



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

novembre 2018

2 | 2018



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 2 / 2018
Novembre

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

Relazione annuale

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

Bollettino economico

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

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

© Banca d'Italia, 2018

Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale civile di Roma n. 209/2010 del 13 maggio 2010

Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale civile di Roma n. 212/2010 del 13 maggio 2010

Direttore responsabile

Eugenio Gaiotti

Comitato di redazione

Antonio Di Cesare (coordinatore), Pierluigi Bologna, Nicola Branzoli, Annalisa Bucalossi, Mario Cappabianca, Lia Paola Condorelli, Flavia Corneli, Carla Desideri (Ivass), Maddalena Galardo, Paolo Garofalo, Giovanni Guazzarotti, Michele Loberto, Gaetano Marseglia, Arianna Miglietta, Stefano Nobili, Stefano Pasqualini (Ivass), Sabrina Pastorelli, Tommaso Perez, Raffaella Pico, Francesco Piersante, Raffaele Santioni, Marco Taboga

Riquadri

Maria Alessia Aiello, Piergiorgio Alessandri, Mara Aquilani (Ivass), Davide Arnaudo, Michele Leonardo Bianchi, Paolo Bisio, Roberto Felici, Silvia Magri, Federica Pallante (Ivass), Onofrio Panzarino, Libera Venditti (Ivass), Filippo Vergara Caffarelli

Aspetti editoriali e grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano, Daniela Falcone, Fabrizio Martello, Valentina Memoli

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 16 novembre 2018, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI	7
1.1 I rischi macroeconomici	7
1.2 Le famiglie e le imprese	19
2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO	28
2.1 I mercati monetari e finanziari	28
2.2 Le banche	34
2.3 Le assicurazioni e l'industria del risparmio gestito	45
3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI	52
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	57

INDICE DEI RIQUADRI

I rischi finanziari derivanti dall'uscita del Regno Unito dall'Unione europea	8
Gli effetti di variazioni del rating dei titoli di Stato italiani	12
Le implicazioni per l'economia italiana dell'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato	14
Gli indicatori dei rischi per le banche derivanti dalla concessione di prestiti per l'acquisto di abitazioni	18
L'espansione del credito al consumo nei principali paesi dell'area dell'euro: determinanti e rischi	21
La liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato italiani	30
I risultati degli stress test europei	43
Le proposte sulle misure macroprudenziali nel settore assicurativo	48
Le principali misure macroprudenziali adottate di recente nell'Unione europea	54
L'efficacia delle misure macroprudenziali adottate in alcuni paesi europei per il settore immobiliare: prime evidenze	55

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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

SINTESI

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'evoluzione dell'economia mondiale sono in aumento. Il protrarsi dei contrasti commerciali accresce l'incertezza e può avere conseguenze negative sulla crescita. Alla rimozione dello stimolo monetario negli Stati Uniti si associa un inasprimento delle condizioni finanziarie a livello globale, con il rischio che episodi di tensione possano innescare rialzi generalizzati dei rendimenti.

In Europa i risultati dello stress test dell'EBA mostrano che le principali banche sono solide, anche se permangono alcune aree di vulnerabilità. Rimane elevata l'incertezza sull'esito dei negoziati per l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit).

In Italia i maggiori rischi per la stabilità finanziaria derivano dalla bassa crescita e dall'alto debito pubblico. L'incertezza sull'orientamento delle politiche economiche e di bilancio ha determinato forti rialzi dei rendimenti dei titoli pubblici; vi hanno contribuito timori degli investitori riguardo a un'ipotetica ridenominazione del debito in una valuta diversa dall'euro. Le condizioni di liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato sono più tese rispetto ai primi mesi dell'anno ed è aumentata la volatilità infragiornaliera delle quotazioni.

Diversi fattori stanno attenuando le ripercussioni delle turbolenze finanziarie sull'economia. L'indebitamento del settore privato risulta tra i più bassi nell'area dell'euro, l'avanzo commerciale è ampio e la posizione debitoria netta verso l'estero si è pressoché azzerata. L'elevata vita media residua del debito pubblico rallenta la trasmissione dell'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato al costo medio del debito.

Incrementi elevati e persistenti dei premi per il rischio sui titoli di Stato ostacolano il calo del debito pubblico in rapporto al prodotto, incidono sul valore della ricchezza delle famiglie, frenano e rendono più oneroso il credito al settore privato, peggiorano le

condizioni di liquidità e la patrimonializzazione di banche e assicurazioni.

La situazione finanziaria delle famiglie rimane solida, benché il calo delle quotazioni dei titoli abbia già determinato una contrazione del valore della loro ricchezza. Le condizioni patrimoniali delle imprese sono migliorate negli ultimi anni, anche se il rallentamento ciclico frena la crescita degli utili.

Nel settore bancario prosegue il miglioramento della qualità del credito e il recupero della redditività. Lo stock di prestiti deteriorati continua a ridursi a ritmi sostenuti. I risultati dello stress test dell'EBA per le quattro banche italiane incluse nel campione sono in linea con quelli medi degli altri intermediari europei. Anche il processo di rafforzamento dei bilanci delle banche risente negativamente delle tensioni sul mercato del debito sovrano, che hanno determinato un peggioramento degli indicatori di liquidità e di patrimonializzazione e un aumento dei rischi di mercato. Il capitale delle banche meno significative risentirebbe di eventuali ulteriori perdite di valore dei titoli pubblici in misura maggiore rispetto a quello dei gruppi significativi.

Il settore assicurativo è particolarmente esposto al rischio sovrano, in ragione degli investimenti necessari a coprire gli impegni presi con la clientela e dell'elevata quota di titoli di Stato in portafoglio. Gli indici di solvibilità delle compagnie sono in media ampiamente al di sopra dei minimi regolamentari; hanno però registrato una consistente riduzione. Eventuali ulteriori forti svalutazioni dei titoli avrebbero effetti rilevanti sulla posizione di solvibilità delle assicurazioni.

In concomitanza con le turbolenze sui mercati finanziari i fondi obbligazionari italiani hanno registrato deflussi di risorse. Per i fondi aperti italiani il rischio che elevate richieste di rimborso possano portare a rapidi disinvestimenti e accentuare la volatilità dei mercati è tuttavia contenuto.

1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI MACROECONOMICI

I rischi globali e dell'area dell'euro

Le previsioni sulla crescita globale per il 2019, pur rimanendo favorevoli, sono divenute più eterogenee tra aree geografiche. Il protrarsi delle tensioni commerciali fra paesi accresce il grado di incertezza degli operatori, con possibili ripercussioni negative sull'attività economica e sui mercati¹. Dall'inizio dell'anno i giudizi sull'andamento degli ordini esteri dei responsabili degli acquisti delle imprese sono fortemente peggiorati in Italia e nell'area dell'euro (fig. 1.1).

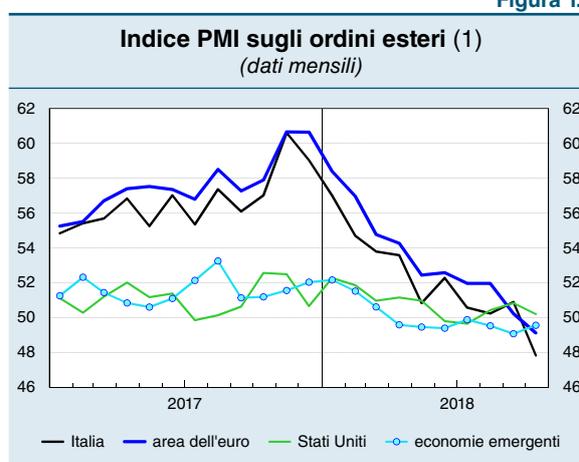
Le aspettative sulla rimozione dello stimolo monetario negli Stati Uniti hanno determinato un inasprimento delle condizioni finanziarie a livello globale² al quale sono particolarmente esposti i paesi emergenti con elevati livelli di debito denominato in dollari (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018). Nei mesi scorsi l'Argentina e la Turchia sono state interessate da forti oscillazioni del cambio delle loro valute, che hanno richiesto interventi di stabilizzazione da parte delle rispettive autorità monetarie; le tensioni si sono allentate soltanto parzialmente e sono aumentati i rischi che altre economie emergenti vulnerabili, in particolare Brasile e Sudafrica, possano essere colpite da forti deflussi di capitali. I rischi diretti per il sistema finanziario italiano derivanti da questi quattro paesi sono contenuti: a essi è destinato circa lo 0,7 per cento dei crediti delle banche italiane (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A4). Rischi indiretti derivano dall'eventualità che la diffusione delle tensioni ad altre economie emergenti si traduca in un aumento generalizzato dei premi per il rischio richiesti dagli investitori.

In Europa permangono forti incertezze sugli esiti delle trattative riguardanti l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit), nonostante sia stata recentemente raggiunta un'intesa a livello dei negoziatori sul testo dell'accordo di recesso. In caso di mancata ratifica dell'accordo gli intermediari finanziari e i loro clienti dovrebbero affrontare una discontinuità nella gestione dei contratti con operatori residenti nel Regno Unito, che dal 30 marzo 2019 diverrà un paese terzo rispetto all'Unione (cfr. il riquadro: *I rischi finanziari derivanti dall'uscita del Regno Unito dall'Unione europea*).

¹ FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2018 e FMI, *Global Financial Stability Report*, ottobre 2018.

² Il Bloomberg Financial Conditions Index, che sintetizza l'informazione contenuta in numerose variabili finanziarie (M.R. Rosenberg, *Financial conditions watch. Global financial market trends & policy*, Bloomberg, 11 settembre 2009) è peggiorato sensibilmente sia per gli Stati Uniti sia per l'Europa.

Figura 1.1



Fonte: Markit.

(1) Indice dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) sugli ordini esteri. Valori superiori a 50 sono compatibili con un'espansione della domanda estera.

I RISCHI FINANZIARI DERIVANTI DALL'USCITA DEL REGNO UNITO DALL'UNIONE EUROPEA

Il processo di uscita del Regno Unito dall'Unione europea (Brexit) prevede che entro il 29 marzo 2019 venga stipulato e ratificato un accordo per definire i termini del recesso (cfr. il riquadro: *Gli sviluppi del negoziato per la Brexit* del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2017). Il 14 novembre scorso è stata definita una bozza di accordo che prevede la partecipazione del Regno Unito al mercato unico fino al 31 dicembre 2020 (periodo transitorio). La bozza è stata approvata dal governo britannico, ma la sua ratifica da parte del Parlamento è ancora incerta. Nel caso in cui questa non avesse luogo, non vi sarebbe il periodo transitorio e il 30 marzo 2019 si verificherebbe una discontinuità (*cliff edge*) nei rapporti bilaterali tra il Regno Unito e l'Unione europea (UE). Per effetto di tale discontinuità si determinerebbe tra l'altro la cessazione dell'attuale regime di mutuo riconoscimento delle autorizzazioni e del sistema di vigilanza (il cosiddetto passaporto unico).

Nell'industria finanziaria i rischi derivanti dal *cliff edge* – in primo luogo quelli di liquidità, ma anche legali, operativi e di compliance – potrebbero essere rilevanti in diverse aree. Tra queste vi sono i contratti finanziari (inclusi i derivati) compensati attraverso controparti centrali (*central counterparties*, CCP) britanniche. La piazza di Londra è di gran lunga la più importante in Europa per il clearing dei contratti derivati (prevalentemente *over-the-counter*, OTC): secondo la Banca centrale europea (BCE) circa il 90 per cento dei contratti swap sui tassi di interesse degli intermediari europei è compensato nel Regno Unito. Recentemente la Banca d'Inghilterra ha stimato che il valore nozionale dei contratti di controparti europee in essere presso CCP britanniche ammonta a circa 69.000 miliardi di sterline, una parte significativa dei quali (41.000 miliardi) con scadenza dopo il 29 marzo 2019. Il 13 novembre la Commissione europea ha comunicato¹ che, se necessario ad evitare rischi per la stabilità finanziaria, adotterà una decisione temporanea e condizionata di equivalenza per le norme del Regno Unito sul *central clearing* che permetterebbe il riconoscimento delle CCP britanniche da parte dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) e, quindi, il proseguimento della loro attività nella UE.

Ulteriori rischi riguardano i contratti derivati OTC stipulati tra controparti europee e operatori britannici, ma non compensati presso una CCP. La capacità degli intermediari di eseguire l'obbligazione principale di scambio dei margini non verrebbe pregiudicata, trattandosi di un mero atto di esecuzione di un'obbligazione sorta prima della Brexit. Gli intermediari potrebbero tuttavia riscontrare difficoltà nell'esercizio di alcune attività legate agli eventi del ciclo di vita di tali contratti (novazione, rinnovo, compressione di portafogli), in quanto la perdita del passaporto europeo impedirebbe agli intermediari britannici di svolgere le attività legate a questi eventi qualora soggette ad autorizzazione ai sensi della normativa nazionale degli Stati membri.

In caso di *cliff edge* i quasi 2.700 intermediari aventi sede nel Regno Unito che oggi operano in Italia in virtù del passaporto unico (banche, società di investimento, società di gestione del risparmio, istituti di pagamento e di moneta elettronica, società di assicurazioni), di cui 117 attraverso succursali, potranno continuare la loro attività soltanto sulla base di una nuova autorizzazione, rilasciata dalle autorità di vigilanza italiane.

Numerose compagnie di assicurazione britanniche operano in Italia, soprattutto nei rami della responsabilità civile generale, in particolare quella sanitaria, e delle cauzioni. In caso di *cliff edge* i

¹ Commissione europea, *Preparing for the withdrawal of the United Kingdom from the European Union on 30 March 2019: a Contingency Action Plan*, COM(2018) 880 final, 2018.

contratti già sottoscritti manterranno la propria validità da un punto di vista civilistico, pur non essendo più sottoposti a vigilanza ai sensi della normativa europea².

Per far fronte ai rischi derivanti dal *cliff edge* nel comparto dei servizi finanziari sono state intraprese numerose iniziative, tra cui la costituzione di un apposito gruppo di lavoro da parte della BCE e della Banca d'Inghilterra.

Lo scorso giugno l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) ha chiesto agli intermediari presenti nel Regno Unito che forniscono servizi nel resto della UE e a quelli insediati nella UE che interagiscono con controparti o clienti con sede nel Regno Unito di identificare i rischi conseguenti a uno scenario di *cliff edge* e di pianificare le azioni necessarie a fronteggiarli³. In particolare la richiesta riguarda: (a) le esposizioni verso le controparti del Regno Unito; (b) la dipendenza da fonti di finanziamento britanniche, ad esempio per gli strumenti computabili ai fini del requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL); (c) la continuità dei contratti, con particolare riguardo ai derivati; (d) la gestione dei dati personali. L'EBA invita inoltre a rispettare gli obblighi nei confronti della clientela e a fornire tempestivamente informazioni ai clienti i cui contratti o servizi potrebbero essere interessati dal *cliff edge*. La BCE ha pubblicato sul proprio sito una sezione contenente le indicazioni per le banche che si insedieranno nell'area dell'euro per effetto della Brexit⁴. La Banca d'Italia ha richiesto agli intermediari direttamente vigilati valutazioni sui possibili impatti diretti e indiretti del *cliff edge*, richiamando esplicitamente l'attenzione delle banche sui profili di rischio individuati dall'EBA. In relazione alle passività computabili ai fini del requisito MREL e disciplinate dal diritto britannico, il Comitato di risoluzione unico (Single Resolution Board, SRB) ha annunciato⁵ che valuterà caso per caso la situazione dei singoli intermediari che ricadono sotto la sua responsabilità, per concedere un'eventuale estensione del periodo per adeguarsi al requisito MREL alle banche che, in seguito alla Brexit, dovessero registrare una carenza di strumenti computabili.

L'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) ha pubblicato tra il luglio del 2017 e il giugno del 2018 quattro pareri⁶ con lo scopo di: (a) assicurare la convergenza delle pratiche di vigilanza delle autorità degli Stati membri presso i quali le compagnie britanniche intendono trasferirsi per continuare a operare in Europa; (b) stimolare la preparazione del mercato assicurativo a tale scenario, attraverso la predisposizione di *contingency plans* da parte delle compagnie e la definizione delle attività dei supervisori nella loro valutazione; (c) analizzare l'impatto sulla posizione di solvibilità delle imprese di assicurazione e riassicurazione; (d) garantire agli assicurati attuali e potenziali adeguata informativa sugli effetti della Brexit. L'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) ha pubblicato sul proprio

² L'impatto della chiusura di contratti derivati OTC è poco rilevante per le compagnie di assicurazione: alla fine del primo semestre dell'anno le posizioni attive e passive verso controparti britanniche erano pari rispettivamente allo 0,02 e allo 0,06 per cento del totale degli investimenti.

³ EBA, *Opinion of the European Banking Authority on preparations for the withdrawal of the United Kingdom from the European Union*, 25 giugno 2018.

⁴ Cfr. sul sito della BCE: *Relocating to the euro area*, ultimo aggiornamento 2 agosto 2018.

⁵ SRB, *Single Resolution Board expectations to ensure resolvability of banks in the context of Brexit*, 15 novembre 2018.

⁶ EIOPA, *Opinion on supervisory convergence in light of the United Kingdom withdrawing from the European Union*, 11 luglio 2017; EIOPA, *Opinion on service continuity in insurance in light of the withdrawal of the United Kingdom from the European Union*, 21 dicembre 2017; EIOPA, *Opinion on the solvency position of insurance and reinsurance undertakings in light of the withdrawal of the United Kingdom from the European Union*, 18 maggio 2018; EIOPA, *Opinion on disclosure of information to customers about the impact of the withdrawal of the United Kingdom from the European Union*, 28 giugno 2018.

sito un elenco di FAQ⁷ sul tema e una lettera rivolta alle compagnie che operano in Italia dal Regno Unito, invitandole a fornire informazioni agli assicurati sulle possibili conseguenze della Brexit sui contratti e sulle misure adottate per garantire la loro esecuzione e la continuità dei servizi⁸.

⁷ Ivass, *Brexit: conseguenze per gli italiani assicurati con imprese UK. FAQ*, 4 ottobre 2018.

⁸ Ivass, *Informativa agli assicurati italiani sull'impatto della Brexit*, 3 ottobre 2018.

Nell'area dell'euro l'inasprimento delle condizioni finanziarie internazionali si è tradotto in un aumento dei premi per il rischio sulle azioni e sulle obbligazioni (figg. 1.2.a e 1.2.b), soprattutto di quelle emesse dalle banche. Nel complesso il settore è solido, come emerge dai risultati dello stress test condotto dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) sui principali gruppi (cfr. il par. 2.2) e dalle revisioni al rialzo del merito di credito di numerose banche europee nella seconda parte dell'anno. Restano però ancora elevati in alcuni paesi i livelli di crediti deteriorati nei bilanci, in altri l'incidenza delle attività di livello 2 e 3³. Il forte aumento dei premi per il rischio sui titoli di Stato italiani (fig. 1.2.c), tra cui quello di ridenominazione (cfr. il par. 2.1), ha avuto un impatto contenuto sugli spread degli altri paesi dell'area.

Figura 1.2



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

(1) Per gli indici azionari S&P 500 (Stati Uniti) e Datastream EMU Total Market (area dell'euro) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili medi per azione e il valore dell'indice (entrambi a prezzi correnti). Al rapporto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il rendimento reale dei titoli di Stato decennali indicizzati all'inflazione, ottenendo una stima del premio per il rischio azionario. Le linee tratteggiate indicano le medie dei premi per il rischio nel periodo dal 1993 al 2018. – (2) Gli spread si riferiscono alle obbligazioni con rating BBB emesse dalle società non finanziarie. Le linee tratteggiate indicano le medie degli spread nel periodo dal 1993 al 2018. – (3) Differenze fra i rendimenti dei titoli di Stato benchmark decennali dei quattro paesi in legenda e quelli dei corrispondenti titoli tedeschi.

La condizione macrofinanziaria dell'Italia

In Italia i principali rischi per la stabilità finanziaria derivano dalla scarsa crescita e dall'elevata incidenza del debito pubblico sul prodotto. La capacità del nostro paese di fronteggiare shock finanziari avversi

³ Per la definizione di attività di livello 2 e livello 3, cfr. il riquadro: *La composizione delle attività valutate al fair value nei bilanci delle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017; per una discussione sui rischi che queste attività comportano, cfr. R. Roca e F. Potente (a cura di), *Risks and challenges of complex financial instruments: an analysis of SSM banks*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 417, 2017.

è comunque sostenuta da diversi elementi positivi: l'indebitamento del settore privato è tra i più bassi nell'area dell'euro; la posizione debitoria netta verso l'estero continua a ridursi beneficiando dell'ampio avanzo commerciale; l'elevata vita media residua del debito pubblico attenua la trasmissione dell'aumento dei rendimenti dei titoli al costo del debito (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A1).

Nel terzo trimestre dell'anno in corso il prodotto ha ristagnato, interrompendo l'espansione in atto da quasi quattro anni. Gli operatori professionali censiti in ottobre da Consensus Economics hanno rivisto al ribasso le prospettive di crescita per il 2019. Il ciclo finanziario rimane debole: i prestiti alle imprese crescono a tassi contenuti, quelli alle famiglie sono sostenuti dal credito al consumo, in rallentamento con l'attenuarsi della crescita (cfr. il par. 1.2).

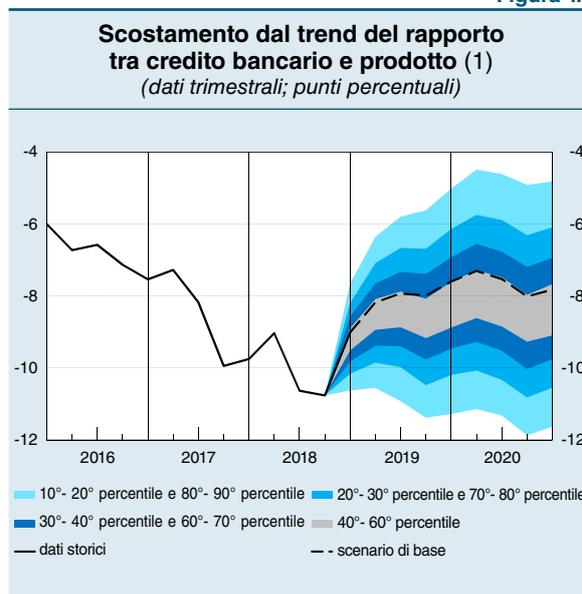
Lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito bancario e prodotto (*credit-to-GDP gap*) è ampiamente negativo. Nostre proiezioni, coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti, indicano che la dinamica del credito bancario al settore privato non finanziario rimarrà debole nei prossimi due anni e che il *credit-to-GDP gap* continuerà a essere negativo (fig. 1.3). La debolezza del ciclo finanziario comprime l'attività e la redditività degli intermediari, in particolare delle banche, e riduce la loro capacità di alimentare le riserve patrimoniali attraverso l'autofinanziamento.

Nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018* il Governo ha alzato l'obiettivo per l'indebitamento netto del 2019 al 2,4 per cento del prodotto, contro l'1,2 tendenziale. Nei due anni successivi il disavanzo programmato diminuirebbe, riportandosi nel 2021 sullo stesso livello atteso per l'anno in corso (1,8 per cento). L'incidenza del debito sul prodotto scenderebbe dal 130,9 per cento del 2018 al 126,7 nel 2021, circa due punti percentuali sopra il livello stimato nel quadro tendenziale. La legge di bilancio determinerebbe, nelle valutazioni ufficiali, una maggiore crescita rispetto al tendenziale di circa 0,6 punti percentuali nel 2019: ciò presuppone moltiplicatori di bilancio piuttosto elevati. L'effettivo impatto sulla crescita e quindi sul peso del debito dipenderà dalle misure specifiche e dal mantenimento della fiducia degli investitori. Il rialzo dei tassi di interesse sul debito pubblico registrato da maggio rischia di vanificare l'impulso espansivo atteso dalla politica di bilancio⁴.

L'aumento dell'indebitamento netto, l'elevato rapporto tra debito pubblico e prodotto e i rischi per la crescita sono tra le motivazioni richiamate nella seconda metà di ottobre dall'agenzia di rating

⁴ *Audizione preliminare all'esame della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2018*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Camera dei deputati, Roma, 9 ottobre 2018, e *Audizione preliminare all'esame della manovra economica per il triennio 2019-2021*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Camera dei deputati, Roma, 9 novembre 2018.

Figura 1.3



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

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

Moody's per la decisione di ridurre il merito di credito dell'Italia e da Standard & Poor's per la revisione del giudizio da stabile a negativo. La regolamentazione e la contrattualistica esistente in tutti i paesi industrializzati assegnano un ruolo rilevante alle valutazioni delle agenzie di rating; ulteriori revisioni al ribasso del merito di credito dell'Italia potrebbero quindi avere effetti di varia natura per il sistema finanziario (cfr. il riquadro: *Gli effetti di variazioni del rating dei titoli di Stato italiani*).

GLI EFFETTI DI VARIAZIONI DEL RATING DEI TITOLI DI STATO ITALIANI

Le agenzie di rating sono imprese che attribuiscono agli operatori economici – tipicamente società private ed enti governativi, compresi gli Stati sovrani – un giudizio (rating) sulla loro capacità di ripagare i debiti¹. Tali giudizi sono utilizzati dagli investitori per valutare il rischio di credito dei debitori e per effettuare i propri investimenti. Nell'Unione europea le agenzie di rating sono soggette alla supervisione dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA), che ne verifica le metodologie e l'integrità organizzativa.

Le agenzie assegnano il rating secondo una propria scala di valutazione, suddivisa in due grandi categorie contigue: *investment grade*, per gli emittenti di buona qualità, e *sub investment grade* o *high yield*, per i debitori con una qualità inferiore. I rating attribuiti alla Repubblica italiana dalle principali agenzie internazionali si collocano attualmente nella categoria *investment grade*, superiori tra uno e tre livelli alla categoria *high yield* (tavola). Riduzioni del merito di credito potrebbero avere effetti di varia natura per il sistema finanziario.

Tavola

Rating sul debito a lungo termine della Repubblica italiana				
VOCI	DBRS	Fitch Ratings	Moody's	S&P
Rating (1)	BBBH (BBB+)	BBB	Baa3 (BBB-)	BBB
Outlook	stabile	negativo	stabile	negativo
Ultima revisione	13 luglio 2018	31 agosto 2018	19 ottobre 2018	26 ottobre 2018
Prossima valutazione	data da definire entro il 2018	1° trimestre 2019	data da definire entro il 2018	data da definire entro il 2018
Livelli di declassamento che porterebbero alla categoria <i>high yield</i>	3	2	1	2

(1) Si riporta tra parentesi il livello di rating corrispondente nella scala di valutazione utilizzata da Fitch Ratings e S&P.

Politiche di investimento degli intermediari. – Un declassamento del rating sovrano potrebbe indurre gli investitori a rivedere le proprie valutazioni del merito di credito ed eventualmente a ridurre la quota di titoli pubblici in portafoglio. Per mitigare tali effetti, la regolamentazione richiede agli intermediari di adottare processi interni di valutazione del merito di credito che non dipendano in modo esclusivo o meccanico dai giudizi emessi dalle agenzie di rating². Le conseguenze sulle scelte di investimento possono essere amplificate dal fatto che i mandati di gestione degli intermediari

¹ Per un'analisi del settore delle agenzie di rating, cfr. Commissione europea, *Study on the State of the Credit Rating Market. Final Report*, 2016.

² Cfr. il regolamento UE/2013/462. Con riferimento alla normativa nazionale, cfr. la comunicazione della Banca d'Italia del 30 dicembre 2008 in materia di valutazione del merito di credito da parte del settore bancario, la lettera al mercato dell'Ivass del 22 luglio 2013 per le compagnie di assicurazione, la comunicazione della Banca d'Italia del 22 luglio 2013 e quella della Consob 62557/2013 per i gestori di patrimoni collettivi, le circolari della Covip 5089/2013 e 496/2014 per i fondi pensione e le società che hanno istituito fondi pensione aperti e piani individuali pensionistici (PIP).

che amministrano patrimoni per conto della clientela (quali assicurazioni e fondi di investimento) possono contenere clausole sul rating minimo dei titoli in portafoglio o fare riferimento a indici di mercato che includono unicamente titoli con rating *investment grade*. Nella maggior parte dei casi gli indici di mercato utilizzano il rating medio o mediano assegnato dalle varie agenzie a un emittente per stabilirne la categoria e dunque l'eventuale inclusione nel paniere di riferimento.

Criteri per l'idoneità dei titoli utilizzati nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. – Il quadro normativo dell'Eurosistema per l'attuazione della politica monetaria prevede l'applicazione del migliore tra i rating rilasciati dalle quattro principali agenzie³ ai fini della valutazione delle garanzie (*first best rule*). Solo nel caso estremo in cui il rating di tutte e quattro le agenzie scendesse al di sotto del livello *investment grade* le banche non potrebbero più utilizzare titoli di Stato italiani a garanzia delle operazioni di rifinanziamento e cesserebbero gli acquisti di tali titoli da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme, APP*)⁴.

Margini e scarti di garanzia da parte delle controparti centrali. – Le controparti centrali (organismi che operano sui mercati finanziari a garanzia del buone fine delle transazioni) tengono conto delle valutazioni delle agenzie di rating, anche se in misura inferiore rispetto al passato, sia per determinare i margini richiesti a garanzia delle operazioni sui titoli oggetto delle valutazioni, sia per definire gli scarti di garanzia (*haircuts*) applicati quando questi titoli vengono utilizzati come collaterale. Un aumento dei margini o degli scarti di garanzia sui titoli si traduce in maggiori oneri di approvvigionamento della liquidità per gli operatori del mercato che possiedono tali titoli. Il modello di valutazione del rischio sovrano utilizzato dalla controparte centrale italiana (Cassa di compensazione e garanzia spa) considera i rating di Fitch Ratings, Moody's e S&P insieme ad altri parametri, quali i credit default swap (CDS) a cinque anni e lo spread a cinque anni rispetto al Bund tedesco.

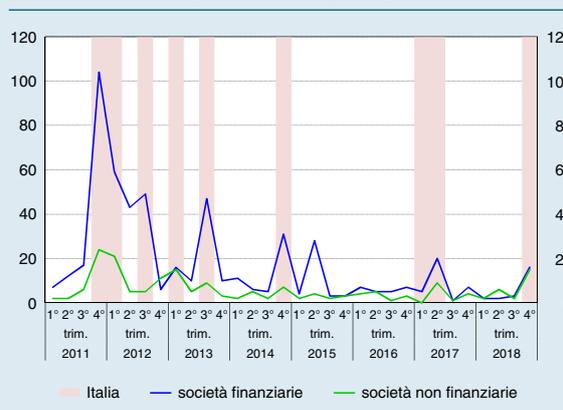
Impatto del rating sovrano sulle imprese nazionali. – Il rating sovrano costituisce un riferimento anche per le valutazioni del merito di credito degli operatori privati. A seguito del declassamento del rating del debito pubblico, le agenzie tipicamente rivedono al ribasso anche il rating di banche e imprese residenti (figura). Questo contribuisce a un aumento dei premi per il rischio richiesti dagli investitori e quindi del costo del finanziamento. Nel mese di ottobre il differenziale di rendimento tra i titoli emessi sui mercati internazionali da società private con rating BBB (il livello più basso della categoria *investment grade*) e i corrispondenti titoli con un rating di livello immediatamente superiore era in media pari a circa 70 punti base.

³ DBRS, Fitch Ratings, Moody's e Standard & Poor's (S&P).

⁴ Indirizzo BCE/2014/31. Il Consiglio direttivo della BCE può decidere di sospendere l'applicazione delle soglie di qualità creditizia dell'Eurosistema nel caso in cui lo Stato sia sottoposto a un programma di assistenza finanziaria dell'Unione europea, del Fondo monetario internazionale e della BCE, e rispetti tale programma.

Figura

Declassamenti del rating di società italiane da parte delle principali agenzie (1)
(dati trimestrali; unità)



Fonte: Bloomberg.

(1) Numero di revisioni negative del rating, al netto di quelle positive, attribuito da DBRS, Fitch Ratings, Moody's e S&P; in rosa i trimestri nei quali vi è stata una revisione al ribasso del rating della Repubblica italiana.

Ponderazioni per il calcolo dei requisiti patrimoniali degli intermediari. – Una revisione al ribasso del rating dello Stato italiano non avrebbe un impatto diretto sui requisiti di capitale di banche e assicurazioni a fronte delle esposizioni sovrane, perché la regolamentazione prudenziale prevede un trattamento particolare per queste esposizioni⁵. Tale revisione potrebbe determinare tuttavia un peggioramento sul trattamento delle esposizioni verso altri emittenti e controparti qualora anche il loro rating dovesse essere ridotto. Il metodo standard per il calcolo del rischio di credito prevede infatti che la ponderazione aumenti quando il rating scende al di sotto di determinate soglie⁶.

⁵ Il metodo standard per il rischio di credito del settore bancario e quello per il rischio di spread del settore assicurativo non prevedono requisiti di capitale per le esposizioni verso uno Stato europeo espresse e finanziate nella valuta nazionale. Per le banche italiane che utilizzano un proprio modello di valutazione del rischio di credito, viceversa, una revisione al ribasso del rating determina un aumento dei requisiti, salvo il caso in cui – come normalmente avviene in Italia – gli intermediari siano stati autorizzati ad applicare il metodo standard per il calcolo dei requisiti di tali esposizioni.

⁶ In particolare nel caso del settore bancario le ponderazioni per il rischio di amministrazioni locali, enti del settore pubblico e banche aumenterebbero qualora il loro rating scendesse alla categoria *high yield*. Analoghi effetti si produrrebbero per quanto riguarda le esposizioni nei confronti di controparti societarie.

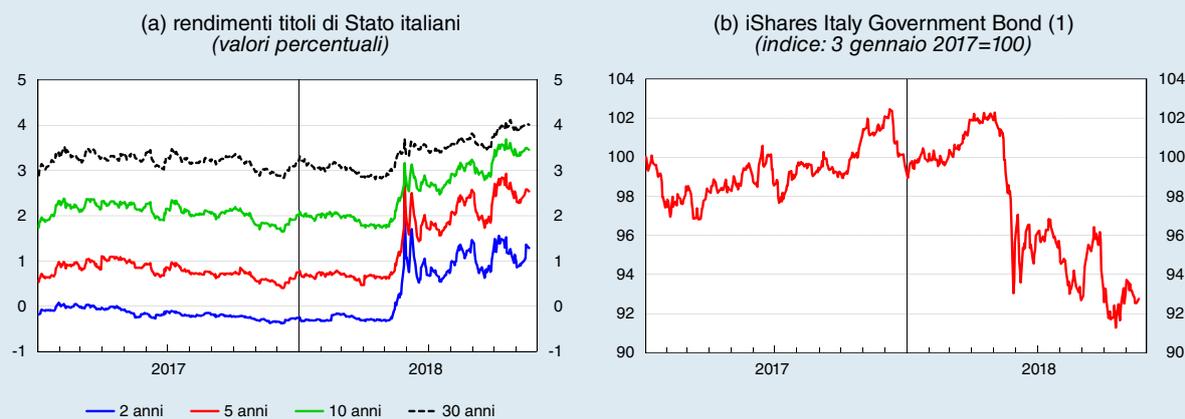
Il rialzo dei premi per il rischio sui titoli di Stato, se protratto nel tempo, avrebbe ripercussioni negative sul sistema finanziario e aumenterebbe i rischi per la stabilità. Tra i suoi effetti i più rilevanti sono il calo della ricchezza finanziaria delle famiglie, l'aumento del costo del finanziamento per il settore privato, l'erosione della liquidità e del patrimonio di banche e assicurazioni (cfr. il riquadro: *Le implicazioni per l'economia italiana dell'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato*).

LE IMPLICAZIONI PER L'ECONOMIA ITALIANA DELL'AUMENTO DEI RENDIMENTI SUI TITOLI DI STATO

Da maggio i rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno subito un marcato e persistente rialzo (figura, pannello a) e il valore medio di mercato dei titoli in circolazione si è ridotto di circa il 9 per cento (figura, pannello b). L'aumento riflette il forte rialzo dei premi per il rischio derivante dalle incertezze sull'orientamento delle politiche economiche e di bilancio (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2018). Gli investitori stranieri hanno effettuato ingenti disinvestimenti e la liquidità del mercato secondario è

Figura

Rendimenti e valore di mercato dei titoli di Stato italiani



Fonte: Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

(1) L'iShares Italy Government Bond è un *exchange-traded fund* (ETF) che punta a replicare le variazioni di valore complessive dei titoli di Stato italiani. La replica si basa su un sottoinsieme di titoli particolarmente liquidi e quindi adatti a essere negoziati in grandi quantità da parte del fondo. Il portafoglio include 70 diversi titoli di Stato italiani, nessuno dei quali pesa più del 3 per cento sul totale.

peggiorata; le quotazioni dei titoli pubblici italiani hanno incorporato un rischio di ridenominazione del debito significativo, che non si riscontra in altri paesi dell'area dell'euro (cfr. il par. 2.1).

Il rialzo dei rendimenti si è accompagnato a un forte aumento della loro volatilità, più che raddoppiata rispetto al primo trimestre dell'anno. L'alta volatilità indebolisce la domanda e può quindi esercitare un'ulteriore pressione al rialzo sul livello dei rendimenti. Essa infatti scoraggia la partecipazione al mercato degli investitori più avversi al rischio e di quelli soggetti per mandato a limiti sulla variabilità del portafoglio, quali i fondi monetari con valore patrimoniale netto a bassa volatilità; accresce inoltre i costi connessi con il possesso dei titoli per gli intermediari sottoposti a requisiti regolamentari commisurati al rischio degli investimenti.

L'andamento dei rendimenti dei titoli pubblici ha implicazioni rilevanti per tutti i settori dell'economia. Per le finanze pubbliche l'aumento dei tassi aggrava il costo del debito e rende più difficile la riduzione del rapporto tra debito e PIL. L'incremento dei tassi all'emissione dei titoli di Stato ha determinato negli ultimi sei mesi un'espansione della spesa per interessi di quasi 1,5 miliardi rispetto a quella che si sarebbe avuta con i tassi che i mercati si aspettavano in aprile; costerebbe oltre 5 miliardi nel 2019 e circa 9 nel 2020 se i tassi dovessero restare coerenti con le attuali aspettative dei mercati. Un rialzo pronunciato e persistente dei rendimenti, a parità di tassi di crescita nominale dell'economia, aumenta il rischio che la dinamica del debito si collochi su una traiettoria crescente.

Per le banche le tensioni sul mercato dei titoli di Stato hanno diverse conseguenze negative (cfr. il par. 2.2). Un primo effetto è l'incremento dei costi della raccolta: analisi condotte sul periodo 2010-11 indicano che un innalzamento di 100 punti base dello spread sui titoli decennali può causare un aumento di circa 40 punti base dei tassi di interesse sui depositi a termine e sui repo e di circa 100 punti base sulle nuove emissioni obbligazionarie¹. Un secondo effetto è la riduzione del valore delle garanzie stanziabili presso l'Eurosistema a fronte delle operazioni di rifinanziamento, che si traduce in un calo della liquidità. Un ulteriore effetto è legato all'impatto sul patrimonio delle variazioni di prezzo dei titoli di Stato valutati al *fair value*, che alla fine di giugno scorso ammontavano in media al 5,7 per cento dell'attivo², con un'incidenza più elevata tra le banche meno significative (11,3 per cento, contro 4,7 per le banche significative). Nostre simulazioni, basate sulla situazione patrimoniale delle banche e sulla durata finanziaria dei singoli titoli in portafoglio al 30 giugno 2018, indicano che un aumento parallelo della curva dei rendimenti dei titoli di Stato di 100 punti base ridurrebbe mediamente il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*CET1 ratio*) di 50 punti base (40 per le banche significative, 90 per quelle meno significative)³.

Le compagnie di assicurazione (cfr. il par. 2.3) sono particolarmente esposte alle variazioni di valore dei titoli di Stato italiani, in cui investono il 34 per cento degli attivi, perché le regole prudenziali richiedono loro di calcolare la propria posizione patrimoniale sulla base di un bilancio le cui poste sono valutate ai prezzi di mercato. Nostre simulazioni⁴ indicano che un incremento parallelo della curva

¹ U. Albertazzi, T. Ropele, G. Sene e F.M. Signoretti, *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, "Journal of Banking & Finance", 46, 2014, pp. 387-402. L'impatto dei rendimenti sui costi di finanziamento potrebbe essere ridotto dalla politica di piena aggiudicazione attualmente seguita dall'Eurosistema che, essendo stata introdotta a ottobre del 2011, è riflessa solo parzialmente nelle stime ottenute sul periodo 2010-11.

² I titoli di Stato valutati al costo ammortizzato, le cui variazioni di prezzo non producono effetti sul patrimonio, sono pari al 3,9 per cento dell'attivo.

³ Le stime da un lato non considerano i titoli di Stato detenuti dalle controllate estere e dalla componente assicurativa dei gruppi bancari italiani, il cui ammontare in alcuni casi è rilevante, dall'altro non tengono conto di elementi che potrebbero attenuare l'impatto, quali la presenza di operazioni di copertura e gli effetti di natura fiscale.

⁴ Le simulazioni fanno riferimento alla curva dei rendimenti e alla durata finanziaria dei titoli in portafoglio al 30 giugno 2018.

dei rendimenti dei titoli di Stato di 100 punti base ridurrebbe mediamente il valore dei fondi propri delle compagnie del 28 per cento; tale effetto sarebbe verosimilmente ridotto dall'attivazione dell'aggiustamento per la volatilità (*volatility adjustment*)⁵.

L'innalzamento dei rendimenti dei titoli di Stato ha implicazioni dirette e rilevanti anche per le famiglie e per le imprese. Il deprezzamento dei titoli riduce il valore degli investimenti in attività finanziarie, compresi quelli effettuati mediante intermediari quali fondi comuni, compagnie assicurative e fondi pensione (cfr. il par. 1.2). Gli effetti negativi dell'innalzamento dei rendimenti possono inoltre comportare per le banche una restrizione dell'offerta di credito al settore privato. Nella fase di elevata tensione dei mercati del 2010-11 un aumento dello spread di 100 punti base ha determinato nell'arco di un trimestre rialzi dei tassi di interesse pari a circa 70 punti base per i prestiti alle imprese non finanziarie e di 30 punti base per i mutui alle famiglie; le condizioni di fragilità che in quella fase caratterizzavano i bilanci dei principali gruppi bancari e delle imprese italiane amplificarono la trasmissione dell'aumento dello spread⁶. L'incremento dei rendimenti dei titoli pubblici si è inoltre associato in passato a una significativa riduzione del tasso di crescita dei prestiti concessi alle imprese dalle banche italiane⁷. Il costo medio dei nuovi prestiti al settore privato è rimasto stabile nel terzo trimestre di quest'anno; i segnali di irrigidimento delle condizioni di accesso al credito rilevati dalle indagini sulle imprese (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2018) indicano tuttavia che questo meccanismo di trasmissione potrebbe riattivarsi qualora i rendimenti dovessero persistere su livelli elevati. Il maggiore rischio per il Paese percepito dagli investitori si riflette inoltre sull'andamento del mercato delle obbligazioni private, dove i rendimenti sono aumentati anche per le imprese con maggiore merito di credito (*investment grade*; cfr. il par. 2.1).

⁵ Un aumento dei rendimenti dei titoli pubblici dell'entità considerata determinerebbe molto probabilmente l'attivazione della cosiddetta componente paese del *volatility adjustment* (cfr. il riquadro: *Le misure previste da Solvency II. L'impatto dell'aggiustamento per la volatilità sulle compagnie italiane ed europee*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017). Tale attivazione ridurrebbe il valore delle passività assicurative, mitigando in tal modo significativamente l'impatto sui fondi propri dell'incremento dei rendimenti.

⁶ U. Albertazzi, T. Ropele, G. Sene e F.M. Signoretti, 2014, op. cit.

⁷ M. Bofondi, L. Carpinelli e E. Sette, *Credit supply during a sovereign debt crisis*, "Journal of the European Economic Association", 16, 3, 2018, pp. 696-729; pubblicato anche in Banca d'Italia, Temi di discussione, 909, 2013.

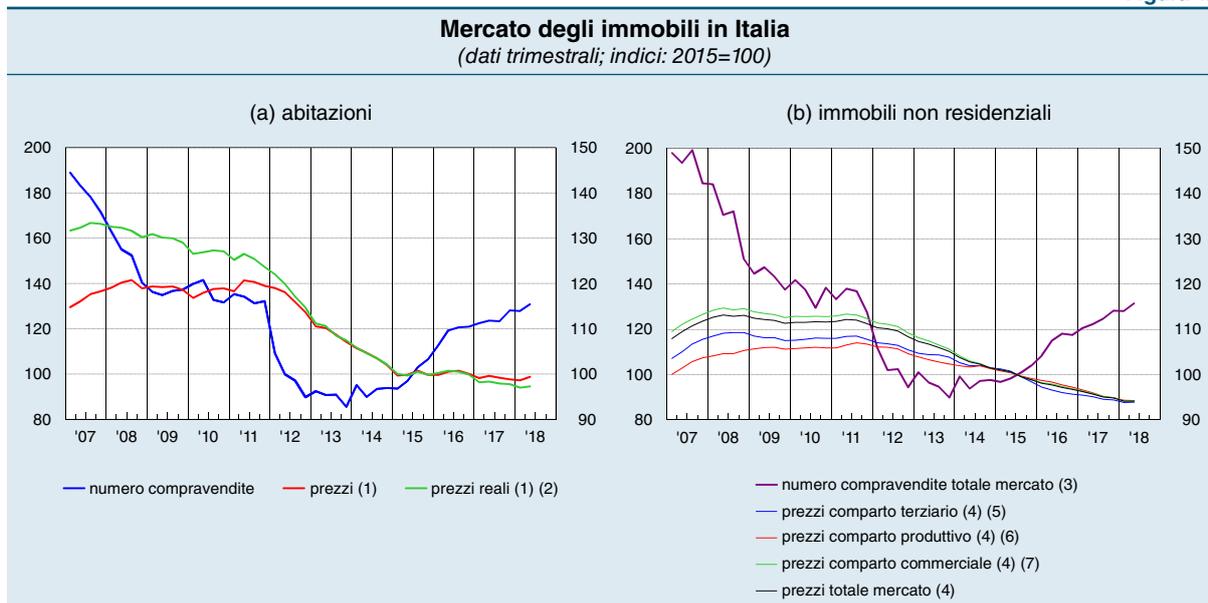
I mercati immobiliari

In Europa la crescita delle quotazioni immobiliari prosegue sia nel mercato delle abitazioni, dove il rialzo dei prezzi è esteso a pressoché tutti i paesi, sia in quello non residenziale. Per contenere i rischi che ne derivano, in diversi paesi sono state adottate misure macroprudenziali (cfr. il capitolo 3: *Le misure macroprudenziali*).

Nel nostro paese invece il ciclo immobiliare stenta a rafforzarsi. Nonostante il recupero delle compravendite, i prezzi hanno continuato a ridursi su base annua nel comparto non residenziale e, in misura moderata, anche in quello delle abitazioni (fig. 1.4), nel quale è ancora ampio lo stock di case invendute. Secondo nostre stime la dinamica dei prezzi delle case, pur divenendo positiva, rimarrebbe debole nel 2019.

I rischi per le banche derivanti dal mercato immobiliare sono contenuti, beneficiando anche di criteri di concessione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nel complesso prudenti (cfr. il riquadro: *Gli indicatori dei rischi per le banche derivanti dalla concessione di prestiti per l'acquisto di abitazioni*). Nel terzo trimestre del 2018 l'indicatore di vulnerabilità bancaria derivante dai prestiti alle famiglie per l'acquisto di immobili ha raggiunto il valore più basso dal 2002. L'indicatore relativo ai finanziamenti alle imprese di

Figura 1.4

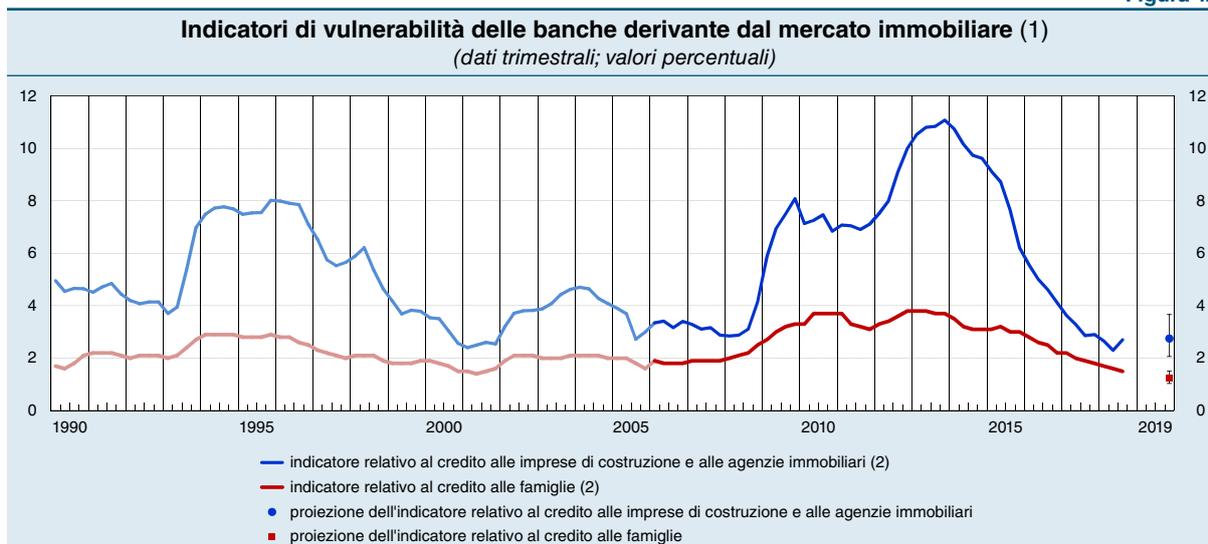


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI, Nomisma e Scenari Immobiliari.

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

costruzione e alle società immobiliari è su livelli molto bassi (fig. 1.5); in base a nostre proiezioni relative alla fine del 2019, dovrebbe registrare un ulteriore lieve calo per le famiglie e rimanere stabile per le imprese di costruzione e per le società immobiliari. Una ripresa più sostenuta del settore immobiliare favorirebbe l'intermediazione creditizia e la redditività delle banche, oltre che il recupero delle garanzie dei prestiti in sofferenza e la riduzione dello stock di crediti deteriorati.

Figura 1.5



(1) La vulnerabilità delle banche è misurata dal rapporto tra il flusso di nuovi crediti deteriorati negli ultimi 4 trimestri e la media di capitale e riserve delle banche nello stesso periodo. La proiezione relativa al 4° trimestre 2019 è rappresentata graficamente dal valore mediano e dal 10° e 90° percentile. Per la metodologia, cfr. F. Ciocchetta, W. Cornacchia, R. Felici e M. Loberto, *Assessing financial stability risks from the real estate market in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 323, 2016, e F. Ciocchetta e W. Cornacchia, *Assessing financial stability risks arising from the real estate market in Italy: an update*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, di prossima pubblicazione. – (2) Gli indicatori di vulnerabilità per il periodo 1990-2005 sono stati ricostruiti con tecniche econometriche.

GLI INDICATORI DEI RISCHI PER LE BANCHE DERIVANTI DALLA CONCESSIONE DI PRESTITI PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI

Attraverso l'indagine sulle banche a livello territoriale (*Regional Bank Lending Survey*, RBLS), la Banca d'Italia raccoglie dati utili a valutare i rischi per gli intermediari derivanti dall'attività di concessione dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

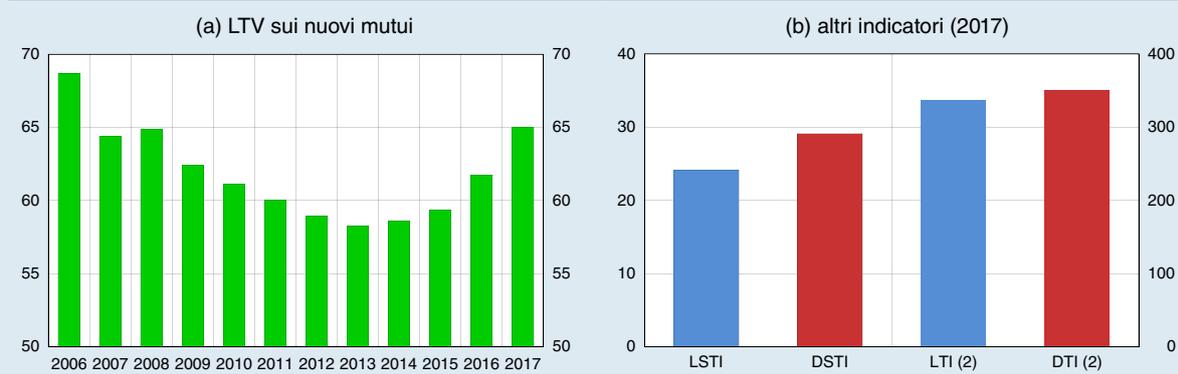
Le informazioni riguardano: (a) l'incidenza media dell'ammontare del prestito sul valore dell'immobile (*loan-to-value ratio*, LTV), che fornisce indicazioni sui rischi di perdite per l'intermediario nel caso questo debba rivalersi sulla garanzia; (b) un insieme di indicatori che mettono in relazione l'ammontare dei prestiti con il reddito delle famiglie, utili per valutare i rischi derivanti da un eccessivo indebitamento dei mutuatari rispetto alle loro capacità reddituali, come l'incidenza sul reddito familiare dell'ammontare del mutuo e dell'indebitamento complessivo (*loan-to-income ratio*, LTI, e *debt-to-income ratio*, DTI, rispettivamente) e la quota sul reddito della rata di rimborso del mutuo e di quella dei debiti totali (*loan-service-to-income ratio*, LSTI, e *debt-service-to-income ratio*, DSTI, rispettivamente); (c) l'incidenza delle nuove erogazioni che presentano valori dei precedenti indicatori superiori a determinate soglie, e quindi una più elevata rischiosità.

Sulla base dei risultati dell'ultima RBLS, l'LTV sui prestiti concessi nel 2017 è stato in media del 65 per cento, un valore prossimo a quelli rilevati nel biennio 2007-08 (figura, pannello a). Lo stesso rapporto relativo ai mutui in essere, utile a valutare l'evoluzione del valore delle garanzie rispetto al debito residuo, era pari alla fine del 2017 al 55 per cento. Lo scorso anno è aumentata la diffusione dei contratti caratterizzati da un LTV superiore all'80 per cento, in termini sia di quota di banche che hanno offerto questa tipologia di contratto sia di incidenza sul totale delle erogazioni (circa il 10 per cento dei nuovi mutui del 2017). Per le famiglie che hanno stipulato un prestito per l'acquisto di un'abitazione nell'anno passato, l'LTI e il DTI sono risultati pari, rispettivamente, a circa il 340 e il 350 per cento (figura, pannello b).

I nuovi mutui stipulati nel 2017 sono stati caratterizzati da un LSTI di poco inferiore al 25 per cento. Rispetto agli anni precedenti l'indicatore ha registrato un calo, riflettendo sia i bassi tassi di interesse sia la flessione delle quotazioni immobiliari, a fronte di un aumento dei redditi delle

Figura

Indicatori relativi ai prestiti per l'acquisto di abitazioni (1)
(valori percentuali)



Fonte: Indagine regionale sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*), varie edizioni; cfr. da ultimo *La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale*, Banca d'Italia, Economie regionali, 21, 2018.

(1) Indicatori riferiti ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni erogati in ciascun anno; valori medi ponderati con i mutui alle famiglie consumatrici in essere alla fine di ciascun anno. - (2) Scala di destra.

famiglie. Considerando anche gli altri debiti in capo alle famiglie che hanno sottoscritto un mutuo nel 2017, le rate di rimborso ammontavano a poco meno del 30 per cento del reddito (DSTI).

Dati omogenei recenti a livello internazionale non sono disponibili. Diverse indicazioni sono tuttavia reperibili attraverso analisi condotte dalle singole autorità nazionali. In Portogallo l'LTV sui mutui erogati nel 2015 era pari al 78 per cento. Nel 2016 in Francia il DSTI e l'LTI erano pari rispettivamente al 29,6 per cento e a quasi il 470 per cento. Nel 2017 in Spagna più del 20 per cento dei prestiti erogati alle famiglie aveva un LTV superiore all'80 per cento. Nello stesso anno nella Repubblica Ceca più della metà delle nuove erogazioni aveva un LTV compreso tra il 70 e il 90 per cento; in Slovacchia l'LTV era vicino al 70 per cento sui nuovi mutui dell'anno precedente; in Irlanda l'LTV e l'LTI erano pari a circa il 74 e il 280 per cento; in Svezia l'LTV e il DTI erano rispettivamente intorno al 63 e al 410 per cento¹.

I valori dell'indicatore DSTI riferito al debito in essere in Italia sono in linea con quelli europei. Sulla base dell'ultima edizione dell'*Household Finance and Consumption Survey*², nel 2014 il rapporto era pari al 13,3 per cento in Italia e al 13,5 per cento in Europa.

Nel complesso i rischi per le banche derivanti dai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono contenuti; gli indicatori sono in linea con quelli delle maggiori economie europee e ampiamente inferiori a quelli dei paesi che hanno attivato misure macroprudenziali per contenere i rischi derivanti dall'evoluzione del mercato immobiliare.

¹ Per un confronto storico dell'LTV a livello internazionale, cfr. il riquadro: *Il rapporto loan to value per il credito immobiliare residenziale nei paesi dell'area dell'euro*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 5, 2013.

² BCE, *The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave*, Statistics Paper Series, 18, 2016.

1.2 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

Le famiglie

Il calo dei prezzi delle attività ha determinato una riduzione del valore della ricchezza finanziaria delle famiglie che alla fine di giugno era inferiore del 2 per cento (poco meno di 85 miliardi) rispetto alla fine del 2017, nonostante i significativi investimenti netti (oltre 24 miliardi). Negli ultimi mesi il peggioramento dei corsi azionari e obbligazionari si sarebbe riflesso in un'ulteriore perdita di valore di circa l'1,5 per cento. Il risparmio finanziario è infatti investito per la metà in attività esposte alle tensioni sui mercati (obbligazioni pubbliche e private, azioni, fondi comuni, fondi pensione e alcuni prodotti assicurativi; tav. 1.1). Gli investimenti in queste attività sono più elevati per le famiglie con redditi superiori alla mediana; incidono tuttavia per una frazione non trascurabile (circa il 25 per cento) anche sulla ricchezza dei nuclei con redditi più bassi.

La situazione finanziaria complessiva delle famiglie italiane rimane solida. La ricchezza è elevata nel confronto internazionale, il grado di indebitamento è tra i più bassi nell'area dell'euro e concentrato presso i nuclei con maggiori capacità di sostenerne l'onere.

L'espansione dei finanziamenti per l'acquisto di abitazioni prosegue a ritmi moderati. La domanda di nuovi mutui è favorita dai prezzi contenuti degli immobili e da condizioni di offerta favorevoli. Nel 2017 il rapporto tra il valore del prestito e quello dell'immobile (*loan-to-value ratio*) è cresciuto di tre

Portafoglio delle famiglie (1)
(milioni di euro e composizione percentuale)

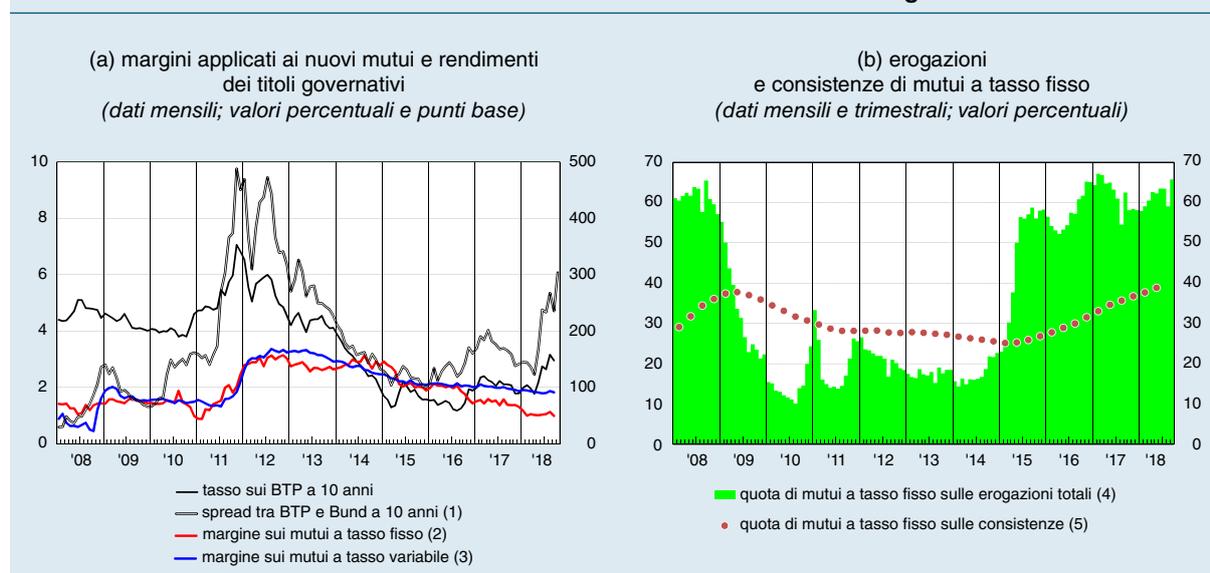
VOCI	2008		2012		2018 (2)	
Depositi e circolante	1.098.897	28,9	1.185.225	31,3	1.371.629	32,0
Titoli obbligazionari	802.103	21,1	728.171	19,2	297.064	6,9
di cui: pubblici italiani	274.237	4,7	209.612	5,0	120.427	2,8
di cui: bancari italiani	356.635	9,4	370.802	9,8	76.020	1,8
Quote di fondi comuni	230.663	6,1	288.163	7,6	515.803	12,0
Azioni e partecipazioni	923.457	24,3	744.047	19,6	957.745	22,3
di cui: azioni quotate	76.192	2,0	73.814	1,9	80.406	1,9
Fondi pensione	42.129	1,1	69.653	1,8	103.482	2,4
Assicurazioni	416.590	11,0	500.912	13,2	743.296	17,3
di cui: riserve ramo vita (3)	378.656	10,0	460.314	12,1	716.452	16,7
Altre attività (4)	290.496	7,6	272.502	7,2	298.731	7,0
Totale	3.804.336	100,0	3.788.673	100,0	4.287.749	100,0

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

(1) I dati sono espressi al valore di mercato e si riferiscono a famiglie consumatrici, produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Dati relativi a giugno. – (3) Una parte rilevante delle riserve ramo vita è rappresentata dai prodotti a capitale garantito non soggetti a variazioni di prezzo (circa i due terzi alla fine del 2017). – (4) Include crediti commerciali, TFR e altre partite minori.

Figura 1.6

Indicatori delle condizioni di indebitamento delle famiglie



Fonte: Banca d'Italia e Thomson Reuters Datastream.

(1) Scala di destra. – (2) Differenziale tra il tasso di interesse sui nuovi mutui a tasso fisso per almeno 10 anni e l'interest rate swap (IRS) a 10 anni. – (3) Differenziale tra il tasso di interesse sui nuovi mutui a tasso variabile fino a un anno e il tasso Euribor a 3 mesi. – (4) Famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie; dati relativi alle nuove operazioni. – (5) Dati riferiti alle sole famiglie consumatrici.

punti percentuali, al 65 per cento, un valore prossimo a quello medio del biennio 2007-08 ma ancora basso nel confronto internazionale (cfr. il riquadro: *Gli indicatori dei rischi per le banche derivanti dalla concessione di prestiti per l'acquisto di abitazioni*).

Il costo dei nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni è rimasto pressoché invariato. Tuttavia, qualora il rendimento dei titoli di Stato italiani si mantenesse sugli attuali livelli, potrebbero ampliarsi i margini applicati dalle banche ai tassi di riferimento (tipicamente *interest rate swap* a dieci anni per i mutui a tasso fisso ed Euribor a tre mesi per i mutui a tasso variabile), come accaduto in passato (fig. 1.6.a). Per i finanziamenti in essere invece il rischio che un rialzo dei tassi si traduca in incrementi del costo del debito è contenuto: circa il 40 per cento delle consistenze dei mutui è a tasso fisso per almeno dieci anni (fig. 1.6.b) e quelli a tasso variabile sono indicizzati all'Euribor, non influenzato in modo diretto dall'aumento del rischio sovrano.

I prestiti per finalità di consumo crescono a ritmi sostenuti, in particolare nelle componenti dei prestiti personali e di quelli concessi dietro cessione del quinto dello stipendio; nel terzo trimestre sono emersi tuttavia segnali di decelerazione. La dinamica del credito al consumo è fortemente legata all'andamento degli acquisti di beni durevoli e potrebbe ridursi significativamente nel caso di un loro rallentamento (cfr. il riquadro: *L'espansione del credito al consumo nei principali paesi dell'area dell'euro: determinanti e rischi*).

L'ESPANSIONE DEL CREDITO AL CONSUMO NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO: DETERMINANTI E RISCHI

Dalla fine del 2015 i prestiti per finalità di consumo sono cresciuti a ritmi elevati nei principali paesi dell'area. L'espansione è stata ovunque sostenuta dalla domanda, guidata in particolare dagli acquisti di beni durevoli e da aspettative favorevoli sulla ripresa economica; il miglioramento delle condizioni di offerta ha contribuito all'aumento in Italia e in Spagna, paesi in cui le restrizioni creditizie erano state più intense durante la crisi.

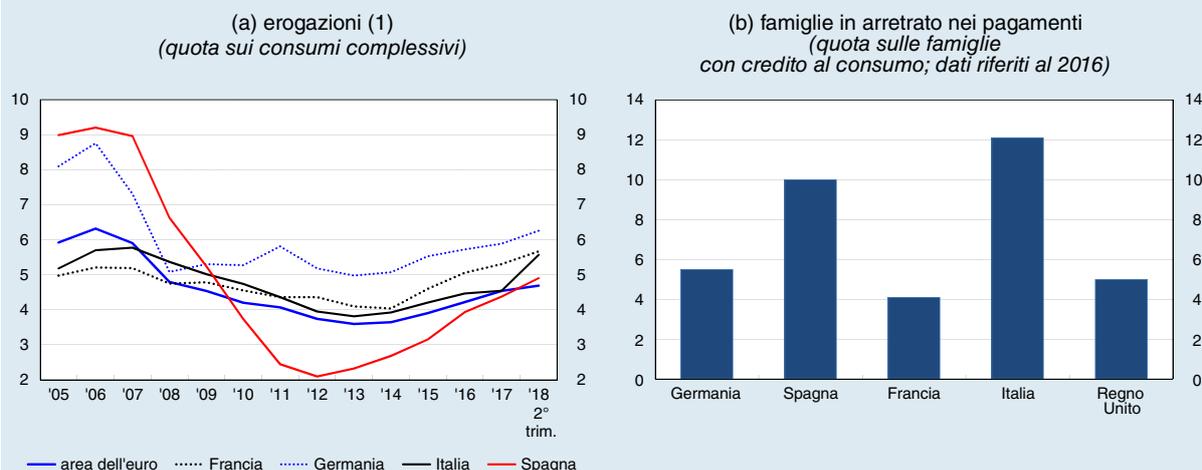
La prociclicità del credito al consumo, che registra fluttuazioni più accentuate di quelle dei consumi e del reddito nelle diverse fasi del ciclo, riflette principalmente la marcata variabilità della spesa per beni durevoli¹. Il rapporto tra credito al consumo e spesa complessiva delle famiglie, in forte calo dal 2007, è tornato ad aumentare negli anni della ripresa; in Italia è ora prossimo ai livelli precedenti la crisi finanziaria (figura, pannello a). La crescita di questo rapporto tenderà verosimilmente ad attenuarsi in concomitanza con un eventuale rallentamento degli acquisti di beni durevoli².

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dalla forte crescita del credito al consumo sono mitigati dall'incidenza contenuta di questi prestiti sul reddito disponibile delle famiglie (poco superiore al 10 per cento nell'area, 11,5 per cento in Italia). Negli scorsi anni le famiglie europee hanno inoltre ridotto la loro esposizione al rischio di tasso di interesse stipulando una quota maggiore di contratti a tasso fisso, che ha raggiunto il valore massimo in prospettiva storica (60 e 45 per cento in Italia e nell'area dell'euro, rispettivamente). La rischiosità di questa forma di prestito presenta tuttavia un'elevata eterogeneità tra paesi: i risultati dell'*Indagine su reddito e condizioni di vita* condotta dall'Istat nell'ambito del più ampio progetto *European Union statistics on income and living conditions* (EU-SILC) dell'Eurostat segnalano che nel 2016 la quota di famiglie in ritardo nei pagamenti è stata

¹ T. Crossley, H. Low e C. O'Dea, *Household consumption through recent recessions*, IFS Working Paper, W11/18, 2012.

² M. Dossche e L. Saiz, *Consumption of durable goods in the ongoing economic expansion*, in BCE, *Bollettino economico*, 1, 2018, pp. 25-28.

Credito al consumo in Italia e nei principali paesi europei (valori percentuali)



Fonte: Eurostat, EU-SILC e BCE, Statistical Data Warehouse.

(1) Il dato del 2018 si riferisce ai flussi dei primi 6 mesi dell'anno.

in Italia più elevata che altrove (12 per cento, rispetto al 4 in Francia e a più del 5 in Germania; figura, pannello b)³.

Negli ultimi anni la rischiosità si è però ridotta in misura rilevante nel nostro paese: dal 2014 il tasso di deterioramento è sceso di un punto, all'1,7 per cento⁴, un livello inferiore a quello osservato negli anni precedenti la crisi finanziaria. Il calo è stato sostenuto dalla più ampia diffusione del credito al consumo tra le famiglie con redditi superiori al valore mediano, i cui prestiti nel 2016 ammontavano al 65 per cento del totale (54 nel 2008).

³ Nell'indagine EU-SILC si considerano tutti i ritardi di pagamento, anche quelli inferiori a 90 giorni.

⁴ Assofin, Crif e Prometeia, *Osservatorio credito al dettaglio*, 44, 2018.

La capacità di rimborso dei debiti è sostenuta dalla crescita del reddito disponibile e dai bassi tassi di interesse. Il tasso di deterioramento annuo dei prestiti concessi dagli intermediari alle famiglie è stabile all'1,1 per cento, il livello minimo da oltre dieci anni. La quota dei prestiti deteriorati sul totale dei finanziamenti alle famiglie, al lordo delle rettifiche, si è ridotta al 7,7 per cento, oltre tre punti percentuali in meno rispetto al picco del 2015.

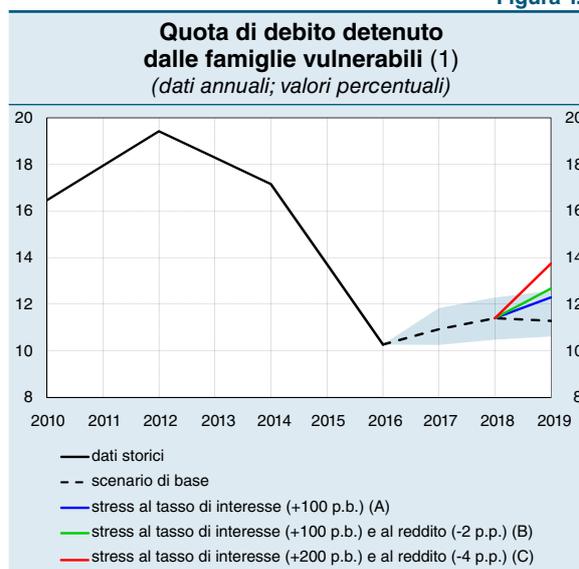
Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia indicano che nello scenario di base, coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche⁵, alla fine del 2019 la quota di nuclei vulnerabili rimarrebbe pressoché stabile all'1,8 per cento del totale delle famiglie italiane; l'incidenza dei loro debiti sul totale si manterrebbe all'11,3 per cento (fig. 1.7). Nel caso in cui

⁵ Lo scenario di base per il 2019 è caratterizzato da una crescita del PIL reale dello 0,9 per cento, in linea con le previsioni di Consensus Economics, da un aumento dell'Euribor di circa 20 punti base, desunto dai relativi tassi futures, e da un'espansione del reddito disponibile e dei mutui. Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. V. Michelangeli e M. Pietrunti, *A microsimulation model to evaluate Italian households' financial vulnerability*, "International Journal of Microsimulation", 7, 3, 2014, pp. 53-79, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 225, 2014.

Figura 1.7

l'Euribor a tre mesi fosse superiore di 100 punti base nel 2019 rispetto allo scenario di base⁶, la quota di debito a rischio salirebbe al 12,3 per cento. In uno scenario particolarmente avverso, caratterizzato da variazioni dei tassi di interesse e del reddito disponibile superiori a quelle registrate storicamente⁷, le famiglie vulnerabili aumenterebbero al 2,1 per cento e il loro debito al 13,7 per cento.

I nuclei vulnerabili hanno un ammontare limitato di attività finanziarie utilizzabili per fronteggiare eventi avversi. I loro depositi sono in media sufficienti per il pagamento di circa dieci rate mensili, rispetto alle oltre trenta delle altre famiglie con mutui; la quota della loro ricchezza finanziaria investita in titoli di Stato, obbligazioni e fondi comuni è contenuta (poco più del 10 per cento) ed è attualmente esposta alle tensioni sui mercati. L'impatto sugli intermediari finanziari di eventuali insolvenze sarebbe attenuato dal livello mediamente basso del rapporto tra il debito residuo e il valore dell'immobile, appena superiore al 40 per cento; solo per il 10 per cento delle famiglie vulnerabili il rapporto è superiore all'80 per cento.



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF). (1) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito equivalente, che tiene conto della dimensione della famiglia, inferiore al valore mediano della distribuzione. Gli ultimi dati IBF disponibili si riferiscono al 2016. L'area ombreggiata rappresenta l'intervallo compreso tra il 10° e il 90° percentile della distribuzione di probabilità delle simulazioni. Negli scenari di stress si è ipotizzato che, rispetto allo scenario di base, nel 2019: (A) l'Euribor a 3 mesi sia più elevato di 100 punti base; (B) l'Euribor a 3 mesi sia più elevato di 100 punti base e il tasso di crescita del reddito nominale sia più basso di 2 punti percentuali; (C) l'Euribor a 3 mesi sia più elevato di 200 punti base e il tasso di crescita del reddito nominale sia più basso di 4 punti percentuali.

Le imprese

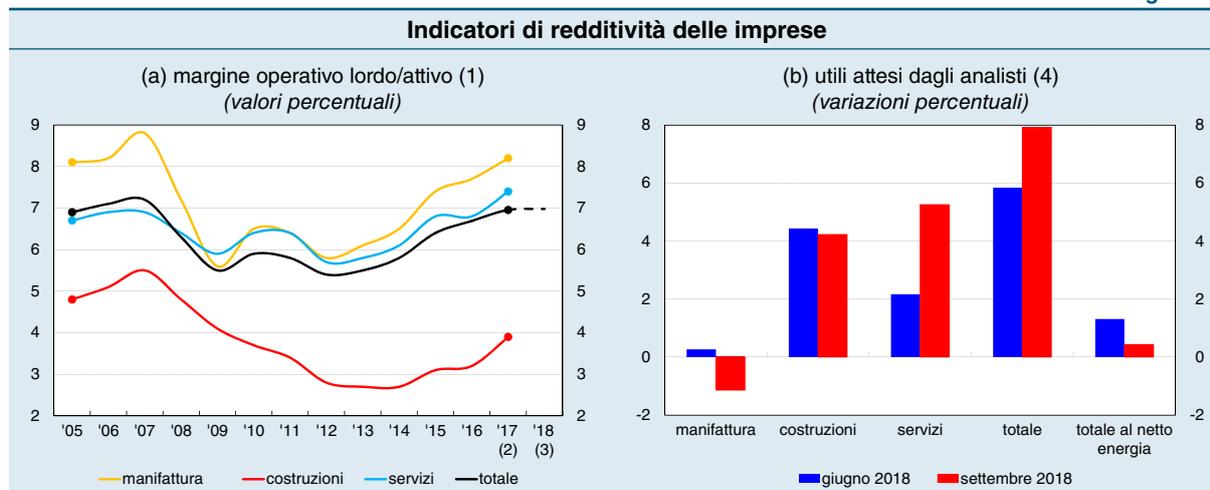
Il rallentamento ciclico attenua il recupero della redditività e il rafforzamento della situazione finanziaria delle imprese in atto dal 2012. Le valutazioni attuali e prospettive degli imprenditori sulla situazione economica generale e sull'andamento della propria attività si confermano meno favorevoli, dopo il brusco peggioramento osservato nel secondo trimestre. L'impatto dell'indebolimento della congiuntura sulla capacità di rimborso dei debiti è mitigato dal riequilibrio della struttura patrimoniale avvenuto negli ultimi anni e dal livello ancora contenuto dei tassi di interesse.

La redditività operativa delle imprese, valutata in rapporto all'attivo, si è stabilizzata attorno al 7 per cento (fig. 1.8.a), un valore prossimo a quello degli anni precedenti la crisi. Solo nel comparto delle costruzioni l'indicatore è ancora ampiamente inferiore a quanto osservato nel triennio 2005-07. Secondo il recente sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia, resta elevata – oltre il 75 per cento – la quota di imprese che prefigura la realizzazione di profitti nell'anno in corso. L'indebolimento dell'economia globale pesa tuttavia sulle attese degli analisti relative agli utili delle imprese manifatturiere quotate, che hanno registrato una riduzione notevole nel terzo trimestre (fig. 1.8.b).

⁶ Un rialzo del tasso Euribor a tre mesi comporta uno stress più severo rispetto all'ipotesi di un incremento dei margini applicati dalle banche su un Euribor stabile. Nel primo caso infatti tutte le famiglie con mutui a tasso variabile vengono interessate dall'aumento, nel secondo solo quelle che stipulano nuovi mutui.

⁷ Rispetto a quello di base, nello scenario particolarmente avverso si assume una flessione del tasso di crescita del reddito nominale di quattro punti percentuali (pari a due deviazioni standard delle variazioni registrate nel periodo 2003-2017), compatibile con una recessione, e un aumento del tasso Euribor a tre mesi di 200 punti base.

Figura 1.8

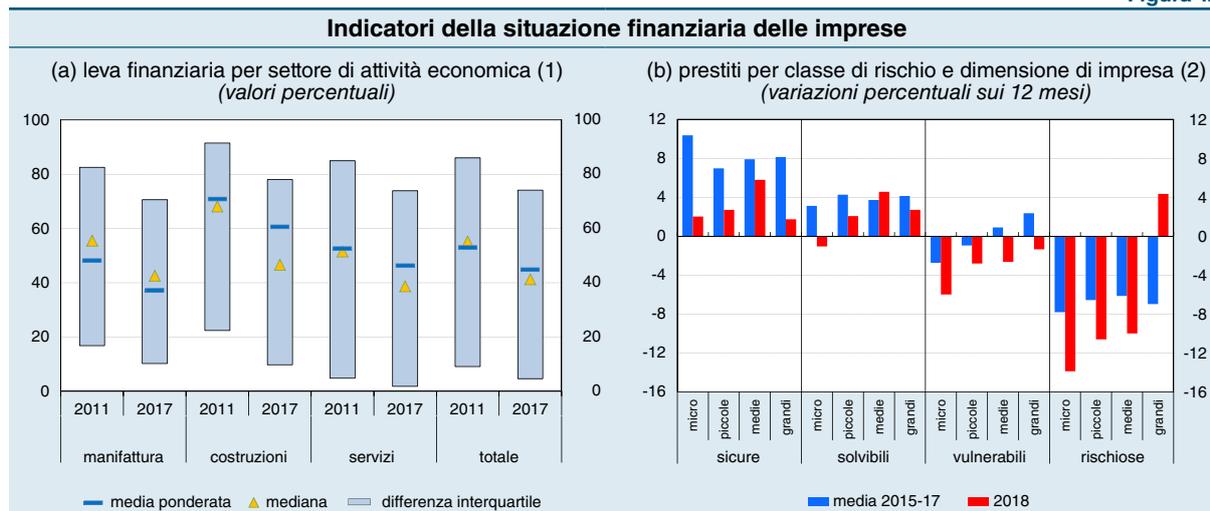


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Cerved, Istat e Bloomberg.
 (1) Per il periodo 2005-2017 il rapporto tra la redditività operativa e l'attivo è ottenuto dai dati di bilancio Cerved. L'indicatore è aggiornato al 2° trimestre del 2018 attraverso una stima basata sui dati aggregati del margine operativo lordo (fonte: Istat) e delle passività finanziarie (fonte: Conti finanziari). Per tenere conto della valutazione di mercato, le passività finanziarie sono calcolate sommando alle consistenze di fine 2017 il flusso relativo al 1° semestre dell'anno in corso. – (2) Dati relativi a un campione preliminare di circa 550.000 imprese. – (3) L'andamento del rapporto è riferito ai 12 mesi terminanti a giugno del 2018. – (4) Stime degli utili netti per il 2019. Elaborazioni su un campione chiuso di 95 imprese quotate a dicembre 2017, rappresentative del 90 per cento della capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie.

La capacità delle imprese di far fronte a eventuali contrazioni dell'autofinanziamento è favorita dall'accumulazione di attività liquide, che hanno ormai superato il 20 per cento del PIL, il livello più elevato degli ultimi venti anni. In base all'indagine condotta nel settembre scorso dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la percentuale di imprese industriali e dei servizi che reputa insufficienti le proprie riserve nei prossimi tre mesi ha raggiunto il livello più basso dal 2011.

La leva finanziaria, pari al 40 per cento, è ancora superiore di oltre due punti percentuali a quella media nell'area dell'euro. Rispetto al picco raggiunto nel 2011 l'indicatore è sceso di dieci punti percentuali, riconducibili per due punti alla riduzione dei debiti e per otto all'aumento del

Figura 1.9



Fonte: Banca d'Italia e Cerved.
 (1) Le elaborazioni sono basate su campioni annuali che includono in media oltre 450.000 società di capitale. La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto; dati a valori di bilancio. La media ponderata è calcolata utilizzando come peso il denominatore di ciascun rapporto. – (2) Dati riferiti a un campione di circa 470.000 società di capitale. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie e tengono conto delle cartolarizzazioni. L'attribuzione della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved.

patrimonio netto. Il calo ha interessato tutti i settori di attività (fig. 1.9.a). Alla contrazione dell'indebitamento hanno contribuito in misura significativa gli incentivi offerti dall'Aiuto alla crescita economica (ACE), un intervento che ha fortemente ridotto la convenienza fiscale del debito rispetto al capitale proprio⁸.

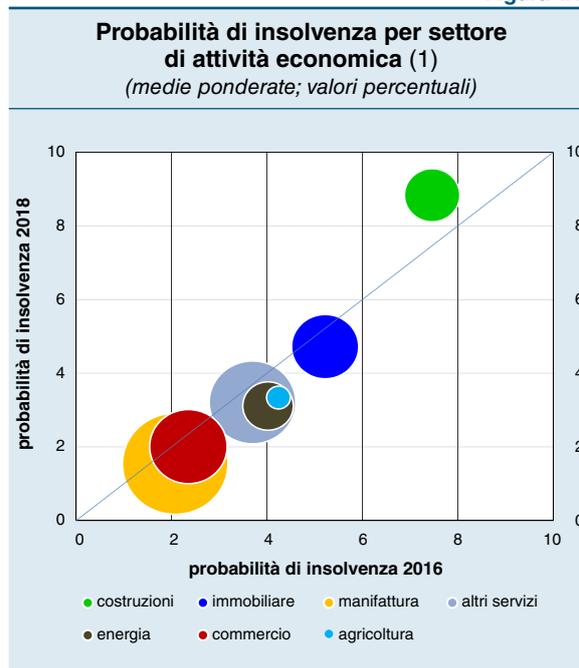
Quattro anni di crescita economica e tassi di interesse storicamente molto contenuti hanno determinato un forte miglioramento degli indicatori di solvibilità. L'incidenza degli oneri finanziari sul margine operativo lordo (MOL), già al livello minimo degli ultimi vent'anni, si è ulteriormente ridotta. Sulla base del modello per la valutazione dei crediti bancari della Banca d'Italia (*In-house Credit Assessment System*, ICAS), tra il 2016 e il 2018 il rischio di insolvenza è diminuito in tutti i settori di attività, con l'eccezione del comparto delle costruzioni (fig. 1.10). Nel primo semestre è proseguito il calo dei fallimenti, ai minimi degli ultimi sette anni, e si sono ulteriormente ridotti i ritardi di pagamento nelle transazioni tra imprese. Il tasso di deterioramento dei prestiti bancari, pari al 2,8 per cento su base annua nel terzo trimestre, è prossimo ai valori osservati negli anni precedenti la crisi.

L'indebitamento verso le banche e le società finanziarie è in lieve espansione, con ampie differenze tra le imprese in ragione delle classi di rischio e della dimensione. La crescita dei finanziamenti è limitata alle società più solide e a quelle di grande dimensione (fig. 1.9.b).

Il costo dei finanziamenti resta molto contenuto; dall'estate tuttavia, in concomitanza con l'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari, i margini applicati sui nuovi prestiti a tasso fisso sono aumentati (fig. 1.11). Per i finanziamenti in essere si è pressoché arrestata la flessione del costo medio. In prospettiva, qualora l'incremento dei rendimenti dei titoli pubblici italiani non si rivelasse transitorio, il costo complessivo del debito potrebbe salire soprattutto per l'elevata componente a breve termine, pari a un terzo del totale.

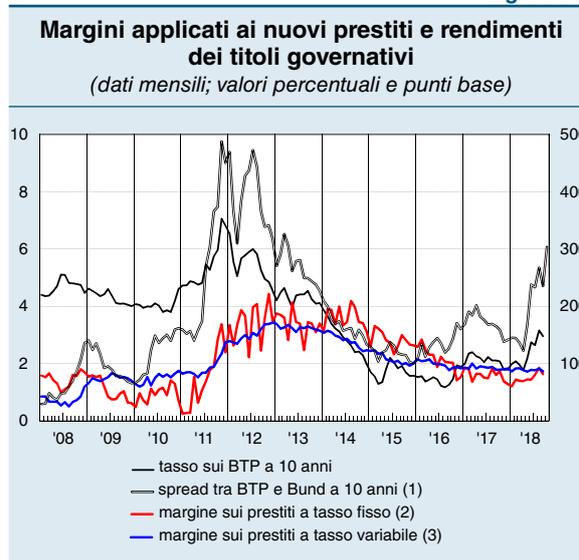
⁸ N. Branzoli e A. Caiumi, *How effective is an incremental ACE in addressing the debt bias? Evidence from corporate tax returns*, Commissione europea, Taxation Papers, 72, 2018.

Figura 1.10



(1) L'ampiezza della bolla corrisponde all'ammontare del credito erogato alle imprese di ciascun settore. I dati del 2018 sono riferiti ad agosto.

Figura 1.11



(1) Scala di destra. – (2) Differenziale tra il tasso di interesse sui nuovi prestiti a tasso fisso per almeno un anno e l'IRS a 5 anni. – (3) Differenziale tra il tasso di interesse sui nuovi prestiti a tasso variabile fino a un anno e il tasso Euribor a 3 mesi.

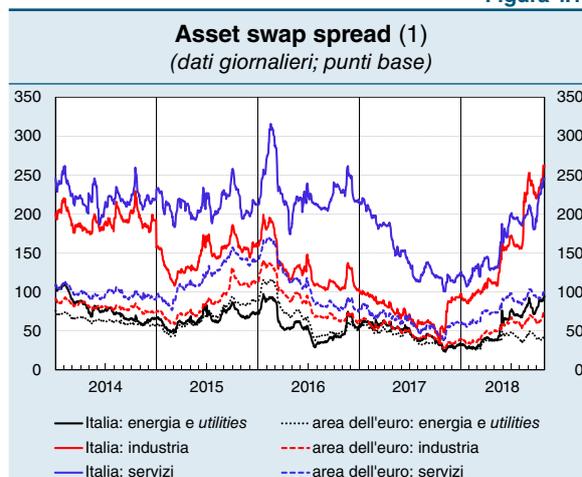
L'incremento della volatilità sui mercati finanziari si è riflesso nel rialzo del differenziale di rendimento tra i titoli emessi dalle imprese italiane e i tassi swap, che approssimano i tassi privi di rischio (asset swap spread); l'aumento, diffuso a tutti i settori di attività economica, è accentuato per le imprese industriali e dei servizi (fig. 1.12). La revisione al ribasso del rating del Paese da parte dell'agenzia Moody's alla fine dello scorso ottobre ha determinato un rapido deterioramento delle valutazioni di 13 imprese emittenti, il numero più elevato osservato nell'ultimo quinquennio.

Il peggioramento delle condizioni sui mercati si è tradotto in un aumento del costo delle nuove emissioni obbligazionarie e nei ridotti collocamenti di imprese che hanno fatto ricorso per la prima volta a questi finanziamenti. Il rendimento medio delle obbligazioni a tasso fisso emesse nel terzo trimestre è salito al 3,5 per cento dall'1,8 nei primi tre mesi dell'anno, il livello più alto dal 2014. Negli ultimi due trimestri si sono dimezzati, a 1,4 miliardi, i collocamenti dei nuovi emittenti rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Anche i corsi azionari hanno risentito delle recenti tensioni; dall'autunno il calo delle quotazioni è stato marcato nel settore industriale. La flessione dei prezzi accresce il costo di raccolta dei capitali sul mercato azionario e scoraggia la quotazione da parte di nuove imprese.

Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia indicano che, in uno scenario di base coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili si ridurrebbe leggermente al 30 per cento alla fine del 2019 (fig. 1.13)⁹, un valore inferiore di 15 punti percentuali rispetto al picco del 2012. La fragilità rimarrebbe particolarmente elevata nel comparto delle costruzioni (58 per cento).

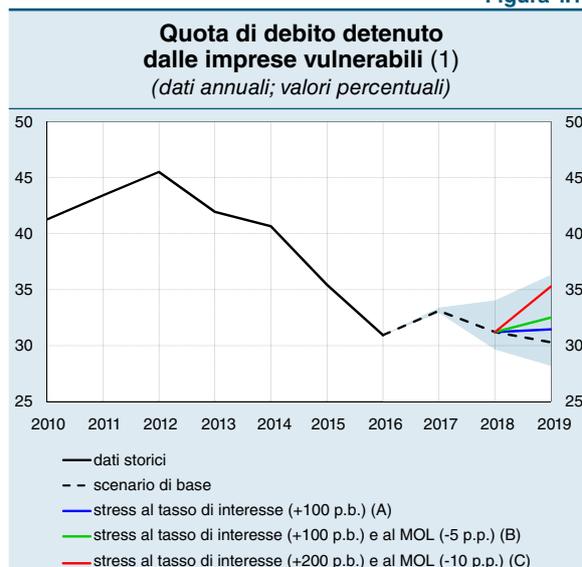
⁹ Lo scenario di base per il 2019 è caratterizzato da una crescita del PIL reale dello 0,9 per cento, in linea con le più recenti previsioni di Consensus Economics, dall'espansione del margine operativo lordo, dalla stabilità dei debiti finanziari e da un aumento del costo del debito di poco inferiore a un punto percentuale, in linea con l'andamento atteso dai mercati dell'Eonia e del differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani e tedeschi. Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, "Journal of Policy Modeling", 39, 2017, pp. 147-168, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 293, 2015.

Figura 1.12



Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch.
(1) Asset swap spread ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli.

Figura 1.13



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.
(1) Sono definite vulnerabili le imprese con MOL superiore al 50 per cento. Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza. Gli ultimi bilanci disponibili per l'intero campione di imprese sono relativi al 2016. La zona ombreggiata indica un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base. Negli scenari di stress si è ipotizzato che, rispetto allo scenario di base, nel 2019: (A) il tasso di interesse sia più elevato di 100 punti base; (B) contemporaneamente la variazione del MOL nominale sia più bassa di 5 punti percentuali, restando leggermente positiva rispetto al 2018; (C) il tasso di interesse sia più elevato di 200 punti base e la variazione del MOL nominale sia più bassa di 10 punti percentuali.

Nel caso in cui il costo del debito fosse superiore di 100 punti base rispetto allo scenario di consenso¹⁰, la quota di debito a rischio salirebbe al 31 per cento; aumenterebbe al 35 per cento nell'ipotesi di variazioni del tasso di interesse e della redditività particolarmente sfavorevoli e superiori a quelle registrate storicamente¹¹. Le imprese più esposte in questo secondo scenario sarebbero quelle di media dimensione e quelle del comparto delle costruzioni.

¹⁰ Questo aumento corrisponde a poco più di una deviazione standard della variazione annuale del tasso di interesse ed è superiore agli incrementi osservati nel 2007 e nel 2011.

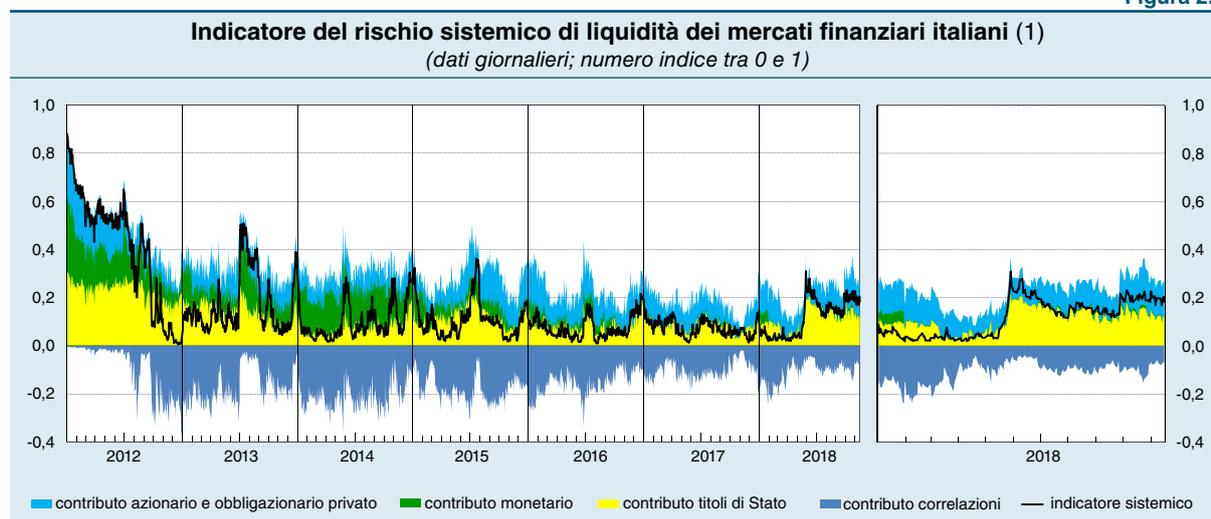
¹¹ Rispetto a quello di base, nello scenario particolarmente avverso si assume una riduzione del tasso di crescita del MOL nominale di dieci punti percentuali (pari a due deviazioni standard della sua variazione annuale), compatibile con una recessione, e un rialzo del tasso di interesse di 200 punti base.

2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO

2.1 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Da maggio le condizioni di liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato sono nettamente peggiorate, con ripercussioni sulle obbligazioni private e sulle azioni. L'indicatore che misura il rischio sistemico di liquidità dei mercati finanziari italiani si colloca su livelli elevati (fig. 2.1).

Figura 2.1



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

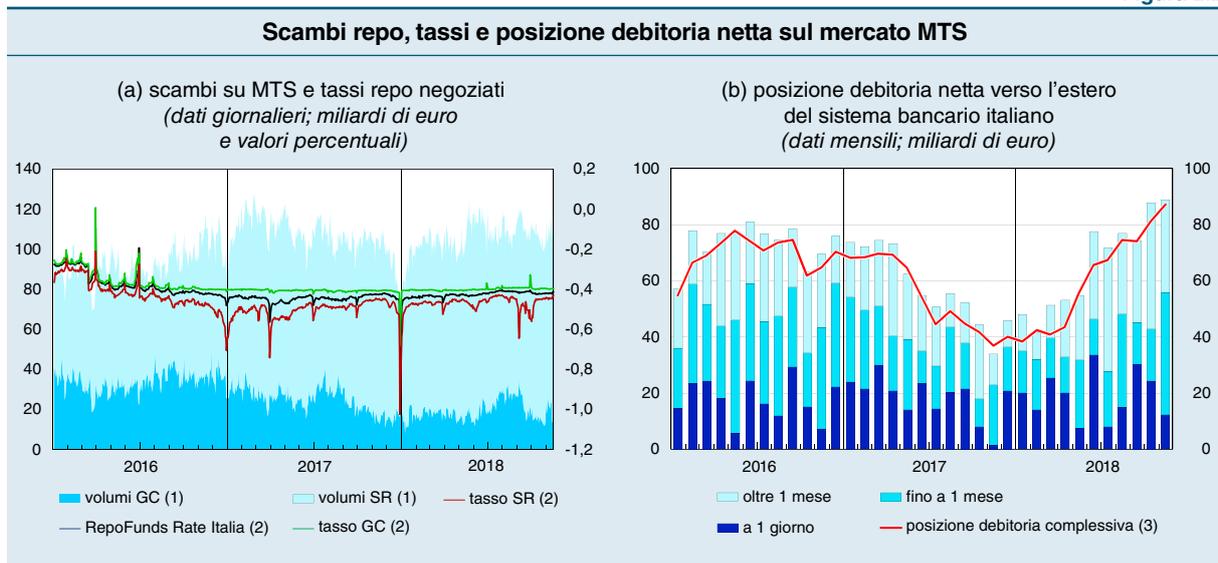
(1) L'indicatore sistemico misura il rischio congiunto nei mercati monetario, secondario dei titoli di Stato, azionario e obbligazionario privato. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). Il grafico mostra anche i contributi all'indicatore sistemico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

La politica monetaria fortemente espansiva dell'Eurosistema ha evitato la trasmissione delle tensioni al mercato monetario. I volumi degli scambi sul mercato dei pronti contro termine (repo) sono rimasti vicini ai massimi storici (fig. 2.2.a). Il tasso di rendimento sul segmento *general collateral* è cresciuto in misura limitata, con variazioni più ampie solo alla fine dei trimestri in relazione alle segnalazioni periodiche delle banche (cosiddetto *window dressing*). Le banche italiane hanno aumentato notevolmente la posizione debitoria netta nei confronti dell'estero sul mercato MTS repo per finanziare a tassi contenuti gli acquisti di titoli di Stato (fig. 2.2.b).

L'elevata quota degli scambi intermediati dalle due controparti centrali operanti sul mercato MTS repo ha concorso a mitigare i rischi di controparte e a mantenere distese le condizioni di finanziamento¹. L'alta volatilità dei prezzi osservata sui titoli di Stato italiani alla fine di maggio è stata fronteggiata

¹ Le controparti centrali attive sul mercato MTS repo sono l'italiana Cassa di compensazione e garanzia spa (CCG) e la francese LCH SA, legate da un accordo di interoperabilità.

Figura 2.2

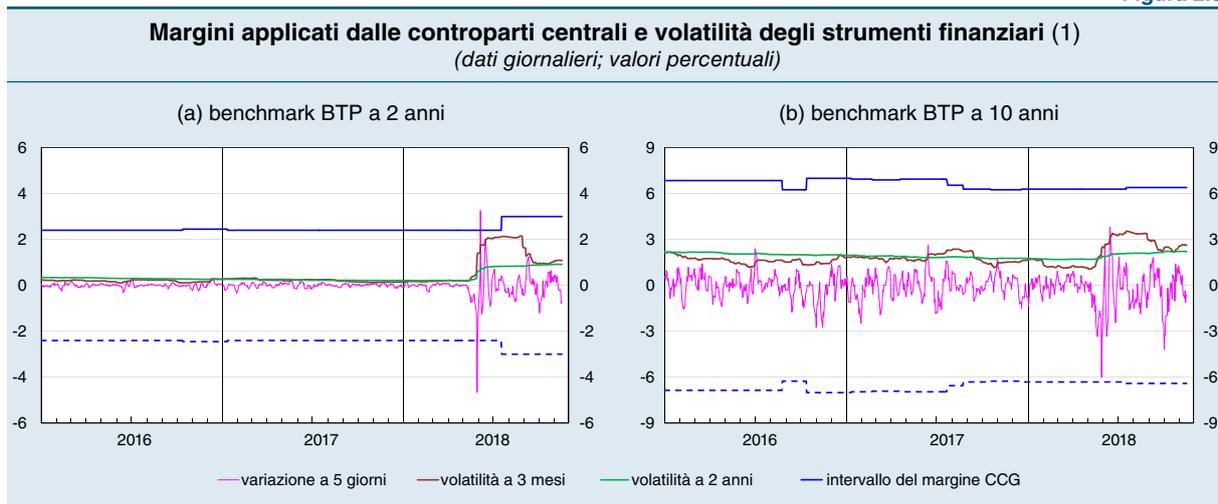


Fonte: elaborazioni su dati MTS spa e RepoFunds Rate.

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

dalla CCG con la richiesta agli operatori di margini di garanzia infragiornalieri più ampi. Dall'inizio di luglio le garanzie infragiornaliere richieste sono diminuite, tornando sui valori medi del primo trimestre. Il livello dei margini iniziali è invece aumentato solo nel mese di luglio (fig. 2.3), soprattutto per i titoli indicizzati e per quelli con scadenza inferiore a tre anni. I tempi e l'entità degli interventi hanno contribuito a contenere i rischi connessi con la prociclicità dei margini. Nonostante il recente calo della volatilità il livello dei margini iniziali è rimasto inalterato per salvaguardare la capacità delle controparti centrali di fronteggiare elevate variazioni dei prezzi.

Figura 2.3

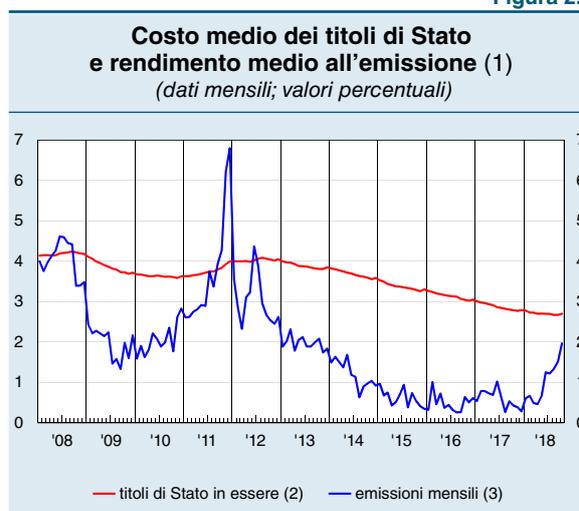


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e CCG.

(1) Variazioni a 5 giorni del prezzo dei BTP benchmark a 2 e 10 anni e indicatori di volatilità basati sulla metodologia di *Value at Risk* (VaR) e calcolati con riferimento a un periodo di 3 mesi e di 2 anni con un intervallo di confidenza al 99 per cento. I margini unitari per i BTP sono quelli riferiti alla relativa classe di durata finanziaria. La linea tratteggiata, speculare a quella dei margini, è riportata per mettere in evidenza l'adeguatezza del livello dei margini a fronte delle variazioni negative dei prezzi effettivamente registrate sul mercato.

Sul mercato primario dei titoli di Stato il rapporto tra domanda e offerta nelle aste (*cover ratio*) si è mantenuto in media sui valori di inizio anno, anche durante le fasi di maggiore tensione. La variabilità dei prezzi di acquisto presentati in asta – una misura dell'incertezza degli operatori – ha registrato un forte incremento alla fine di maggio; successivamente si è ridotta, rimanendo tuttavia superiore ai livelli di inizio anno. Il rendimento medio all'emissione è salito notevolmente e ha raggiunto l'1,97 per cento nel mese di ottobre; si è interrotto il calo del costo medio dello stock dei titoli in circolazione, al 2,70 per cento (fig. 2.4). L'elevata vita media residua dei titoli in circolazione (6,7 anni)² rallenta la trasmissione degli aumenti dei rendimenti al costo del debito: un rialzo permanente di un punto percentuale dei rendimenti all'emissione si tradurrebbe – a parità di composizione dello stock di titoli – in un incremento dell'onere medio di circa 0,1 punti dopo un anno, di 0,2 dopo due anni e di 0,4 dopo tre anni³. I titoli a medio e a lungo termine (oltre i dodici mesi) in scadenza nel 2019 ammontano a circa 200 miliardi; tenendo conto anche dei titoli con scadenza più breve e della necessità di coprire il disavanzo pubblico, le emissioni lorde del prossimo anno saranno pari a circa 400 miliardi.

Figura 2.4



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia. Dati aggiornati al 31 ottobre 2018.

(1) Collocamenti sul mercato interno di titoli di Stato non indicizzati. – (2) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di Stato in essere a fine mese. – (3) Media ponderata dei tassi dei titoli di Stato collocati nel mese, per data di regolamento.

La liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato italiani è fortemente peggiorata durante le fasi di più elevata tensione degli ultimi mesi: il livello degli scambi a pronti sulle piattaforme elettroniche e *over-the-counter* si è ridotto e la volatilità delle quotazioni si è accentuata (cfr. il riquadro: *La liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato italiani*).

LA LIQUIDITÀ DEL MERCATO SECONDARIO DEI TITOLI DI STATO ITALIANI

Nella seconda metà di maggio il premio per il rischio sui titoli governativi italiani è rapidamente aumentato su tutte le scadenze, in particolare sul tratto a breve termine, analogamente a quanto avvenuto durante la crisi del debito sovrano del 2011-12. Verso la fine del mese le condizioni di liquidità nel mercato secondario dei titoli di Stato si sono rapidamente deteriorate in termini sia di quantità quotate sia di differenziale denaro-lettera, anche in relazione a ingenti vendite da parte di investitori esteri. Il peggioramento è stato temporaneo, ma assai più brusco di quello registrato alla fine del 2011 (figura). Nell'ultima settimana di maggio le quantità giornaliere quotate sul mercato MTS sono scese a meno di 2 miliardi, contro una media di circa 11 nei primi mesi dell'anno. Il differenziale denaro-lettera si è ampliato in modo significativo, soprattutto per i titoli a breve termine, e la volatilità infragiornaliera dei prezzi quotati dai *market makers* è decuplicata (dal 3 al 30 per cento). In alcune giornate il book di negoziazione si è fortemente ridotto; nostre simulazioni indicano che l'esecuzione di ordini di importo elevato avrebbe comportato un impatto sui prezzi piuttosto rilevante. Nello stesso periodo per molti titoli di Stato italiani l'attività di quotazione è stata

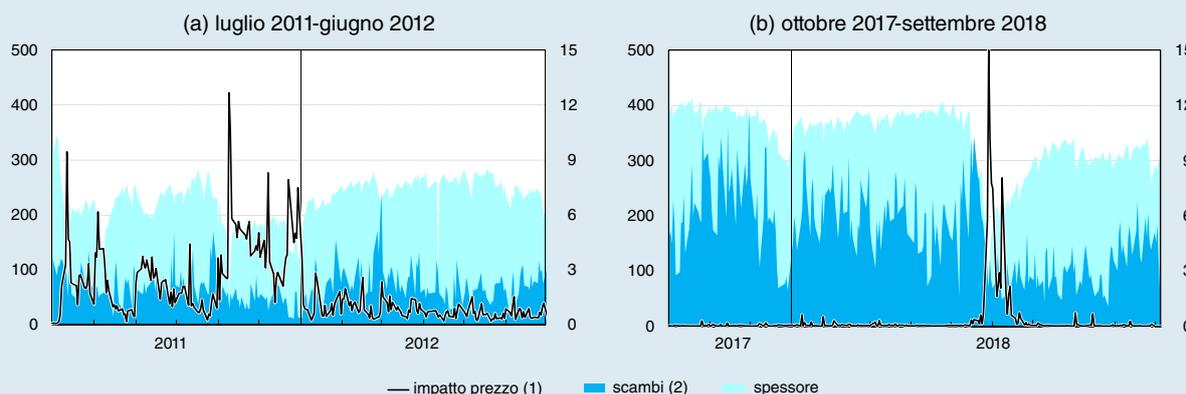
² Il dato esclude le emissioni sui mercati internazionali.

³ Tenendo conto della dimensione del debito pubblico, un aumento permanente di un punto percentuale dei rendimenti all'emissione determinerebbe una maggiore spesa per interessi pari allo 0,15 per cento del PIL il primo anno, allo 0,30 il secondo e allo 0,45 per cento il terzo.

interrotta, talvolta per l'intera giornata, rendendo particolarmente difficile per investitori istituzionali e intermediari la gestione dei titoli in portafoglio. La situazione è gradualmente migliorata durante l'estate ed episodi di simile entità non si sono più ripetuti.

Figura

**Indicatori di liquidità del mercato dei titoli di Stato italiani:
impatto di ordini di importo elevato, scambi e spessore del mercato MTS**
(dati giornalieri; punti base e miliardi di euro)



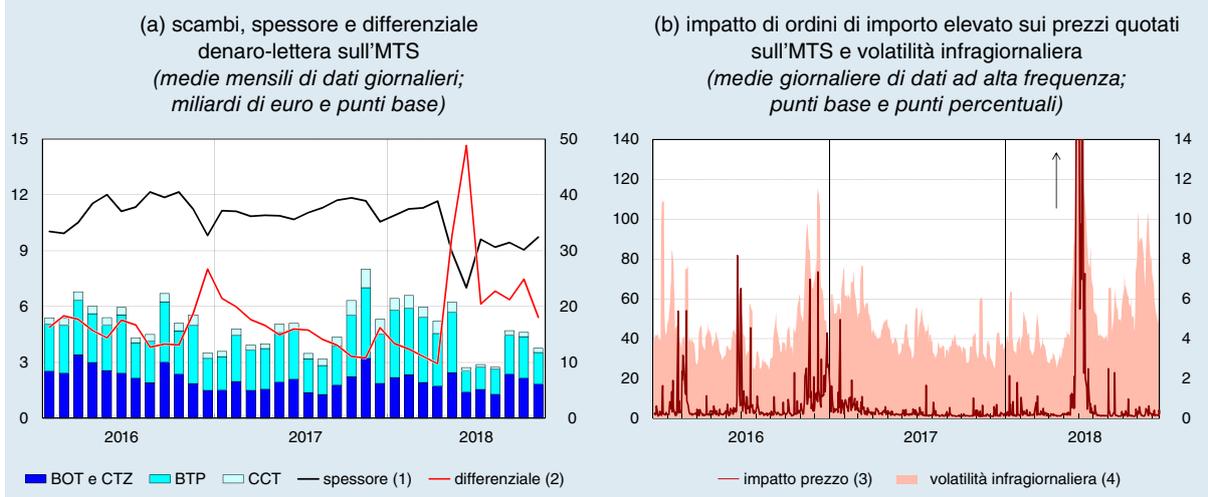
Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) Media giornaliera dell'impatto sui prezzi denaro e lettera quotati sull'MTS di un eventuale ordine (di vendita o di acquisto) per una cifra pari a 50 milioni di euro. – (2) Scambi giornalieri e spessore calcolato come media delle quantità quotate in denaro e lettera rilevate ogni 5 minuti. Scala di destra.

Nei mesi più recenti gli scambi sono aumentati e la capacità del mercato di assorbire ordini di importo significativo è notevolmente migliorata (fig. 2.5). Le quantità quotate rimangono tuttavia inferiori a quelle del primo trimestre dell'anno e i differenziali denaro-lettera sono ancora ampi.

Figura 2.5

Indicatori di liquidità del mercato dei titoli di Stato italiani



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

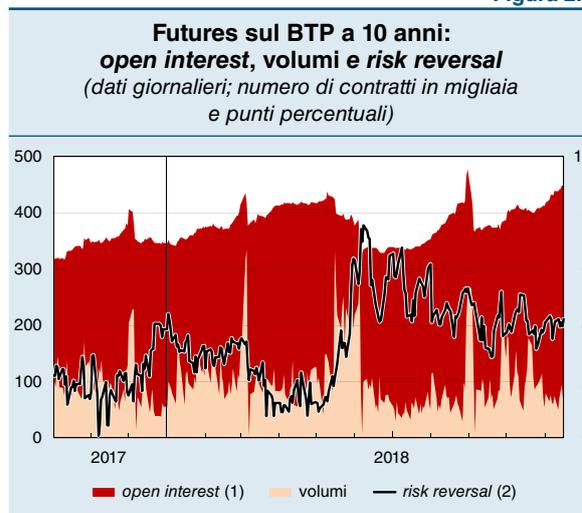
(1) Lo spessore è calcolato come media delle quantità quotate in denaro e lettera. – (2) Il differenziale è calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati sui BTP quotati sull'MTS durante l'intera giornata operativa. Scala di destra. – (3) L'analisi è riferita al BTP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

La volatilità infragiornaliera dei corsi dei titoli è elevata e continuano a verificarsi temporanei cali della liquidità del mercato, anche se di intensità notevolmente inferiore a quelli registrati tra maggio e giugno.

I volumi sul mercato dei BTP futures sono fortemente aumentati nei momenti di maggiore tensione (fig. 2.6). Il crescente utilizzo di contratti derivati per l'assunzione di posizioni sul mercato dei titoli di Stato italiani si è riflesso in alcuni casi in aumenti significativi del costo delle operazioni di prestito (*specialness*) aventi come sottostante i titoli più convenienti per il regolamento dei contratti futures (*cheapest to deliver*). L'elevata disponibilità di titoli in prestito sul segmento *special repo* ha tuttavia attenuato l'impatto delle tensioni sulla *specialness* media del mercato. Segnali di tensione sui titoli di Stato si osservano anche nel mercato delle opzioni relative al contratto futures sul BTP decennale: l'indicatore costituito dal prezzo relativo delle opzioni che proteggono da una discesa del prezzo dei futures sul BTP decennale rispetto a quelle che traggono profitto da un suo incremento (*risk reversal*) è su valori più alti di quelli della fine di aprile.

Il premio per il rischio di insolvenza sui titoli di Stato italiani, misurato dai credit default swap (CDS), è sui livelli più elevati degli ultimi cinque anni, benché molto al di sotto di quelli raggiunti nel biennio 2011-12 (fig. 2.7.a). Dalla fine di maggio si è fortemente ampliato il divario tra il premio sui contratti CDS che offrono una protezione nel caso di ridenominazione del debito in una nuova

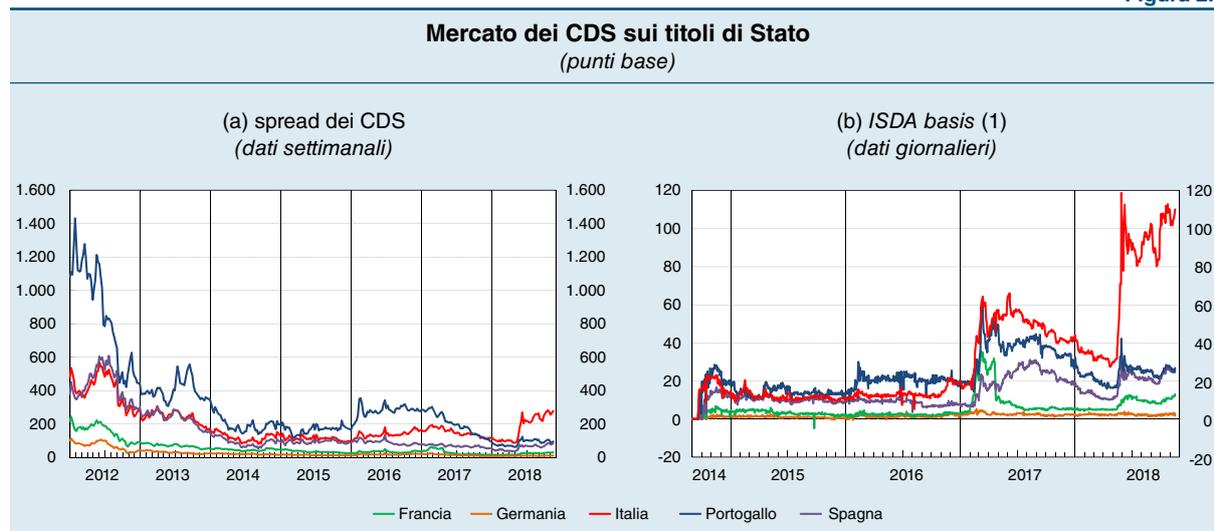
Figura 2.6



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) L'*open interest* è riferito alle prime due scadenze del contratto futures. – (2) Differenza delle volatilità implicite dei prezzi delle opzioni put e call sul contratto attivo del BTP futures a 10 anni che presentano medesimo scostamento relativo del prezzo di esercizio rispetto al prezzo del sottostante (*moneyness*) e pari scadenza (un mese). Scala di destra.

Figura 2.7



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

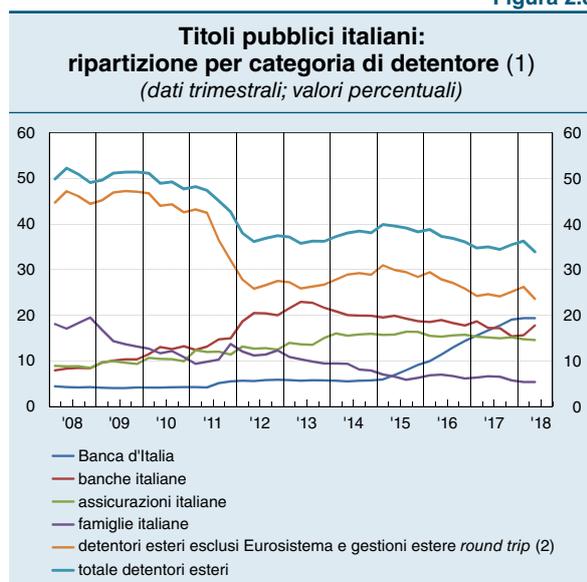
(1) L'*ISDA basis* misura la differenza tra il premio CDS su contratti in dollari statunitensi con scadenza a 5 anni sottoscritti con il protocollo ISDA 2014 e il premio CDS sugli stessi contratti sottoscritti con il protocollo ISDA 2003.

valuta nazionale e quello sui contratti che non proteggono da tale rischio (*ISDA basis*; fig. 2.7.b)⁴. A differenza di precedenti episodi di tensione, non sono emersi significativi segnali di contagio tra l'Italia e gli altri paesi dell'area dell'euro.

Nel secondo trimestre dell'anno la quota di titoli pubblici italiani detenuta da investitori esteri si è ridotta di circa tre punti percentuali, al 24 per cento⁵, la variazione negativa più alta dal secondo trimestre del 2012 (fig. 2.8). Nello stesso periodo la percentuale delle banche italiane è tornata a crescere, aumentando di circa due punti percentuali, al 18 per cento. Il calo della quota dell'estero e l'incremento di quella delle banche sono proseguiti nel terzo trimestre, sebbene a un ritmo più moderato.

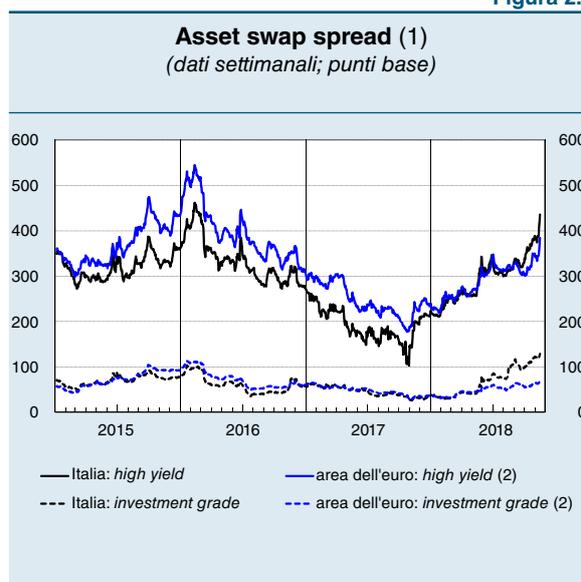
Le tensioni sui titoli di Stato si sono riflesse anche sul mercato delle obbligazioni private italiane: nel periodo compreso tra maggio e ottobre il valore mensile degli scambi di obbligazioni private quotate sul mercato obbligazionario telematico (MOT) si è ridotto di circa un terzo rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La dimensione media degli scambi è diminuita, mentre l'impatto sui prezzi di ordini di importo elevato è aumentato. Si è ampliato il differenziale di rendimento con i tassi swap sia per le imprese con maggiore merito di credito (*investment grade*); sia per quelle con rating più basso (*high yield*; fig. 2.9).

Figura 2.8



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

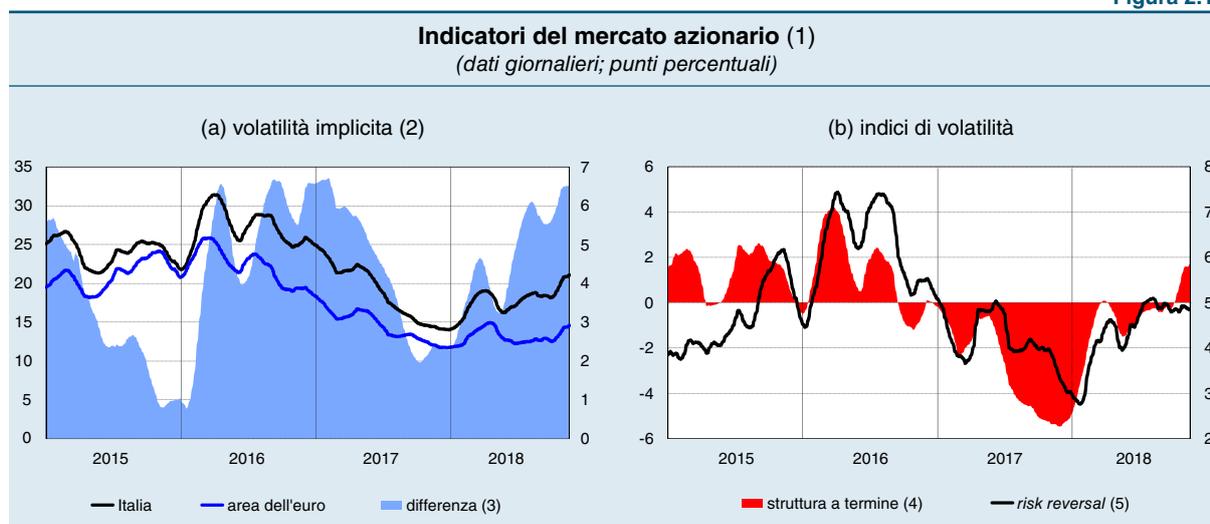
Figura 2.9



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

⁴ Sul mercato sono attualmente negoziati CDS con caratteristiche contrattuali differenti, definite dalla International Swaps and Derivatives Association (ISDA). I contratti che fanno riferimento alle norme introdotte nel 2014 offrono una maggiore protezione nel caso di ridenominazione o di ristrutturazione del debito sottostante, rispetto a quelli che seguono le regole stabilite nel 2003. Per maggiori dettagli, cfr. ISDA, *2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*, 2003 e ISDA, *2014 ISDA Credit Derivatives Definitions*, 2014.

⁵ Il dato si riferisce ai titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli di gestioni e di fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani e di quelli detenuti dall'Eurosistema – esclusa la Banca d'Italia – nell'ambito del programma di acquisto definitivo di titoli sul mercato secondario (*Securities Markets Programme*, SMP) e del programma di acquisto di attività del settore pubblico (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP). La quota dei detentori esteri che include le componenti sopra riportate è pari a circa il 34 per cento.



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Medie mobili a 60 giorni. – (2) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni con scadenza a 2 mesi sull'indice di borsa italiano FTSE MIB e sull'indice Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro. – (3) Differenza tra le volatilità implicite nei prezzi delle opzioni sull'indice azionario italiano e su quello dell'area dell'euro per opzioni con scadenza a 2 mesi. Scala di destra. – (4) Differenza delle volatilità implicite su opzioni sull'indice di borsa italiano FTSE MIB con scadenza a 2 e a 12 mesi. – (5) Differenza fra la volatilità implicita dei prezzi delle opzioni put e call aventi lo stesso rapporto incrementale rispetto al valore dell'indice del mercato azionario italiano (delta pari a 0,25) e pari scadenza (2 mesi). L'indicatore misura il prezzo relativo delle opzioni che proteggono da una discesa dell'indice azionario rispetto a quelle che traggono profitto da un suo aumento. Scala di destra.

Dalla fine di aprile i corsi azionari delle società italiane sono scesi di circa il 20 per cento, contro una riduzione dell'indice complessivo dell'area dell'euro del 9 per cento. Il calo delle quotazioni si è accompagnato a una riduzione della liquidità del mercato. È inoltre cresciuta la volatilità implicita, che si è portata su valori storicamente elevati nel confronto con quella dell'area dell'euro (fig. 2.10.a). Sono aumentati anche il costo della protezione contro forti ribassi dei corsi azionari (*risk reversal*) e le quotazioni delle opzioni a più breve scadenza (fig. 2.10.b).

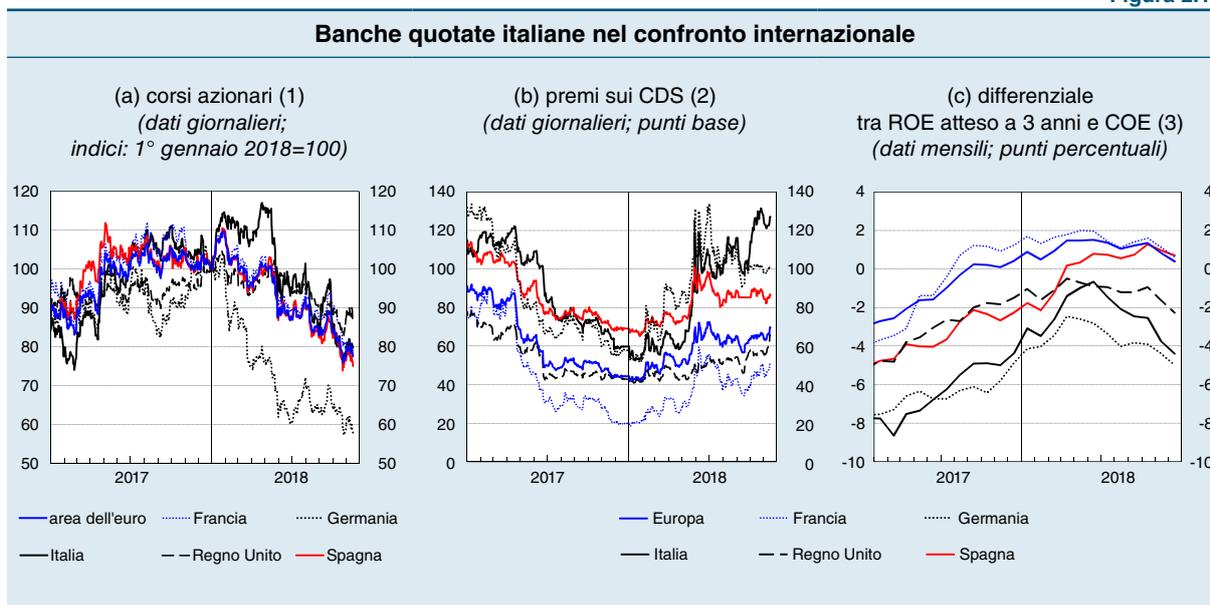
2.2 LE BANCHE

Proseguono gradualmente il miglioramento della qualità del credito e il recupero della redditività, ma il processo di rafforzamento dei bilanci delle banche è frenato dalle tensioni sul mercato del debito sovrano italiano. La flessione delle quotazioni dei titoli di Stato ha determinato una riduzione delle riserve di capitale e di liquidità e un aumento del costo della provvista all'ingrosso. Il forte calo dei corsi azionari degli intermediari ha determinato un marcato aumento del costo del capitale. Se le tensioni nel mercato dei titoli di Stato dovessero protrarsi, le ripercussioni sulle banche potrebbero essere rilevanti, soprattutto per alcuni intermediari di media e piccola dimensione.

Gli indicatori di mercato

Da maggio i corsi azionari degli intermediari sono scesi notevolmente; i premi sui credit default swap (CDS) sono più che raddoppiati, raggiungendo i 130 punti base, quasi due volte la media delle banche europee. L'aumento dei premi per il rischio si è riflesso in un incremento del costo atteso del capitale, il cui differenziale rispetto alla redditività attesa, dopo essersi quasi annullato in maggio, si è ampliato di circa quattro punti percentuali (fig. 2.11). Secondo le previsioni formulate in novembre dagli analisti, gli utili delle banche italiane per i prossimi dodici mesi subiranno un forte rallentamento.

Figura 2.11



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

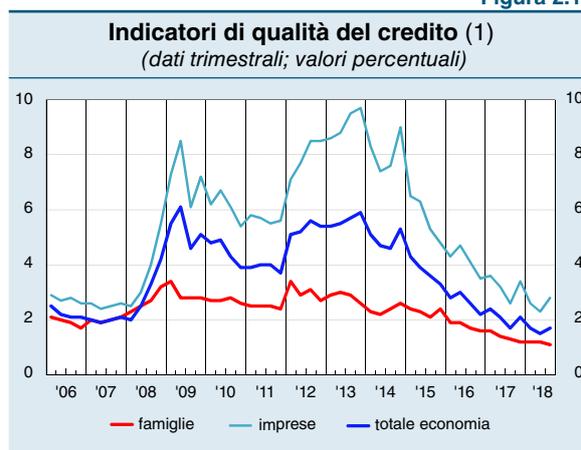
(1) Dati relativi agli indici Euro Stoxx Banks, FTSE France Banks, FTSE Germany Banks, FTSE Italy Banks, FTSE UK Banks, FTSE Spain Banks. – (2) Media semplice dei premi sui CDS a 5 anni. I dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit spa, Intesa Sanpaolo spa; per la Francia, BNP Paribas SA, Société Générale SA, Crédit Agricole SA; per la Germania, Deutsche Bank AG, Commerzbank AG; per il Regno Unito, Barclays plc, The Royal Bank of Scotland Group plc, HSBC Holdings plc, Lloyds Banking Group plc; per la Spagna, Banco Santander SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA. – (3) Rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) e costo del capitale proprio (*cost of equity*, COE). I dati si riferiscono alle 34 banche europee quotate che hanno partecipato allo stress test dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) nel 2016: per l'Italia, UniCredit spa, Intesa Sanpaolo spa, UBI Banca spa, Banco BPM spa; per l'Austria, Erste Group Bank AG, Raiffeisen Bank International AG; per il Belgio, KBC Group NV; per la Danimarca, Danske Bank AS, Jyske Bank AS; per la Finlandia, Nordea Bank AB; per la Francia, BNP Paribas SA, Société Générale SA, Crédit Agricole SA; per la Germania, Deutsche Bank AG, Commerzbank AG; per l'Irlanda, Allied Irish Banks plc, Bank of Ireland; per la Norvegia, DNB ASA; per i Paesi Bassi, ABN AMRO Groep NV, ING Groep NV; per la Polonia, Bank Pekao SA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA; per il Regno Unito, Lloyds Banking Group plc, HSBC Holdings plc, The Royal Bank of Scotland Group plc, Barclays plc; per la Spagna, Banco Santander SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Banco de Sabadell SA, CaixaBank SA; per la Svezia, Swedbank AB, Skandinaviska Enskilda Banken AB, Svenska Handelsbanken AB; per l'Ungheria, OTP Bank Nyrt. Il livello del costo del capitale è ottenuto utilizzando il modello analitico CAPM (cfr. il riquadro: *Il costo del capitale delle banche europee*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017). I dati si riferiscono a novembre 2018 e a medie ponderate per la capitalizzazione di mercato.

I rischi dell'attivo

Il flusso di nuovi crediti deteriorati, valutato in rapporto al totale dei prestiti *in bonis*, si colloca all'1,7 per cento, dopo aver toccato nel secondo trimestre dell'anno il valore minimo dal 2006 (fig. 2.12). Il calo registrato negli ultimi anni, che ha riguardato sia i prestiti alle famiglie sia quelli alle imprese, è stato favorito dalla crescita economica, dal basso livello del costo del credito e dalla prudenza delle banche nell'assunzione dei rischi.

Nel primo semestre dell'anno le banche italiane hanno ridotto del 13 per cento la consistenza dei crediti deteriorati lordi, a 225 miliardi (tav. 2.1 e fig. 2.13.a). La diminuzione è in larga parte riconducibile alle cessioni di prestiti in sofferenza (20 miliardi, contro 42 nell'intero

Figura 2.12



Fonte: Centrale dei rischi.

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

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

VOCI	Banche significative (2)					Banche meno significative (2)					Totale (2)				
	esposizioni lordi	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura	esposizioni lordi	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura	esposizioni lordi	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura
Dicembre 2017															
Finanziamenti (3)	1.678	1.577	100,0	100,0	6,0	358	330	100,0	100,0	7,8	2.251	2.112	100,0	100,0	6,2
<i>In bonis</i>	1.491	1.485	88,9	94,2	0,4	304	302	84,9	91,5	0,6	1.991	1.983	88,5	93,9	0,4
Deteriorati	187	92	11,1	5,9	50,6	54	28	15,1	8,5	48,1	260	129	11,5	6,1	50,2
sofferenze (4)	109	42	6,5	2,6	61,7	33	13	9,2	3,9	61,0	154	59	6,8	2,8	61,6
inadempienze probabili (4)	75	49	4,5	3,1	34,8	19	13	5,3	4,0	30,9	100	66	4,4	3,1	33,9
scaduti (4)	3	2	0,2	0,2	28,4	2	2	0,7	0,7	9,6	6	5	0,3	0,2	21,4
Giugno 2018															
Finanziamenti (3)	1.634	1.540	100,0	100,0	5,8	344	317	100,0	100,0	7,9	2.197	2.064	100,0	100,0	6,1
<i>In bonis</i>	1.475	1.467	90,3	95,3	0,5	296	294	86,1	92,7	0,8	1.973	1.961	89,8	95,0	0,6
Deteriorati	159	72	9,7	4,7	54,4	48	23	13,9	7,3	51,7	225	103	10,2	5,0	54,3
sofferenze (4)	88	28	5,4	1,8	67,7	28	10	8,2	3,0	66,1	128	41	5,8	2,0	67,7
inadempienze probabili (4)	68	42	4,2	2,7	38,6	17	11	5,0	3,6	33,7	90	56	4,1	2,7	37,7
scaduti (4)	3	2	0,2	0,2	28,2	2	2	0,7	0,7	11,7	6	5	0,3	0,2	22,4

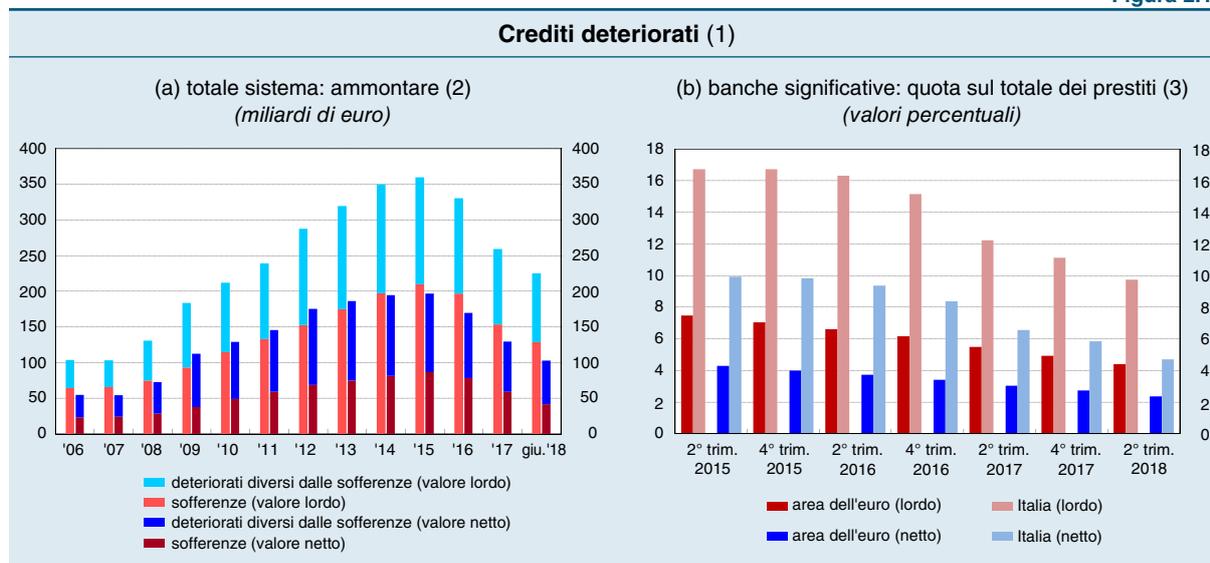
Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari, individuali per il resto del sistema.

(1) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. Il totale può non coincidere con la somma delle componenti a causa degli arrotondamenti. La composizione percentuale è calcolata sulla base degli importi espressi in milioni di euro. I dati sono provvisori. – (2) Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE, le banche meno significative sono quelle vigilate dalla Banca d'Italia in stretta collaborazione con la BCE. Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere, che non sono classificate né come significative italiane né come meno significative italiane e rappresentano circa il 10 per cento del totale dei finanziamenti lordi. Sono escluse le filiali di banche estere. – (3) Includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. L'aggregato è in linea con quello utilizzato dalla BCE e differisce da quello utilizzato nelle precedenti edizioni del *Rapporto sulla stabilità finanziaria* ("Crediti verso la clientela"). La tavola A2 della *Documentazione statistica* riporta dati coerenti con la definizione adottata in precedenza. – (4) Le sottocategorie di crediti deteriorati riflettono la definizione della Banca d'Italia, non armonizzata, che si affianca a quella europea; essa consente la distinzione delle esposizioni per classi di rischiosità decrescenti: sofferenze, inadempienze probabili ed esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, in continuità storica con la definizione precedente.

2017)⁶. Le operazioni chiuse dopo il 30 giugno o che dovrebbero concludersi entro la fine dell'anno ammontano a circa 20 miliardi. Le cessioni realizzate nella prima metà dell'anno sono in linea con le azioni di riduzione pianificate dagli intermediari per il 2018 e comunicate al mercato, sia per le banche significative sia per quelle meno significative. La garanzia pubblica sulla cartolarizzazione delle sofferenze, introdotta nel 2016 e recentemente prorogata fino al prossimo marzo, sta agevolando le cessioni⁷. Molte banche di minore dimensione ricorrono a operazioni di cartolarizzazione che coinvolgono contemporaneamente diversi intermediari (*multioriginator*) allo scopo di raggiungere importi sufficientemente elevati per accedere al mercato secondario. In particolare le banche di credito cooperativo (BCC) stanno realizzando le cessioni prevalentemente con questa modalità, anche grazie alle strutture di gruppo di cui esse si stanno dotando; le operazioni effettuate o da concludere entro la fine dell'anno riguardano circa 150 BCC per un importo che dovrebbe raggiungere i 5 miliardi,

⁶ Diversamente da quanto riportato in passato, tra i crediti ceduti vengono considerati anche quelli che in ciascun periodo figurano tra le attività in via di dismissione, anche se non sono stati ancora definitivamente cancellati dai bilanci. In particolare al dato relativo alle cessioni del 2017, che nello scorso *Rapporto sulla stabilità finanziaria* era indicato pari a circa 35 miliardi, devono essere sottratti 17 miliardi già contabilizzati tra le attività in via di dismissione nel 2016, e vanno aggiunti 24 miliardi iscritti in tale portafoglio nel corso del 2017. Queste modifiche sono necessarie per rendere omogenei i dati sulle cessioni con le nuove modalità di calcolo dei crediti deteriorati adottate a fini di comparabilità con le statistiche dell'EBA e della Banca centrale europea (BCE; cfr. nota 3).

⁷ Le cartolarizzazioni assistite dalla garanzia pubblica effettuate dal 2016 sono state pari a 42 miliardi, circa la metà del totale.



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari italiani, individuali per il resto del sistema; BCE, *Supervisory Banking Statistics* per l'area dell'euro.

(1) I prestiti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. – (2) Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. – (3) Le quote sono calcolate al netto e al lordo delle relative rettifiche di valore. Il confronto è riferito alle sole banche significative.

oltre la metà di quello programmato dal complesso delle banche meno significative per il 2018. Un'operazione di 1,7 miliardi che coinvolge 14 intermediari – prevalentemente banche popolari di piccola e media dimensione – dovrebbe concludersi entro i primi mesi del 2019.

Dalla fine dello scorso anno il tasso di copertura dei crediti deteriorati, misurato dal rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare lordo di tali attività, è aumentato di quasi quattro punti, al 54,3 per cento, un livello superiore a quello medio delle principali banche dell'Unione europea. Alla crescita dell'indicatore ha contribuito in misura rilevante il passaggio al nuovo principio contabile IFRS 9 avvenuto all'inizio dell'anno. Quest'ultimo richiede, tra l'altro, che gli intermediari effettuino rettifiche di valore anche considerando possibili scenari di cessione, riducendo così il divario tra il valore di bilancio delle attività che prevedono di dismettere e i prezzi prevalenti sul mercato.

Alla fine di giugno il rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei finanziamenti, misurato al netto delle rettifiche di valore, era pari al 5,0 per cento (10,2 al lordo delle rettifiche), circa un punto inferiore a quello del dicembre 2017⁸. Per le banche significative il divario rispetto alla media dell'area dell'euro è sceso a 2,3 punti percentuali, da quasi 6 nel 2015 (fig. 2.13.b).

Come avvenuto in precedenti episodi di rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato, nel periodo compreso tra maggio e settembre le banche italiane hanno effettuato ingenti acquisti netti di titoli sovrani (per 39 miliardi). Gli investimenti contribuiscono a stabilizzare i prezzi dei titoli nei momenti di maggiore tensione e possono consentire successivi guadagni in conto capitale nel caso di una ripresa dei corsi; essi tuttavia espongono le banche ai rischi associati a ulteriori cali dei prezzi. Oltre i due terzi dei titoli acquistati è stato classificato nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato,

⁸ Per uniformare la modalità di calcolo dell'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti a quella utilizzata dalla BCE, a differenza delle precedenti edizioni del *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, vengono incluse le esposizioni interbancarie e verso banche centrali e sono invece escluse le attività non correnti e i gruppi di attività in via di dismissione. Con la precedente definizione il rapporto si sarebbe ridotto dal 7,5 al 6,0 per cento.

attenuando l'effetto delle successive variazioni dei prezzi sul livello di patrimonializzazione. L'incidenza dei titoli pubblici italiani sul totale delle attività delle banche è aumentata di 0,7 punti percentuali, al 9,5 per cento (fig. 2.14), un valore inferiore di circa 2 punti percentuali rispetto ai livelli massimi registrati all'inizio del 2015.

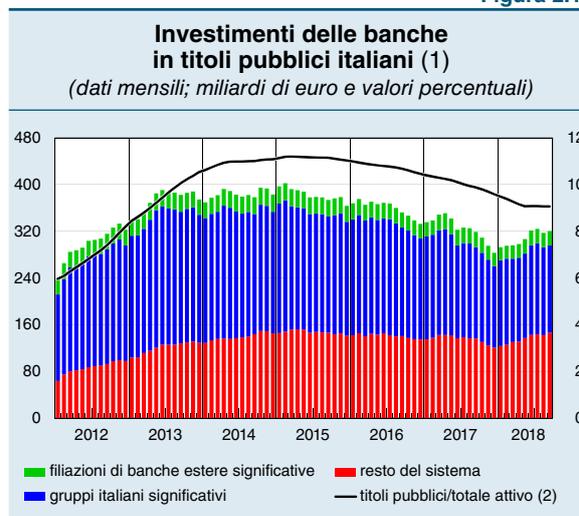
L'esposizione delle banche italiane verso le economie emergenti è contenuta (165 miliardi, pari a circa il 5 per cento dell'attivo) e si concentra principalmente in Turchia e in Russia (38 miliardi; cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A4). Tali esposizioni fanno capo a un numero limitato di grandi intermediari.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

Le esigenze di provvista delle banche italiane sono soddisfatte in larga misura dai depositi da residenti, principalmente quelli delle famiglie, che continuano a crescere a tassi annui superiori al 3 per cento (tav. 2.2). La quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio (*funding gap*), pari al 2 per cento in settembre, resta sui valori minimi degli ultimi vent'anni (fig. 2.15).

Prosegue il calo della raccolta obbligazionaria, che nel terzo trimestre si è ridotta a 247 miliardi, due terzi dei quali collocati sui mercati all'ingrosso. Nei prossimi due anni giungeranno a scadenza obbligazioni bancarie

Figura 2.14



Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

(1) Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. È esclusa la Cassa depositi e prestiti spa. – (2) Scala di destra. Media mobile dei 12 mesi terminanti in quello indicato. La serie del "totale attivo" non include le obbligazioni di propria emissione riacquistate.

Tavola 2.2

VOCI	Consistenze a settembre 2018	Quota sul totale	Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)		
			settembre 2017	marzo 2018	settembre 2018
Depositi da residenti in Italia (3)	1.528	63,4	6,2	3,9	3,1
di cui: da famiglie	1.066	44,3	3,4	3,1	3,1
da imprese	295	12,3	14,9	14,3	9,9
Depositi da non residenti	325	13,5	1,1	0,8	9,0
Obbligazioni	247	10,4	-14,9	-17,1	-17,4
di cui: detenute da famiglie	81	3,4	-30,2	-34,2	-31,6
Passività nette verso controparti centrali (4)	66	2,7	-33,6	-40,0	38,5
Passività verso l'Eurosistema (5)	243	10,1	35,4	-2,9	-3,7
Raccolta complessiva	2.409	100,0	3,5	-1,4	1,3

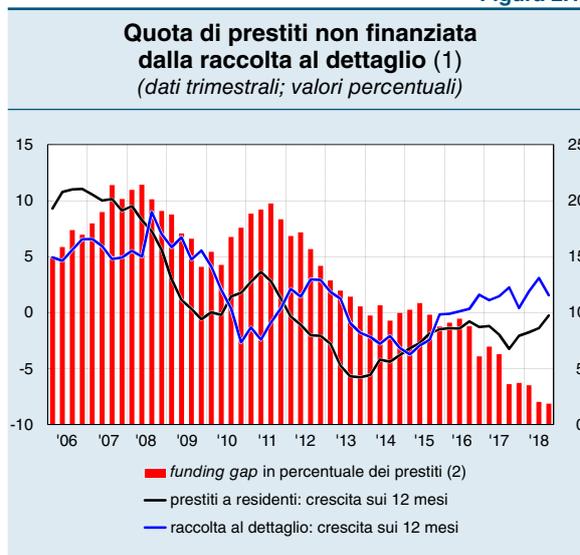
Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali. È inclusa la Cassa depositi e prestiti spa.

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

per 110 miliardi⁹, di cui il 90 per cento è costituito da titoli senior (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A6). Il peso delle obbligazioni sulla raccolta delle banche italiane è pari al 10,2 per cento, a fronte del 13,7 e del 16,4 per gli intermediari tedeschi e francesi, rispettivamente.

La provvista sui mercati obbligazionari internazionali rimane limitata. Nel terzo trimestre le emissioni nette di titoli senior sono state negative per 200 milioni; quelle di titoli subordinati, che nel trimestre precedente avevano registrato il valore minimo degli ultimi cinque anni (-6,6 miliardi), sono state pari a un miliardo (fig. 2.16.a). Nello stesso periodo le banche italiane non hanno effettuato collocamenti di obbligazioni chirografarie di secondo livello (*senior unpreferred bonds*), titoli subordinati destinati a investitori qualificati e computabili ai fini delle regole sui requisiti minimi di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirements for own funds and eligible liabilities*, MREL); le emissioni complessive di tali titoli da parte degli altri intermediari europei

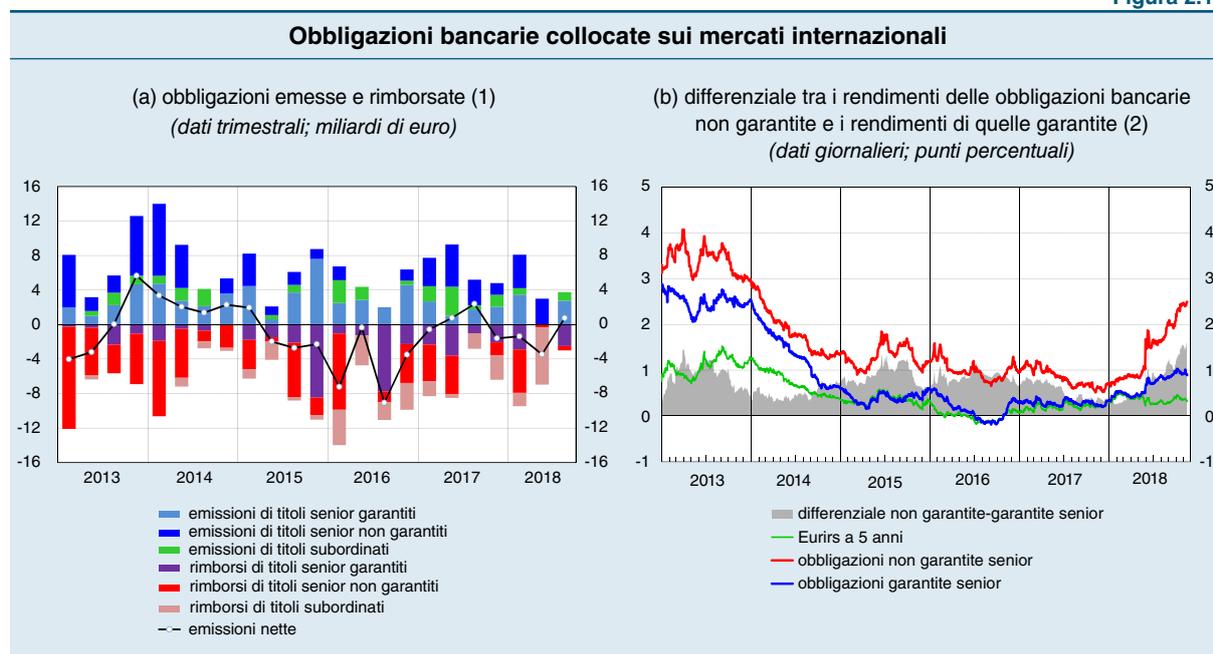
Figura 2.15



Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono escluse la Cassa depositi e prestiti spa e le filiali di banche estere in Italia.

(1) Prestiti a residenti al netto della raccolta al dettaglio (depositi da residenti più obbligazioni collocate presso le famiglie). Le variazioni percentuali di prestiti e raccolta non sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di riclassificazioni e altre variazioni diverse da quelle originate dalle transazioni. – (2) Scala di destra.

Figura 2.16



Fonte: Dealogic e Bloomberg.

(1) I dati si riferiscono all'emissione di titoli 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. Sono incluse le obbligazioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione. – (2) I dati si riferiscono ai rendimenti a scadenza di titoli di banche italiane con vita residua pari a 5 anni.

⁹ L'ammontare si riferisce al totale delle obbligazioni emesse da banche residenti in scadenza entro il 2020 a cui viene sottratto il valore delle obbligazioni detenute da intermediari appartenenti al gruppo bancario dell'emittente.

sono state pari a 10,6 miliardi (2 e 12 miliardi nel primo semestre dell'anno per le banche italiane ed europee, rispettivamente).

Il calo delle emissioni obbligazionarie sui mercati all'ingrosso nel medio termine ostacola l'efficiente bilanciamento delle scadenze dell'attivo e del passivo e l'adeguata allocazione dei rischi presso gli investitori. Nel corso del 2019 il Comitato di risoluzione unico (Single Resolution Board, SRB) determinerà un obiettivo MREL vincolante per la maggior parte dei gruppi bancari significativi italiani, prevedendo se opportuno un adeguato periodo transitorio per l'allineamento. L'imminente revisione della normativa europea su tale requisito potrebbe rendere necessarie ulteriori nuove emissioni, in particolare di titoli subordinati, sui mercati all'ingrosso (cfr. il riquadro: *Le nuove regole sul requisito MREL: effetti sulla raccolta delle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018). Le difficoltà ad accedere ai mercati internazionali all'ingrosso, aumentate a seguito delle tensioni nel mercato dei titoli di Stato, potrebbero amplificare gli effetti negativi sulla disponibilità di credito per l'economia derivanti dall'introduzione del requisito MREL.

Nel periodo compreso tra la fine di aprile e la fine di ottobre il rendimento medio delle obbligazioni senior garantite a cinque anni quotate sui mercati internazionali è raddoppiato, portandosi all'1,0 per cento; il rendimento medio delle obbligazioni non garantite è triplicato, al 2,4 per cento (fig. 2.16.b). Negli altri principali paesi dell'area dell'euro non ci sono state variazioni di rilievo, con l'eccezione della Spagna¹⁰.

Le tensioni sul mercato dei titoli di Stato si sono tradotte anche in un aumento dei rischi di liquidità delle banche. Il calo del valore dei titoli non impegnati e stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema ha contribuito a determinare una riduzione della posizione netta di liquidità¹¹, scesa tra maggio e luglio dal 14,2 al 12,5 per cento del totale delle attività per le banche significative e dal 17,1 al 15,4 per quelle meno significative. In ottobre l'indicatore è lievemente aumentato, al 13,3 e al 15,5 per cento per le banche significative e per quelle meno significative, rispettivamente.

Nel mese di giugno l'indice medio di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*, LCR) era diminuito al 159 per cento (tav. 2.3), un livello comunque ampiamente superiore al minimo regolamentare del 100 per cento. Secondo nostre simulazioni, che utilizzano i rendimenti dei titoli e

Tavola 2.3

Indicatore di copertura della liquidità delle banche italiane (valori percentuali)			
VOCI	Indicatore (31 dicembre 2017)	Indicatore (30 giugno 2018)	Attività di 1° livello in rapporto al totale buffer (1) (30 giugno 2018)
Primi 5 gruppi (2)	160	144	94
Altre banche significative (2)	137	153	97
Banche meno significative (3)	247	232	100
Totale sistema	171	159	96

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

(1) Regolamento delegato UE/2015/61, art. 10. – (2) Banche vigilate direttamente dalla BCE. Il dato include solo gli intermediari in essere a entrambe le date. – (3) Banche vigilate dalla Banca d'Italia in collaborazione con la BCE.

¹⁰ L'aumento dei rendimenti delle obbligazioni emesse dalle banche spagnole registrato alla fine di ottobre sarebbe riconducibile a una sentenza della Corte suprema spagnola che ha richiesto agli intermediari di fare fronte al pagamento degli oneri fiscali amministrativi derivati dalla concessione di mutui, precedentemente a carico dei clienti.

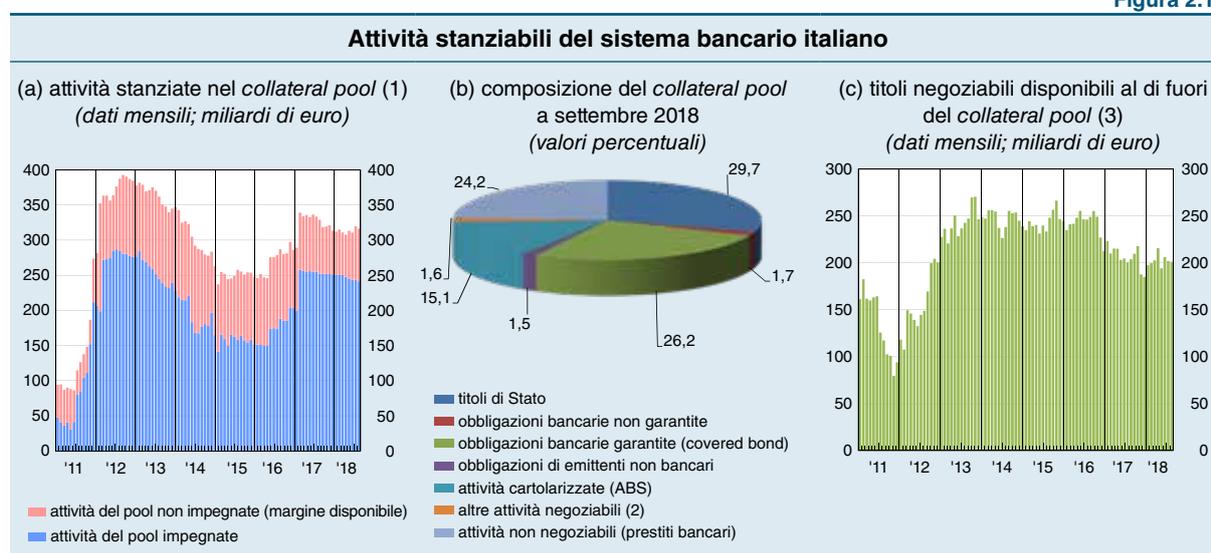
¹¹ La posizione netta di liquidità è data dalla differenza tra i flussi di cassa attesi sull'orizzonte temporale a 30 giorni e le riserve di attività non impegnate e stanziabili ai fini di rifinanziamento presso l'Eurosistema (*counterbalancing capacity*) in percentuale del totale delle attività.

i dati sull'LCR registrati alla fine di giugno, un aumento di 100 punti base dell'intera curva dei tassi sui titoli di Stato ridurrebbe l'LCR medio al 133 per cento. L'indicatore diminuirebbe dal 145 al 120 per cento per le banche significative e dal 232 al 203 per quelle meno significative.

L'ammontare del rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia si mantiene stabile, intorno a 240 miliardi. A partire da giugno del 2020 cominceranno a giungere a scadenza le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2), che costituiscono la quasi totalità del rifinanziamento in essere. Nei mesi di giugno e settembre le banche hanno avuto la possibilità di effettuare i primi rimborsi anticipati di tali operazioni; le restituzioni sono state contenute, in linea con quelle effettuate nel resto dell'area dell'euro. La BCE ha annunciato che manterrà condizioni di liquidità distese per lungo tempo; le operazioni di rifinanziamento principali e quelle a più lungo termine con scadenza a tre mesi continueranno a essere condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti (*fixed rate full allotment*) finché necessario, e almeno sino alla fine del prossimo anno.

Tra la fine di aprile e la fine di settembre le banche italiane hanno aumentato del 2 per cento le attività utilizzabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema depositate presso la Banca d'Italia (*collateral pool*), a 316 miliardi (fig. 2.17.a). Il calo dei corsi dei titoli di Stato ha determinato una riduzione del loro peso nel *collateral pool* (dal 35 al 30 per cento; fig. 2.17.b). In caso di ulteriori revisioni al ribasso del merito di credito da parte delle agenzie di rating riconosciute dall'Eurosistema¹² non si avrebbero conseguenze in termini di maggiori scarti di garanzia (*haircuts*) applicati ai titoli di Stato italiani, che sono già al livello massimo. Tuttavia effetti limitati potrebbero verificarsi sui titoli di emittenti bancari e societari italiani, il cui rating viene generalmente riesaminato in caso di revisione di quello sovrano. Solo nell'ipotesi in cui tutti i rating formulati dalle agenzie riconosciute scendessero al di sotto del livello *investment grade* i titoli

Figura 2.17



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

(1) Dati di fine periodo riferiti alle controparti di politica monetaria della Banca d'Italia. L'ammontare delle attività impegnate presso l'Eurosistema comprende la parte a copertura degli interessi maturati e del rifinanziamento in dollari. Il *collateral pool* è valutato ai prezzi rilevati dal Common Eurosystem Pricing Hub, al netto degli *haircuts*. – (2) La categoria include anche i titoli di Amministrazioni locali e regionali e le obbligazioni bancarie con garanzia dello Stato. – (3) Dati di fine periodo riferiti all'intero sistema bancario, escluse la Cassa depositi e prestiti spa e Poste Italiane spa. Sono considerati negoziabili i titoli stanziabili presso l'Eurosistema. Gli importi sono espressi al valore di mercato segnalato dalle banche, al netto degli *haircuts* applicati dall'Eurosistema.

¹² Le agenzie di rating internazionali riconosciute dall'Eurosistema sono Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings e DBRS.

di Stato potrebbero non essere più stanziabili (cfr. il riquadro: *Gli effetti di variazioni del rating dei titoli di Stato italiani* del capitolo 1).

Le riserve di attività non impegnate e stanziabili presso l'Eurosistema sono rimaste pressoché invariate, a 200 miliardi in settembre (fig. 2.17.c). Gli acquisti netti di titoli di Stato effettuati nel periodo hanno compensato il calo di valore dei titoli stessi. Il maggior ricorso al mercato dei pronti contro termine (cfr. il par. 2.1) si è tradotto in un aumento dell'incidenza delle attività impegnate a garanzia sul totale delle attività (*asset encumbrance*). Tra marzo e giugno, ultimo dato disponibile, per le banche significative tale quota è passata dal 29 al 32 per cento.

I rischi di mercato e di tasso di interesse

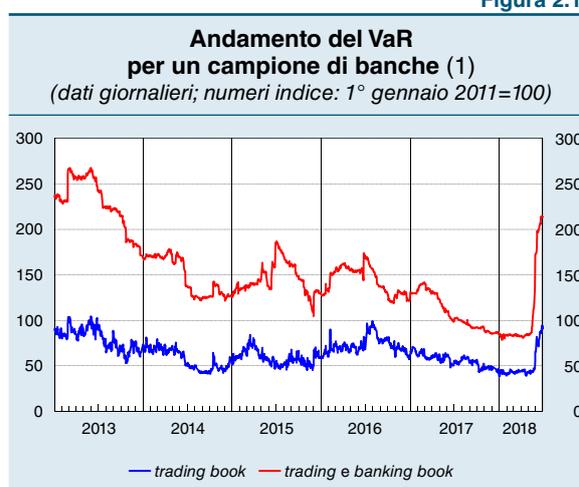
Le tensioni registrate sul mercato dei titoli sovrani italiani hanno determinato un forte incremento del rischio di mercato. Dalla fine di maggio è cresciuto significativamente il *Value at Risk* (VaR) relativo ai portafogli dei cinque intermediari che utilizzano modelli interni a fini prudenziali per la quantificazione dei rischi di mercato (fig. 2.18). Il peggioramento ha riguardato tutte le banche del campione.

È in aumento anche l'esposizione delle banche italiane al rischio di tasso di interesse, misurata dalla variazione del valore netto del bilancio¹³ che può derivare da spostamenti della curva dei rendimenti privi di rischio. Con riferimento alla situazione di giugno, per i gruppi bancari significativi un rialzo di 200 punti base dei tassi privi di rischio determinerebbe una diminuzione media dell'1 per cento del valore economico dei fondi propri (a dicembre dello scorso anno si sarebbe invece registrato un rialzo del 2,9 per cento); la variazione netta del bilancio sarebbe negativa per sei intermediari (uno solo a dicembre dello scorso anno). Il peggioramento rispetto alla fine del 2017 riguarda la quasi totalità del campione ed è dovuto a un incremento della durata finanziaria media degli attivi, in parte riconducibile agli ingenti acquisti di titoli di Stato con scadenze oltre i cinque anni effettuati nei mesi di maggio e giugno.

Il patrimonio e la redditività

Al 30 giugno 2018 il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per i rischi (*common equity tier 1 ratio*, *CET1 ratio*) era pari al 13,2 per cento, più basso di circa 60 punti base rispetto alla fine del 2017. Nel secondo trimestre dell'anno l'impatto della riduzione dei corsi dei titoli di Stato sul *CET1 ratio* – approssimabile con la contrazione registrata tra marzo e giugno dalla riserva patrimoniale costituita dalle variazioni di valore dei titoli di debito valutati al *fair value* – è stato pari a circa 40 punti base (30 per le banche significative, 75 per quelle meno significative). Per le banche significative ha contribuito alla

Figura 2.18



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

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

¹³ Il valore netto del bilancio è dato dalla differenza tra il valore delle attività e quello delle passività del *banking book*.

riduzione del *CET1 ratio* (dal 13,3 al 12,7 per cento) anche il passaggio al principio contabile IFRS 9, avvenuto il 1° gennaio 2018; tale effetto è dovuto alla scelta di alcuni intermediari di non avvalersi della possibilità di diluire in cinque anni, a fini prudenziali, l'impatto negativo delle nuove regole contabili¹⁴. Per le banche meno significative la diminuzione del *CET1 ratio* (dal 16,9 al 16,2 per cento) è spiegata quasi esclusivamente dal calo dei corsi dei titoli di Stato. Nostre simulazioni mostrano che la variazione del patrimonio in seguito a cambiamenti dei prezzi di questi titoli è più ampia per le banche meno significative, che detengono in portafoglio una quota maggiore di obbligazioni pubbliche (cfr. il riquadro: *Le implicazioni per l'economia italiana dell'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato* del capitolo 1).

Il divario tra il grado di patrimonializzazione delle principali banche europee e quello medio delle banche significative italiane, che si era ridotto di oltre un punto percentuale nel corso del 2017, si è ampliato di 30 punti base, a 180 punti. Il rapporto di leva finanziaria (*leverage ratio*), che misura l'adeguatezza del capitale rispetto alle attività non ponderate per il rischio, rimane invece più favorevole per gli intermediari nazionali (5,7 per cento, contro 5,3 della media europea). In base ai risultati degli stress test europei coordinati dall'EBA e pubblicati all'inizio di novembre, le banche italiane incluse nel campione sarebbero in grado di assorbire le perdite che si determinerebbero in un ipotetico scenario avverso, con un impatto medio in linea con quello osservato per le banche europee (cfr. il riquadro: *I risultati degli stress test europei*).

I RISULTATI DEGLI STRESS TEST EUROPEI

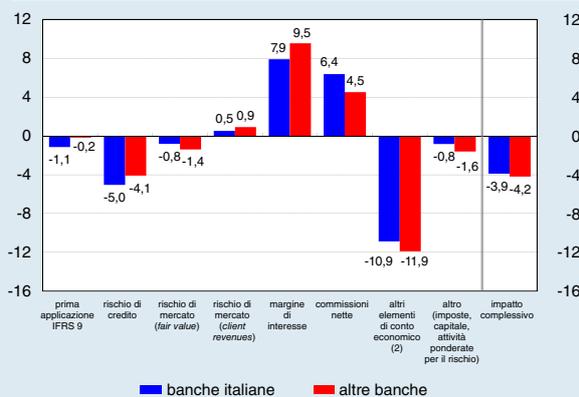
Lo scorso 2 novembre l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) ha pubblicato i risultati dello stress test sui 48 maggiori gruppi bancari europei, tra i quali rientrano UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e UBI Banca¹. L'esercizio, svolto con cadenza biennale, è condotto in collaborazione con la Banca centrale europea e le autorità di vigilanza nazionali.

Per le banche italiane nello scenario avverso il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*common equity tier 1 ratio*, *CET1 ratio*) a regime (*fully loaded*) si ridurrebbe in media di 3,9 punti percentuali al termine dei tre anni considerati (2018-2020), un valore di poco inferiore a quello osservato per le altre banche europee (figura). Gli impatti per le singole banche italiane sarebbero compresi tra il 3,2 e il 5,3 per cento (tra lo 0,8 e l'8,5 per le altre banche del campione).

¹ Per una sintesi dei risultati dello stress test, cfr. sul sito dell'EBA: [2018 EU-wide stress test results](#).

Figura

Impatto complessivo sul capitale nello scenario avverso: *CET1 ratio* a regime (1) (punti percentuali)



Fonte: EBA.

(1) Le banche italiane appartenenti al campione sono UniCredit spa, Intesa Sanpaolo spa, UBI Banca spa, Banco BPM spa. Il confronto con le banche europee prende in considerazione le altre 44 banche dell'Unione europea che hanno partecipato all'esercizio. - (2) Include costi operativi, dividendi da partecipazioni e altri ricavi operativi.

¹⁴ Il regime transitorio introdotto dall'art. 473-bis del regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR) consente di dedurre dal CET1 solo una quota, crescente nel tempo, delle extra rettifiche di valore su crediti rilevate con la prima applicazione dell'IFRS 9. Per il 2018 tale quota è pari al 5 per cento; per i quattro anni successivi è pari rispettivamente al 15, al 30, al 50 e al 75 per cento. In assenza del regime transitorio il *CET1 ratio* delle banche significative sarebbe inferiore di circa 70 punti base. Per una descrizione delle novità introdotte dall'IFRS 9, cfr. il riquadro: *L'impatto del nuovo principio contabile IFRS 9*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2017.

Le quattro banche italiane sono più esposte alle perdite da rischio di credito, dato il loro orientamento verso la tradizionale attività di intermediazione; la riduzione dei tassi di deterioramento del credito e la diminuzione dello stock di prestiti deteriorati (*non performing loans*, NPL) degli ultimi anni hanno tuttavia attenuato l'impatto prodotto dallo scenario avverso. L'incremento del tasso di copertura degli NPL osservato in occasione della prima applicazione dell'IFRS 9 ha inoltre consentito di creare riserve utilizzate per assorbire le perdite da rischio di credito previste nell'orizzonte temporale della prova di stress.

Le perdite sugli strumenti finanziari valutati al *fair value*, inclusi i titoli di Stato², e il contributo positivo dei ricavi connessi con l'attività di trading con la clientela (*client revenues*) sono risultati inferiori rispetto alle banche europee. La minore esposizione a tali fattori – che nella metodologia dell'EBA sono rappresentativi dei rischi di mercato in quanto potenzialmente caratterizzati da un'elevata volatilità – appare come un elemento di solidità delle banche italiane.

² Sui rendimenti dei titoli di Stato dei diversi paesi europei sono stati applicati shock diversificati. Per i titoli di Stato italiani, in particolare, il rendimento ipotizzato per il 2018 nello scenario avverso era del 3,3 per cento. Inoltre agli strumenti finanziari complessi e meno liquidi (di livello 2 e 3), per la cui valutazione le banche ricorrono a modelli interni, sono stati applicati shock che tengono conto anche dell'incertezza valutativa. La minore esposizione a tali strumenti ha contribuito a contenere l'impatto complessivo dei rischi di mercato per le banche italiane. Per una valutazione della sensitività del *CET1 ratio* delle banche italiane alle variazioni dei rendimenti dei titoli di Stato, cfr. il riquadro: *Le implicazioni per l'economia italiana dell'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato* del capitolo 1.

Nel primo semestre del 2018 la redditività degli intermediari italiani è migliorata, principalmente grazie ai minori accantonamenti per rettifiche su crediti (fig. 2.19)¹⁵. Rispetto al primo semestre del 2017 il margine di intermediazione è aumentato dell'1,5 per cento, beneficiando della crescita delle commissioni legate alla gestione e all'amministrazione del risparmio (3,1 per cento) e della ripresa del margine di interesse (2,9 per cento).

I costi del personale sono diminuiti (-2,6 per cento); tale flessione è stata in gran parte compensata dall'aumento delle altre spese amministrative, soprattutto di quelle connesse con i contributi addizionali al Fondo nazionale di risoluzione¹⁶ e, in misura minore, con la crescita delle spese di natura informatica. Nel complesso i costi operativi si sono ridotti dello 0,7 per cento e la loro incidenza sul margine di intermediazione è diminuita di 1,4 punti percentuali, al 65,7 per cento.

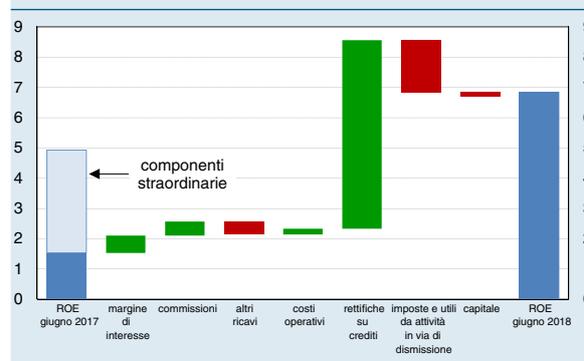
Le rettifiche su crediti sono scese del 56 per cento. Nei primi sei mesi del 2018 il costo medio del rischio – misurato dal rapporto tra rettifiche e ammontare medio dei crediti del semestre – è stato dello 0,6 per cento su base annua, il livello più basso dell'ultimo decennio.

¹⁵ Ai fini di comparabilità il perimetro del gruppo Intesa Sanpaolo nel primo semestre del 2017 è stato ricostruito per tenere conto degli effetti economici dell'acquisizione di Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca.

¹⁶ In linea con il vigente quadro regolamentare, i contributi addizionali sono stati chiesti per finanziare ulteriori oneri connessi con gli interventi di risoluzione effettuati dal Fondo nel 2015.

Figura 2.19

Scomposizione della variazione del ROE tra il 1° semestre del 2017 e il 1° semestre del 2018 (1)
(punti percentuali)



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

(1) Le variazioni sono riportate in rapporto al capitale proprio e alle riserve e contribuiscono positivamente (barra in verde) o negativamente (barra in rosso) al ROE di partenza del 1° semestre del 2017, determinando il valore finale del ROE nel 1° semestre del 2018. I dati includono le filiazioni di banche estere. I dati del 2018 sono provvisori.

Rispetto allo stesso periodo dello scorso anno il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) è salito dall'1,5 al 6,8 per cento, al netto dei proventi di natura straordinaria. Il ROE è cresciuto dall'1,5 al 7,1 per cento per le banche significative, dallo 0,2 al 5,9 per cento per quelle meno significative.

L'evoluzione della redditività del sistema bancario è legata alle prospettive di crescita economica del Paese e alla prosecuzione del miglioramento della qualità del credito. Un contributo alla riduzione dei costi operativi potrebbe derivare dal completamento dei piani di riorganizzazione delle banche avviati negli scorsi anni, volti a migliorare l'efficienza aziendale mediante la riduzione delle compagini societarie e del numero delle filiali. Il permanere delle tensioni sui corsi dei titoli di Stato potrebbe frenare il recupero della redditività, attraverso l'aumento del costo della raccolta (cfr. il riquadro: *Le implicazioni per l'economia italiana dell'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato* del capitolo 1).

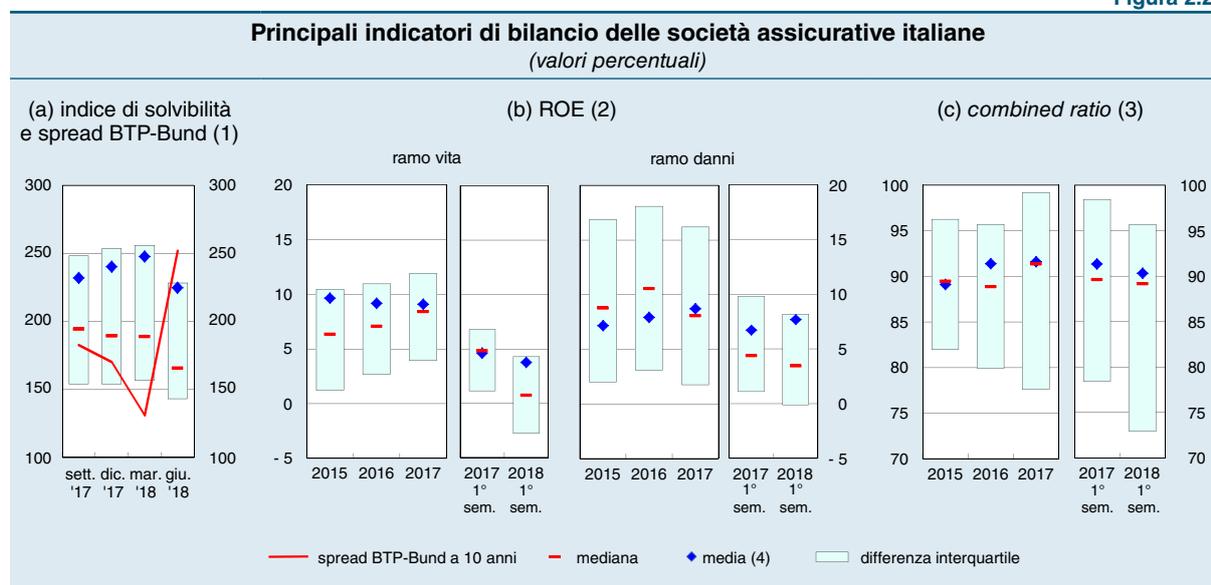
2.3 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Le assicurazioni

Il settore assicurativo italiano è particolarmente esposto al rischio sovrano, in ragione degli investimenti necessari a coprire gli impegni presi con la clientela e dell'alta quota di titoli di Stato nel portafoglio, che rappresentano circa un terzo del totale dell'attivo. Inoltre, le regole prudenziali richiedono di calcolare la posizione patrimoniale sulla base di un bilancio le cui poste sono valutate ai prezzi di mercato.

Nel secondo trimestre dell'anno il riemergere delle tensioni sul debito sovrano del nostro paese ha determinato un calo del 2,3 per cento del valore di mercato complessivo degli attivi delle compagnie e una flessione di 23 punti percentuali degli indici di solvibilità medi, scesi al 225 per cento (fig. 2.20.a). La diminuzione è stata di entità più limitata per le società il cui portafoglio di investimento è maggiormente diversificato. La

Figura 2.20



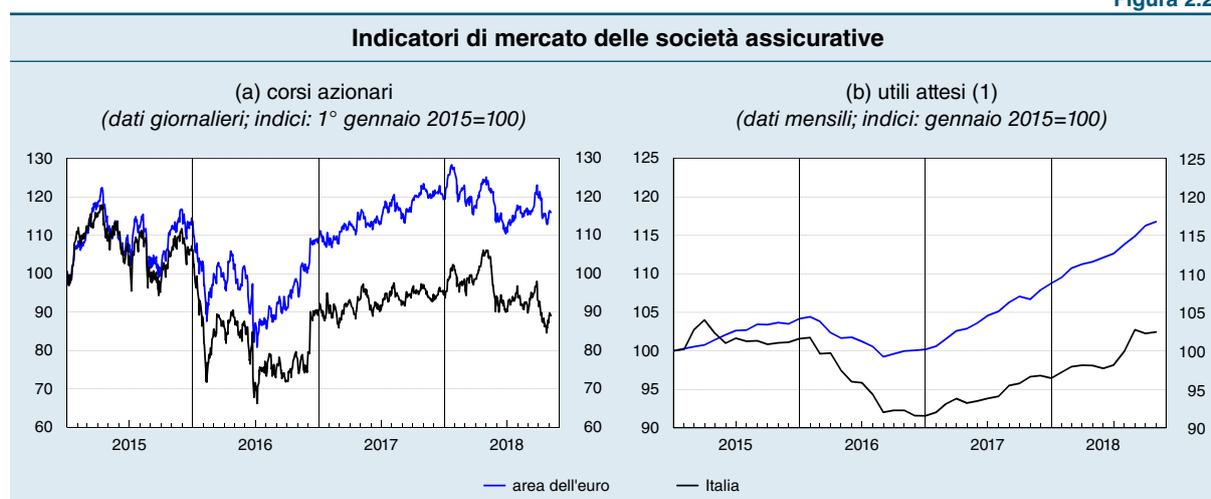
Fonte: Ivass.

(1) L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale stabilito dalla normativa Solvency II. I dati provengono dalle segnalazioni trimestrali di vigilanza Solvency II (*Quantitative reporting template*). Lo spread BTP-Bund è espresso in punti base e si riferisce alla fine di ciascun periodo. – (2) Rendimento del capitale e delle riserve. I dati dei semestri non sono annualizzati. I dati semestrali del ROE sono basati su un campione che include le principali compagnie italiane. – (3) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (4) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

riduzione degli indici di solvibilità è stata attenuata in misura molto contenuta dall'aggiustamento per la volatilità (*volatility adjustment*), una misura prevista dalla normativa Solvency II per ridurre gli effetti delle variazioni dei prezzi di mercato delle attività sulla posizione patrimoniale delle compagnie (cfr. il riquadro: *L'impatto delle misure di garanzia a lungo termine previste da Solvency II*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018). Gli indici di solvibilità sono in media ben al di sopra dei minimi regolamentari; potrebbero tuttavia ridursi significativamente in caso di ulteriori flessioni delle quotazioni dei titoli pubblici (cfr. il riquadro: *Le implicazioni per l'economia italiana dell'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato* del capitolo 1).

Il calo del valore dei titoli di Stato ha inciso negativamente anche sul rendimento del capitale e delle riserve (ROE) delle principali compagnie del ramo vita, sceso nel primo semestre dell'anno al 3,8 per

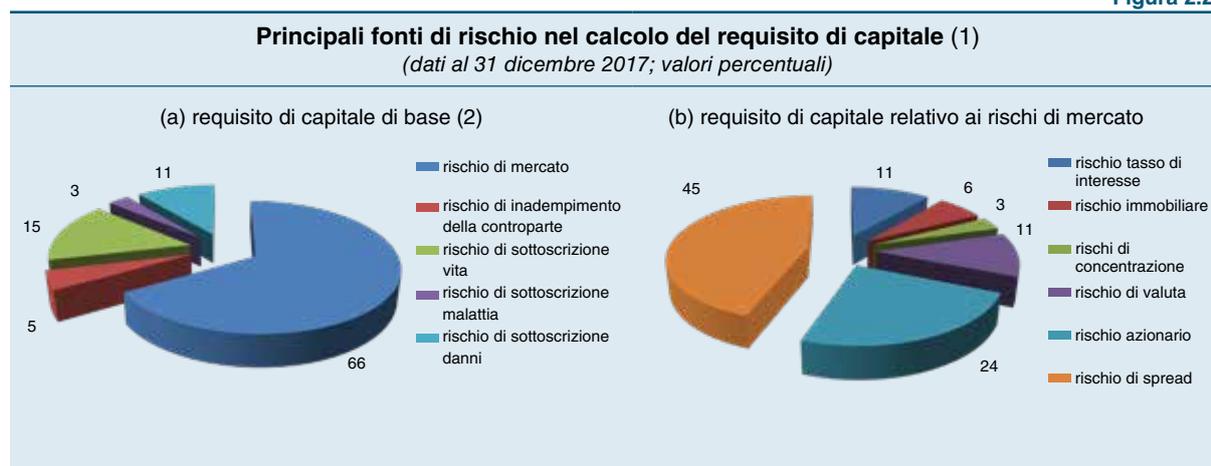
Figura 2.21



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

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

Figura 2.22



Fonte: Ivass.

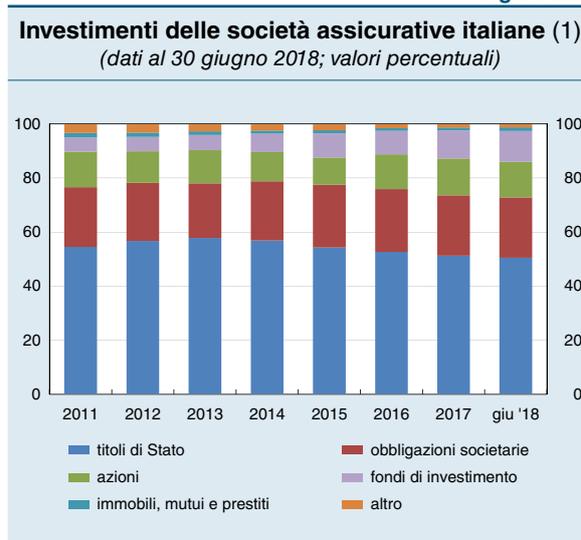
(1) I dati si riferiscono alle sole imprese che calcolano il requisito patrimoniale di solvibilità (*solvency capital requirement, SCR*) attraverso la formula standard (84 imprese che rappresentano il 58 per cento del totale degli attivi). Il metodo standard per il rischio di spread non prevede requisiti di capitale per le esposizioni verso uno Stato europeo espresse e finanziate nella valuta nazionale. – (2) Il requisito patrimoniale di solvibilità di base (*basic solvency capital requirement, BSCR*) è calcolato aggregando i moduli di rischio di mercato, rischio di controparte e rischi di sottoscrizione vita, danni e malattia. Il valore finale dell'SCR è determinato aggiungendo al BSCR anche una componente relativa al rischio operativo e considerando la capacità di assorbimento delle perdite da parte delle riserve tecniche e delle imposte differite.

cento (4,6 nella prima parte del 2017; fig. 2.20.b). La redditività del ramo danni continua invece a crescere, in seguito al miglioramento generalizzato del rapporto tra oneri e spese di gestione e i premi di competenza (*combined ratio*; fig. 2.20.c). La raccolta premi rimane stabile nel comparto danni, mentre è in crescita in quello vita; nei primi sei mesi dell'anno ha registrato un incremento del 6 per cento rispetto allo stesso periodo del 2017, grazie alla crescita delle polizze rivalutabili e dei prodotti *unit-linked*. I rischi connessi con le svalutazioni degli attivi si sono riflessi sugli utili attesi dagli analisti e sulle quotazioni azionarie delle principali compagnie: dall'inizio di maggio i corsi sono mediamente scesi del 15 per cento, contro il 4 del complesso dell'area dell'euro (fig. 2.21).

In linea con i principali paesi europei, per le compagnie italiane si confermano prevalenti i rischi derivanti dall'attività di investimento (fig. 2.22.a). A fronte della quota significativa di titoli di debito privati negli attivi delle compagnie (fig. 2.23), il rischio relativo all'ampliamento del differenziale tra i rendimenti obbligazionari e i tassi privi di rischio è il più rilevante¹⁷ e nel 2017 ha assorbito il 45 per cento del requisito patrimoniale per i rischi di mercato (fig. 2.22.b).

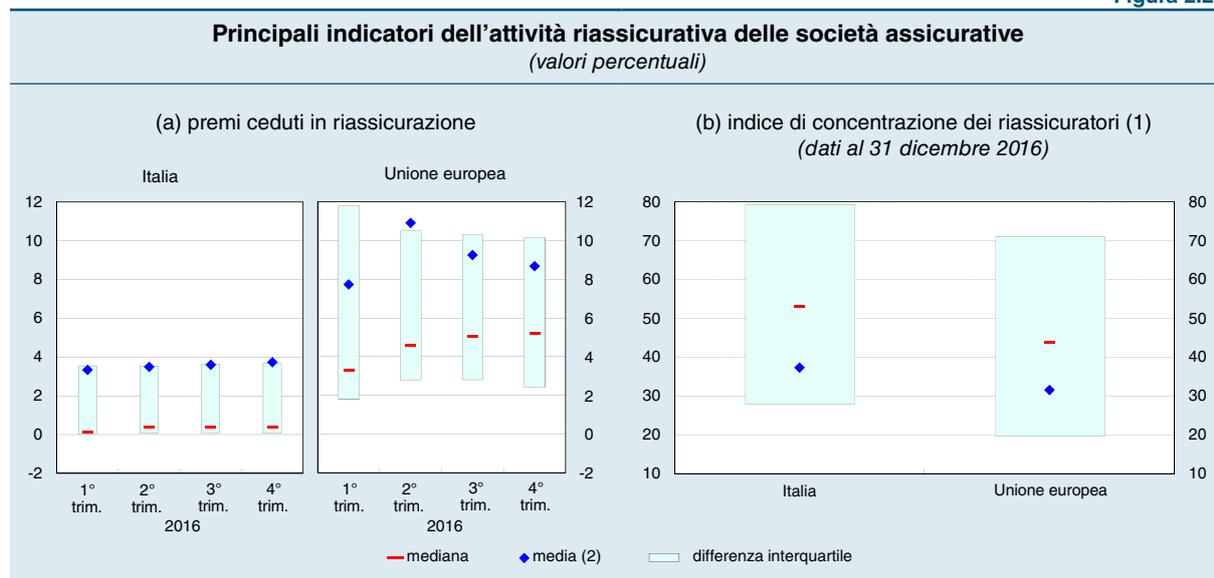
La quota dei premi annui ceduti dalle società italiane alle compagnie di riassicurazione è pari ad appena il 3,3 per cento, contro una media dell'8,7 nell'Unione europea (fig. 2.24.a). I contratti di riassicurazione sono concentrati su un numero

Figura 2.23



Fonte: Ivass.
(1) Investimenti di classe C, i cui rischi sono sopportati dalle compagnie di assicurazione.

Figura 2.24



Fonte: Ivass ed EIOPA.

(1) Indice di Herfindahl-Hirschman, utilizzato nei Risk Dashboard elaborati dall'Ivass e dall'EIOPA per valutare se la riassicurazione è troppo concentrata su pochi riassicuratori. - (2) Media ponderata con peso pari all'ammontare dei premi lordi contabilizzati.

¹⁷ La regolamentazione prudenziale prevede un trattamento particolare per le esposizioni sovrane (cfr. la nota 1 della tavola 2.22).

ridotto di controparti¹⁸ (fig. 2.24.b), prevalentemente con elevato merito di credito (AA e A). Il contenuto ricorso alla riassicurazione da parte delle compagnie italiane è connesso con la minore esposizione di queste ultime ai rischi derivanti da catastrofi, che tipicamente vengono ceduti ai riassicuratori.

A differenza del settore bancario, quello assicurativo non dispone ancora a livello europeo di un quadro normativo organico per l'applicazione di misure macroprudenziali. L'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) e il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) hanno recentemente elaborato proposte, largamente convergenti, su possibili strumenti di intervento macroprudenziali ed eventuali sistemi di risanamento e risoluzione armonizzati (cfr. il riquadro: *Le proposte sulle misure macroprudenziali nel settore assicurativo*).

LE PROPOSTE SULLE MISURE MACROPRUDENZIALI NEL SETTORE ASSICURATIVO

Nei mesi scorsi l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) e il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) hanno elaborato alcuni rapporti¹ che esaminano le fonti di rischio sistemico per il settore, esplorano gli strumenti di mitigazione e prevenzione previsti nella normativa vigente² ed elaborano proposte per la definizione di un quadro macroprudenziale europeo. Tali rapporti analizzano possibili strumenti e poteri di intervento specifici per la gestione dei rischi sistemici e, più in generale, suggeriscono che le compagnie predispongano piani per la gestione di questi rischi.

Per valutare l'adeguatezza del livello di patrimonializzazione del settore e il suo grado di interconnessione con altre parti del sistema finanziario vengono presi in considerazione indicatori di leva finanziaria (misurata dal capitale proprio in rapporto al totale delle attività) e indicatori del valore delle passività non assicurative in rapporto al capitale proprio³. Tra i poteri di intervento su aspetti regolamentari che meritano ulteriore attenzione vi è la definizione di eventuali requisiti di capitale aggiuntivi a fronte di: (a) rischi associati alla rilevanza sistemica delle compagnie (in analogia con quanto richiesto per le banche a rilevanza sistemica nazionale); (b) coinvolgimento della compagnia in attività non tipicamente assicurative e comunque più esposte ai rischi macroeconomici, quali la concessione di mutui e di garanzie finanziarie; (c) situazioni imprevedute che possono colpire l'intero settore assicurativo, o una sua parte significativa; (d) rischi ciclici, tra cui il rischio di tasso di interesse e il rischio di spread, per i quali è suggerito anche l'utilizzo di una riserva di capitale discrezionale attivabile dalle autorità.

¹ EIOPA, *Systemic risk and macroprudential policy in insurance*, 2018; EIOPA, *Solvency II tools with macroprudential impact*, 2018; EIOPA, *Other potential macroprudential tools and measures to enhance the current framework*, 2018; il rapporto dell'ESRB è di prossima pubblicazione.

² Solvency II prevede, oltre alle misure di garanzia a lungo termine (*long term guarantees*, LTG): (a) la possibilità per le compagnie di avvalersi di una misura transitoria per l'applicazione dei nuovi principi di calcolo delle riserve tecniche, previa autorizzazione dell'autorità competente; (b) l'estensione, in circostanze eccezionalmente avverse dichiarate dall'EIOPA, del periodo nel quale le compagnie in difficoltà sono tenute a ripristinare la situazione di solvibilità. La regolamentazione europea sui prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (*packaged retail and insurance-based investment products*, PRIIPS) ha inoltre introdotto il potere di limitare o vietare attività o prodotti nei casi di rischi rilevanti per l'ordinato funzionamento dei mercati.

³ Le misure comprendono anche il rafforzamento delle segnalazioni in materia di riserve tecniche al fine di controllare i rischi di non corretta determinazione delle passività tecniche.

¹⁸ Il 50 per cento dei premi relativi alle posizioni riassicurate è concentrato sulle otto principali compagnie di riassicurazione europee ed extraeuropee.

I rapporti valutano anche l'introduzione di specifici indicatori e strumenti per la gestione del rischio di liquidità, quali esercizi di stress test e requisiti quantitativi. Una delle misure di intervento proposte per fronteggiare questa tipologia di rischio è la sospensione temporanea del diritto di riscatto delle polizze. Riguardo ai rischi dell'attivo si analizzano limiti non vincolanti alla concentrazione degli investimenti, con soglie definite dalle autorità nazionali.

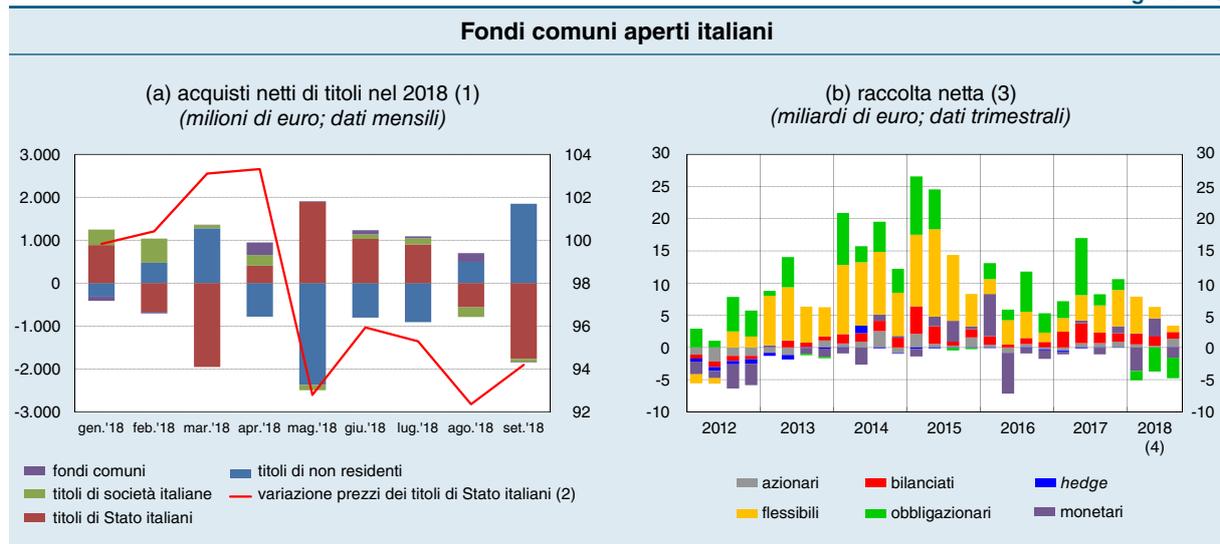
L'industria del risparmio gestito

Fino a luglio i fondi comuni italiani hanno effettuato scelte di portafoglio in controtendenza rispetto all'andamento dei prezzi dei titoli di Stato: in particolare i fondi flessibili e, in misura minore, quelli obbligazionari hanno venduto titoli pubblici italiani nel periodo precedente il forte calo dei corsi e li hanno acquistati successivamente (fig. 2.25.a). Tale dinamica è verosimilmente connessa con scelte di investimento mirate a trarre vantaggio da prezzi di mercato ritenuti temporaneamente disallineati rispetto ai fondamentali e molto volatili. Da agosto hanno prevalso le vendite.

La raccolta netta dei fondi è debole dall'inizio dell'anno. Nel secondo trimestre, in concomitanza con le tensioni sui mercati finanziari, si sono registrati deflussi di risorse dai fondi obbligazionari italiani e sottoscrizioni nette di quote di fondi negli altri comparti; nei mesi successivi i riscatti hanno riguardato anche i fondi monetari (fig. 2.25.b). Per i fondi aperti italiani il rischio che elevate richieste di rimborso possano portare a rapidi disinvestimenti dei portafogli e accentuare la volatilità dei mercati è contenuto, sia perché le attività in portafoglio hanno mediamente un elevato grado di liquidità sia per la bassa leva finanziaria dei fondi.

La raccolta netta dei fondi italiani che rispettano la normativa sui piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR), per i quali la legislazione fiscale disincentiva i rimborsi prima di determinate scadenze, è rimasta significativa (1,4 miliardi nel secondo trimestre; cfr. il riquadro: *Gli investimenti dei fondi comuni italiani conformi alla normativa sui PIR*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018).

Figura 2.25



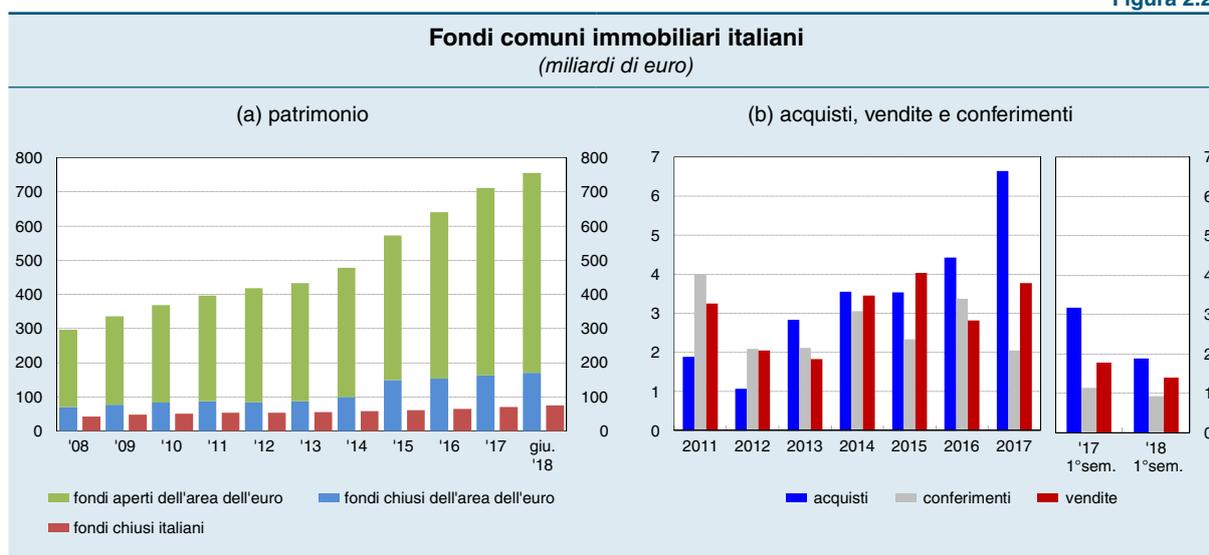
Fonte: Assogestioni, segnalazioni di vigilanza, Thomson Reuters Datastream.

(1) I dati si riferiscono ai soli fondi di diritto italiano. – (2) Indice Datastream dei titoli di Stato italiani a 10 anni; 31 dicembre 2017=100. Scala di destra. – (3) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi italiani. – (4) I dati relativi al comparto monetario per i primi due trimestri del 2016 e per il primo trimestre del 2018 riflettono alcune operazioni di ammontare elevato effettuate da investitori istituzionali.

Prosegue la crescita dei fondi di credito, introdotti nell'ordinamento alla fine del 2014; lo scorso settembre il loro patrimonio – pari a circa 3 miliardi di euro – era costituito in prevalenza da investimenti in prestiti deteriorati ceduti da banche italiane. Sono in fase di avvio anche i primi fondi di investimento a lungo termine (*European long-term investment funds*, ELTIF), che possono investire sia nel capitale di rischio sia in quello di debito delle imprese e sono commercializzabili anche tra gli investitori al dettaglio. Queste due nuove tipologie di fondi non pongono rischi per la stabilità del sistema finanziario: le loro dimensioni sono ancora molto contenute e i rischi connessi con la scarsa liquidità degli attivi sono mitigati dalla normativa prudenziale che li obbliga a costituirsi in forma chiusa e prevede limiti all'indebitamento e alla concentrazione del rischio.

L'espansione del comparto dei fondi immobiliari italiani ha rallentato (fig. 2.26.a). Il valore delle transazioni in immobili si è ridotto in misura significativa (fig. 2.26.b), anche a seguito del calo degli investimenti di operatori internazionali. A fronte dell'aumento del patrimonio dei fondi riservati a investitori professionali, continua a contrarsi il settore destinato alla clientela al dettaglio per effetto della liquidazione di alcuni fondi in scadenza e dell'assenza di nuove iniziative (cfr. il riquadro: *L'impatto del ciclo immobiliare sul settore dei fondi immobiliari in Italia*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017).

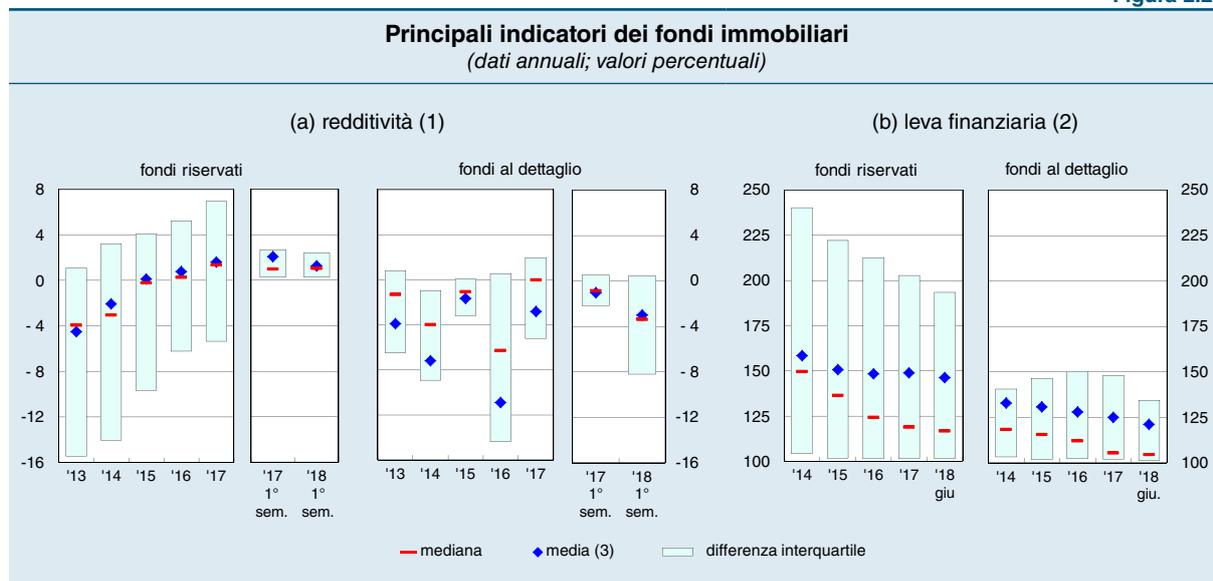
Figura 2.26



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

La redditività dei fondi al dettaglio rimane in media negativa (fig. 2.27.a), principalmente a causa delle svalutazioni degli attivi in portafoglio. Malgrado le dimensioni nel complesso limitate del segmento, i risultati economici negativi continuano a rappresentare una fonte di rischio per la reputazione delle società di gestione e degli intermediari incaricati del collocamento. Questi ultimi, in seguito alle forti perdite registrate alla scadenza da alcuni fondi, hanno assunto iniziative in favore dei sottoscrittori per consentire il recupero del capitale investito. Il comparto dei fondi riservati mostra invece risultati mediamente positivi, in virtù del fatto che tali fondi, a differenza di quelli al dettaglio, sono stati avviati in prevalenza successivamente alla fase più critica del mercato immobiliare.

Il livello di indebitamento del settore continua a ridursi, sia nel segmento dei fondi al dettaglio sia in quello dei fondi riservati (fig. 2.27.b). Con riferimento a questi ultimi, quelli con un patrimonio netto negativo rappresentano poco più del 2 per cento dell'attivo dei fondi del comparto.



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Utile o perdita nel periodo di riferimento in rapporto al patrimonio netto. I dati semestrali relativi ai fondi riservati si riferiscono a un campione dei principali fondi. – (2) Totale attivo in rapporto al patrimonio netto. – (3) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI

La Banca d'Italia ha la responsabilità di attivare nel nostro paese, in coordinamento con la Banca centrale europea (BCE), gli strumenti macroprudenziali sulle banche previsti dalle norme europee (tav. 3.1; cfr. il capitolo 8: *La tutela della stabilità finanziaria e le politiche macroprudenziali*, in *La Banca d'Italia. Funzioni e obiettivi*, 2018). Le decisioni recenti di politica macroprudenziale dell'Istituto hanno riguardato la determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) e l'identificazione dei paesi terzi¹ rilevanti per il sistema bancario italiano ai fini dell'applicazione della riserva di capitale anticiclica. Entro la fine dell'anno verranno resi pubblici i risultati degli esercizi annuali di individuazione delle istituzioni a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institutions*, G-SII) e nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) e i livelli delle relative riserve di capitale.

Tavola 3.1

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

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

Il coefficiente del CCyB è stato mantenuto allo zero per cento per l'intero 2018 (tav. 3.2), in linea con le condizioni complessivamente deboli del ciclo macrofinanziario e desumibili dall'indicatore guida, costituito dallo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito e prodotto (*credit-to-GDP gap*; cfr. il par. 1.1),

¹ Paesi non appartenenti all'Unione europea (UE).

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

DATA	Decisione	Coefficiente della riserva di capitale (valori percentuali)
22.06.2018	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il terzo trimestre del 2018	0,00
28.06.2018	Identificazione dei paesi terzi rilevanti per l'Italia	–
22.09.2018	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il quarto trimestre del 2018	0,00

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

e dagli altri indicatori ciclici²: il tasso di disoccupazione, pur riducendosi, rimane relativamente elevato; i prezzi delle abitazioni in termini reali hanno continuato a contrarsi e restano significativamente inferiori al loro livello di lungo periodo; la crescita del credito alle imprese continua a essere contenuta.

I paesi terzi identificati come rilevanti per il sistema bancario italiano ai fini dell'applicazione della riserva di capitale anticiclica sono gli stessi del 2017: Russia, Stati Uniti, Svizzera e Turchia³. I quattro paesi sono stati identificati dall'ESRB come rilevanti anche per l'intera UE e sono sottoposti al controllo dei rischi da parte dello stesso ESRB. La Banca d'Italia ha quindi deciso di non svolgere attività di sorveglianza diretta su queste economie⁴.

Come previsto dalla normativa europea, entro il 1° dicembre 2018 la Banca d'Italia pubblicherà le decisioni relative ai gruppi bancari identificati come O-SII per il 2019 e al livello delle rispettive riserve di capitale; entro la fine di quest'anno verrà diffusa anche la decisione riguardante l'individuazione e le riserve di capitale delle G-SII. Lo scorso anno l'Istituto ha identificato come appartenenti alla prima categoria i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Banca Monte dei Paschi di Siena⁵; ha incluso nella seconda il gruppo bancario UniCredit⁶ (cfr. [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), 1, 2018).

In Italia il ciclo immobiliare stenta a rafforzarsi e gli indicatori della vulnerabilità delle banche che deriva dal mercato sono su bassi livelli (cfr. il par. 1.1), la condizione finanziaria delle famiglie è solida e quella delle imprese è considerevolmente migliorata negli ultimi anni (cfr. il par. 1.2). La Banca d'Italia non ritiene quindi opportuno al momento attivare strumenti macroprudenziali volti a far fronte a rischi in questi settori. Nel corso degli ultimi mesi vari paesi della UE hanno invece adottato misure macroprudenziali per rendere più solido il sistema finanziario a fronte di segnali di rafforzamento del ciclo, tra cui la riserva di capitale anticiclica, la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico e varie misure per contrastare i rischi provenienti dal mercato immobiliare (cfr. il riquadro: [Le principali misure macroprudenziali adottate di recente nell'Unione europea](#))⁷.

² Per dettagli sui criteri di individuazione di tali indicatori, cfr. P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori e E. Sette, [A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy](#), Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015.

³ La loro individuazione è stata effettuata applicando la metodologia utilizzata dall'ESRB, che definisce paesi terzi rilevanti quelli verso i quali il sistema bancario ha esposizioni pari o superiori all'1,0 per cento del totale.

⁴ Oltre ai quattro già indicati, i paesi terzi soggetti al controllo dell'ESRB sono Brasile, Cina, Hong Kong e Singapore. L'ESRB tiene sotto osservazione e valuta periodicamente un insieme di indicatori dei rischi sistemici, tra cui il *credit-to-GDP gap*, nei paesi terzi individuati come rilevanti.

⁵ La riserva di capitale aggiuntiva per il 2018 è pari a 0,25 per cento per UniCredit, a 0,19 per cento per Intesa Sanpaolo e a 0,06 per cento per Banca Monte dei Paschi di Siena; è pari a 0,00 per il Banco BPM.

⁶ Per il 2018 il gruppo UniCredit deve detenere una riserva di capitale aggiuntiva pari allo 0,75 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio, che salirà all'1,00 per cento nel 2019. Secondo quanto stabilito dalla normativa europea, al gruppo bancario UniCredit si applicherà soltanto il maggiore tra il requisito per le G-SII e quello per le O-SII.

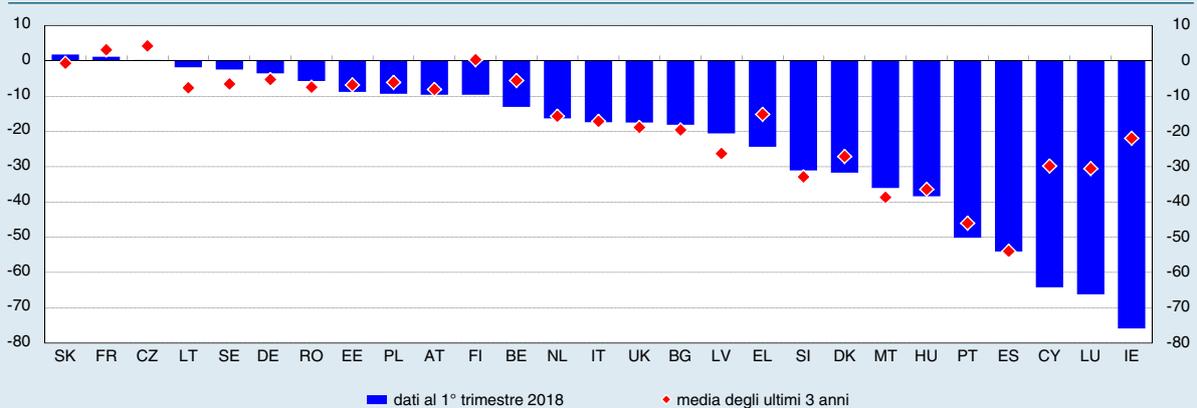
⁷ Per dettagli sulle singole misure, cfr. sul sito dell'ESRB la tavola: [National measures of macroprudential interest in the EU/EEA](#).

LE PRINCIPALI MISURE MACROPRUDENZIALI ADOTTATE DI RECENTE NELL'UNIONE EUROPEA

La riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer, CCyB*). – Lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito e prodotto (*credit-to-GDP gap*) resta negativo per gran parte degli Stati dell'Unione europea (UE; figura). Aumenta tuttavia il numero di paesi in cui il consolidarsi dei segnali di rafforzamento del ciclo finanziario ha indotto le autorità macroprudenziali ad annunciare l'attivazione della riserva di capitale anticiclica o l'incremento del suo coefficiente (tavola).

Figura

Credit-to-GDP gap nei paesi della UE (1)
(punti percentuali)



Fonte: ESRB e BCE, Statistical Data Warehouse.

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

Tavola

Riserva di capitale anticiclica nei paesi della UE

PAESE	Coefficiente della riserva applicabile (valori percentuali)	Decorrenza	Coefficiente della riserva annunciato (valori percentuali)	Decorrenza
Austria, Belgio, Cipro, Croazia, Estonia, Finlandia, Germania, Grecia, Italia , Lettonia, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Romania, Slovenia, Spagna, Ungheria	0,00	1.1.2016	–	–
Bulgaria	0,00	1.1.2016	0,50	1.10.2019
Danimarca	0,00	1.1.2016	0,50 1,00	31.3.2019 30.9.2019
Francia	0,00	1.1.2016	0,25	1.7.2019
Irlanda	0,00	1.1.2016	1,00	5.7.2019
Lituania	0,00	1.1.2016	0,50 1,00	31.12.2018 30.6.2019
Regno Unito	0,50	27.6.2018	1,00	28.11.2018
Repubblica Ceca	1,00	1.7.2018	1,25 1,50	1.1.2019 1.7.2019
Slovacchia	1,25	1.8.2018	1,50	1.8.2019
Svezia	2,00	19.3.2017	2,50	19.9.2019

Fonte: ESRB.

La riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (systemic risk buffer, SyRB). – La riserva è finalizzata a prevenire e a mitigare i rischi sistemici connessi con vulnerabilità specifiche del sistema finanziario nazionale¹. Nel 2018 è stata attivata in Finlandia e in Romania. Nel primo paese è utilizzata per contrastare i rischi derivanti dall'elevata concentrazione del sistema bancario e dal suo sovradimensionamento rispetto all'economia del paese. In Romania l'SyRB è stato introdotto per rafforzare i bilanci delle banche, a fronte del rischio di un aumento della consistenza di crediti deteriorati. In Ungheria la riserva è stata invece ridotta in seguito alla diminuzione dell'incidenza dei crediti deteriorati delle banche alle quali era stata applicata².

Le misure per far fronte ai rischi del mercato immobiliare. – In Portogallo sono stati introdotti diversi limiti riguardanti la concessione di mutui bancari al settore immobiliare: al valore dei prestiti in rapporto alle garanzie sottostanti (*loan-to-value ratio*, LTV), al valore delle rate in rapporto al reddito del debitore (*debt service-to-income ratio*, DSTI), alla durata dei nuovi prestiti. Nella Repubblica Ceca sono stati introdotti limiti al DSTI e al valore del debito in rapporto al reddito del debitore (*debt-to-income ratio*, DTI). In Slovacchia sono stati resi più stringenti i limiti all'LTV e al DTI.

¹ Per l'SyRB è previsto un valore minimo (1 per cento), ma non un valore massimo.

² In Finlandia l'SyRB verrà applicato dal 1° luglio 2019 e sarà pari all'1 per cento per tutte le istituzioni creditizie autorizzate eccetto tre grandi banche, per le quali la riserva sarà più alta. In Romania l'SyRB è applicato dal 30 giugno 2018 a 23 banche con valori pari all'1 o al 2 per cento. In Ungheria, dove era applicato a due banche con valori dell'1,5 e del 2 per cento, dal 1° luglio 2018 è stato portato rispettivamente a zero e all'1 per cento.

L'utilizzo di un approccio macroprudenziale alla supervisione è relativamente recente e non si è ancora giunti a una valutazione compiuta sull'efficacia dei suoi strumenti. Secondo vari studi tuttavia le misure macroprudenziali adottate starebbero conseguendo gli obiettivi prefissati – quali il rafforzamento dei bilanci degli intermediari e l'attenuazione delle fluttuazioni del ciclo finanziario – anche se gli effetti positivi possono essere in parte attenuati da altri fattori, come un aumento dei finanziamenti erogati da intermediari non bancari o esteri⁸. In alcuni casi la limitata efficacia degli interventi sarebbe riconducibile a una non adeguata calibrazione degli strumenti piuttosto che al loro disegno. Queste conclusioni sembrano essere confermate dalle analisi svolte sugli effetti delle misure adottate in alcuni paesi europei per il settore immobiliare (cfr. il riquadro: *L'efficacia delle misure macroprudenziali adottate in alcuni paesi europei per il settore immobiliare: prime evidenze*).

L'EFFICACIA DELLE MISURE MACROPRUDENZIALI ADOTTATE IN ALCUNI PAESI EUROPEI PER IL SETTORE IMMOBILIARE: PRIME EVIDENZE

L'evidenza empirica sull'efficacia delle misure macroprudenziali in Europa è limitata ad alcuni paesi e focalizzata principalmente sugli strumenti utilizzati per contrastare i rischi posti dal settore immobiliare.

In Irlanda i limiti al valore dei prestiti in rapporto alle garanzie sottostanti (*loan-to-value ratio*, LTV) e al reddito del debitore (*loan-to-income ratio*, LTI) avrebbero contribuito ad assicurare una maggiore solidità delle banche e dei debitori e a contenere la prociclicità tra il credito al

⁸ E. Cerutti, S. Claessens e L. Laeven, *The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence*, "Journal of Financial Stability", 28, 2017, pp. 203-224; O. Akinci e J. Olmstead-Rumsey, *How effective are macroprudential policies? An empirical investigation*, "Journal of Financial Intermediation", 33, 2018, pp. 33-57.

settore immobiliare residenziale e i prezzi delle abitazioni¹. Le misure sembrerebbero tuttavia avere indotto le banche più colpite ad aumentare il credito alle famiglie e alle imprese più rischiose e gli investimenti in titoli a più alto rendimento².

Sulla base delle analisi svolte dalla Banca d'Inghilterra, le misure macroprudenziali introdotte nel 2014 nel Regno Unito – un limite all'LTI per i nuovi mutui e la verifica da parte delle banche della capacità del debitore di far fronte al servizio del debito in caso di un rialzo dei tassi di interesse – avrebbero contribuito a evitare un marcato allentamento delle condizioni di concessione dei prestiti e una crescita eccessiva del numero delle famiglie altamente indebitate³.

In Svizzera l'attivazione nel 2013 di una riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) settoriale, circoscritta cioè alle esposizioni verso il mercato immobiliare residenziale, avrebbe contribuito ad aumentare i tassi sui prestiti erogati sia dalle banche con un livello di capitale vicino ai minimi regolamentari sia da quelle specializzate nel credito immobiliare; per queste ultime si sarebbe anche registrata una riduzione della crescita dei mutui. Gli effetti della misura sarebbero stati contenuti, anche per il valore relativamente basso della riserva⁴. Tenendo conto di tutti gli interventi macroprudenziali adottati tra il 2012 e il 2014⁵ le misure sarebbero state invece nel loro insieme efficaci⁶.

Anche in Belgio la risposta delle banche a una misura che ha previsto l'aumento delle ponderazioni per il rischio relative alle esposizioni immobiliari residenziali delle banche che usano modelli interni sarebbe stata eterogenea: le banche maggiormente colpite da un aumento dei requisiti patrimoniali e quelle con un livello del capitale vicino ai minimi regolamentari sembrano essere state più reattive nel ridurre la crescita dei mutui; l'impatto medio su tassi e crescita dei mutui immobiliari sarebbe stato comunque contenuto, anche per la calibrazione limitata dello strumento⁷.

¹ Central Bank of Ireland, *Review of residential mortgage lending requirements: mortgage measures 2017*, 2017.

² V.V. Acharya, K. Bergant, M. Crosignani, T. Eisert e F. McCann, *The anatomy of the transmission of macroprudential policies*, maggio 2018.

³ Bank of England, *The FPC's review of its 2014 mortgage market recommendations*, in *Financial Stability Report*, 40, 2016, pp. 20-25; Bank of England, *Financial Stability Report*, 43, 2018.

⁴ C. Basten e C. Koch, *The countercyclical capital buffer*, mimeo, febbraio 2017. Lo studio è limitato agli effetti dell'attivazione iniziale di un CCyB pari all'1 per cento dei mutui domestici ponderati per il rischio; il CCyB è stato successivamente aumentato al 2 per cento, ma tale incremento non è stato considerato nell'analisi.

⁵ Queste misure includono, oltre all'attivazione iniziale del CCyB, il suo successivo aumento, la riduzione del periodo consentito per l'ammortamento dei mutui, l'introduzione di una quota obbligatoria di mezzi propri (10 per cento), l'incremento della ponderazione per il rischio per i mutui con più elevato grado di rischio (LTV maggiore dell'80 per cento).

⁶ J.-P. Danthine, *Macroprudential policy in Switzerland: the first lessons*, intervento alla conferenza *Next Steps for Macroprudential Policy*, organizzata dalla Columbia University, New York, 12 novembre 2015.

⁷ S. Ferrari, M. Pirovano e P.R. Kaltwasser, *The impact of sectoral macroprudential capital requirements on mortgage loan pricing: evidence from the Belgian risk weight add-on*, Working Paper Research, National Bank of Belgium, 306, ottobre 2016.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

INDICE

A1	Indicatori di sostenibilità finanziaria	61
A2	Qualità del credito: finanziamenti a clientela	62
A3	Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte	63
A4	Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte	64
A5	Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza	65
A6	Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza	66
A7	Composizione delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (<i>collateral pool</i>)	66
A8	Posizione netta di liquidità delle banche italiane	67

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

PAESI	PIL (1) (tasso di crescita annuo)		Caratteristiche del debito pubblico				Avanzo primario (2)	Indicatore di sostenibilità S2 (4)	Debiti finanziari del settore privato (5)		Statistiche verso l'estero (6)	
	2018	2019	livello (2)		vita media residua dei titoli di Stato (3) (anni)	quota detenuta da non residenti (3) (in percentuale del debito)	2018	2016	famiglie	imprese non finanziarie	saldo	posizione netta sull'estero
			2018	2019	2018	2018			2018	2018	2018	2018
Italia	1,1	1,2	131,1	131,0	6,9	37,0	1,7	0,6	41,1	71,2	2,8	-3,4
Germania	1,7	1,8	60,1	56,7	5,8	53,9	2,5	1,2	52,6	55,6	8,1	58,3
Francia	1,7	1,6	98,7	98,5	7,4	61,1	-0,8	1,1	59,2	143,6	-0,3	-19,1
Spagna	2,6	2,2	96,9	96,2	7,0	52,4	-0,3	1,2	60,8	94,9	1,4	-82,4
Paesi Bassi	2,8	2,4	53,2	49,6	6,9	48,0	1,9	3,0	103,6	171,6	10,5	59,0
Belgio	1,5	1,5	101,4	99,8	9,4	63,6	1,4	2,7	60,7	159,9	0,0	52,2
Austria	2,7	2,0	74,5	71,0	8,3	80,9	1,3	2,7	49,6	91,3	2,4	5,0
Finlandia	2,9	2,2	59,8	58,5	6,2	80,7	0,1	2,8	67,2	117,0	-0,9	-3,9
Grecia	2,0	2,0	182,5	174,9	....	....	3,9	....	54,9	59,1	-1,3	-141,5
Portogallo	2,2	1,8	121,5	119,2	6,2	61,8	2,7	1,0	67,9	102,4	0,0	-106,0
Irlanda	7,8	4,5	63,9	61,1	10,6	70,3	1,5	-0,5	44,4	194,1	13,8	-140,4
Area dell'euro	2,1	1,9	86,9	84,9	....	....	1,2	1,3	57,8	106,2	3,5	-4,7
Regno Unito	1,3	1,2	86,0	84,5	14,9	37,0	-0,3	2,1	86,5	80,5	-3,5	-11,9
Stati Uniti	2,9	2,5	106,1	107,8	5,8	31,9	-2,9	....	76,7	74,0	-2,2	-43,3
Giappone	1,1	0,9	238,2	236,6	7,7	10,5	-3,3	....	54,6	99,9	4,0	59,2
Canada	2,1	2,0	87,3	84,7	5,4	25,9	-0,9	....	99,9	115,6	-3,0	23,7

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

(1) Per i paesi europei, Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2018*, novembre 2018; per i paesi extraeuropei, *World Economic Outlook*, ottobre 2018. – (2) Per i paesi europei, Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2018*, novembre 2018; per i paesi extraeuropei, FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2018. – (3) FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2018. – (4) Commissione europea, *Debt Sustainability Monitor 2017*, gennaio 2018. S2 è un indicatore di sostenibilità definito come l'aumento immediato e permanente dell'avanzo primario strutturale necessario perché sia soddisfatto il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche. – (5) Prestiti e titoli. Dati riferiti alla fine del 2° trimestre 2018. I dati per i paesi dell'area dell'euro sono tratti da BCE, Statistical Data Warehouse; i dati per i paesi extraeuropei e per il Regno Unito sono tratti da fonti nazionali. – (6) Dati riferiti al 2° trimestre 2018. I dati per i paesi europei e per il totale dell'area dell'euro sono tratti da Eurostat, *Statistics Database* e da BCE, *Statistical Data Warehouse*; i dati per i paesi extraeuropei sono tratti da fonti nazionali.

Qualità del credito: finanziamenti a clientela (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2018)

VOCI	Banche significative (2)					Banche meno significative (2)					Totale (2)				
	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura
Finanziamenti a clientela (3)	1.424	1.322	100,0	100,0	7,2	300	272	100,0	100,0	9,4	1.906	1.764	100,0	100,0	7,5
<i>In bonis</i>	1.253	1.246	88,0	94,3	0,6	250	248	83,6	91,4	1,0	1.669	1.657	87,5	94,0	0,7
Deteriorati	171	76	12,0	5,7	55,5	49	23	16,4	8,6	52,4	238	106	12,5	6,0	55,3
sofferenze (4)	98	31	6,9	2,4	68,3	30	10	9,9	3,7	66,3	140	45	7,4	2,5	68,1
inadempienze probabili (4)	69	42	4,8	3,2	38,6	17	11	5,7	4,2	34,0	91	57	4,8	3,2	37,8
scaduti (4)	3	2	0,2	0,2	28,2	2	2	0,8	0,8	12,0	6	5	0,3	0,3	22,4

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

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

Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte (1)*(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2018)*

VOCI	Esposizioni lorde	Esposizioni nette	Composizione percentuale lorda	Composizione percentuale netta	Garanzie reali (2)	Garanzie personali (2)	Tasso di copertura crediti non assistiti da garanzia
imprese (3)							
Crediti deteriorati verso clientela	161,3	22,0	70,4	11,0	78,1	32,6	64,5
<i>di cui:</i> manifattura	29,8	15,8	11,3	6,7	9,2	7,0	64,7
costruzioni (4)	73,2	39,8	34,2	23,9	45,0	10,8	64,3
servizi	48,6	16,6	20,1	7,7	19,0	13,1	66,0
<i>di cui:</i> sofferenze	93,6	12,7	28,0	4,4	41,2	23,1	79,5
<i>di cui:</i> manifattura	18,6	9,9	4,7	2,8	6,0	5,2	82,8
costruzioni (4)	40,7	22,1	13,4	9,3	22,8	7,7	77,7
servizi	28,9	9,9	8,2	3,1	9,7	9,2	79,2
famiglie consumatrici							
Crediti deteriorati verso clientela	38,6	7,6	19,0	3,9	24,9	1,6	68,1
<i>di cui:</i> sofferenze	24,9	4,9	9,3	1,9	15,3	1,1	76,3
totale settori (5)							
Crediti deteriorati verso clientela	209,3	13,3	93,9	6,5	106,3	35,0	64,4
<i>di cui:</i> sofferenze	121,7	7,7	38,2	2,6	57,6	24,7	78,6

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

(1) I dati sono tratti dai bilanci non consolidati, che non includono i prestiti erogati dalle società finanziarie appartenenti a gruppi bancari e dalle controllate estere. Sono incluse "le attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione" che a fine giugno 2018 ammontavano per il totale dei crediti deteriorati al lordo delle rettifiche a circa 14 miliardi. Dati provvisori. – (2) L'importo corrisponde all'ammontare dell'esposizione lorda coperto da una garanzia (reale o personale). – (3) Il settore imprese, oltre a manifattura, costruzioni e servizi, comprende anche agricoltura, silvicoltura, pesca e altre attività industriali diverse dalla manifattura. – (4) Comprende anche le attività immobiliari. – (5) Comprende anche i settori "Amministrazioni pubbliche", "Società finanziarie e assicurative", "Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie" e "Unità non classificabili e non classificate".

Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2018)

PAESI/AREE	Settore pubblico	Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	Variazione percentuale del totale rispetto al precedente semestre	In percentuale del totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2)	In percentuale del totale degli impieghi (3)
Area euro (esclusa Italia)	118,9	74,2	45,0	202,3	440,5	1,8	2,5	17,0
Altri paesi industriali	32,3	23,7	28,1	30,2	114,4	16,2	0,3	4,4
<i>di cui:</i> Regno Unito	1,4	14,2	15,6	7,2	38,3	7,7	0,9	1,5
Paesi emergenti e in via di sviluppo	47,0	20,8	8,6	88,5	164,9	4,9	1,8	6,4
Europa	42,0	13,2	7,0	76,9	139,1	4,8	9,9	5,4
<i>di cui:</i> Russia	2,5	2,4	0,5	16,9	22,4	1,1	23,8	0,9
<i>di cui:</i> Turchia	0,6	7,4	3,9	3,4	15,3	1,3	2,4	0,6
Africa e Medio Oriente	3,9	2,3	0,8	5,6	12,6	11,2	2,6	0,5
Asia e Pacifico	0,6	2,8	0,5	3,1	7,0	0,1	0,1	0,3
Centro e Sud America	0,5	2,6	0,2	2,9	6,2	2,1	0,6	0,2
<i>di cui:</i> Argentina	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-7,0	0,1	0,0
<i>di cui:</i> Brasile	0,1	2,3	0,0	1,1	3,5	-2,3	1,2	0,1
<i>di cui:</i> Messico	0,1	0,0	0,2	1,0	1,3	21,0	0,5	0,1
Centri offshore	0,3	0,5	3,3	4,8	8,8	7,9	0,3	0,3
Totale	205,3	119,2	85,1	325,8	735,4	4,8	1,0	28,4
<i>per memoria:</i>								
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia (4)	3,9	4,4	1,3	20,6	30,3	4,7	6,9	1,2

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

(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle sofferenze e al netto delle svalutazioni. Sono esclusi BancoPosta spa e Cassa depositi e prestiti spa. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere verso ciascun paese, segnalate alla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) da un ampio gruppo di intermediari internazionali. Numeratore e denominatore si riferiscono al 30 giugno 2018. – (3) Gli impieghi sono dati dal totale delle esposizioni verso residenti e non residenti. – (4) Include: Algeria, Angola, Arabia Saudita, Azerbaigian, Bahrein, Bolivia, Brunei, Ciad, Colombia, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Guinea Equatoriale, Iran, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Repubblica Democratica del Congo, Russia, Sudan, Timor Orientale, Trinidad e Tobago, Turkmenistan, Venezuela, Yemen.

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

PERIODO	Italia (2)			Area dell'euro		
	consistenze	acquisti netti	quota sul totale attivo (3)	consistenze	acquisti netti	quota sul totale attivo
2011	211.680	18.457	5,8	1.009.414	72.378	3,0
2012	322.686	90.128	8,9	1.251.226	213.410	3,8
2013	374.529	45.312	10,9	1.313.179	46.354	4,3
2014 – 1° trim.	381.775	785	10,9	1.355.157	23.132	4,4
2° trim.	382.673	-3.298	11,1	1.370.453	3.515	4,5
3° trim.	378.433	-6.142	11,0	1.378.601	-978	4,4
4° trim.	382.915	4.124	11,0	1.370.727	-18.877	4,4
2015 – 1° trim.	392.323	2.604	11,1	1.380.572	2.841	4,3
2° trim.	377.980	-2.877	10,9	1.343.751	-11.320	4,3
3° trim.	373.776	-8.803	10,9	1.337.991	-13.333	4,3
4° trim.	363.520	-11.930	10,6	1.295.539	-44.385	4,2
2016 – gen.	367.862	3.713	10,7	1.326.277	29.829	4,2
feb.	375.224	8.029	10,8	1.341.614	15.603	4,2
mar.	365.502	-11.184	10,6	1.328.565	-15.163	4,3
apr.	370.536	7.070	10,8	1.325.852	268	4,2
mag.	366.582	-4.808	10,7	1.321.028	-8.061	4,2
giu.	368.616	1.642	10,6	1.325.190	2.101	4,2
lug.	367.533	-1.525	10,7	1.309.177	-16.994	4,1
ago.	359.864	-7.930	10,5	1.284.102	-24.869	4,1
set.	352.326	-6.892	10,3	1.257.295	-27.856	4,0
ott.	346.789	-1.311	10,2	1.245.558	-6.792	4,0
nov.	338.644	-4.105	9,9	1.232.099	-6.872	3,9
dic.	332.611	-9.216	9,8	1.205.130	-30.430	3,9
2017 – gen.	335.587	6.594	10,0	1.198.589	1.468	3,8
feb.	338.783	2.998	10,0	1.201.706	1.926	3,8
mar.	348.416	10.295	10,1	1.205.402	4.764	3,8
apr.	350.997	2.508	10,2	1.201.822	-3.961	3,8
mag.	341.984	-9.756	10,1	1.194.055	-8.988	3,8
giu.	322.502	-19.648	9,5	1.160.056	-34.170	3,7
lug.	326.408	3.643	9,6	1.150.183	-10.364	3,7
ago.	325.142	-1.360	9,7	1.155.041	3.685	3,7
set.	318.919	-5.638	9,5	1.144.787	-7.616	3,7
ott.	309.029	-11.979	9,2	1.120.278	-21.476	3,6
nov.	295.217	-14.552	8,7	1.108.599	-14.017	3,6
dic.	283.229	-9.647	8,5	1.074.093	-31.585	3,5
2018 – gen.	292.772	9.491	8,7	1.094.908	20.485	3,6
feb.	295.199	2.592	8,9	1.092.194	-1.605	3,6
mar.	295.877	-1.309	8,8	1.083.047	-13.460	3,5
apr.	298.106	2.077	8,8	1.073.785	-9.641	3,5
mag.	306.751	22.569	9,0	1.085.993	30.615	3,5
giu.	321.328	12.695	9,5	1.094.025	4.498	3,5
lug.	324.193	3.735	9,7	1.088.968	-3.513	3,5
ago.	317.337	561	9,5	1.077.694	-679	3,5
set.	320.343	-326	9,5	1.074.020	-7.436	3,5

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali e BCE.

(1) I dati sugli acquisti netti si riferiscono all'intero periodo; le consistenze e la quota sul totale attivo alla fine del periodo. I valori degli acquisti sono al netto delle fluttuazioni dei corsi di mercato; le quantità in portafoglio sono espresse ai valori di mercato. Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. – (2) È esclusa la Cassa depositi e prestiti spa. – (3) La serie del "totale attivo" non include le obbligazioni di propria emissione riacquistate.

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

DETENTORE	Scadenza					Totale
	entro il 2018	tra 2019 e 2020	tra 2021 e 2022	tra 2023 e 2027	oltre il 2027	
Famiglie (2)	7.652	35.160	19.408,5	17.953	808	80.982
<i>di cui:</i> subordinate	1.010	3.896	3.412,9	5.108	218	13.645
Banche del gruppo (3)	2.813	13.069	11.780	10.574	5.249	43.486
<i>di cui:</i> subordinate	..	357	76	505	14	952
Altre banche residenti	666	7.282	4.628	4.953	539	18.067
<i>di cui:</i> subordinate	69	163	161	753	47	1.193
Altri investitori	6.130	51.557	35.757	59.147	13.842	166.433
<i>di cui:</i> subordinate	319	3.028	2.901	11.393	2.588	20.229
Totale	17.262	107.068	71.573	92.628	20.438	308.968
<i>di cui:</i> subordinate	1.397	7.444	6.551	17.759	2.867	36.018

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

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

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

VOCI	2014	2015	2016	2017		2018	
				giugno	dicembre	giugno	settembre
Totale	283,5	253,7	297,3	332,8	321,2	313,4	316,4
Titoli di Stato	119,8	97,6	88,8	125,4	105,8	104,5	94,1
Titoli di Amministrazioni locali e regionali	2,9	2,6	1,7	1,8	1,9	1,1	1,4
Obbligazioni bancarie non garantite	10,4	5,8	5,3	6,2	5,4	5,5	5,4
Obbligazioni bancarie garantite dallo Stato	15,0	0,4	0,3	2,5	1,3	0,9	2,0
Obbligazioni bancarie garantite (covered bond)	49,8	46,4	76,3	74,9	76,8	71,4	82,8
Obbligazioni di emittenti non bancari	1,0	2,5	3,0	3,4	3,0	3,4	4,8
Attività cartolarizzate (<i>asset-backed securities</i>)	40,0	35,5	44,0	45,3	49,9	48,6	47,7
Altre attività negoziabili	0,4	0,6	0,8	2,7	2,8	1,8	1,6
Attività non negoziabili (prestiti bancari)	44,3	62,4	77,1	70,6	74,3	76,2	76,6

Fonte: elaborazioni su dati Eurosistema.

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

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

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

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

