo	0,5	...	0,1	0,3	0,4	1,3	1,3
Grecia	0,0	...	0,6	0,0	0,4	1,1	3,1
Cipro	0,0	...	0,0	0,1	0,8	1,0	4,1
Altri (4)	5,0	...	2,1	1,1	16,8	24,9	4,1
Area euro	497,1	...	168,1	174,2	1.517,6	2.357,0	
Russia	1,9	...	1,7	1,1	16,5	21,2	11,8
Ucraina	0,4	...	0,1	0,0	4,1	4,6	24,9
Europa centrale e orientale	43,0	...	9,4	3,7	114,8	170,9	15,4
Altri paesi in via di sviluppo	2,8	...	7,5	0,3	7,6	18,2	0,9

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

(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle sofferenze e al netto delle svalutazioni. Sono esclusi BancoPosta e Cassa depositi e prestiti. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni verso i residenti in ciascun paese a settembre 2013, segnalate alla BRF da un ampio gruppo di intermediari internazionali. – (3) Poiché per l'Italia i dati della BRF non includono le esposizioni verso i residenti, il rapporto è ottenuto includendo nel denominatore anche l'esposizione contenuta nella colonna a sinistra (Totale). – (4) La voce include: Belgio, Finlandia, Malta, Estonia, Slovacchia, Slovenia. Gli ultimi tre paesi, per i quali l'esposizione alla data indicata ammonta a circa 20 miliardi di euro, sono anche inclusi nel totale riferito all'Europa centrale e orientale.

3.4 LA PROVISTA DELLE BANCHE, IL RISCHIO DI LIQUIDITÀ, IL RISCHIO DI RIFINANZIAMENTO

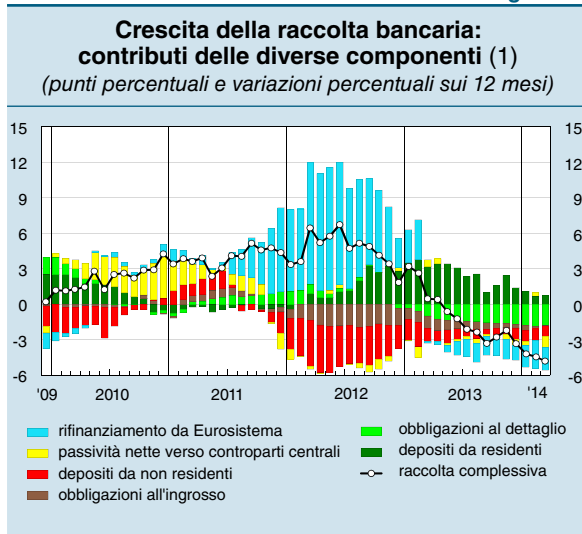
La contrazione dell'attivo riduce il fabbisogno di raccolta e migliora il funding gap

La raccolta bancaria è in diminuzione, soprattutto per effetto della riduzione delle passività nei confronti dell'Eurosistema e della provvista all'ingrosso a breve termine (fig. 3.5). I depositi al dettaglio hanno continuato a crescere (1,5 per cento). È proseguita la forte contrazione dello stock di obbligazioni collocate presso le famiglie dovuta all'innalzamento, dall'inizio del 2012, dell'aliquota sugli interessi maturati sulle obbligazioni e ai riacquisti effettuati dalle banche di maggiore dimensione nell'ambito di operazioni di *asset liability management* (per quasi 10 miliardi). Gli intermediari hanno inoltre privilegiato l'offerta di prodotti assicurativi (cfr. il par. 3.6) e di quote di fondi comuni rispetto alla raccolta obbligazionaria al dettaglio, per aumentare i ricavi da commissioni. Il funding gap in percentuale dei prestiti è sceso al 10,6 per cento in marzo (fig. 3.6).

Si rafforza la posizione di liquidità...

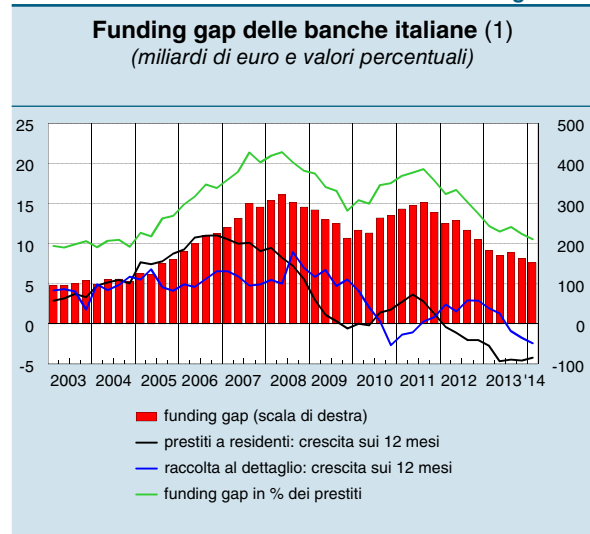
È migliorata la posizione di liquidità a un mese (fig. 3.7), grazie al calo dei rendimenti dei titoli di Stato, che ha accresciuto il valore degli attivi stanziabili presso l'Eurosistema. Le banche hanno ridotto la raccolta in pronti contro termine sull'estero (cfr. il par. 4.1) e accresciuto i collocamenti di obbligazioni all'ingrosso sui mercati internazionali; su questi ultimi la raccolta netta è tornata positiva dall'ultimo trimestre del 2013, anche per effetto della ripresa delle emissioni di titoli non assistiti da garanzie (fig. 3.8).

Figura 3.5



(1) La somma dei contributi è pari alla variazione percentuale sui 12 mesi della raccolta complessiva. Le variazioni percentuali delle singole componenti sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Non sono considerate le passività nei confronti di istituzioni finanziarie monetarie residenti. Le passività nette nei confronti di controparti centrali rappresentano la raccolta in pronti contro termine con non residenti effettuata per mezzo delle controparti centrali.

Figura 3.6

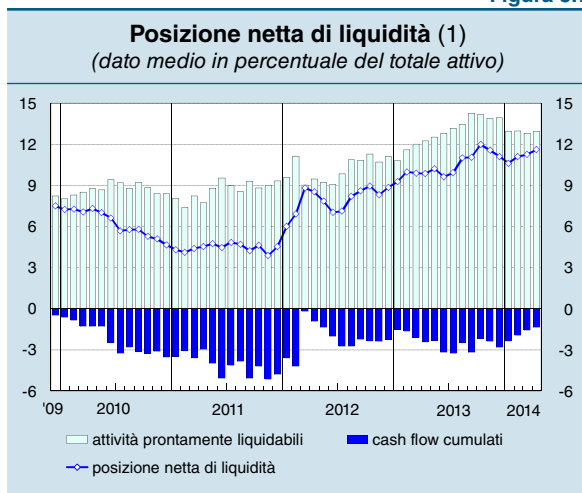


(1) Quota dei prestiti non finanziati dalla raccolta al dettaglio. Per la metodologia di calcolo cfr. il riquadro: *Il funding gap delle banche italiane*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 4, 2012.

...e scende il costo della raccolta

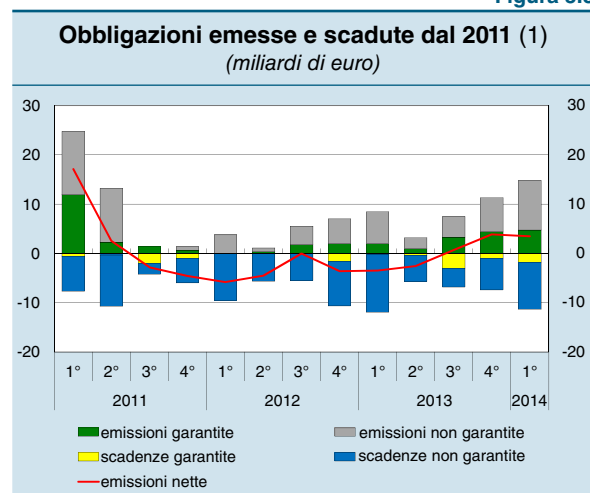
Il differenziale tra il rendimento delle obbligazioni e il tasso swap è sceso ulteriormente nel primo trimestre del 2014, a circa 170 punti base. Il costo delle emissioni effettuate dalle banche italiane è tuttora superiore a quello delle banche tedesche, a parità di rating e di altre caratteristiche dei titoli, in ragione del permanere di fenomeni di segmentazione del mercato (cfr. il riquadro: *La frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro*).

Figura 3.7



(1) La posizione netta di liquidità è calcolata come somma algebrica tra le scorte di attività stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema e i flussi di cassa cumulati attesi; l'orizzonte temporale di riferimento è di un mese; in via prudenziale, tutte le scadenze con controparti istituzionali si assumono non rinnovate.

Figura 3.8



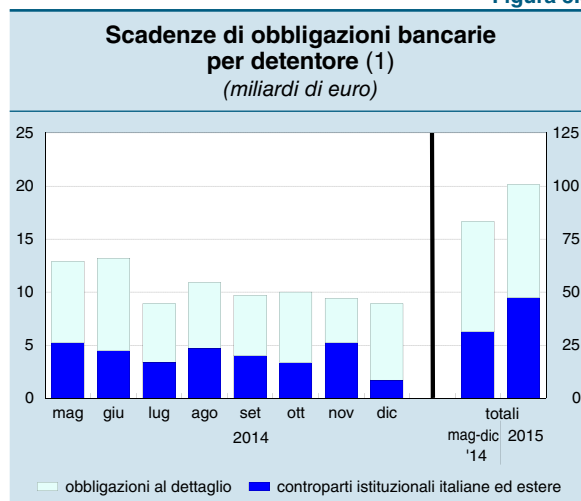
(1) Dati riferiti alle emissioni di titoli garantiti e non di banche italiane sui mercati internazionali con taglio superiore a 200 milioni di euro. Non sono incluse le emissioni trattenute a bilancio, quelle destinate al mercato al dettaglio e quelle di controllate estere di banche italiane.

Il miglioramento delle condizioni di raccolta sta agevolando il graduale rimborso delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (cfr. il par. 4.2) e il rinnovo delle scadenze obbligazionarie all'ingrosso; queste ultime ammontano, per il periodo maggio-dicembre 2014, a 31 miliardi (fig. 3.9); tra maggio e dicembre del 2013 sono state pari a 52 miliardi.

È pressoché completo l'allineamento alle nuove regole sulla liquidità

A giugno del 2013 le 13 banche italiane incluse dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nel campione di osservazione per la convergenza verso le nuove regole prudenziali sulla liquidità rispettavano già il livello del liquidity coverage ratio (LCR) previsto per il 2015 (60 per cento). Alla stessa data 11 gruppi presentavano un valore di net stable funding ratio (NSFR) superiore al 100 per cento; i restanti 2 intermediari presentavano valori prossimi al 90 per cento (3).

Figura 3.9



Fonte: dati relativi a un campione di 31 gruppi bancari trasmessi alla Banca d'Italia nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.
(1) I dati non comprendono le obbligazioni con garanzia statale ai sensi del DL 201/2011. Per i dati riferiti ai restanti mesi del 2014 e al 2015, scala di destra.

3.5 IL PATRIMONIO E LA REDDITIVITÀ

I coefficienti patrimoniali diminuiscono per effetto delle ingenti rettifiche

A dicembre del 2013 i coefficienti patrimoniali core tier 1 e tier 1 ratio del sistema bancario italiano erano inferiori di circa 30 punti base rispetto a quelli di giugno per effetto delle ingenti svalutazioni effettuate dai principali gruppi, una scelta comune a molte banche dell'area dell'euro (cfr. fig. 1.4.c). È proseguita, seppur a ritmi inferiori rispetto agli ultimi due anni, la contrazione delle attività ponderate per il rischio. Il core tier 1 ratio dei primi 5 gruppi bancari era del 10,4 per cento, in calo di 80 punti base (11,2 a giugno 2013; fig. 3.10); il tier 1 ratio e il total capital ratio erano, rispettivamente, dell'11,1 e del 14,5 per cento (in flessione rispetto all'11,9 e 15,0 per cento di giugno). I coefficienti patrimoniali degli altri gruppi sottoposti al *comprehensive assessment* sono lievemente migliorati.

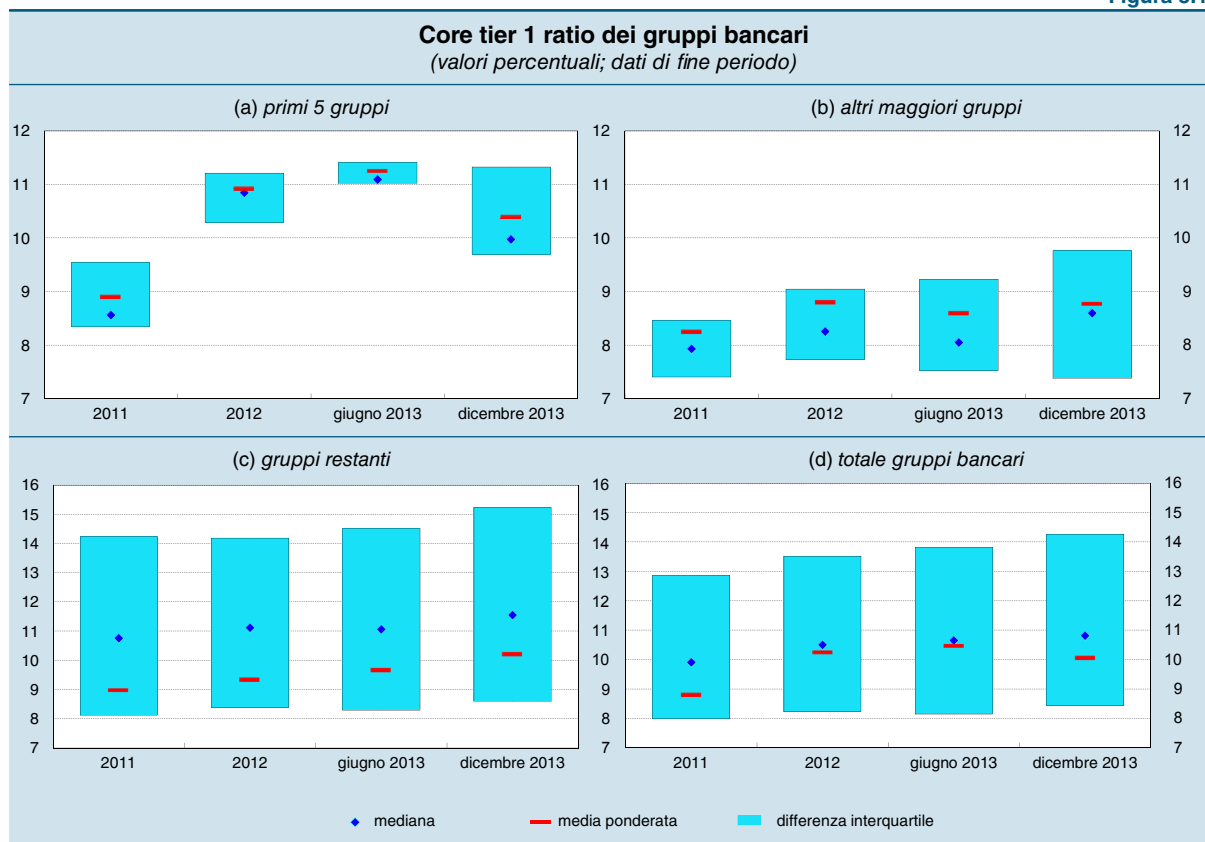
Nei primi mesi dell'anno in corso 9 gruppi bancari (di cui 8 coinvolti nel *comprehensive assessment*) hanno completato o annunciato aumenti di capitale per un valore complessivo di circa 10 miliardi; per le banche soggette all'esercizio di valutazione gli aumenti determineranno, in media, un incremento dei coefficienti patrimoniali di circa un punto percentuale.

Prosegue l'adeguamento a Basilea 3

Dal 1° gennaio di quest'anno sono in vigore le nuove regole sul capitale delle banche (Basilea 3), così come definite in ambito europeo dalla CRD4-CRR; in Italia saranno pienamente in vigore nel 2018. Sulla base della disciplina transitoria nazionale, si può stimare che al 1° gennaio 2014 il common equity tier 1

(3) Il Comitato di Basilea ha recentemente modificato la definizione sia del numeratore dell'indicatore (*available stable funding*, ASF), sia del denominatore (*required stable funding*, RSF). In particolare, per il calcolo dell'RSF sono state ridotte le ponderazioni per i crediti verso le PMI, scelta che dovrebbe tradursi in un miglioramento dell'indicatore per le banche italiane.

Figura 3.10



Fonte: segnalazioni consolidate di vigilanza.

ratio (CET1 ratio) delle 15 banche soggette al *comprehensive assessment* fosse pari, in media, al 9,9 per cento (a fronte di un core tier 1 ratio effettivo del 10,0 per cento al 31 dicembre 2013).

La leva finanziaria delle banche italiane è contenuta nel confronto internazionale

Per le banche italiane il rapporto tra tier 1 e totale delle esposizioni in bilancio e fuori bilancio calcolato secondo le definizioni di Basilea 3 (leverage ratio) era in media pari al 4,1 per cento al 30 giugno 2013, superiore al minimo regolamentare che dovrebbe entrare in vigore nel 2018 (3 per cento). La leva finanziaria delle banche italiane è bassa nel confronto internazionale (cfr. il riquadro: *Il deleveraging delle banche italiane nel contesto europeo*). Il leverage ratio fornirà informazioni aggiuntive per la valutazione degli esiti del *comprehensive assessment*.

IL DELEVERAGING DELLE BANCHE ITALIANE NEL CONTESTO EUROPEO

La crisi finanziaria e quella del debito sovrano hanno dato un forte impulso alla riduzione della leva finanziaria delle banche (1). Per un campione di grandi intermediari europei, composto dalle 15 banche italiane oggetto del *comprehensive assessment* e dai 38 intermediari europei coinvolti nel 2013 nello EU-wide Transparency Exercise dell'EBA (2), l'indice di leva si è ridotto da 28,3 a dicembre del

(1) La leva finanziaria è calcolata come rapporto tra il totale delle attività di bilancio e una misura di patrimonio data dalla somma di capitale, riserve, utile del periodo e sovrapprezzi di emissione, al netto degli elementi negativi del patrimonio di base.

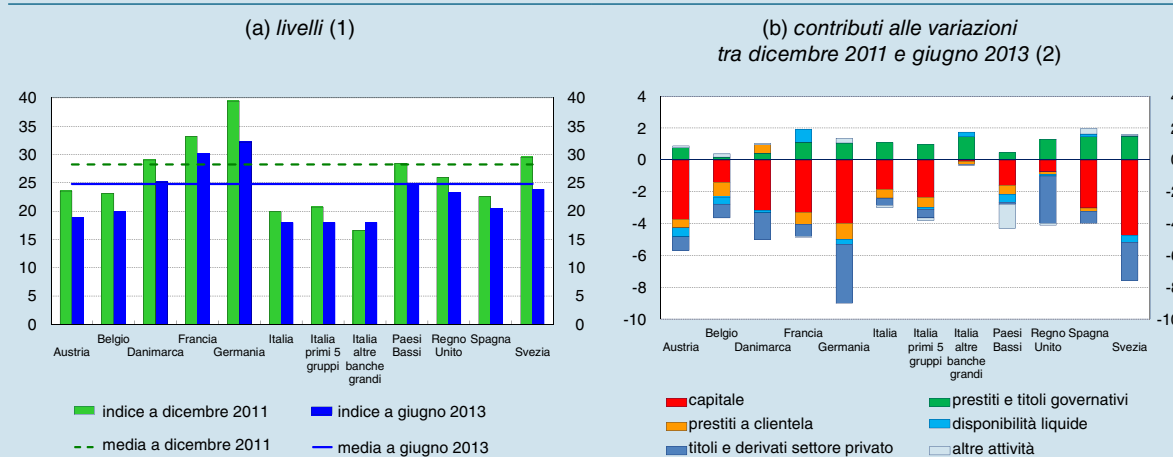
(2) Alla fine di dicembre 2012 le banche del campione rappresentavano circa l'80 per cento dell'attivo totale dei sistemi bancari dei paesi considerati.

2011 a 24,8 a giugno del 2013 (figura, pannello a). A quest'ultima data il valore più elevato era quello delle banche tedesche (32,2), seguito dalle francesi (30,2); il più basso era quello degli intermediari italiani, per i quali la leva è passata da 19,9 a dicembre del 2011 a 18,0 a giugno del 2013.

La riduzione della leva finanziaria è stata conseguita principalmente attraverso l'aumento della dotazione patrimoniale (figura, pannello b). Il contributo proveniente dal ridimensionamento degli attivi, riscontrato per quasi tutte le banche del campione, ha riflesso soprattutto una diminuzione dei titoli e dei derivati emessi dal settore privato, a cui si è aggiunta una contrazione dei prestiti alla clientela, nella maggior parte dei casi relativa alla componente in bonis. Le esposizioni verso gli emittenti sovrani hanno invece contribuito in tutti i paesi a un aumento della leva.

Figura

Leva finanziaria delle banche europee e determinanti delle variazioni



Fonte: elaborazione su dati EBA, SNL Financial e segnalazioni di vigilanza.

(1) La leva finanziaria è calcolata come rapporto tra il totale delle attività di bilancio e una misura di patrimonio data dalla somma di capitale, riserve, utile del periodo e sovrapprezzi di emissione, al netto degli elementi negativi del patrimonio di base. La media del campione è determinata ponderando l'indice di leva finanziaria per il patrimonio. Il campione comprende: per l'Austria, Erste Group Bank, Raiffeisen Zentralbank; per il Belgio, KBC Bank; per la Germania, Deutsche Bank, Commerzbank, Landesbank Baden-Württemberg, DZ Bank, Bayerische Landesbank, Norddeutsche Landesbank, HSH Nordbank Hamburg, Landesbank Hessen-Thüringen Frankfurt, Landesbank Berlin, DekaBank Deutsche Frankfurt, WGZ Bank; per la Danimarca Danske Bank, Jyske Bank, Sydbank, Nykredit; per la Spagna, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, Banco Popular Español; per la Francia, BNP Paribas, Crédit Agricole, BPCE, Société Générale; per il Regno Unito, Royal Bank of Scotland, HSBC, Barclays, Lloyds; per l'Italia, Intesa Sanpaolo, Unicredit, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare, UBI Banca, Credito Emiliano, Veneto Banca, Credito Valtellinese, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Sondrio, Banca Popolare di Vicenza, Banca Carige, Mediobanca, ICCREA Holding; per i Paesi Bassi, ING, Rabobank Nederland, ABN Amro Bank; per la Svezia SNS Bank, Nordea Bank AB, SEB AB, Svenska Handelsbanken AB, Swedbank AB. – (2) La variazione della leva finanziaria, $\text{attivo}/\text{patrimonio}_t - \text{attivo}_{t-1}/\text{patrimonio}_{t-1}$, è scomponibile in "effetto patrimonio" $\text{attivo}_t - \text{attivo}_{t-1} / \text{patrimonio}_{t-1}$; "effetto prestiti e titoli governativi" $(\text{esposizione sovrana}_t - \text{esposizione sovrana}_{t-1}) / \text{patrimonio}_{t-1}$; "effetto prestiti a clientela" $(\text{prestiti}_t - \text{prestiti}_{t-1}) / \text{patrimonio}_{t-1}$; "effetto altre attività" $(\text{altre attività}_t - \text{altre attività}_{t-1}) / \text{patrimonio}_{t-1}$. L'effetto residuale della scomposizione, $(\text{attivo}_t - \text{attivo}_{t-1}) * (1/\text{patrimonio}_t - 1/\text{patrimonio}_{t-1})$, non è riportato nel grafico.

La redditività è negativa, scontando il peso delle ingenti perdite su crediti

Nel 2013 la redditività dei maggiori gruppi bancari italiani è peggiorata, principalmente per effetto delle rilevanti rettifiche su crediti. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), al netto delle componenti non ricorrenti, quali le svalutazioni sugli avviamenti, è stato negativo e pari a -1,3 per cento; era positivo per circa l'1 per cento nel 2012.

Le rettifiche su crediti sono ancora aumentate

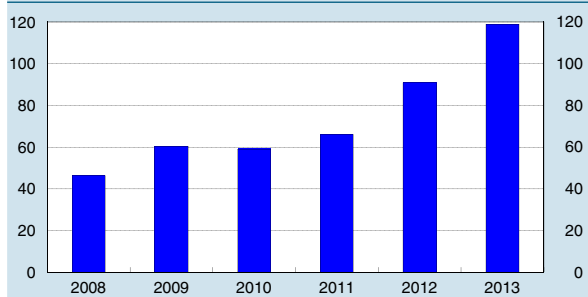
Le rettifiche su crediti sono state di importo superiore al risultato di gestione (fig. 3.11). L'aumento delle rettifiche ha interessato sia le banche soggette al *comprehensive assessment* sia, in misura minore, gli altri intermediari, per i quali esse hanno assorbito l'80 per cento della redditività operativa. Il risultato di gestione è diminuito del 2,4 per cento, per effetto della forte contrazione del margine di interesse (-10 per cento), soltanto in parte compensata dalla crescita degli altri ricavi.

Il rapporto costi-ricavi rimane stabile grazie agli interventi sul fronte dell'efficienza

I costi operativi sono scesi del 3 per cento; le spese per il personale del 5 per cento, anche in seguito alla razionalizzazione della rete territoriale intrapresa dalle banche di maggiore dimensione (cfr. il riquadro: *La recente evoluzione della rete delle filiali delle banche in Italia*). Il rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione è rimasto stabile al 62 per cento. I piani strategici recentemente presentati dai principali gruppi bancari ne prevedono una significativa diminuzione nell'arco del prossimo quadriennio.

Figura 3.11

Gruppi bancari: incidenza delle rettifiche su crediti sul risultato di gestione (1)
(valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

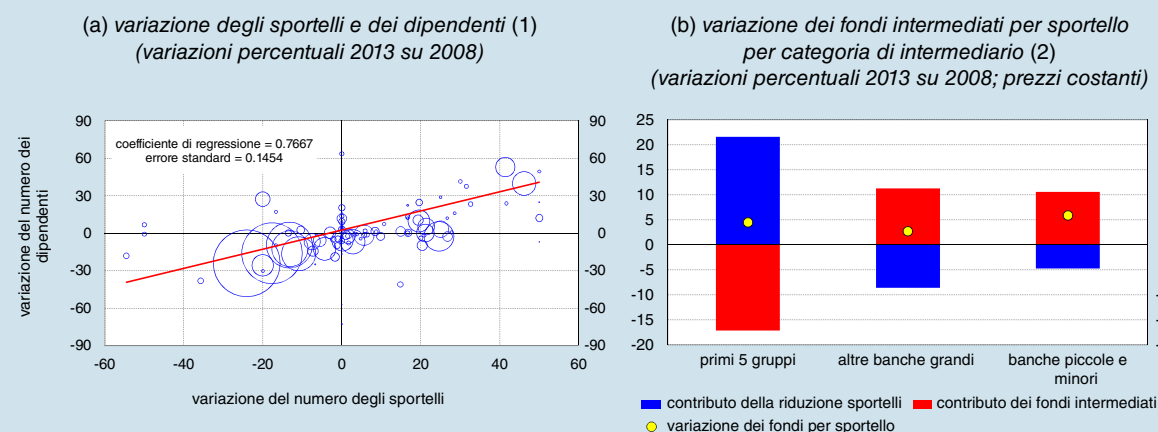
(1) Fino al 2012 i dati si riferiscono al complesso dei gruppi bancari; per il 2013 si riferiscono ai primi 32 gruppi.

LA RECENTE EVOLUZIONE DELLA RETE DELLE FILIALI DELLE BANCHE IN ITALIA

Tra il 2008 e il 2013 il numero complessivo degli sportelli bancari in Italia è diminuito del 7 per cento (da oltre 34.100 a circa 31.700 unità). Il calo è ascrivibile ai primi cinque gruppi bancari (-3.500 unità); per l'insieme degli altri intermediari (incluse le filiali di banche estere) il numero di dipendenze è invece aumentato fino al 2012 di pari passo con l'incremento delle loro quote di mercato. Nel periodo considerato il numero degli addetti al settore è sceso del 9,6 per cento (da 337.000 a 306.000 lavoratori equivalenti a tempo pieno); la quota di dipendenti impiegati nella rete territoriale è rimasta intorno al 65 per cento. Il calo nel numero dei dipendenti è stato più intenso tra gli intermediari che hanno ridimensionato la rete territoriale (figura, pannello a).

Figura

Variazione degli sportelli, dei dipendenti e dei fondi intermediati per sportello



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Gruppi e banche non appartenenti ai gruppi. Sono escluse le banche di credito cooperativo e le filiali di banche estere. La dimensione del cerchio è proporzionale al totale attivo delle banche. Per i gruppi bancari con presenza all'estero sono state considerate solo le componenti italiane. – (2) Sono escluse le filiali di banche estere. La variazione percentuale del volume di prestiti e depositi per sportello è calcolata sui 5 anni (2008-2013) per ciascuna categoria di intermediari. La variazione è ripartita tra contributo della variazione percentuale di prestiti e depositi (numeratore) e contributo della variazione nel numero degli sportelli (denominatore). Le componenti che assumono valore positivo hanno contribuito a far crescere il rapporto tra volume di prestiti e depositi e numero di sportelli, mentre quelle di valore negativo hanno contribuito a ridurlo. Medie ponderate. Variazioni a prezzi costanti, corretti per il deflatore del PIL.

La riorganizzazione della rete all'interno dell'industria bancaria ha comportato un aumento dell'efficienza per tutte le categorie di intermediari. Per i primi cinque gruppi i fondi medi per sportello – che rappresentano una misura, seppur parziale, di produttività per l'attività di intermediazione al dettaglio – sono saliti di oltre il 4 per cento tra il 2008 e il 2013 (valutati a prezzi costanti); il miglioramento è ascrivibile interamente alla riduzione nel numero delle dipendenze (figura, pannello b). Anche per gli altri intermediari si è avuto un aumento, di oltre il 5 per cento degli stessi fondi, grazie a un'espansione più rapida di prestiti e depositi rispetto a quella della rete territoriale. Un'analisi dei cambiamenti nella rete territoriale a livello provinciale mostra che le banche hanno diminuito gli sportelli dove i fondi medi per sportello erano più bassi.

Tra il 2008 e il 2012 per gli intermediari che hanno ridotto gli sportelli l'incidenza dei costi sull'attivo è scesa dal 2,2 all'1,9 per cento, in larga parte per la contrazione delle spese per il personale. Il rapporto tra costi e attivo è diminuito, ma in misura inferiore (dall'1,9 all'1,7 per cento), anche per gli altri intermediari, in questo caso per un aumento delle attività superiore a quello dei costi. Il rapporto tra costi e ricavi si è ridotto per entrambe le categorie, nonostante i gruppi e le banche che hanno ridimensionato la rete abbiano registrato nello stesso periodo una forte contrazione dei ricavi.

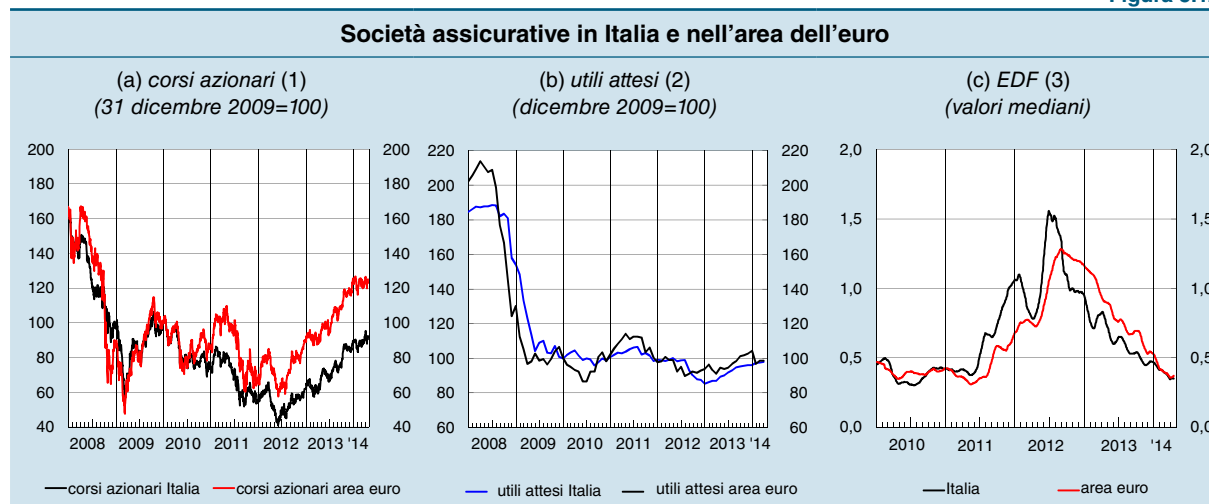
3.6 LE ASSICURAZIONI

La valutazione del mercato

**Continua
il miglioramento degli
indicatori di mercato**

Gli indicatori di mercato confermano il miglioramento della valutazione delle principali compagnie assicurative italiane (fig. 3.12). La ripresa degli utili attesi per azione è proseguita anche nei primi mesi del 2014. I corsi azionari e i tassi

Figura 3.12



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Moody's KMV.

(1) Dati giornalieri. Indici dei corsi azionari delle società assicurative. – (2) Media ponderata (per il numero di azioni in circolazione) degli utili attesi per azione nei 12 mesi successivi alla data di riferimento. Dati mensili. L'Italia comprende Assicurazioni Generali, Mediolanum Assicurazioni, Società Cattolica Assicurazioni, UGF Assicurazioni, Vittoria Assicurazioni; l'area dell'euro comprende le società incluse nell'indice Datastream del settore assicurativo. – (3) Medie a 30 giorni di dati giornalieri, in valori percentuali. I tassi attesi di insolvenza (*expected default frequencies*, EDF), calcolati sulla base del prezzo e della volatilità dei titoli azionari delle società cui si riferiscono, misurano la probabilità che il valore di mercato delle attività risulti inferiore a quello delle passività in un orizzonte di un anno. Il grafico mostra i valori medi delle EDF delle società assicurative italiane considerate (cfr. nota 2) e delle società incluse nell'indice Moody's KMV del settore assicurativo europeo.

attesi di insolvenza impliciti nelle quotazioni sono tornati ai livelli della prima metà del 2011. Le valutazioni sul merito di credito delle principali compagnie elaborate dalle maggiori agenzie di rating sono rimaste invariate.

La raccolta premi e la posizione di liquidità

La raccolta vita aumenta mentre la raccolta danni continua a ridursi

Nel primo trimestre del 2014 è proseguita la crescita della raccolta nei rami vita (35 per cento rispetto allo stesso periodo del 2013; fig. 3.13.a), soprattutto di quella effettuata attraverso il canale bancario. È rimasta debole, invece, la raccolta nei rami danni (-5 per cento nel quarto trimestre del 2013 rispetto al periodo corrispondente del 2012), in particolare nel comparto della responsabilità civile automobilistica (fig. 3.13.b).

Il rischio di liquidità è contenuto

Il rischio di liquidità nel settore vita ha continuato a ridursi. Il rapporto tra oneri e premi si è mantenuto su valori notevolmente inferiori rispetto a quelli del biennio precedente; le richieste di riscatto da parte dei sottoscrittori hanno registrato un'ulteriore riduzione (fig. 3.14).

Gli investimenti

Si mantiene elevato l'investimento in titoli di Stato italiani

Gli investimenti rimangono concentrati sui titoli di Stato italiani; in questo comparto è aumentata la quota di titoli con vita residua superiore ai 5 anni (fig. 3.15.a). Le plusvalenze latenti nette, pari alla differenza tra il valore di mercato delle attività e il valore iscritto in bilancio, già ampiamente positive alla fine del 2013, sono aumentate nei primi mesi del 2014 (fig. 3.15.b).

I recenti interventi normativi adottati per sostenere il finanziamento dell'economia potrebbero progressivamente favorire la diversificazione degli investimenti obbligazionari (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle compagnie di assicurazione in titoli obbligazionari emessi da piccole e medie imprese*).

Figura 3.13

Raccolta premi delle società assicurative italiane (dati trimestrali; miliardi di euro)

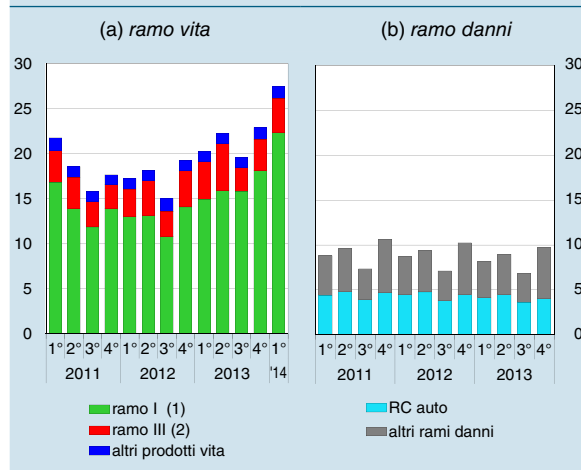


Figura 3.14

Rapporto tra oneri e premi del ramo vita (1) (dati trimestrali; valori percentuali)

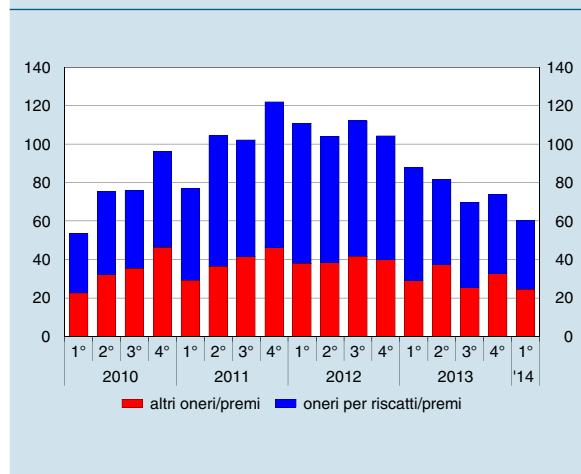
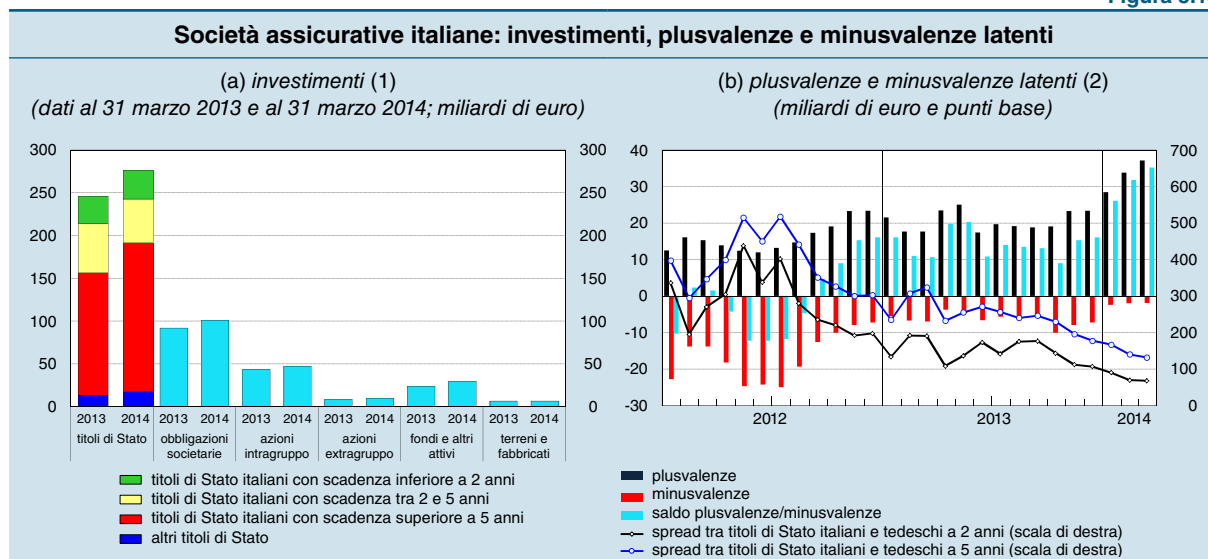


Figura 3.15



Fonte: Ivass e Bloomberg.

(1) Valori di bilancio. La composizione dei titoli di Stato è parzialmente stimata. – (2) Le plusvalenze e minusvalenze latenti sono la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio dei titoli in portafoglio.

GLI INVESTIMENTI DELLE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE IN TITOLI OBBLIGAZIONARI EMESSI DA PICCOLE E MEDIE IMPRESE

Alcune misure introdotte dal decreto legge 23 dicembre 2013, n.145 (cosiddetto decreto “destinazione Italia”) per sostenere il credito alle aziende e all’economia intendono favorire l’investimento delle compagnie di assicurazione in strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese. In particolare, il decreto ha richiesto all’Ivass di ampliare il novero delle attività ammesse a copertura delle riserve.

La normativa precedente prevedeva che le compagnie potessero investire in obbligazioni e titoli simili non negoziati in mercati regolamentati solo se avevano durata residua inferiore all’anno o se erano stati emessi da società con bilancio certificato da almeno tre anni. Per i titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione, invece, la normativa consentiva di investire solo in titoli con rating investment grade.

Con le nuove regole le compagnie possono investire in minibond anche se privi dei requisiti legati all’anzianità di costituzione dell’impresa, alla certificazione del bilancio e alla durata residua dell’obbligazione; possono inoltre investire in titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione con le caratteristiche previste dal decreto, anche se privi di un rating investment grade. Per ciascuna delle due nuove categorie di titoli il limite di investimento è pari al 3 per cento delle riserve tecniche da coprire. Secondo i dati di bilancio riferiti al 2013 i nuovi margini, se interamente utilizzati, consentirebbero investimenti aggiuntivi nell’ordine di 25 miliardi di euro.

Con riferimento ai fondi comuni dedicati alle nuove categorie di titoli, inoltre, il limite di concentrazione degli investimenti in un unico fondo è stato innalzato dall’1 al 3 per cento del valore complessivo degli attivi a copertura.

Gli effetti delle nuove norme sulle strategie di investimento delle compagnie sono soggetti ad ampia incertezza. I vincoli normativi potrebbero non essere il principale ostacolo a questo tipo di investimento poiché le quote dei titoli emessi dal settore privato nel portafoglio delle compagnie sono state finora ampiamente al di sotto dei limiti previsti dalla normativa in vigore (tavola). Gli investimenti

Attività a copertura delle riserve tecniche*(in rapporto alle riserve tecniche; valori percentuali e miliardi di euro)*

	2011	2012	2013
Titoli di debito (1)	85,3	85,8	87,7
di cui:			
cartolarizzazioni (2)	0,5	0,5	0,4
titoli di debito emessi da società concessionarie di infrastrutture (dal 2012 limite massimo del 3 per cento) (3)	–	0,0	0,0
titoli di debito non quotati (limite massimo del 10 per cento riferito al totale dei titoli non quotati) (4)	2,2	2,6	1,5
Titoli di capitale (5)	5,5	4,6	3,7
di cui:			
titoli di capitale non quotati (limite massimo del 10 per cento riferito al totale dei titoli non quotati) (4)	1,2	1,1	0,8
Immobili (6)	3,9	4,0	3,6
Investimenti alternativi (limite massimo del 5 per cento) (7)	0,4	0,4	0,3
Altri attivi (8)	5,4	5,9	5,1
Totale	100,5	100,7	100,4
<i>Per memoria:</i>			
Riserve tecniche (9)	383	395	424

Fonte: Ivass.

(1) In prevalenza titoli di Stato. Sono incluse le quote di OICR armonizzati che investono prevalentemente nel comparto obbligazionario. – (2) Titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione che prevedono il più elevato grado di priorità di rimborso e sono in possesso di un rating investment grade. – (3) Titoli emessi ai sensi del d.lgs. 163/2006. – (4) Il limite del 10 per cento è riferito complessivamente ai titoli non negoziati in un mercato regolamentato, alle quote di fondi comuni di investimento mobiliare chiusi non negoziate in un mercato regolamentato e alle quote dei fondi riservati e speculativi. – (5) Sono incluse le quote di OICR armonizzati che investono prevalentemente nel comparto azionario. – (6) Sono incluse le quote di OICR immobiliari chiusi istituiti in uno Stato membro della UE. – (7) Quote di OICR aperti non armonizzati, quote di fondi mobiliari chiusi non negoziati in un mercato regolamentato e fondi riservati e speculativi. – (8) Sono inclusi crediti (principalmente crediti verso riassicuratori, assicurati e intermediari e crediti di imposta), depositi bancari a vista e altri attivi non inclusi nelle precedenti categorie. – (9) Totale delle riserve tecniche della gestione vita e della gestione danni.

in obbligazioni societarie, mediamente più rischiose, potrebbero inoltre risentire dell'imminente passaggio alla nuova normativa prudenziale (Solvency II), che introdurrà una valutazione dei requisiti patrimoniali basata sul rischio. Al fine di mitigare l'impatto di Solvency II sulle politiche di investimento delle compagnie, la Commissione europea sta valutando la possibilità di introdurre un regime più favorevole per alcune tipologie di attività, come i titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazioni di alta qualità.

La redditività e la situazione patrimoniale

**La redditività
è soddisfacente
e la situazione
patrimoniale
rimane solida**

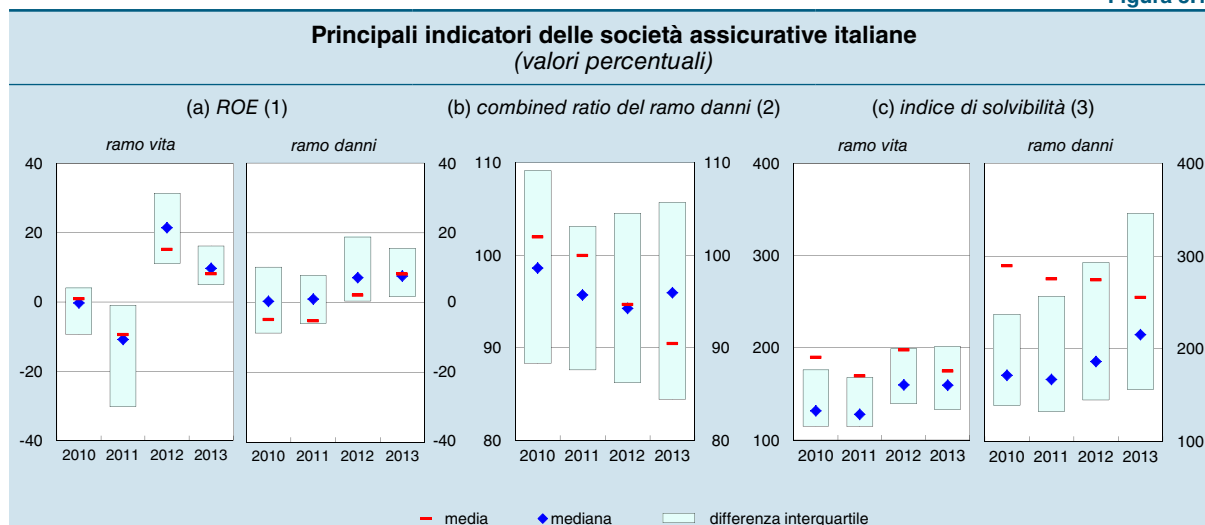
È proseguito il miglioramento della redditività nei rami danni, dove nel 2013 il ROE è aumentato di oltre sei punti percentuali rispetto all'anno precedente (fig. 3.16.a), principalmente per effetto dell'andamento positivo del risultato tecnico della gestione (fig. 3.16.b). Il ROE dei rami vita, pur rimanendo ampiamente positivo, ha registrato un calo di circa sette punti percentuali, soprattutto a causa della contrazione del rendimento degli investimenti. Gli indici di solvibilità

restano ampiamente sopra i requisiti regolamentari (fig. 3.16.c).

**I rischi restano
connessi con
l'incertezza economica**

I rischi principali per il settore assicurativo italiano restano connessi con l'incertezza della ripresa economica. Sono invece limitati i rischi derivanti dalle conseguenze del prolungato periodo di bassi tassi di interesse sulla capacità delle imprese di far fronte ai propri impegni. L'indagine condotta dall'Ivass sui contratti vita con garanzia di rendimento minimo indica che la riserva aggiuntiva necessaria a fronteggiare il rischio di ina-

Figura 3.16



Fonte: Ivass.

(1) Rapporto tra utile e patrimonio netto. – (2) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (3) Rapporto tra patrimonio di vigilanza posseduto e patrimonio di vigilanza richiesto, calcolato su base individuale e riferito al mercato italiano. I valori elevati per la media riflettono la presenza di imprese (in genere capogruppo di conglomerati, anche internazionali) che presentano a livello individuale indici di solvibilità nettamente superiori ai minimi richiesti.

dempimento delle obbligazioni verso gli assicurati rimane su livelli contenuti (poco più dello 0,5 per cento delle riserve matematiche alla fine del 2013). Ciò riflette sia le politiche di investimento, che continuano a privilegiare i titoli di Stato italiani per i loro rendimenti relativamente elevati, sia le prudenti politiche in materia di rendimenti garantiti. Oltre il 92 per cento delle riserve matematiche si riferisce a prodotti con garanzia di rendimento inferiore al 3 per cento; i nuovi prodotti offrono garanzie inferiori al 2 per cento.

I rischi prospettici connessi con l'andamento dei tassi di interesse saranno valutati nell'ambito dello stress test condotto tra aprile e luglio del 2014 dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA).

4 I MERCATI E IL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'EUROSISTEMA

4.1 IL MERCATO DELLA LIQUIDITÀ

Migliorano le condizioni di liquidità dei mercati finanziari italiani

Nei primi mesi del 2014 le condizioni di liquidità dei mercati finanziari italiani sono migliorate. L'indicatore del rischio sistemico di liquidità si colloca in prossimità del suo valore minimo (fig. 4.1), riflettendo in particolare l'aumento degli scambi sul mercato secondario dei titoli di Stato (cfr. il riquadro: *Un indicatore del rischio sistemico di liquidità dei mercati finanziari italiani*).

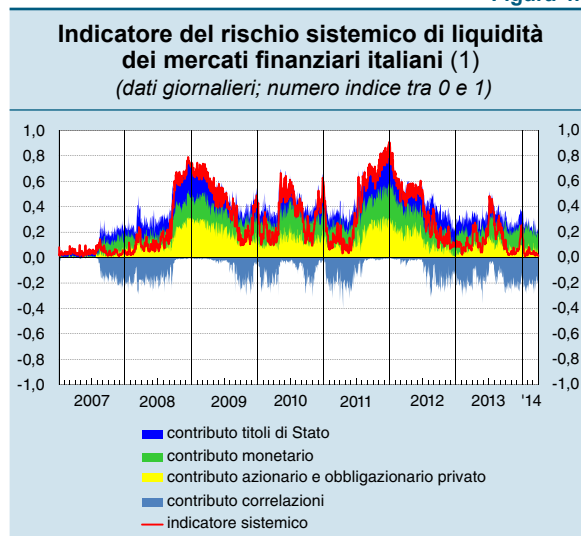
Prosegue la crescita degli scambi sul mercato pronti contro termine...

Gli scambi sul mercato pronti contro termine gestito dalla MTS spa sono tornati a crescere (fig. 4.2), in particolare sul segmento special repo (cfr. il par. 4.3). Più della metà delle negoziazioni avviene tra intermediari italiani ed esteri che si avvalgono del link di interoperabilità tra le due controparti centrali attive sul mercato (Cassa di compensazione e garanzia e LCH. Clearnet SA). Gli scambi di fondi non assistiti da garanzie restano invece su valori molto bassi, sia sul mercato interbancario dei depositi gestito dalla e-MID SIM spa sia sul segmento over-the-counter (OTC).

...e si riduce il ricorso a questo mercato per effettuare raccolta dall'estero

Alla fine dello scorso marzo la posizione debitoria netta verso l'estero del sistema bancario italiano sul mercato MTS repo si è ridotta a meno di 50 miliardi di euro (fig. 4.3.a). Il calo riflette la diminuzione del numero di gruppi bancari italiani con una significativa posizione debitoria netta (fig. 4.3.b). Il rischio di rifinanziamento delle posizioni rimane contenuto anche in ragione dell'elevata durata media dei contratti in essere (47 giorni nel 2014, da 53 nel 2013).

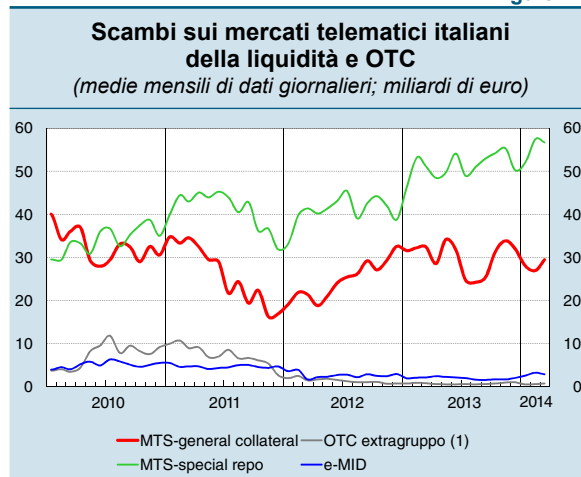
Figura 4.1



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

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

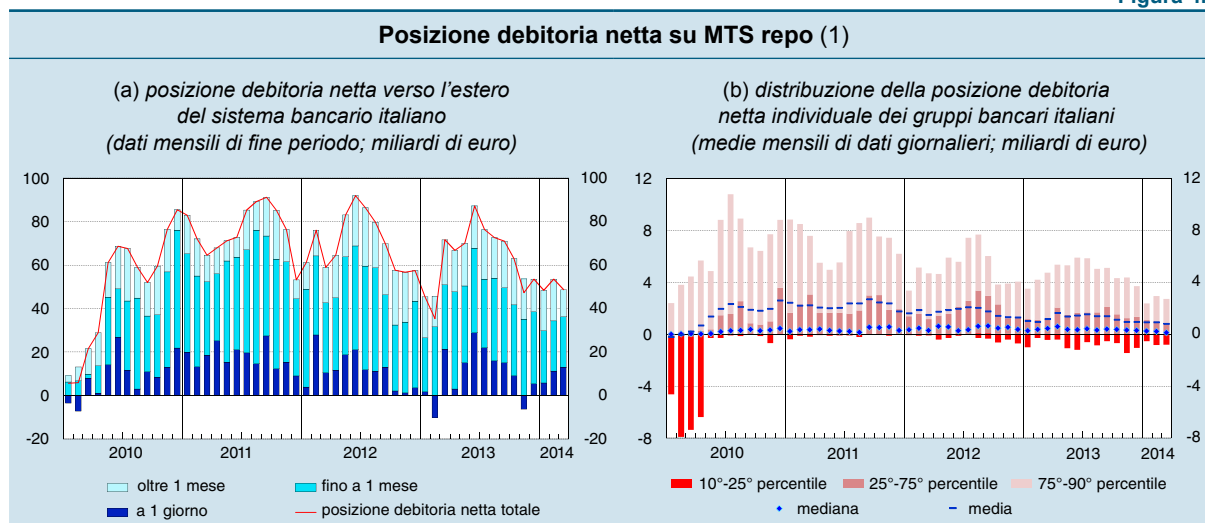
Figura 4.2



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa, MTS spa, TARGET2-Banca d'Italia.

(1) Stime degli scambi di mercato monetario non assistiti da garanzie con scadenza fino a una settimana effettuati da banche italiane con controparti esterne al gruppo di appartenenza basate sulle informazioni del sistema TARGET2.

Figura 4.3



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) L'esposizione netta complessiva è calcolata sul controvalore dei contratti in essere.

UN INDICATORE DEL RISCHIO SISTEMICO DI LIQUIDITÀ DEI MERCATI FINANZIARI ITALIANI

A seguito della crisi finanziaria sono stati sviluppati numerosi indicatori per cogliere situazioni di stress sui mercati. L'indicatore della fig. 4.1 si inquadra in questo filone di analisi e fornisce una misura coincidente del rischio sistemico di liquidità dei mercati finanziari italiani (1). Esso è ottenuto dall'aggregazione di dieci serie elementari che caratterizzano vari segmenti di mercato particolarmente rilevanti per gli intermediari italiani: azionario e obbligazionario privato, titoli di Stato italiani e mercato monetario.

L'aggregazione delle serie è effettuata sulla base delle correlazioni, variabili nel tempo, tra gli indicatori del rischio di liquidità dei vari segmenti di mercato: incrementi (riduzioni) del grado di correlazione aumentano (riducono) l'esposizione del sistema al rischio di liquidità nel suo complesso.

L'indicatore è standardizzato in modo che il campo di variazione sia compreso tra 0, in caso di assenza di stress e di elevati livelli di liquidità, e 1, in presenza di massimo stress.

L'andamento dell'indicatore traccia in modo accurato le fasi della recente crisi finanziaria, con alcuni picchi: nella fase acuta del dissesto di Lehman Brothers (settembre 2008); in coincidenza dell'aggravarsi della crisi del debito greco (aprile e dicembre 2010) e delle tensioni in altri paesi europei, tra i quali l'Italia e la Spagna (secondo semestre 2011).

Informazioni sull'andamento dei singoli mercati e su come le correlazioni agiscano, amplificando o riducendo situazioni di stress, sono ottenibili dall'analisi delle componenti dell'indicatore. La somma dei contributi dei diversi mercati è equivalente al valore dell'indicatore sintetico calcolato nell'ipotesi di perfetta correlazione. La differenza tra l'indicatore e la somma dei contributi riflette pertanto l'impatto delle mutevoli correlazioni tra i mercati.

(1) L'indicatore si ottiene secondo le metodologie standard adottate per il calcolo del rischio sistemico utilizzando la teoria delle scelte di portafoglio. Per maggiori dettagli cfr. E. Iachini e S. Nobili, *An indicator of systemic liquidity risk in the Italian financial markets*, Banca d'Italia, «[Questioni di economia e finanza](#)», n. 217, 2014.

I tassi di interesse rimangono allineati a quelli dell'area dell'euro

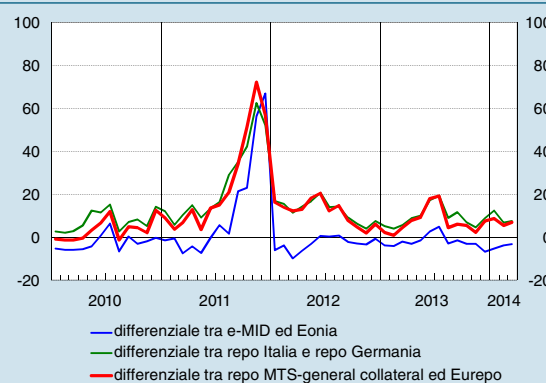
In una fase di riduzione della liquidità in eccesso e accresciuta volatilità dei tassi a breve termine, il costo medio della raccolta sui mercati monetari italiani rimane prossimo a quello prevalente nell'area dell'euro (fig. 4.4); la dispersione tra intermediari dei tassi sulle operazioni di raccolta si è ridotta sia sul segmento pronti contro termine sia su quello non garantito.

In Italia la diffusione delle monete virtuali è limitata

Nell'ultimo anno è cresciuto l'interesse per le monete virtuali, la cui diffusione ha riguardato soltanto in misura marginale il nostro paese. Come per altre forme di innovazione finanziaria, la Banca d'Italia, insieme alle altre componenti dell'Eurosistema, segue l'evoluzione del fenomeno per valutarne benefici e rischi. Le monete virtuali, tuttavia, non sono assimilabili alla moneta legale e i loro utilizzatori non sono tutelati dai rischi a esse associati (cfr. il riquadro: *La diffusione e i rischi delle monete virtuali: il caso Bitcoin*).

Figura 4.4

Differenziali dei tassi di mercato monetario (1)
(medie mensili di dati giornalieri; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa, MTS spa e RepoFunds Rate.
(1) e-MID ed Eonia: scadenza overnight; repo Italia e repo Germania: contratti con durata a un giorno su titoli di Stato conclusi sulle piattaforme telematiche gestite dalle società MTS spa e ICAP e garantiti da controparte centrale; MTS-general collateral ed Europeo: scadenza tomorrow-next.

LA DIFFUSIONE E I RISCHI DELLE MONETE VIRTUALI: IL CASO BITCOIN

Una moneta virtuale è un tipo di moneta digitale non regolamentata, emessa e controllata in base ad algoritmi informatici, che può essere accettata su base volontaria dalle parti di una transazione come mezzo di pagamento alternativo alla moneta legale (1). Bitcoin è la moneta virtuale che ha acquistato più rilevanza nell'ultimo anno, pur risultando limitata la sua diffusione in Italia. Le unità di Bitcoin possono essere acquisite partecipando con proprie risorse informatiche alla creazione di nuova moneta o acquistandole con valuta legale su mercati telematici generalmente non regolamentati. Al momento vi sono circa 12,5 milioni di unità di Bitcoin in circolazione, per un controvalore in euro pari a circa 6 miliardi (al cambio medio di marzo 2014).

Bitcoin, come le altre monete virtuali, ha un valore puramente fiduciario, che non è controllato o garantito da alcun istituto di emissione centrale. Anche per questa ragione è molto variabile, con rischi non trascurabili per i detentori. Sulla base delle informazioni disponibili, alla fine di marzo del 2014 il controvalore in euro di una unità di Bitcoin si era dimezzato rispetto al picco raggiunto nei primi giorni di dicembre del 2013, registrando nel periodo oscillazioni medie giornaliere pari a circa il 4 per cento, con punte di oltre il 10.

Da ricerche condotte a livello internazionale emerge che la maggior parte delle unità di Bitcoin sarebbe detenuta per fini speculativi; l'anonimato che caratterizza le transazioni, facilitando la possibile elusione dei vincoli normativi al trasferimento di fondi, rende inoltre questa valuta virtuale utilizzabile per finalità illecite. Non sono noti casi in cui Bitcoin sia stato utilizzato in modo significativo da intermediari finanziari regolamentati; non sono state quindi sinora riscontrate conseguenze per la stabilità del sistema finanziario o per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

(1) Cfr. BCE, *Virtual currency schemes*, 2012 (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>).

Al momento i rischi maggiori legati all'utilizzo di Bitcoin – oltre a quelli di un impiego a fini illeciti – sono riconducibili a profili di tutela del consumatore: un'importante piattaforma giapponese di deposito e scambio di Bitcoin ha di recente cessato di funzionare, determinando perdite rilevanti per i suoi utilizzatori. A livello europeo si osserva un diffuso consenso sull'opportunità di definire una disciplina armonizzata in materia di moneta virtuale. Attualmente, in caso di perdita di unità di Bitcoin (ad esempio furto da parte di hacker, chiusura delle piattaforme di scambio presso cui sono detenute), gli utenti sono privi di forme di tutela. L'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) ha pubblicato lo scorso dicembre un'avvertenza per sensibilizzare i consumatori circa i rischi insiti nell'utilizzo delle monete virtuali (2).

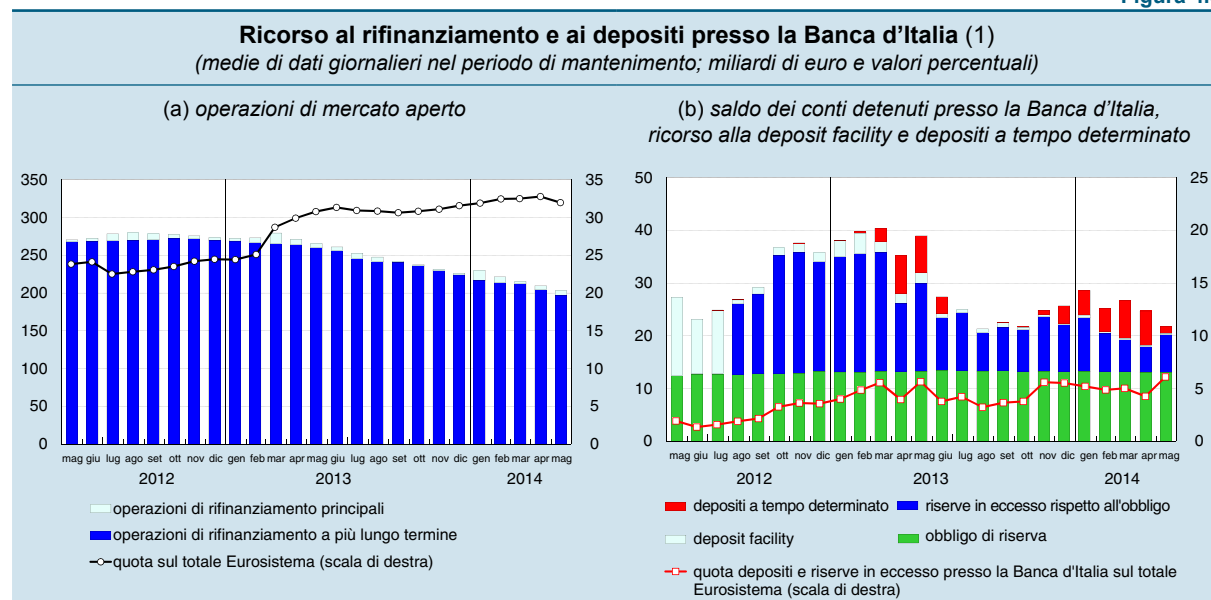
(2) Cfr. EBA, *Warning to consumers on virtual currencies*, 2013 (http://www.eba.europa.eu/documents/10180/598420/EBA_2013_01030000_IT_TRA.pdf).

4.2 IL RIFINANZIAMENTO PRESSO L'Eurosistema

Scende il ricorso al credito dell'Eurosistema

Da novembre le controparti della Banca d'Italia hanno ridotto il ricorso al credito dell'Eurosistema da 231 a 203 miliardi (il massimo, 284 miliardi, era stato raggiunto a luglio del 2012), attraverso il rimborso anticipato delle operazioni di rifinanziamento a tre anni (fig. 4.5.a). Dopo un picco di 10,1 miliardi raggiunto nel corso del mese di febbraio, l'utilizzo dei depositi a tempo determinato presso la Banca d'Italia è tornato sui livelli di novembre (1,3 miliardi, fig. 4.5.b) mentre sono diminuiti da 11 a 7 miliardi i depositi sul conto di riserva, in eccedenza rispetto all'obbligo, e sulla deposit facility.

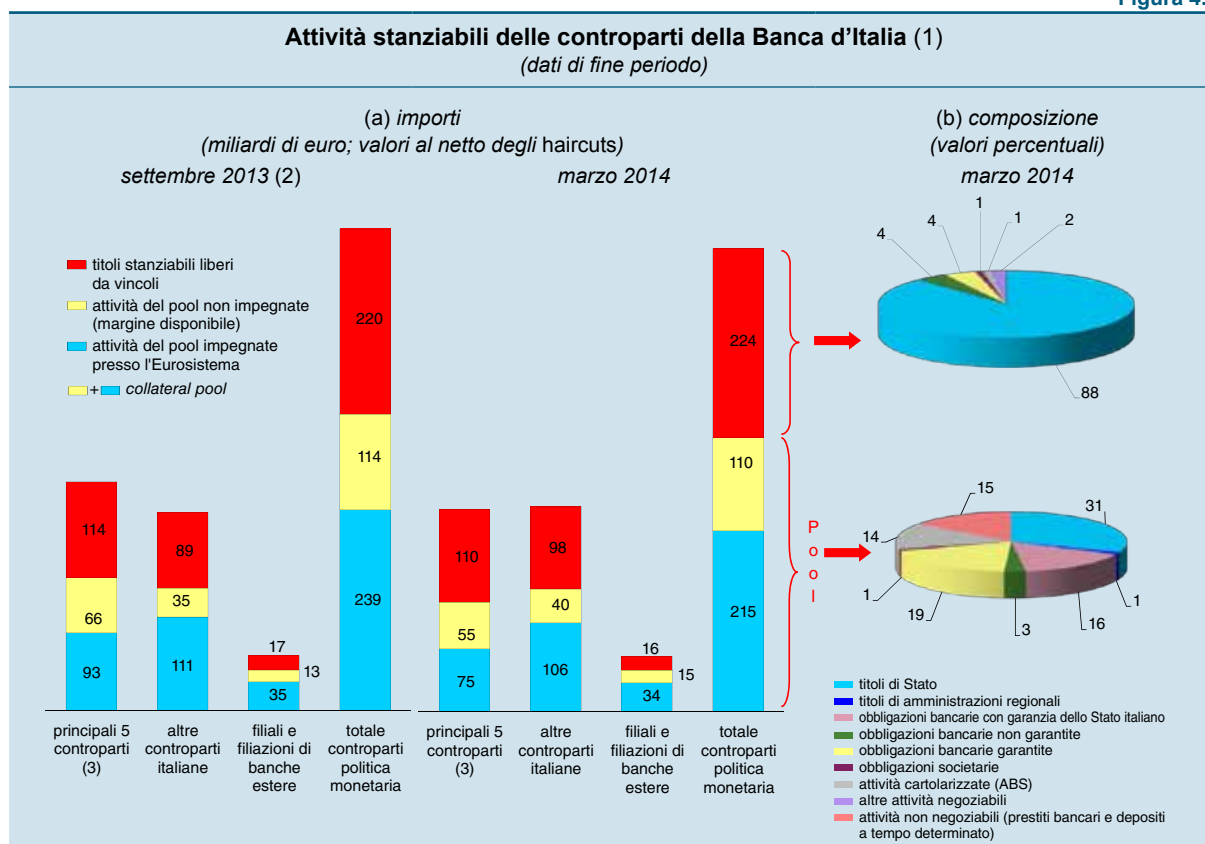
Figura 4.5



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

(1) La data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento. Per l'ultimo periodo di mantenimento la media è calcolata fino al 23 aprile.

Figura 4.6



Fonte: elaborazioni su dati BCE e segnalazioni di vigilanza.

(1) L'ammontare delle attività impegnate presso l'Eurosistema comprende la parte a copertura degli interessi maturati e del rifinanziamento in dollari. – (2) I dati sulle garanzie conferite nel pool si riferiscono al 1° ottobre 2013. – (3) Principali controparti bancarie per dimensione dell'attivo del gruppo di appartenenza.

Le attività stanziabili disponibili si mantengono cospicue...

In concomitanza con la riduzione del rifinanziamento il valore delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito presso l'Eurosistema (collateral pool) è sceso da 353 a 325 miliardi di euro (fig. 4.6.a), ma è cresciuta la percentuale di quelle non impegnate a copertura del rifinanziamento (*overcollateralization*, al 34 per cento) (1). La composizione del pool registra un aumento dei titoli di Stato italiani e una diminuzione di tutte le altre tipologie di attività (fig. 4.6.b). L'ammontare dei titoli stanziabili prontamente disponibili fuori dal pool rimane cospicuo (224 miliardi), pari al 104 per cento del rifinanziamento in essere (92 per cento a settembre del 2013).

...consentendo un graduale rientro dal finanziamento dell'Eurosistema

Alla data del 23 aprile scorso 38 delle 112 controparti italiane che avevano partecipato alle operazioni di rifinanziamento a tre anni avevano restituito 79 miliardi di euro, corrispondenti al 31 per cento dell'importo iniziale, contro il 62 per cento degli altri paesi dell'area. La decisione della BCE di estendere almeno fino a luglio del 2015 la procedura di piena aggiudicazione dei fondi consente alle banche di programmare una graduale strategia di rientro. Nostre stime indicano che, se si protraessero le

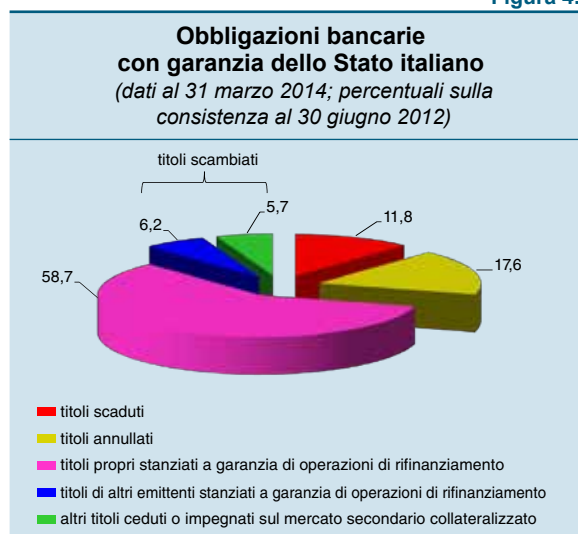
(1) Il confronto tra il grado di *overcollateralization* del pool di garanzie depositate dalle controparti della Banca d'Italia e quello di altre banche centrali dell'area dell'euro risente anche dell'esistenza, in altri paesi europei, di servizi di *triparty collateral management* che consentono alle banche l'utilizzo dei titoli depositati presso un depositario centrale sia per le operazioni con la banca centrale sia per le operazioni con altre controparti (ad esempio pronti contro termine). Monte Titoli prevede di ampliare le possibilità offerte dal suo servizio di *triparty* entro la fine del corrente anno.

recenti favorevoli condizioni dei mercati della provvista e dei titoli di Stato, le banche italiane avrebbero a disposizione scorte di attività liquide sufficienti per riportare l'indebitamento con l'Eurosistema sui livelli precedenti la fase acuta della crisi del debito sovrano. Un numero esiguo di intermediari di piccola dimensione – rappresentativo di meno dell'1 per cento dell'attivo del sistema – dovrebbe accompagnare lo smobilizzo degli attivi liquidi con strategie mirate all'incremento della provvista. In uno scenario più conservativo, caratterizzato da condizioni dei mercati della provvista e dei titoli di Stato simili a quelle medie del 2013, la quota dell'attivo degli intermediari che dovrebbero programmare strategie di ampliamento della raccolta salirebbe a poco meno del 9 per cento.

Prosegue la riduzione delle obbligazioni bancarie garantite dallo Stato italiano

Sono attualmente in circolazione obbligazioni bancarie garantite dallo Stato per un valore nominale di 61 miliardi, contro gli 86 del giugno 2012 (2); la riduzione è dovuta per 10 miliardi a titoli scaduti e per 15 a titoli annullati prima della scadenza per evitare il pagamento delle commissioni da corrispondere allo Stato (fig. 4.7). I titoli stanziati a garanzia di proprie operazioni di rifinanziamento (cosiddetto stanziamento in uso proprio) rappresentano il 58,7 per cento del totale inizialmente emesso. I titoli oggetto di scambio tra operatori sono pari al 12 per cento; di questi più della metà sono stati stanziati nel pool da altre banche (in particolare istituti centrali di categoria); la parte restante è stata ceduta o impegnata sul mercato secondario collateralizzato.

Figura 4.7

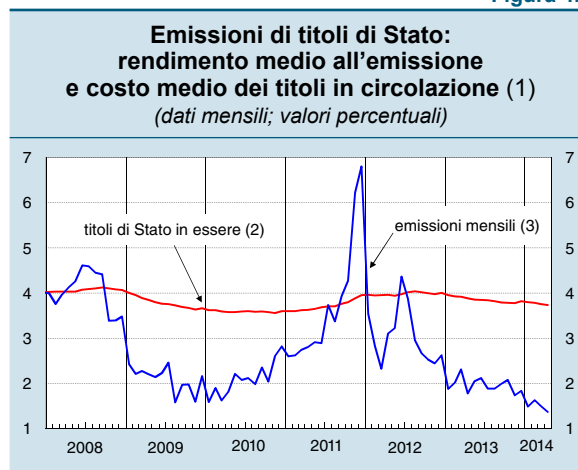


4.3 IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO

Scende il costo e si allunga la vita media delle nuove emissioni

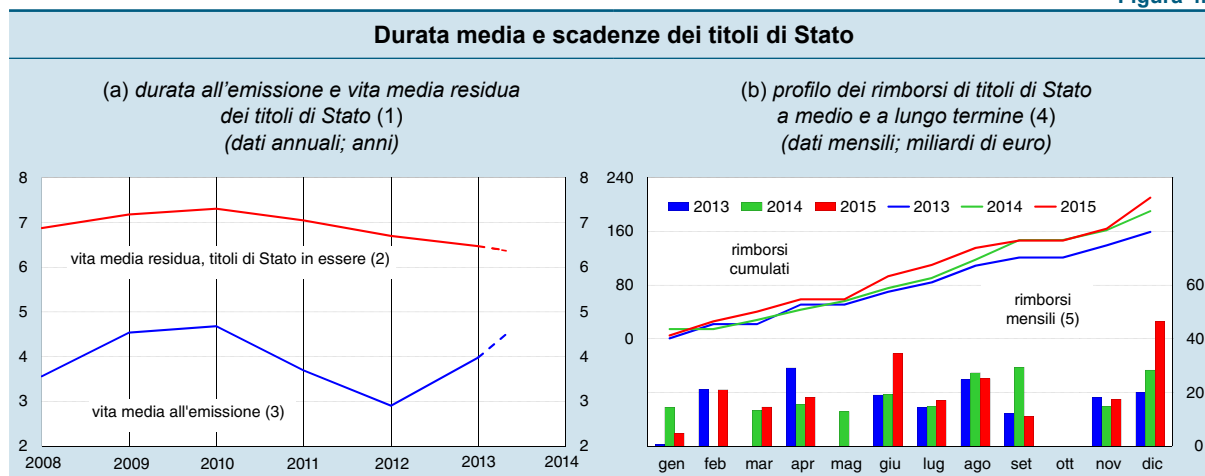
Da novembre ad aprile sono stati collocati titoli per 257 miliardi di euro (52 al netto di quelli in scadenza). I rendimenti medi all'emissione sono scesi all'1,4 per cento (fig. 4.8), raggiungendo il minimo dall'introduzione dell'euro. Il costo medio ponderato all'emissione dello stock dei titoli in circolazione è pari al 3,7 per cento. L'allungamento della vita media delle emissioni, risalita a 4,5 anni (fig. 4.9.a), non ha ancora arrestato la riduzione di quella dello stock in circolazione, attualmente di 6,4 anni.

Figura 4.8



(2) Il 30 giugno 2012 è stata l'ultima data utile per la concessione della garanzia da parte del Ministro dell'Economia e delle finanze (cfr. il riquadro: *Le misure per l'espansione delle garanzie nelle operazioni dell'Eurosistema*, in [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), n. 3, 2012).

Figura 4.9



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

(1) Titoli di Stato collocati sul mercato interno. Il dato del 2014 è rilevato alla fine di aprile. Il livello delle due serie differisce principalmente per l'ammontare dei BOT, che rappresenta una quota maggiore nella serie delle emissioni rispetto a quella dello stock dei titoli in circolazione. – (2) Valori di fine periodo ponderati per le consistenze in essere. – (3) Durata media delle emissioni nel periodo per data di regolamento, ponderata per le quantità emesse. – (4) Titoli di Stato (inclusi quelli collocati sui mercati internazionali) con scadenza all'emissione superiore a un anno. I rimborsi dei BTP indicizzati non sono rivalutati per l'inflazione. – (5) Scala di destra.

Nel 2015 l'ammontare dei titoli in scadenza sarà elevato

Nel 2015 i titoli di Stato a medio e a lungo termine in scadenza saranno pari a 210 miliardi, un ammontare elevato rispetto agli anni precedenti (fig. 4.9.b). Per diminuire la concentrazione dei rimborsi nell'anno, da novembre il Tesoro ha svolto operazioni di riacquisto e di concambio di titoli in scadenza nel 2015 (8 miliardi).

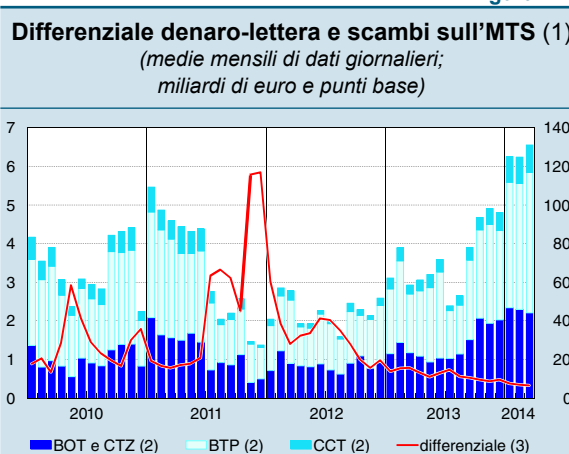
La liquidità del mercato secondario è in deciso miglioramento

La liquidità del mercato secondario MTS cash è ulteriormente migliorata: sono aumentati sia gli scambi, anche per i titoli a più lunga scadenza, sia le quantità esposte in pagina dai *market makers* e si sono ridotti i differenziali denaro-lettera (fig. 4.10). L'incremento degli scambi ha sostenuto anche l'attività sul segmento special repo dell'MTS, dove i *market makers* hanno potuto prendere a prestito i titoli a un costo (*specialness*) di norma molto contenuto. È ulteriormente aumentata la liquidità del mercato dei futures sul BTP (fig. 4.11.a). I volumi nozionali netti dei CDS sulla Repubblica italiana sono rimasti stabili (fig. 4.11.b).

La quota di titoli pubblici italiani detenuti da non residenti è aumentata

A dicembre del 2013 la quota di titoli pubblici detenuta da soggetti non residenti era salita al 27 per cento, 0,9 punti percentuali in più rispetto a giugno dello scorso anno (fig. 4.12); nello stesso periodo, la quota detenuta dalle banche italiane è scesa dal 23 al 21,7 per cento (cfr. il par. 3.3). In base ai dati di bilancia dei pagamenti, nel primo bimestre del 2014

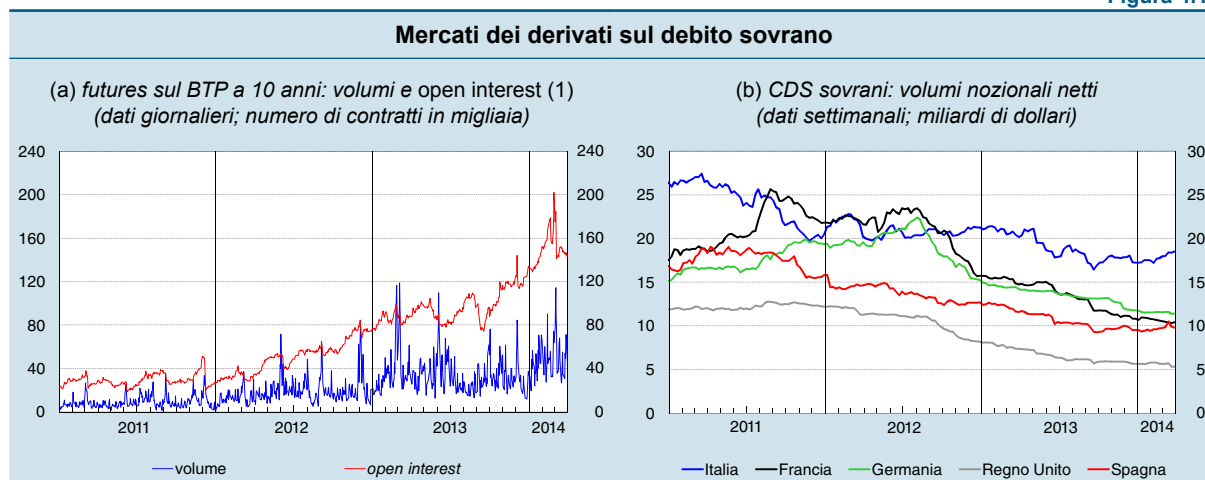
Figura 4.10



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) Il differenziale è calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati sui BTP quotati sull'MTS durante l'intera giornata operativa. – (2) Scambi sull'MTS. – (3) Differenziale denaro-lettera; scala di destra.

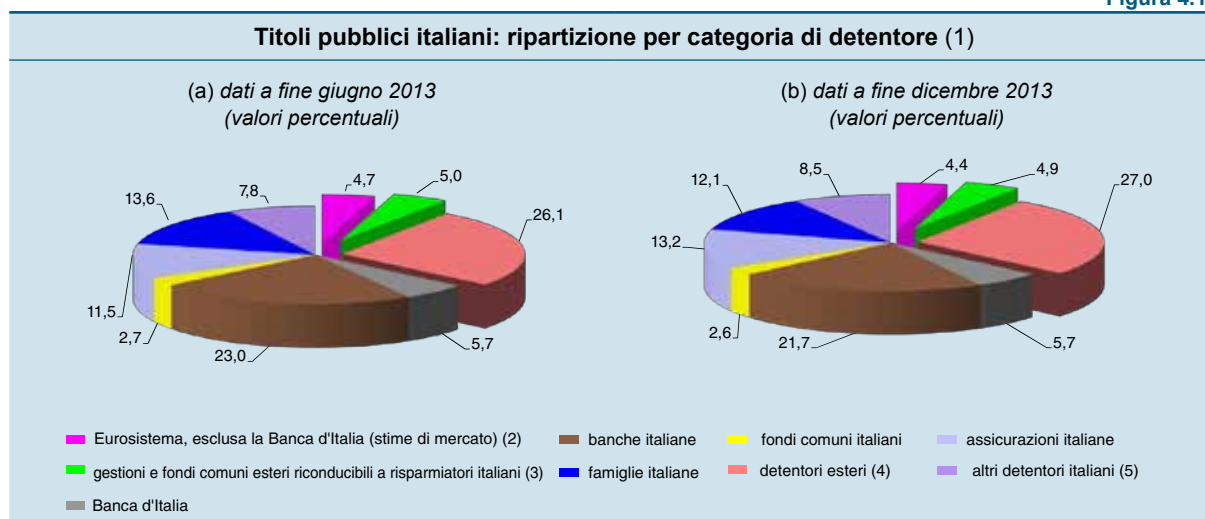
Figura 4.11



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Dealogic.

(1) L'open interest è dato dalla somma di tutti i contratti futures aperti a una certa data.

Figura 4.12



Fonte: Conti finanziari.

(1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. Le quote relative a detentori non residenti sono raffigurate in modo separato rispetto alle altre. I dati utilizzati per questa figura sono stati oggetto di una revisione statistica e quindi non sono comparabili con quelli presentati nei precedenti numeri di questa pubblicazione. – (2) Stima, basata su fonti di mercato, dei titoli pubblici italiani detenuti dall'Eurosystema (al netto di quelli della Banca d'Italia) nell'ambito del Securities Markets Programme (SMP). – (3) Gestioni patrimoniali e fondi comuni amministrati da operatori esteri ma riconducibili a risparmiatori italiani. Dati parzialmente stimati. – (4) Al netto dei titoli detenuti da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani e dall'Eurosystema (esclusa la Banca d'Italia) nell'ambito dell'SMP. – (5) Include le società non finanziarie, i fondi pensione e altre tipologie di investitori.

L'aumento di fiducia degli investitori esteri nei confronti dei titoli italiani si è tradotto in ingenti acquisti netti, che avrebbero determinato un ulteriore rialzo della quota detenuta da non residenti. In base ai saldi del sistema TARGET2 (cfr. fig. 1.3.a), in marzo la quota sarebbe rimasta pressoché invariata.