



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Rapporto sulla stabilità finanziaria

**EMBARGO FINO ALLE ORE 18,00  
del 30 aprile 2024**

aprile 2024

1 | 2024



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Rapporto sulla stabilità finanziaria**

**Numero 1 / 2024**  
**Aprile**

---

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

### **Relazione annuale**

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

### **Bollettino economico**

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

### **Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

### **Temi di discussione (Working Papers)**

Collana di studi economici, empirici e teorici

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

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

### **Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

### **Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo: [www.bancaditalia.it/pubblicazioni](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni)

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

---

#### **© Banca d'Italia, 2024**

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**

Sergio Nicoletti Altimari

#### **Comitato di redazione**

Alessio De Vincenzo e Pierluigi Bologna (coordinatori), Giulia Avola (Ivass), Donato Ceci, Leonardo Del Vecchio, Raffaele Gallo, Francesco Guarino, Simone Letta, Valentina Michelangeli, Massimo Molinari, Luca Moller, Stefano Nobili, Angelo Nunnari, Fabio Parlapiano, Stefano Pasqualini (Ivass), Stefano Pica, Dario Portioli, Alessio Ruggieri, Massimiliano Sfregola

#### **Riquadri**

Alessandra Albanese, Gennaro Catapano, Emanuele Frabotta, Alessandro Modica, Davide Moretti, Giovanni Rillo, Dario Ruzzi, Riccardo Scimone

#### **Aspetti editoriali**

Valentina Anna Elda Memoli, Marco Paciucci, Rosanna Visca

#### **Grafici**

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano

#### **Indirizzo**

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

#### **Telefono**

+39 06 47921

#### **Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 23 aprile 2024, salvo diversa indicazione

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

# INDICE

SINTESI	5
<b>1</b> I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI	<b>7</b>
1.1 I rischi globali e dell'area dell'euro	7
1.2 La condizione macrofinanziaria dell'Italia	9
1.3 I mercati finanziari	10
1.4 I mercati immobiliari	13
1.5 Le famiglie e le imprese	14
<b>2</b> I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI	<b>21</b>
2.1 Le banche	21
2.2 Le assicurazioni	33
2.3 L'industria del risparmio gestito	37
<b>3</b> LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA	<b>43</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

I rimborsi anticipati e la riduzione dei prestiti alle imprese	17
La performance delle operazioni di cartolarizzazione di crediti deteriorati	22
Un'analisi delle condizioni applicate ai prestiti immobiliari in Italia	24
L'esposizione alla leva sintetica dei fondi di investimento italiani	38

---

---

## AVVERTENZE

---

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

Segni convenzionali:

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

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

Per la denominazione dei paesi indicati in sigla all'interno della pubblicazione, cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea (<https://publications.europa.eu/code/it/it-5000600.htm>).

---

Con riferimento ai dati di fonte ICE Data Derivatives UK Limited, si pubblica la seguente avvertenza su richiesta del fornitore: "I dati citati nel presente documento sono di proprietà di ICE Data Derivatives UK Limited, delle sue affiliate e/o dei rispettivi fornitori terzi ("ICE e i suoi fornitori terzi") e sono stati concessi in licenza d'uso. Questo materiale contiene informazioni riservate e proprietarie e/o segreti commerciali di ICE e dei suoi fornitori terzi e non devono essere pubblicate, riprodotte, copiate, divulgate o utilizzate senza l'esplicito consenso scritto di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non garantiscono l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza o la disponibilità delle informazioni e non sono responsabili di eventuali errori o omissioni, indipendentemente dalla causa o dai risultati ottenuti dall'uso di tali informazioni. ICE e i suoi fornitori terzi non si assumono alcuna responsabilità in relazione all'uso di tali dati o marchi. ICE e i suoi fornitori terzi declinano qualsiasi garanzia espressa o implicita, incluse, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le garanzie di commerciabilità o di idoneità per uno scopo o un uso particolare. In nessun caso ICE e i suoi fornitori terzi saranno responsabili per danni diretti, indiretti, o conseguenti, costi, spese, spese legali o perdite (compresi il mancato guadagno o il mancato profitto e i costi di opportunità) in relazione all'uso da parte della Banca d'Italia o di altri dei dati o dei servizi di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non sponsorizzano, appoggiano o raccomandano alcuna parte di questa ricerca e/o presentazione".

Con riferimento ai dati di fonte MSCI, si pubblica la seguente avvertenza su richiesta del fornitore: "Copyright MSCI [2024]. Inedito. Tutti i diritti sono riservati. Queste informazioni possono essere utilizzate solo per uso interno, non possono essere riprodotte o ridistribuite in nessuna forma e non possono essere utilizzate per creare strumenti o prodotti finanziari o qualsiasi indice. Nessuna di queste informazioni è intesa come consulenza sugli investimenti o come raccomandazione per prendere (o astenersi dal prendere) qualsiasi tipo di decisione di investimento e non può essere considerata come tale. I dati storici e le analisi non devono essere considerati come un'indicazione o garanzia di qualsiasi prestazione futura, analisi, previsione o predizione. Queste informazioni sono fornite "così come sono" e l'utente di queste informazioni assume l'intero rischio di qualsiasi utilizzo che potrebbe essere fatto di queste informazioni da parte propria o di terzi. Né MSCI, né alcuna delle sue affiliate o qualsiasi altra persona coinvolta nella compilazione, elaborazione o creazione di queste informazioni, rilascia alcuna garanzia o rappresentazione espressa o implicita riguardo a tali informazioni o ai risultati che si possono ottenere dall'uso di esse, e MSCI, le sue affiliate e ogni altra persona ad essa correlata declinano espressamente tutte le garanzie (incluso, senza limitazione, tutte le garanzie di originalità, accuratezza, completezza, tempestività, non violazione, commerciabilità e idoneità per uno scopo particolare) riguardo a queste informazioni. Senza limitare quanto sopra, in nessun caso MSCI, le sue affiliate o qualsiasi altra persona coinvolta nella compilazione, elaborazione o creazione di queste informazioni avranno alcuna responsabilità per danni diretti, indiretti, speciali, incidentali, punitivi, consequenziali o qualsiasi altro tipo di danni (inclusi, senza limitazione, mancati profitti) anche se informati, o se possano aver previsto la possibilità di tali danni".

---



## SINTESI

*Nel 2023 l'economia globale ha rallentato e le previsioni di crescita per l'anno in corso, sebbene riviste leggermente al rialzo, prefigurano un'attività nel complesso ancora debole. Negli ultimi mesi il calo dell'inflazione si è fermato negli Stati Uniti, mentre è proseguito nell'area dell'euro e nel Regno Unito. Permangono rischi connessi con i conflitti in Ucraina e in Medio Oriente.*

*Le condizioni dei mercati finanziari internazionali sono più distese rispetto allo scorso novembre, beneficiando delle attese di politiche monetarie meno restrittive. Dall'inizio dell'anno, tuttavia, i tassi di interesse sui titoli di Stato sono tornati ad aumentare negli Stati Uniti e l'incremento si è trasmesso anche a quelli delle altre principali economie. Le difficoltà riscontrate in alcuni paesi nel settore immobiliare commerciale rappresentano inoltre una fonte di vulnerabilità per gli intermediari.*

*Pur in presenza di forti tensioni geopolitiche a livello internazionale, i rischi per la stabilità finanziaria in Italia sono in lieve riduzione, anche per effetto del favorevole andamento dei mercati. Rispetto allo scorso novembre il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani a dieci anni e quelli tedeschi è diminuito; le condizioni di liquidità sono migliorate ulteriormente, con scambi che a febbraio scorso hanno raggiunto un nuovo massimo storico. Sebbene ancora fragile, il quadro macroeconomico si è stabilizzato, in un contesto caratterizzato da solidità del mercato del lavoro, consolidamento del processo di disinflazione e miglioramento del saldo delle partite correnti. Le più recenti previsioni prefigurano inoltre un rafforzamento della crescita nella seconda parte dell'anno. Il permanere del rapporto tra debito pubblico e PIL su valori elevati rimane tuttavia un fattore di rischio, in particolare in caso di sviluppi dell'economia meno favorevoli di quanto atteso.*

*I prezzi delle abitazioni hanno continuato a salire moderatamente in termini nominali e sono tornati a crescere anche in termini reali, grazie alla diminuzione dell'inflazione. Nel comparto*

*degli immobili commerciali le compravendite sono aumentate e si è attenuato il calo dei prezzi. Nel complesso gli sviluppi del mercato immobiliare comportano un basso rischio per la stabilità finanziaria in Italia.*

*I fattori di vulnerabilità per il settore delle famiglie rimangono contenuti, anche se resta elevata l'incertezza sulle prospettive economiche. La ricchezza finanziaria è aumentata, soprattutto per le rivalutazioni delle attività finanziarie, ed è proseguita la ricomposizione del risparmio a favore dei depositi a termine e dei titoli pubblici. Il rapporto tra indebitamento e reddito disponibile, già basso nel confronto internazionale, si è ulteriormente ridotto. La qualità del credito resta buona, anche se i mutui a tasso variabile mostrano segnali di leggero deterioramento a causa dell'alto livello dei tassi.*

*La situazione congiunturale nel complesso stabile e una scadenza media delle passività più lunga rispetto al passato hanno attenuato l'impatto dell'incremento dei tassi sulla vulnerabilità delle imprese, che rimarrebbe limitata anche in prospettiva. Nel 2023 la redditività è risultata ancora in crescita e le attese per l'anno in corso sono in miglioramento. La leva finanziaria è diminuita in seguito al rafforzamento del patrimonio e al minore ricorso all'indebitamento. In presenza di costi di finanziamento elevati la liquidità a disposizione delle imprese ha infatti consentito di rimborsare anticipatamente una parte dei prestiti ottenuti durante la pandemia.*

*Le condizioni del sistema bancario si mantengono buone. La redditività è significativamente aumentata e resterebbe alta anche nell'anno in corso. Le principali fonti di vulnerabilità sono riconducibili sia al potenziale peggioramento della qualità dei prestiti, sia alle possibili difficoltà di raccolta in una fase di riassorbimento della liquidità in eccesso da parte dell'Eurosistema. Non si attenuano inoltre i rischi legati all'evoluzione della situazione geopolitica internazionale, che potrebbero avere ricadute rilevanti sul quadro macroeconomico.*

*Il 26 aprile la Banca d'Italia ha deciso di attivare, con gradualità, una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (systemic risk buffer, SyRB), così da accrescere la capacità delle banche di fronteggiare possibili eventi avversi di portata generale. Se queste circostanze si verificassero la Banca d'Italia rilascerebbe la riserva, consentendo alle banche di utilizzare queste risorse per assorbire eventuali perdite e continuare a finanziare l'economia.*

*Nel comparto assicurativo la patrimonializzazione, pur rimanendo elevata, si è ridotta nella seconda parte*

*dello scorso anno a causa dell'incremento del costo dei sinistri nel comparto danni. La redditività è migliorata, beneficiando dei maggiori proventi da investimenti e della riduzione delle minusvalenze nette. La posizione di liquidità si è mantenuta complessivamente buona, anche se sono continuati i riscatti nel comparto vita.*

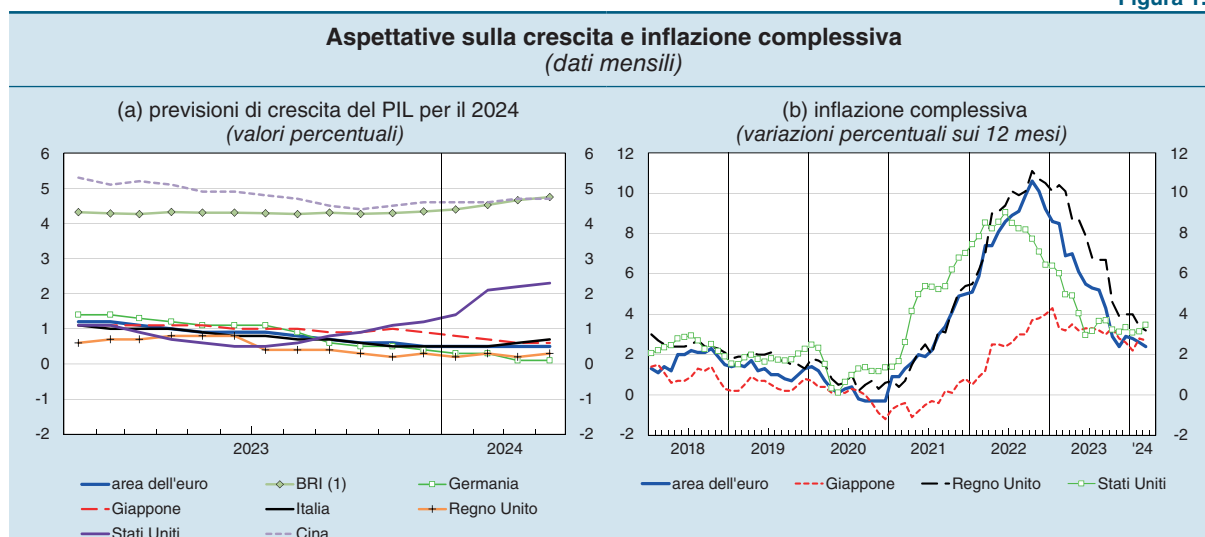
*La raccolta netta dei fondi comuni italiani è stata negativa nel quarto trimestre del 2023 e nel primo del 2024, a seguito della riallocazione del risparmio verso l'investimento diretto in titoli di debito. I rischi del comparto rimangono contenuti.*

# 1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI

## 1.1 I RISCHI GLOBALI E DELL'AREA DELL'EURO

Nel 2023 l'economia globale ha rallentato e le previsioni di crescita per l'anno in corso, seppure riviste leggermente al rialzo da gennaio (fig. 1.1.a), prefigurano un'attività nel complesso ancora debole. Dall'inizio del 2024 il calo dell'inflazione si è fermato negli Stati Uniti, mentre è proseguito nell'area dell'euro e nel Regno Unito (fig. 1.1.b). Permangono rischi inflazionistici legati al possibile impatto dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente sui prezzi dell'energia.

Figura 1.1



Fonte: per il PIL, elaborazioni su dati Consensus Economics; per l'inflazione, statistiche nazionali.

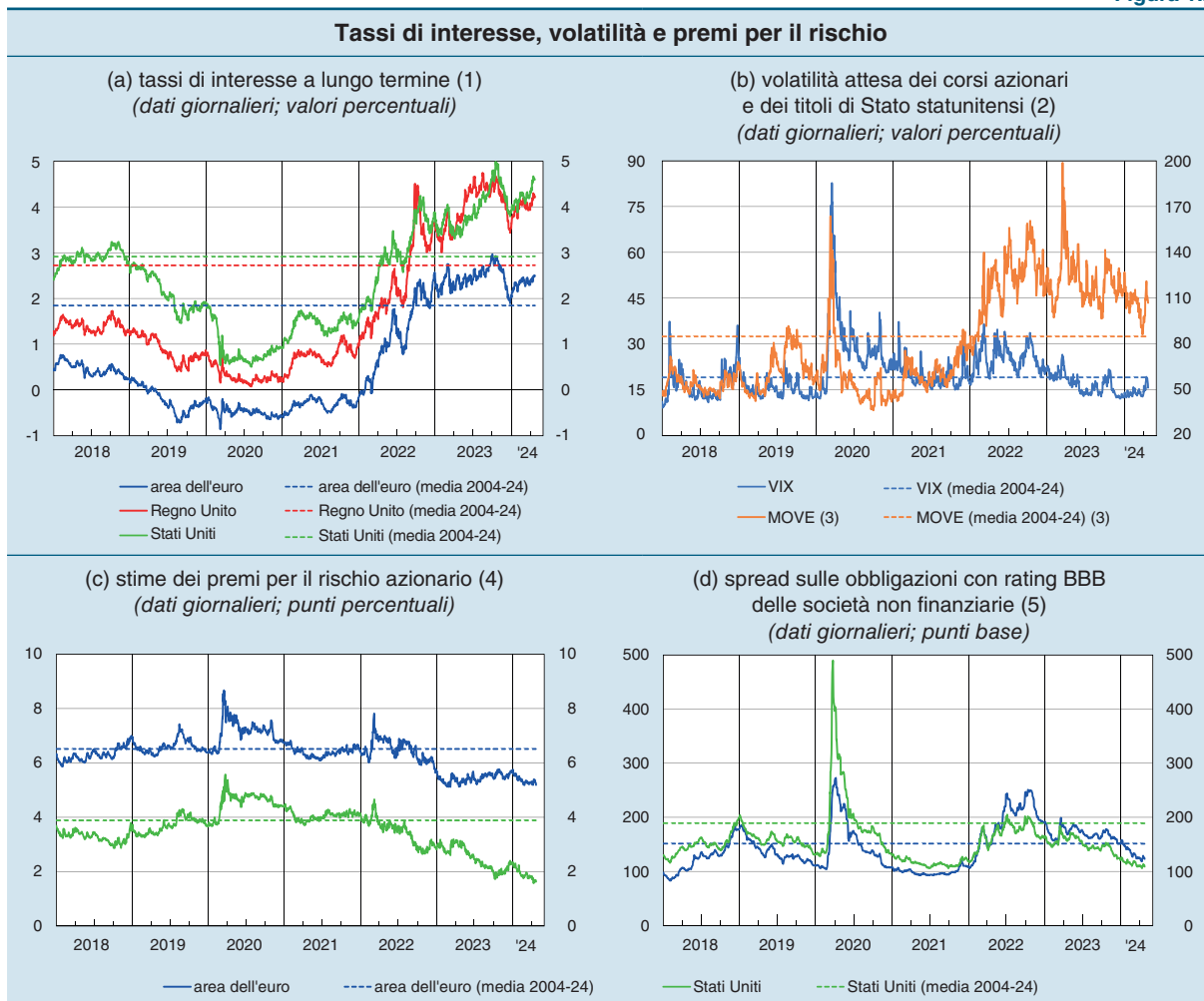
(1) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia e India (BRI), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL (FMI, *World Economic Outlook Database*, aprile 2024).

Le principali banche centrali hanno comunicato che nel corso del 2024 potrebbero ridurre i tassi ufficiali, ribadendo tuttavia che l'orientamento della politica monetaria rimarrà restrittivo fino a quando il processo di disinflazione non sarà consolidato.

Le condizioni dei mercati finanziari internazionali sono divenute più distese dallo scorso novembre, beneficiando del miglioramento della fiducia degli investitori a seguito delle attese di politiche monetarie nel complesso meno restrittive.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dei principali paesi avanzati si sono ridotti nell'ultimo trimestre dello scorso anno (fig. 1.2.a), risentendo delle aspettative di una contrazione dei tassi di riferimento. Dalla fine di dicembre negli Stati Uniti i rendimenti sono tornati tuttavia ad aumentare, a fronte di una crescita economica superiore alle attese e della persistenza dell'inflazione su livelli superiori all'obiettivo della Federal Reserve; l'incremento si è in parte trasmesso ai rendimenti delle altre principali economie. La volatilità dei tassi di interesse si è mantenuta elevata negli Stati Uniti, circa il doppio di quanto osservato prima dell'inizio del ciclo di restrizione monetaria, mentre è rimasta più contenuta negli altri paesi avanzati (fig. 1.2.b).





Fonte: Bloomberg, ICE Bank of America Merrill Lynch (BofAML) e Refinitiv.

(1) Per l'area dell'euro, rendimento sul tasso decennale tedesco; per gli Stati Uniti e per il Regno Unito, rendimento sul tasso decennale. – (2) VIX: volatilità implicita nei prezzi delle opzioni a un mese sull'indice azionario Standard & Poor's 500. MOVE: volatilità implicita nelle opzioni a un mese sui contratti futures sui titoli di Stato del Tesoro statunitense di diversa scadenza. – (3) Scala di destra. – (4) Per gli indici azionari Standard & Poor's 500 (Stati Uniti) e Datastream EMU Total Market (area dell'euro) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili medi per azione e il valore dell'indice (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il rendimento reale dei titoli di Stato decennali indicizzati all'inflazione, ottenendo una stima del premio per il rischio azionario. – (5) Differenziali di rendimento tra le obbligazioni societarie non finanziarie e il rispettivo titolo privo di rischio (ricavato dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi per le obbligazioni in euro e dalla curva dei titoli di Stato statunitensi per quelle in dollari), corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option-adjusted spread*) e ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli delle società.

Dallo scorso novembre i corsi azionari sono aumentati in maniera generalizzata in tutte le principali economie, anche a seguito di utili superiori alle attese. La volatilità nel mercato statunitense, così come quella dei più importanti indici azionari, continua a collocarsi su valori storicamente contenuti, nonostante temporanei incrementi connessi soprattutto con l'acuirsi delle tensioni geopolitiche (fig. 1.2.b). I premi per il rischio azionario rimangono ampiamente al di sotto delle medie di lungo periodo, esponendo i corsi al rischio di forti correzioni al ribasso (fig. 1.2.c). Nel primo trimestre di quest'anno si è inoltre osservata una forte eterogeneità nei diversi comparti azionari, in termini sia di rendimenti sia di volatilità; ciò ha reso più vulnerabili i settori che hanno maggiormente beneficiato di attese di inflazione in calo e di crescita resiliente, come ad esempio il settore industriale, quello finanziario e quello dei beni e servizi non essenziali.

Gli spread sulle obbligazioni delle società non finanziarie hanno continuato a ridursi negli Stati Uniti e nell'area dell'euro (fig. 1.2.d). A fronte di un mercato incremento delle emissioni, la diminuzione ha riflesso

una maggiore domanda da parte degli investitori, che prevedono un aumento delle quotazioni in seguito alla contrazione dei tassi ufficiali. Le principali agenzie di rating si attendono che il tasso di insolvenza delle imprese del comparto *high yield* nel 2024 sarà minore di quanto previsto alla fine dello scorso anno, anche grazie alla riduzione dei costi di finanziamento. Le difficoltà nel settore immobiliare commerciale (*commercial real estate*, CRE) sembrano coinvolgere principalmente intermediari di minore dimensione, in particolare statunitensi.

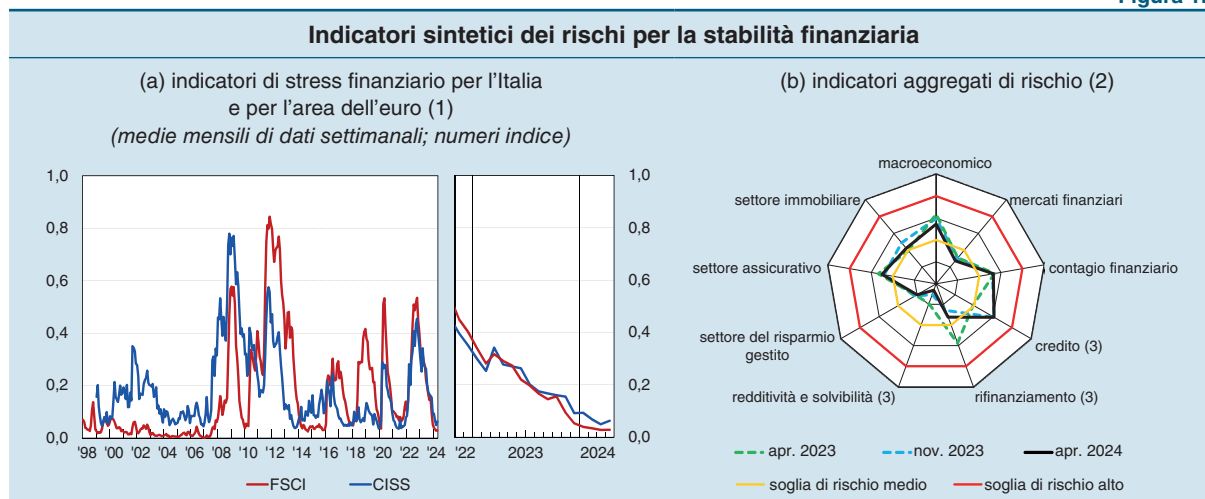
## 1.2 LA CONDIZIONE MACROFINANZIARIA DELL'ITALIA

In Italia, pur in presenza di forti tensioni geopolitiche internazionali, i rischi per la stabilità finanziaria risultano in leggero calo rispetto allo scorso novembre. Nel breve periodo i principali elementi di incertezza sono riconducibili al possibile aggravarsi dei conflitti in corso e al perdurare di alti tassi di interesse.

L'indicatore delle condizioni di stress finanziario si è portato sui minimi degli ultimi 15 anni (fig. 1.3.a), grazie all'andamento favorevole sia dei mercati azionari e delle obbligazioni societarie – che non mostrano segni evidenti di sopravvalutazione – sia di quello dei titoli pubblici (cfr. il par. 1.3). Il quadro macroeconomico, sebbene ancora fragile (fig. 1.3.b), si è stabilizzato, in un contesto caratterizzato da solidità del mercato del lavoro, consolidamento del processo di disinflazione e complessivo miglioramento del saldo delle partite correnti.

Lo scorso anno l'attività economica si è dimostrata più solida delle attese, espandendosi dello 0,9 per cento rispetto a stime di incremento pressoché nullo prevalenti all'inizio del 2023. Nelle nostre proiezioni l'aumento del PIL resterebbe contenuto nella prima parte dell'anno in corso e si rafforzerebbe nei trimestri successivi (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2024). Complessivamente la crescita rallenterebbe allo 0,6 per cento nel 2024, per poi risalire all'1,0 per cento nel 2025 e all'1,2 nel 2026<sup>1</sup>. L'inflazione si ridurrebbe fortemente quest'anno, all'1,3 per cento, portandosi all'1,7 nel successivo biennio.

Figura 1.3



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

(1) I valori sono compresi tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). I due indicatori sono comparabili in quanto basati sulla stessa metodologia di stima. Per maggiori dettagli sull'indicatore delle condizioni di stress finanziario (*financial stress conditions index*, FSCI) per l'Italia, cfr. A. Miglietta e F. Venditti, *An indicator of macro-financial stress for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 497, 2019. Rispetto alla versione proposta in quest'ultimo lavoro, l'indicatore usato nel grafico include i segmenti del mercato obbligazionario societario, di quello dei pronti contro termine e del mercato dei titoli di Stato a breve termine, prima non considerati. Per maggiori dettagli sull'indicatore composito di stress sistemico (*composite indicator of systemic stress*, CISS) per l'area dell'euro, cfr. D. Holló, M. Kremer e M. Lo Duca, *CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system*, European Central Bank, Working paper series, 1426, 2012. – (2) Gli indicatori aggregati sono basati sul quadro analitico dei rischi descritto in F. Venditti, F. Columba e A.M. Sorrentino, *A risk dashboard for the Italian economy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 425, 2018. – (3) Indicatori di rischio riferiti al settore bancario.

<sup>1</sup> I tassi di crescita sono corretti per il numero di giornate lavorative. Escludendo la correzione per le giornate lavorative, la crescita del PIL sarebbe pari allo 0,8 per cento nel 2024, allo 0,9 nel 2025 e all'1,3 nel 2026.

Nel 2023 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è migliorato, anche se meno di quanto programmato dal Governo, diminuendo di 1,2 punti percentuali al 7,4 per cento, contro un obiettivo del 5,3. La differenza è riconducibile soprattutto all'impatto dei bonus edilizi superiore alle attese. L'incidenza del debito sul prodotto si è ridotta di circa 3 punti percentuali, al 137,3 per cento, un livello superiore di poco più di 3 punti rispetto a quello pre-pandemico.

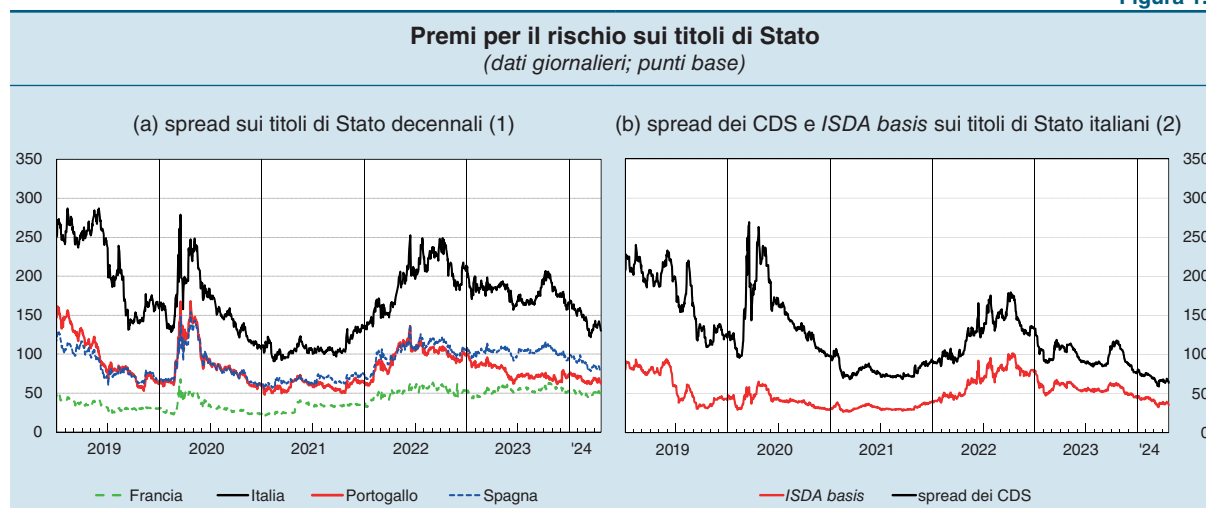
Secondo il quadro tendenziale del *Documento di economia e finanza 2024*, che presuppone il venir meno dal 2025 di alcuni sgravi contributivi di natura temporanea, nell'anno in corso e nel successivo triennio l'indebitamento netto diminuirebbe gradualmente in rapporto al PIL, per raggiungere il 2,2 per cento nel 2027. L'incidenza del debito aumenterebbe quest'anno e nei due successivi, fino al 139,8 per cento del PIL, per poi stabilizzarsi nel 2027. Il permanere del debito su valori elevati continua a rappresentare un fattore di rischio, in particolare nel caso di sviluppi dell'economia meno favorevoli delle attese. Per ritornare su un sentiero di riduzione, in linea con le indicazioni contenute nella recente riforma del Patto di stabilità e crescita, sarà necessario conseguire un sostenuto rafforzamento del prodotto nonché un miglioramento del disavanzo strutturale<sup>2</sup>.

### 1.3 I MERCATI FINANZIARI

Dallo scorso novembre il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani a dieci anni e quelli tedeschi è diminuito (fig. 1.4.a), così come l'*ISDA basis* e il premio sui credit default swap (CDS; fig. 1.4.b).

Le condizioni di liquidità sul mercato secondario sono migliorate ulteriormente, riflettendo le aspettative di una riduzione dei tassi di politica monetaria. Sul mercato MTS a pronti il differenziale denaro-lettera è rimasto su livelli contenuti e le quantità quotate dai *market makers* sono aumentate (fig. 1.5.a); le

Figura 1.4

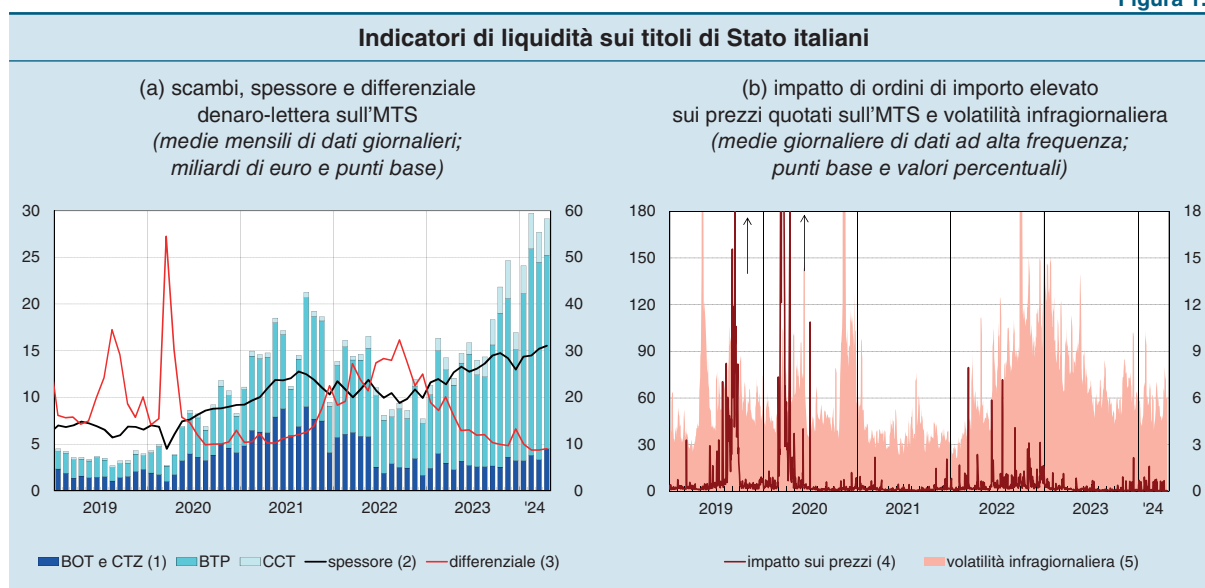


Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv e ICE Data Derivatives UK Limited.

(1) Differenziali di rendimento fra i titoli di Stato benchmark con scadenza decennale emessi dai paesi indicati in legenda e il corrispondente titolo tedesco. –  
(2) L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) è un'organizzazione di partecipanti al mercato dei derivati *over-the-counter* (OTC). L'*ISDA basis* misura la differenza tra il premio CDS su contratti in dollari statunitensi con scadenza a 5 anni sottoscritti con il protocollo ISDA 2014 che offrono protezione nel caso di ridenominazione e il premio CDS sugli stessi contratti sottoscritti con il protocollo ISDA 2003.

<sup>2</sup> *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2024*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia S. Nicoletti Altimari, Commissioni riunite 5<sup>a</sup> della Camera dei Deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 22 aprile 2024.

Figura 1.5



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

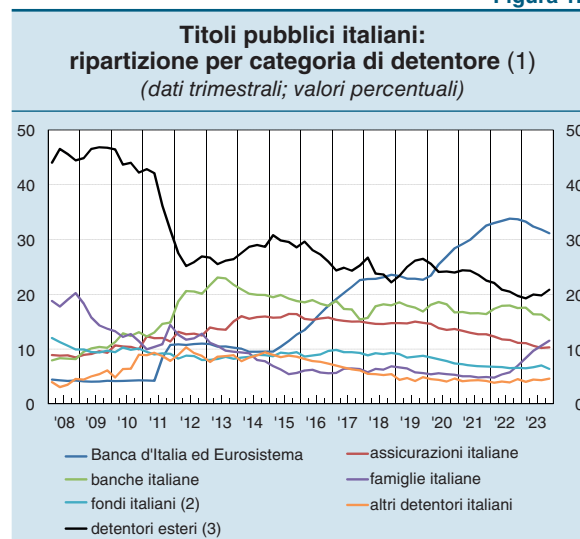
(1) Da ottobre 2022 la serie include solo i dati sui BOT, in quanto le consistenze dei CTZ si sono azzerate in seguito all'interruzione dei collocamenti di questa tipologia di titoli e al rimborso degli ultimi CTZ giunti a scadenza. – (2) Media delle quantità in denaro e lettera rilevate durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. – (3) Media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. Scala di destra. – (4) L'indicatore è riferito al BTP benchmark decennale ed è basato su rilevazioni effettuate ogni 5 minuti. Impatto medio giornaliero sui prezzi denaro-lettera quotati sull'MTS di un eventuale ordine (di vendita o di acquisto) di 50 milioni di euro. – (5) Misura di volatilità (*realized volatility*) basata sui rendimenti infragiornalieri del BTP benchmark decennale calcolati ogni 5 minuti; media mobile a 5 giorni di valori annualizzati. Scala di destra.

negozziazioni sono cresciute e hanno raggiunto un nuovo massimo storico in febbraio. In un contesto di offerta consistente sul mercato primario e di graduale riduzione dei reinvestimenti in titoli da parte dell'Eurosistema, la volatilità dei prezzi è rimasta stabile a un livello superiore ai minimi del 2021 (fig. 1.5.b).

Nella seconda metà del 2023 la quota dei titoli di Stato detenuta dalle famiglie italiane è fortemente aumentata a seguito della crescita dei rendimenti, superando il 10 per cento (fig. 1.6). Sono ulteriormente diminuite le quote della Banca d'Italia e dell'Eurosistema, in linea con la normalizzazione della politica monetaria, così come quelle delle banche e delle assicurazioni.

Il collocamento dei titoli di Stato è proseguito regolarmente, con quantitativi in aumento per i titoli a medio e a lungo termine e rendimenti medi all'emissione in calo rispetto al massimo di ottobre del 2023 (fig. 1.7). L'attività sul mercato primario continua a beneficiare dei collocamenti diretti presso gli investitori al dettaglio: alla fine di febbraio sono stati raccolti 18,3 miliardi mediante la terza edizione del BTP Valore, un primato per un'emissione di questo tipo.

Figura 1.6



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 di detentori. – (2) Include gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani (*round trip*). – (3) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema e da gestioni e fondi comuni *round trip*.

Il costo medio dello stock dei titoli di Stato in circolazione ha raggiunto il 2,7 per cento, continuando la fase di crescita iniziata ad aprile del 2022; la loro vita residua è stabile a sette anni.

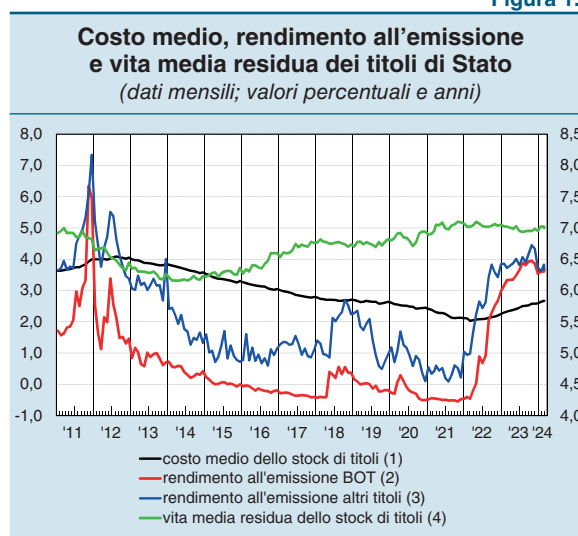
In un contesto di progressiva riduzione della liquidità in eccesso nel sistema finanziario, i tassi dei pronti contro termine (repo) sui titoli di Stato italiani sono rimasti allineati al tasso di remunerazione sui depositi dell'Eurosistema. A fine anno il loro calo stagionale è stato limitato, a conferma di una graduale attenuazione del premio connesso con la scarsità dei titoli. Le negoziazioni si sono mantenute vicine ai massimi storici; nel segmento *general collateral*, più associato a esigenze di rifinanziamento, l'attività è gradualmente cresciuta, in ragione anche della maggiore presenza dell'emittente sovrano. L'attività sul mercato dei depositi interbancari non garantiti continua a rimanere modesta.

Il rendimento medio delle obbligazioni emesse negli ultimi sei mesi dalle società italiane non finanziarie è diminuito al 3,9 per cento per i titoli *investment grade* e al 6,4 per quelli *high yield* (dal 4,4 e dall'8,1 per cento rispettivamente, nel confronto con lo scorso novembre). Il valore nominale delle obbligazioni in circolazione delle società più rischiose è rimasto stabile, interrompendo il declino iniziato nel 2022 per effetto dell'incremento dei costi di finanziamento.

Il differenziale di rendimento tra i titoli emessi dalle imprese e i tassi privi di rischio (asset swap spread) si è ridotto rispetto ai valori di fine novembre, grazie all'elevata domanda degli investitori (fig. 1.8). Il calo maggiore è stato osservato per i titoli italiani a basso merito di credito, principalmente a seguito della forte flessione del differenziale di rendimento di alcune imprese rilevanti per l'indice.

Nel 2023 i rendimenti nel mercato azionario italiano (in aumento del 26 per cento) sono stati maggiori di quelli delle altre principali borse mondiali, beneficiando del contributo del settore finanziario e dei comparti dei consumi discrezionali e dei servizi di pubblica utilità; i risultati di bilancio delle aziende appartenenti a questi comparti sono stati accolti con particolare favore dagli investitori. Nei primi mesi del 2024 i corsi azionari italiani hanno continuato a registrare guadagni elevati, superiori alla media dell'area dell'euro (fig.1.9.a), in presenza di una volatilità molto contenuta (fig.1.9.b).

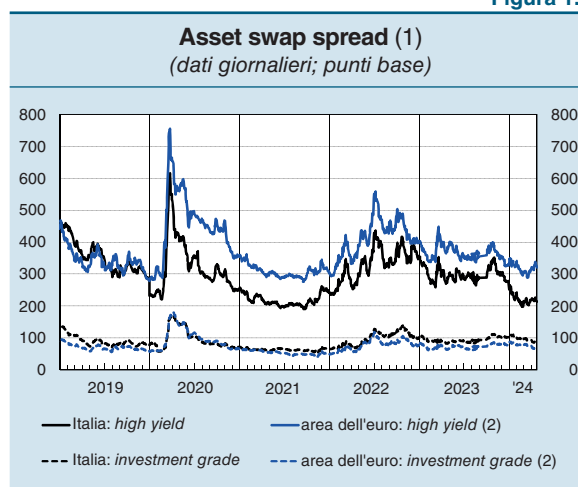
Figura 1.7



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Ministero dell'Economia e delle finanze, aggiornati al 31 marzo 2024.

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

Figura 1.8

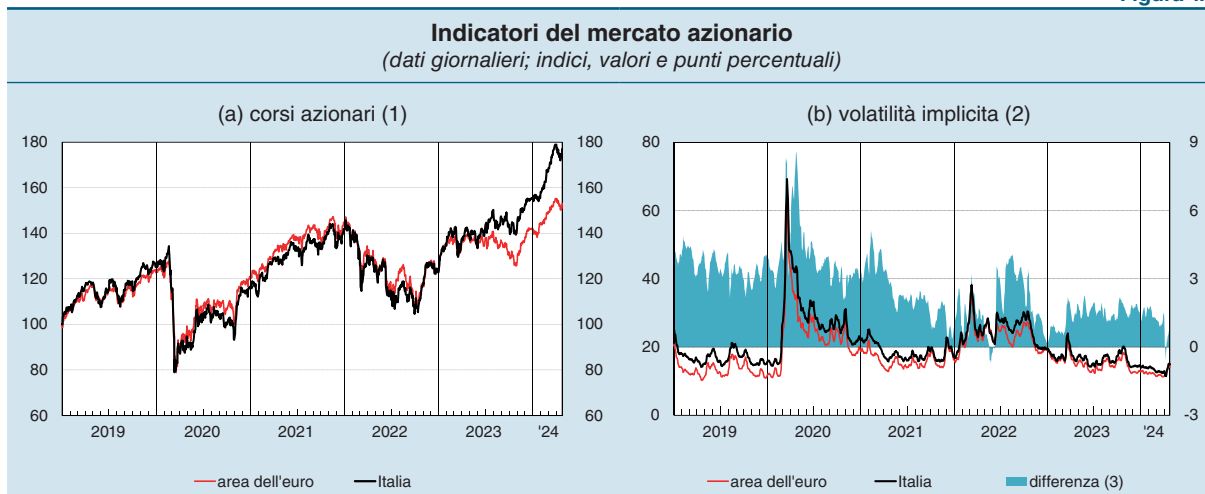


Fonte: elaborazioni su dati ICE BofAML.

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



Figura 1.9



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

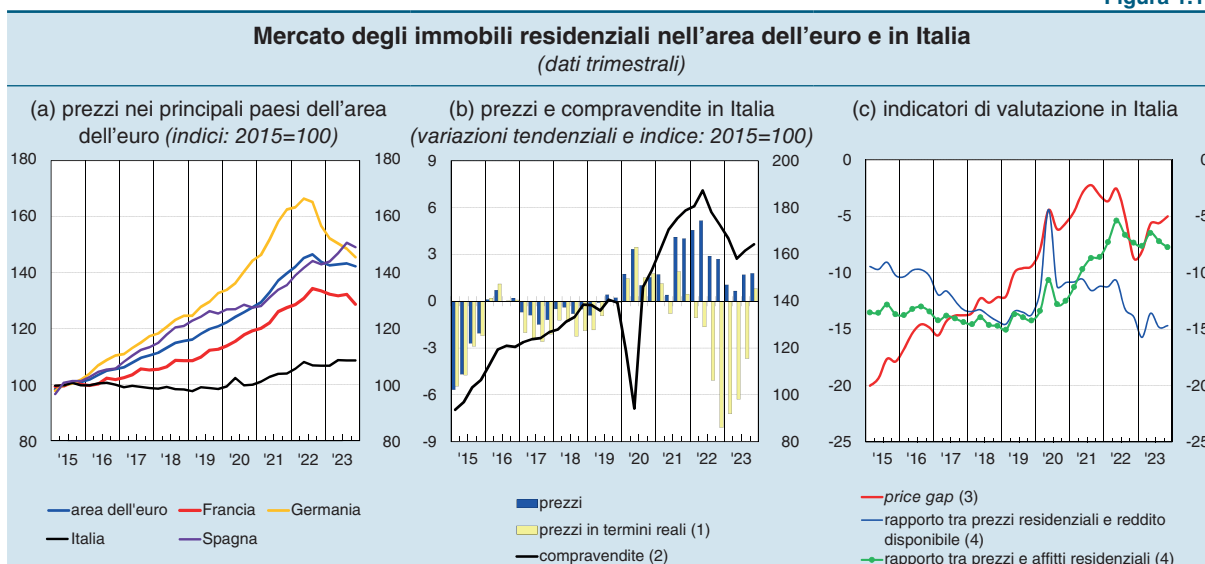
(1) Indici: 1° gennaio 2019=100. Indici MSCI Italy IMI per l'Italia e MSCI EMU IMI per l'area dell'euro (cfr. il *disclaimer* nelle Avvertenze). – (2) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni con scadenza a 2 mesi sugli indici FTSE MIB per l'Italia ed Euro STOXX 50 per l'area dell'euro. Medie mobili a 5 giorni. – (3) Differenza tra la volatilità implicita dell'Italia e quella dell'area dell'euro. Scala di destra.

## 1.4 I MERCATI IMMOBILIARI

Nel secondo semestre del 2023, riflettendo soprattutto la dinamica osservata in Germania, i prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro hanno continuato a diminuire in termini tendenziali (-1,6 per cento; fig. 1.10.a), pur stabilizzandosi sui livelli della prima metà dell'anno. Nel comparto commerciale le quotazioni sono nuovamente scese nei principali paesi dell'area.

Nello stesso periodo in Italia è proseguita la moderata crescita dei prezzi degli immobili residenziali e sono tornate a espandersi le compravendite (fig. 1.10.b). In termini reali, alla fine del 2023 i prezzi hanno

Figura 1.10



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Eurostat, Istat e Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate.

(1) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (2) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra. – (3) Il *price gap* è definito come deviazione percentuale dell'indice dei prezzi delle abitazioni in termini reali dal suo andamento di lungo periodo. – (4) I dati sono espressi in deviazione percentuale rispetto alla media di lungo periodo.

registrato una variazione sui dodici mesi positiva per la prima volta dopo due anni. Secondo gli ultimi dati della piattaforma digitale Immobiliare.it, la domanda di abitazioni è rimasta debole nei primi mesi del 2024. Gli agenti intervistati tra gennaio e febbraio nell'ambito delle nostre inchieste congiunturali hanno indicato l'elevato costo dei mutui come fattore di freno agli acquisti (cfr. il par. 1.5). Nostre stime segnalano che la crescita dei prezzi delle abitazioni rallenterebbe nel corso del 2024 per arrestarsi nel 2025<sup>3</sup>. Considerando le tendenze di lungo periodo, gli indicatori che consentono di valutare le dinamiche del mercato residenziale continuano a non evidenziare rischi di sopravvalutazione (fig. 1.10.c).

Nel comparto non residenziale le compravendite sono tornate ad aumentare nella seconda metà del 2023; nello stesso periodo si è attenuato il calo dei prezzi (fig. 1.11).

## 1.5 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

### Le famiglie

La situazione finanziaria delle famiglie è nel complesso solida, ma l'incertezza sulle prospettive economiche potrebbe condizionarne l'evoluzione nel medio termine. Nel semestre terminante a dicembre del 2023 sono aumentati il potere d'acquisto e il tasso di risparmio, che non ha tuttavia ancora recuperato i livelli del periodo pre-pandemico. Secondo le ultime rilevazioni della *Consumer Expectations Survey* (CES) della Banca centrale europea, è lievemente cresciuta la quota delle famiglie che prevede di risparmiare nei prossimi 12 mesi; si è però ridotta quella dei nuclei appartenenti alla fascia di età più giovane, per i quali le aspettative sulla propria situazione finanziaria sono divenute leggermente meno ottimistiche.

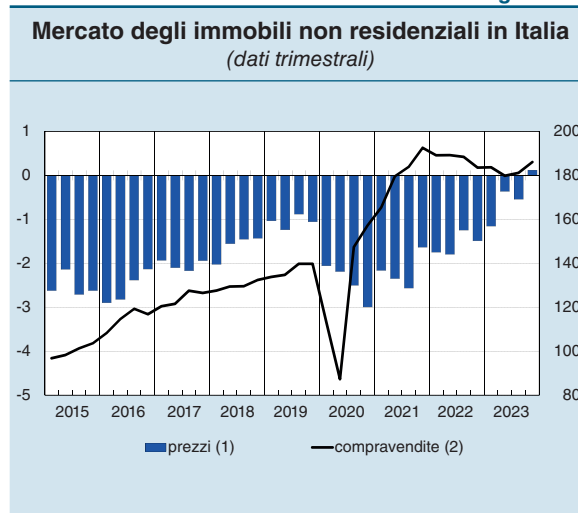
Secondo i dati preliminari dei conti finanziari, nello stesso semestre la ricchezza finanziaria delle famiglie è cresciuta principalmente per effetto della rivalutazione delle attività finanziarie. È proseguita la ricomposizione a favore dei depositi a termine e delle obbligazioni. In particolare sono ancora aumentati i titoli del debito pubblico, la cui incidenza sulla ricchezza finanziaria ha raggiunto il 4,9 per cento, un valore comunque inferiore se confrontato con il periodo precedente la crisi finanziaria globale (6,6 per cento). Si sono ulteriormente contratti i depositi a vista, il risparmio gestito (cfr. il par. 2.3), le azioni e le partecipazioni.

Nel corso del 2023 la crescita dei prestiti alle famiglie da parte di banche e società finanziarie si è progressivamente attenuata, fino ad azzerarsi (fig. 1.12); con riferimento ai dati più recenti, a febbraio del 2024 il credito bancario si è ridotto dello 0,5 per cento. Il rapporto tra debiti finanziari e reddito disponibile è ulteriormente diminuito (58,6 per cento, il minimo da giugno del 2009) e rimane particolarmente contenuto rispetto alla media dell'area dell'euro (89,1 nel terzo trimestre dello scorso anno).

Il tasso di interesse medio sui prestiti in essere per l'acquisto di abitazioni ha continuato a crescere fino al terzo trimestre del 2023, per poi mantenersi stabile (al 3,1 per cento a febbraio del 2024,

<sup>3</sup> Le stime sono basate sui modelli descritti in S. Emiliozzi, E. Guglielminetti e M. Loberto, *Forecasting house prices in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 463, 2018.

Figura 1.11



Fonte: elaborazioni su dati OMI e Scenari Immobiliari.  
(1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; l'indicatore, a carattere sperimentale, utilizza informazioni desunte dalle transazioni effettivamente avvenute sul mercato. – (2) Indice: 2015=100; dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra.

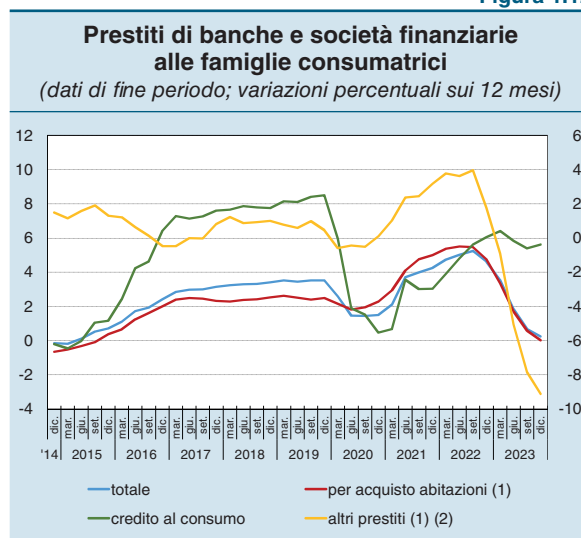
dal 2,3 a dicembre del 2022). A partire dagli ultimi mesi dello scorso anno il costo dei nuovi mutui a tasso variabile si è stabilizzato attorno al 5 per cento e quello dei mutui a tasso fisso si è ridotto (al 3,6 per cento, dal 4,0 dello scorso settembre). In linea con l'ampliamento di questo differenziale, nel 2023 oltre il 60 per cento dei mutui erogati è stato a tasso fisso (49,6 per cento nell'area dell'euro; fig. 1.13), confermando la propensione delle famiglie italiane a scegliere il tipo di prestito che garantisce rate iniziali più basse (cfr. il riquadro: *L'esposizione delle famiglie al rischio di tasso nei mutui abitativi*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2022). La quota di mutui a tasso fisso era pari ai due terzi delle consistenze complessive a dicembre del 2023.

Il credito al consumo ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto alla fine del 2023 (5,6 per cento); la sua incidenza sul reddito disponibile è pari al 12,5 per cento, un valore superiore rispetto alla media dell'area dell'euro (9,0 per cento nel terzo trimestre). I prestiti finalizzati hanno contribuito in misura maggiore alla dinamica positiva, riflettendo soprattutto l'incremento degli importi medi dei finanziamenti per l'acquisto di veicoli; la componente non finalizzata ha invece rallentato, ad eccezione delle carte di credito a rimborso rateale (carte revolving) che sono cresciute dopo circa un quinquennio di contrazione. Il costo complessivo dei nuovi prestiti (espresso dal tasso annuo effettivo globale, TAEG) è salito ulteriormente (al 10,6 per cento a febbraio del 2024) ed è più elevato di quello medio dell'area (8,6 per cento).

La qualità del credito alle famiglie resta complessivamente buona. Il tasso di ingresso in default dei prestiti era pari allo 0,9 per cento a dicembre scorso, dallo 0,8 del secondo trimestre del 2023 (cfr. il par. 2.1). I mutui a tasso variabile hanno subito un deterioramento poco più marcato e nel corso del 2023 la quota di famiglie con almeno una rata in ritardo è leggermente aumentata, sebbene si mantenga inferiore alla media degli ultimi dieci anni. Il tasso di deterioramento del credito al consumo<sup>4</sup> è rimasto stabile (al 2,4 per cento) e più contenuto per i prestiti finalizzati (1,3 per cento, a fronte del 3,0 per quelli non finalizzati).

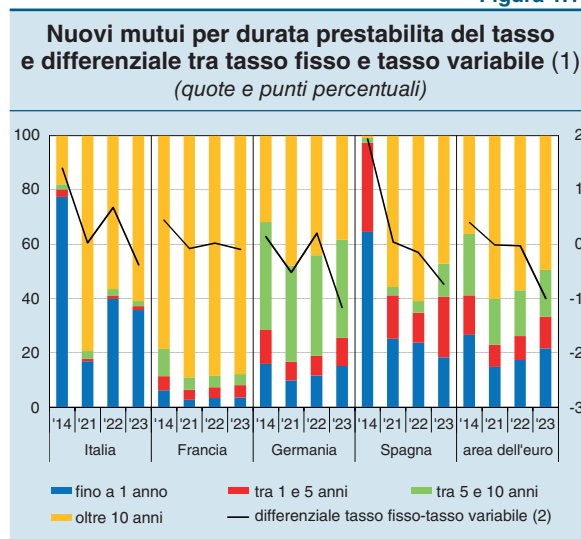
<sup>4</sup> Il tasso è calcolato sulla base dei dati forniti dal Consorzio di tutela del credito, società di informazione creditizia che include informazioni su base trimestrale relativamente ai singoli contratti e ai prenditori per un campione rappresentativo di finanziamenti a scopo di consumo.

Figura 1.12



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

Figura 1.13



Fonte: BCE.  
(1) I dati si riferiscono alla media del periodo di riferimento. – (2) Il tasso fisso è quello applicato ai mutui con periodo di determinazione del tasso di interesse superiore a 10 anni; il tasso variabile è quello applicato ai mutui con periodo di determinazione del tasso di interesse inferiore a un anno. Scala di destra.

Secondo le proiezioni del modello di microsimulazione<sup>5</sup> della Banca d'Italia, nel corso del 2024 la quota di nuclei finanziariamente fragili resterebbe stabile al 2,2 per cento. Il loro debito si ridurrebbe fino al 7,5 per cento (fig. 1.14), anche per effetto della contrazione dei mutui e della crescita del reddito previste per i prossimi mesi. In presenza di uno scenario particolarmente avverso, la quota di debito detenuto dalle famiglie vulnerabili aumenterebbe in misura contenuta (8,0 per cento).

### Le imprese

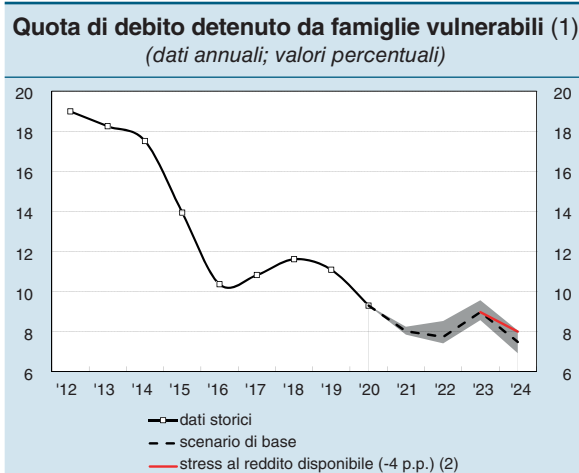
Dall'avvio della restrizione monetaria le imprese italiane hanno mostrato ampi margini di resilienza. La scadenza media delle passività finanziarie più lunga rispetto al passato (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2023) e la tenuta della domanda aggregata hanno mitigato i possibili effetti negativi del rialzo dei tassi sulla capacità di rimborso dei debiti. In prospettiva, anche un eventuale ulteriore irrigidimento delle condizioni di finanziamento e un indebolimento del quadro macroeconomico inciderebbero in modo contenuto sulla vulnerabilità del settore.

Dopo la forte espansione del biennio 2021-22, nel 2023 la redditività ha rallentato. Il margine operativo lordo (MOL) è salito del 5,2 per cento su base annua (dal 15,5 del 2022), con ampia eterogeneità tra i settori economici; nei comparti a maggiore intensità energetica il MOL è cresciuto meno (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2024).

Le prospettive per l'anno in corso sono positive. I ricavi attesi dalle società non quotate risulterebbero in miglioramento per le imprese delle diverse categorie dimensionali e nei diversi settori economici (fig. 1.15.a)<sup>6</sup>. Anche le previsioni degli analisti sulla redditività attesa per le società quotate indicano un andamento più favorevole rispetto al 2023 (fig. 1.15.b).

In linea con il calo del fabbisogno finanziario, dovuto al rallentamento degli investimenti fissi e delle scorte (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2024), è diminuito il ricorso alle fonti di finanziamento esterne. La leva finanziaria delle aziende (misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato) si è ridotta di 1,4 punti percentuali, raggiungendo il 35,3 per cento. Al miglioramento hanno contribuito sia il calo dei debiti bancari sia il rafforzamento della patrimonializzazione. Al netto della liquidità, la leva è diminuita di 4,7 punti percentuali rispetto al livello pre-pandemico, una riduzione superiore a quella media dei paesi dell'area dell'euro.

Figura 1.14

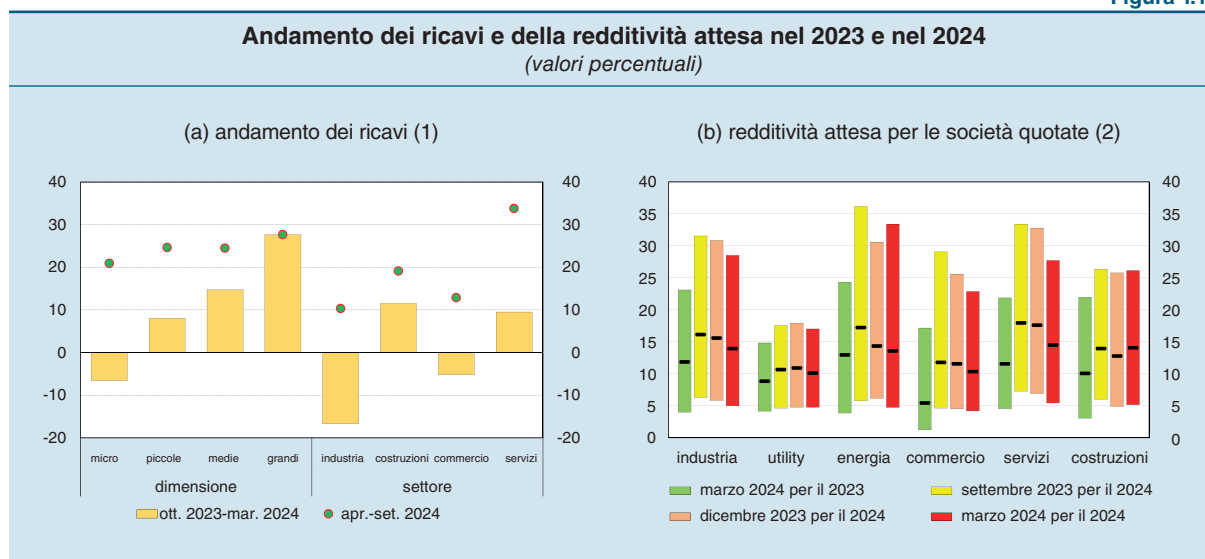


Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF).

(1) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito equivalente inferiore al valore mediano. Gli ultimi dati IBF disponibili sono riferiti al 2020. Area ombreggiata: intervallo tra il 10° e il 90° percentile della distribuzione di probabilità delle simulazioni. – (2) Rispetto allo scenario di base, nel 2024 il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali.

<sup>5</sup> Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. C.A. Attinà, F. Franceschi e V. Michelangeli, *Modelling households' financial vulnerability with consumer credit and mortgage renegotiations*, "International Journal of Microsimulation", 13, 2020, pp. 67-91, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 531, 2019.

<sup>6</sup> La BCE conduce con cadenza trimestrale il sondaggio sulla situazione finanziaria e sull'accesso al credito delle imprese (*Survey on the access to finance of enterprises*, SAFE). L'ultima rilevazione, condotta tra febbraio e marzo del 2024, include le opinioni delle aziende relative al periodo ottobre 2023-marzo 2024 e le prospettive per i successivi sei mesi. Per maggiori dettagli, cfr. BCE, *Survey on the access to finance of enterprises: firms report moderate tightening of financing conditions*, comunicato stampa dell'8 aprile 2024.



Fonte: BCE (SAFE) e Bloomberg.

(1) Opinioni delle imprese relative all'andamento dei ricavi effettivi (ottobre 2023-marzo 2024) e previsti (aprile-settembre 2024). I valori si riferiscono al saldo tra le imprese che riportano, rispettivamente, un aumento e una diminuzione dei ricavi. Dati riferiti a un campione rappresentativo di circa 1.500 imprese italiane stratificato per classe dimensionale (assegnata sulla base del numero di addetti: tra 1 e 9 per le micro, tra 10 e 49 per le piccole, tra 50 e 249 per le medie e più di 249 per le grandi) e settore economico incluse nel sondaggio SAFE. – (2) Rapporto tra il risultato operativo e il totale attivo atteso dagli analisti. I rettangoli rappresentano la differenza interquartile, la linea centrale il valore. Elaborazioni svolte su un campione chiuso di 242 imprese quotate a dicembre 2023, rappresentative del 97 per cento della capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie.

Le riserve di liquidità in rapporto ai debiti finanziari (pari all'11,2 per cento nel 2023) hanno subito un'ulteriore contrazione, ma rimangono superiori di 1,5 punti percentuali rispetto al 2019. L'incremento dei tassi di interesse ha favorito una ricomposizione tra riserve liquide e attività finanziarie a scadenza: i depositi a termine sono cresciuti di oltre il 70 per cento su base annua e la detenzione di titoli con scadenza inferiore a dodici mesi è quasi raddoppiata. In presenza di costi di finanziamento più elevati e di un rallentamento del fabbisogno derivante dagli investimenti, parte della liquidità ha consentito il rimborso anticipato dei prestiti ottenuti durante la pandemia (cfr. il riquadro: *I rimborsi anticipati e la riduzione dei prestiti alle imprese*).

### I RIMBORSI ANTICIPATI E LA RIDUZIONE DEI PRESTITI ALLE IMPRESE<sup>1</sup>

Dall'avvio della restrizione monetaria da parte della BCE il credito alle società non finanziarie ha fortemente rallentato sia nell'area dell'euro sia in Italia. Alla fine di febbraio del 2024 la dinamica sui dodici mesi nell'area era sostanzialmente nulla, a fronte di un picco di quasi il 9 per cento nel terzo trimestre del 2022. Nel nostro paese i prestiti hanno decelerato bruscamente dall'agosto del 2022 e la variazione è divenuta negativa già a fine anno; a febbraio scorso era pari a -3,8 per cento (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2024).

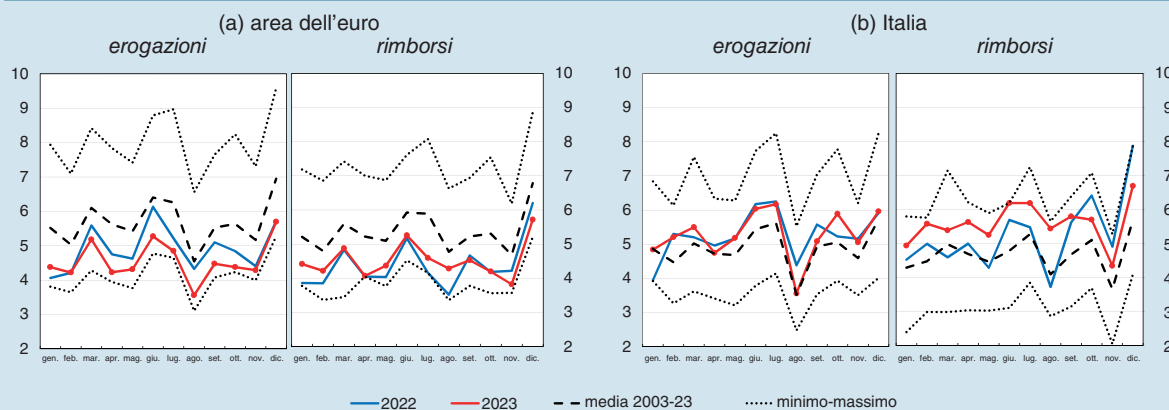
Nell'area dell'euro il rallentamento del credito si è associato a una dinamica debole sia delle nuove erogazioni sia dei rimborsi, entrambi inferiori ai valori mediamente osservati nel periodo 2003-23 (espressi in percentuale delle consistenze del mese precedente; figura A, pannello a).

In Italia il calo del credito è riconducibile ai consistenti rimborsi di finanziamenti in essere. A partire dal quarto trimestre del 2022 la loro incidenza sul totale dei prestiti è stata significativamente superiore a quella

<sup>1</sup> A cura di Alessandro Modica e Davide Moretti.



**Nuove erogazioni e rimborsi dei prestiti alle imprese (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: BCE.

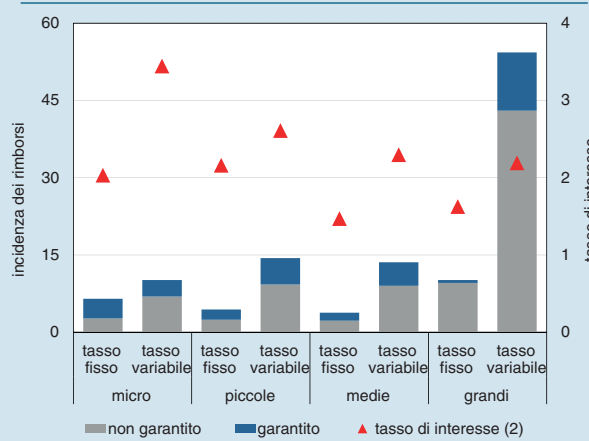
(1) Flussi mensili in percentuale delle consistenze del mese precedente.

media del periodo 2003-23, raggiungendo in alcuni mesi il valore massimo finora osservato (figura A, pannello b). Il peso dei rimborsi è stato consistente in tutti i settori di attività economica e ha riguardato soprattutto le imprese che avevano aumentato in misura maggiore la propria esposizione debitoria tra il 2019 e il 2021, verosimilmente anche per accumulare liquidità a scopo precauzionale in una fase caratterizzata da elevata incertezza e dal costo molto contenuto dei prestiti bancari.

Un'analisi basata su dati disaggregati a livello di singolo prestito indica che una parte cospicua dei rimborsi nel biennio 2022-23 è riconducibile alle estinzioni anticipate dell'intero ammontare residuo dei finanziamenti, con un'incidenza di circa un quinto del totale dei prestiti verso le imprese in essere alla fine del 2021<sup>2</sup>. La quota dei rimborsi è stata più elevata per le aziende di maggiore dimensione, soprattutto per i finanziamenti a tasso variabile e non assistiti da schemi di garanzia pubblica (figura B).

L'alta incidenza delle estinzioni anticipate è coerente con quanto risulta dalle indagini presso le banche, secondo le quali il ricorso

**Incidenza delle estinzioni anticipate in Italia per dimensione di impresa e tipologia di prestito (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: AnaCredit.

(1) Campione chiuso di circa 300.000 imprese *in bonis*. I rimborsi anticipati corrispondono ai prestiti ripagati integralmente prima della scadenza contrattuale tra gennaio 2022 e dicembre 2023. Gli istogrammi indicano l'incidenza dei rimborsi anticipati sul totale dei prestiti per classe dimensionale di impresa e tipologia di tasso di interesse. Sono considerati a tasso variabile i prestiti identificati come tali in AnaCredit oppure quelli il cui tasso di interesse sia rideterminato entro un orizzonte temporale di 12 mesi. I prestiti garantiti sono quelli assistiti da una garanzia prevista nell'ambito degli schemi pubblici introdotti durante la pandemia. – (2) Valore mediano, per ciascun gruppo, dei tassi di interesse sui prestiti al momento del rimborso. Scala di destra.

<sup>2</sup> Le estinzioni anticipate sono identificate con l'ammontare utilizzato dei prestiti che cessano di essere segnalati in AnaCredit nel periodo di osservazione; costituiscono una stima per eccesso del fenomeno, in quanto i dati disponibili non consentono di tenere in considerazione le cessioni dei crediti e le fusioni o incorporazioni tra intermediari nel periodo. Per effetto della chiusura del campione si escludono dal perimetro dell'analisi i nuovi prestiti originati dopo dicembre del 2021.

all'autofinanziamento, il minore fabbisogno per la spesa in investimenti fissi e l'elevato livello dei tassi di interesse avrebbero avuto un ruolo importante nella flessione del credito in Italia (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2024).

Finora i rimborsi anticipati dei prestiti non hanno comportato un peggioramento significativo della posizione di liquidità delle imprese; non costituiscono inoltre una fonte di vulnerabilità per la stabilità finanziaria, in quanto il fenomeno riguarda in misura più marcata le grandi aziende, che hanno tipicamente una maggiore possibilità di accesso ai canali di finanziamento esterno. Questa evidenza è in linea con i risultati di un recente sondaggio condotto dalla Banca d'Italia, da cui emerge che la gran parte delle imprese che hanno impiegato la propria liquidità per rimborsare i prestiti ha dichiarato di trovarsi in una posizione finanziaria adeguata a coprire le necessità operative aziendali<sup>3</sup>.

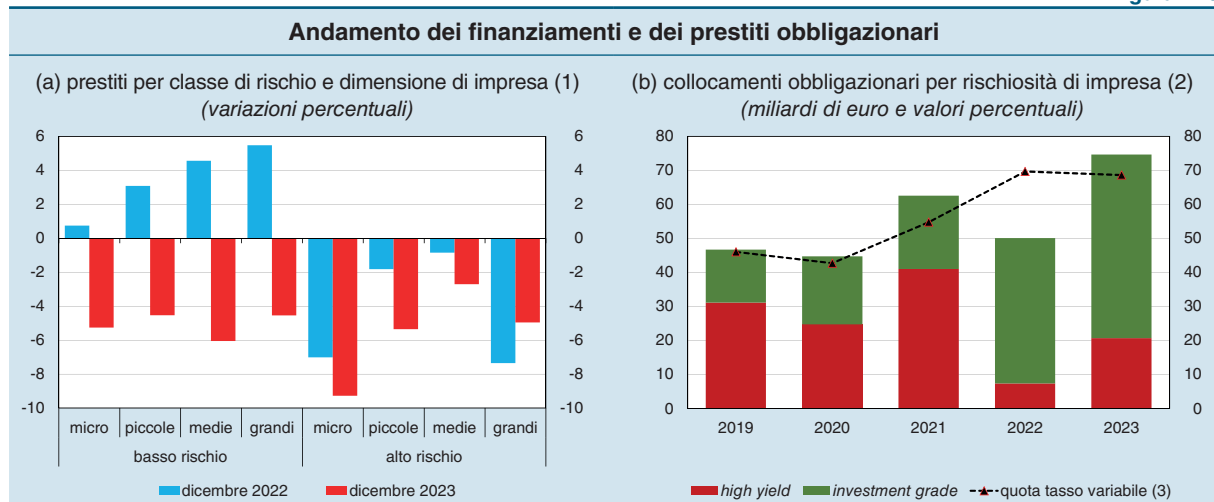
<sup>3</sup> *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi*, Banca d'Italia, Statistiche, 6 novembre 2023.

Il calo dei prestiti, pur interessando tutte le classi dimensionali e di rischio, è stato particolarmente intenso tra le aziende più rischiose (fig. 1.16.a): dall'avvio della normalizzazione monetaria, la contrazione dei finanziamenti per queste imprese è stata circa il doppio rispetto a quella media.

Nonostante la maggiore percezione del rischio da parte degli intermediari, i termini e le condizioni generali dei prestiti sono stati allentati nel quarto trimestre del 2023, soprattutto per i prenditori meno rischiosi. Tra le imprese più piccole (fino a 49 occupati) è invece tornata a crescere la quota di quelle che non ha visto accolta la propria richiesta di finanziamento.

Il tasso medio applicato alle nuove erogazioni – esclusi i finanziamenti in conto corrente – è salito di 4,1 punti percentuali dall'avvio del primo rialzo dei tassi ufficiali (luglio del 2022); l'incremento, sebbene lievemente superiore a quello osservato per la media dei paesi dell'area, rimane inferiore all'aumento dei

Figura 1.16



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli, Centrale dei rischi, Cerved e Dealogic.

(1) Dati riferiti alla variazione annuale dei prestiti per un campione di circa 550.000 società di capitali. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie, tengono conto delle cartolarizzazioni e comprendono anche i finanziamenti classificati in sofferenza. L'attribuzione della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score calcolato da Cerved. Le imprese a rischio basso (medio e alto) hanno un valore compreso tra 1 e 4 (5 e 10). La classificazione dimensionale fa riferimento a quanto stabilito dalla raccomandazione CE/2003/361, che definisce micro le società con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo non superiore a 2 milioni di euro; piccole quelle con meno di 50 addetti e un fatturato o un attivo non superiore a 10 milioni, non incluse tra le micro; medie quelle con meno di 250 addetti e un fatturato o un attivo non superiore rispettivamente a 50 e a 43 milioni, non incluse tra le micro o piccole. Le grandi imprese sono quelle residuali. – (2) Ammontare lordo di obbligazioni emesse da imprese e gruppi non finanziari italiani. La classe di rischio *investment grade* include emittenti con rating CeBi-Score calcolato da Cerved da 1 a 4, mentre quella *high yield* emittenti con rating superiore a 4. La linea denota la quota dei nuovi prestiti obbligazionari a tasso variabile. – (3) In valori percentuali rispetto al totale dei collocamenti. Scala di destra.

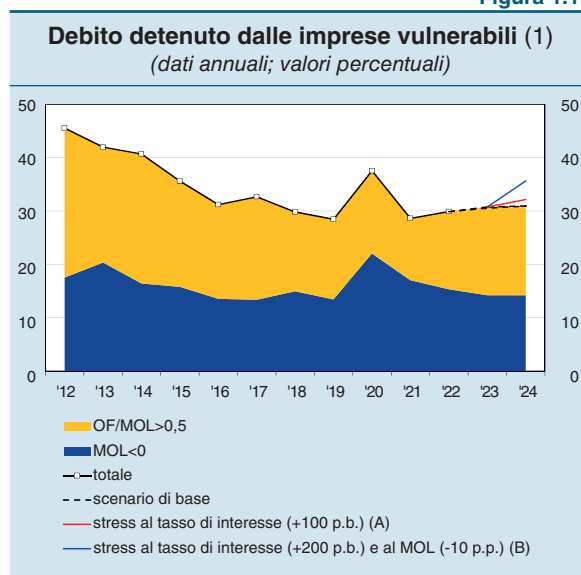
tassi ufficiali. L'esposizione al rischio di rialzo dei tassi di interesse, collegata alla maggiore diffusione di finanziamenti a tasso variabile, è più frequente tra le imprese grandi.

La capacità di rimborso dei prestiti non ha risentito delle condizioni finanziarie avverse: nell'ultimo trimestre del 2023 il tasso di deterioramento si è mantenuto contenuto e in linea con il livello pre-pandemico; questa tendenza è proseguita anche nei primi mesi del 2024.

L'ammontare lordo dei collocamenti obbligazionari è tornato a crescere nel 2023; la composizione degli emittenti, in continuità rispetto ai cambiamenti avvenuti durante il periodo post-pandemico, è rimasta concentrata sulle imprese *investment grade* (fig. 1.16.b), aziende tipicamente grandi e finanziariamente solide. Il maggiore costo dei prestiti obbligazionari, che riflette il rialzo dei tassi ufficiali, ha influito sulla tipologia di titoli collocati, in prevalenza a tasso variabile e con scadenza media più breve che in passato<sup>7</sup>. Gli emittenti avrebbero rifinanziato la gran parte dei prestiti in scadenza nel 2023 soprattutto attraverso finanziamenti di durata inferiore all'anno. Dall'inizio del 2024 i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie italiane e dell'area dell'euro sono diminuiti, mentre all'inizio di aprile la quota delle obbligazioni con classe di rating BBB, più esposte al rischio di declassamento a *high yield*, è passata all'84,5 per cento del totale del comparto *investment grade* (dall'84,3 di novembre), a fronte di una quota media del 60 per cento nell'area dell'euro.

Sulla base delle più recenti previsioni macroeconomiche, si stima che la quota di imprese vulnerabili<sup>8</sup> e l'incidenza del debito da queste detenuto sul totale aumenterebbero rispettivamente di 0,4 e di 0,2 punti percentuali, portandosi al 24,9 e al 31,0 per cento nel 2024 (fig. 1.17). Tra le imprese vulnerabili è aumentato il peso di quelle con maggiori difficoltà a ripagare i debiti per un'incidenza degli oneri finanziari sul MOL superiore al 50 per cento; dall'avvio del rialzo dei tassi di interesse il debito ad esse riconducibile aumenterebbe di oltre 5 punti percentuali alla fine di quest'anno, al 16,8 per cento, livello superiore di circa 2 punti percentuali nel confronto con il periodo pre-pandemico.

Figura 1.17



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) Sono definite vulnerabili le imprese con MOL negativo o con un rapporto tra oneri finanziari (OF) e MOL superiore al 50 per cento. Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza. Gli ultimi bilanci disponibili per l'intero campione di imprese sono relativi al 2022. Rispetto allo scenario di base, nel 2024: (A) il tasso di interesse nominale è più elevato di 100 punti base; (B) il tasso di interesse nominale è più elevato di 200 punti base e la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali.

<sup>7</sup> Circa il 44 per cento delle emissioni lorde del 2023 ha scadenza inferiore all'anno ed è riconducibile a un numero limitato di grandi gruppi industriali.

<sup>8</sup> 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.

# 2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

## 2.1 LE BANCHE

Le condizioni del sistema bancario italiano si mantengono buone. Le maggiori fonti di vulnerabilità nel medio termine sono connesse con il potenziale peggioramento della qualità dei prestiti conseguente all'elevato livello dei tassi di interesse e con le possibili difficoltà nella raccolta, in una fase di riassorbimento della liquidità in eccesso da parte dell'Eurosistema. Permangono inoltre i rischi legati all'evoluzione della situazione geopolitica internazionale, che potrebbero avere ricadute significative sul quadro macroeconomico (cfr. i parr. 1.1 e 1.2).

Gli indicatori di mercato mostrano una situazione positiva. Il miglioramento della redditività attesa ha contribuito all'ulteriore crescita del rapporto medio tra il valore di mercato e quello contabile (*price-to-book ratio*) delle banche italiane quotate, che ha raggiunto un livello intorno all'unità (era circa la metà a luglio del 2022) e superiore a quello dei principali intermediari quotati dell'area dell'euro. Tra ottobre e marzo i premi sui CDS bancari sono progressivamente diminuiti (fig. 2.1).

Figura 2.1



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) è stimato dagli operatori di mercato. Media ponderata per il valore di mercato. Dati relativi alle banche incluse negli indici FTSE Italy Banks e Euro STOXX Banks. – (2) Media ponderata per il valore di mercato. Per le banche incluse nel campione, cfr. la nota 1. – (3) I dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit e Intesa Sanpaolo; per l'area dell'euro BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, Deutsche Bank, Commerzbank, Banco Santander, Banco Bilbao e Vizcaya Argentaria. Media semplice dei premi sui CDS a 5 anni.

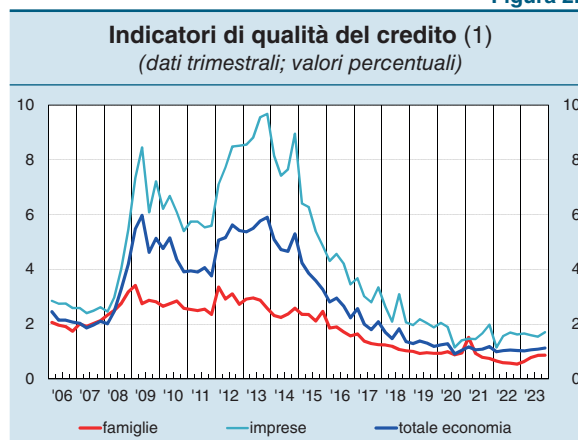
### *I rischi dell'attivo*

Nel secondo semestre del 2023 la qualità degli attivi è rimasta soddisfacente. Il flusso dei nuovi crediti deteriorati in rapporto a quelli *in bonis* (tasso di deterioramento) è risultato sostanzialmente invariato

(all'1,1 per cento a dicembre, appena 6 punti base in più rispetto a giugno; fig. 2.2). Le banche meno significative hanno registrato un leggero incremento dell'indicatore, salito al 2,0 per cento dall'1,8 di giugno. Il tasso di deterioramento su base annua associato alle imprese che avevano fatto ricorso ai prestiti Covid-19 si è mantenuto attorno al 2 per cento, mostrando una lieve tendenza all'aumento nell'ultimo trimestre<sup>1</sup>. Secondo informazioni fornite da Mediocredito Centrale, gestore del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese, a marzo del 2024 le escussioni dei prestiti garantiti sono cresciute rispetto a dicembre, ma rimangono inferiori agli andamenti osservati prima della pandemia.

Nel 2023 sono state effettuate operazioni di cessione di crediti deteriorati per circa 9 miliardi (erano stati 20 nel 2022). Di recente i crediti deteriorati cartolarizzati assistiti da garanzia statale hanno evidenziato un peggioramento degli indicatori di performance (cfr. il riquadro: *La performance delle operazioni di cartolarizzazione di crediti deteriorati*).

Figura 2.2



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, se presente.

## LA PERFORMANCE DELLE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE DI CREDITI DETERIORATI<sup>1</sup>

Al 30 giugno 2023 risultavano attive 941 operazioni di cartolarizzazione<sup>2</sup> aventi come sottostante crediti sia *in bonis* sia deteriorati. Tra le operazioni riferite a crediti deteriorati originati da soggetti bancari a partire dal 2017, 46 erano assistite dalla garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (Gacs), per un valore complessivo degli attivi cartolarizzati al lordo delle rettifiche (*gross book value*, GBV) di circa 118 miliardi di euro (a fronte di 196 operazioni non assistite dalla Gacs, per un GBV di 82 miliardi). In generale la performance delle cartolarizzazioni ha risentito del quadro congiunturale. L'aumento dei tassi di interesse ha ridotto la domanda per acquisto di immobili, accrescendo le difficoltà di recupero da questi attivi, che aveva già risentito dei rallentamenti delle aste durante la pandemia. Le difficoltà dei debitori ceduti hanno inoltre diminuito le opportunità di incasso derivanti dalla conclusione di accordi stragiudiziali.

Con specifico riferimento alle operazioni assistite dalla Gacs, si è rilevato un peggioramento del grado di copertura delle note senior (ossia la classe di titoli meno rischiosa) dovuto principalmente al pagamento degli interessi (in genere a tasso variabile); gli interessi sono rimborsati prima del capitale e quindi hanno assorbito una quota dei recuperi altrimenti destinata al rimborso<sup>3</sup>. Al 30 giugno 2023 le proiezioni degli

<sup>1</sup> A cura di Emanuele Frabotta e Giovanni Rillo.

<sup>2</sup> Dal dato sono escluse le operazioni di autocartolarizzazione.

<sup>3</sup> La performance delle operazioni viene valutata sulla base di tre indicatori che consentono di analizzare l'andamento delle operazioni sia in termini di ammontare dei recuperi rispetto a quanto previsto dai piani di investimento, sia in termini di copertura della nota senior: si tratta del *cumulative collection ratio*, del *cumulative profitability ratio* e del *senior coverage ratio*. Per la descrizione della metodologia utilizzata per il calcolo di tali indicatori, cfr. il riquadro: *La performance delle operazioni assistite dalla garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021 e successivo aggiornamento in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2022.

<sup>1</sup> Alla fine del 2023 era giunto a scadenza circa il 45 per cento dei prestiti assistiti da una garanzia pubblica rilasciata durante la pandemia (tra marzo del 2020 e giugno del 2022). Il tasso di deterioramento è calcolato sul campione (chiuso) di imprese presenti nella Centrale dei rischi che avevano beneficiato di almeno una garanzia Covid-19, diversa da quella di cui all'art. 56 del DL 18/2020 (decreto "cura Italia"); per questa analisi l'indicatore è stato annualizzato considerando la media mobile sui quattro trimestri.



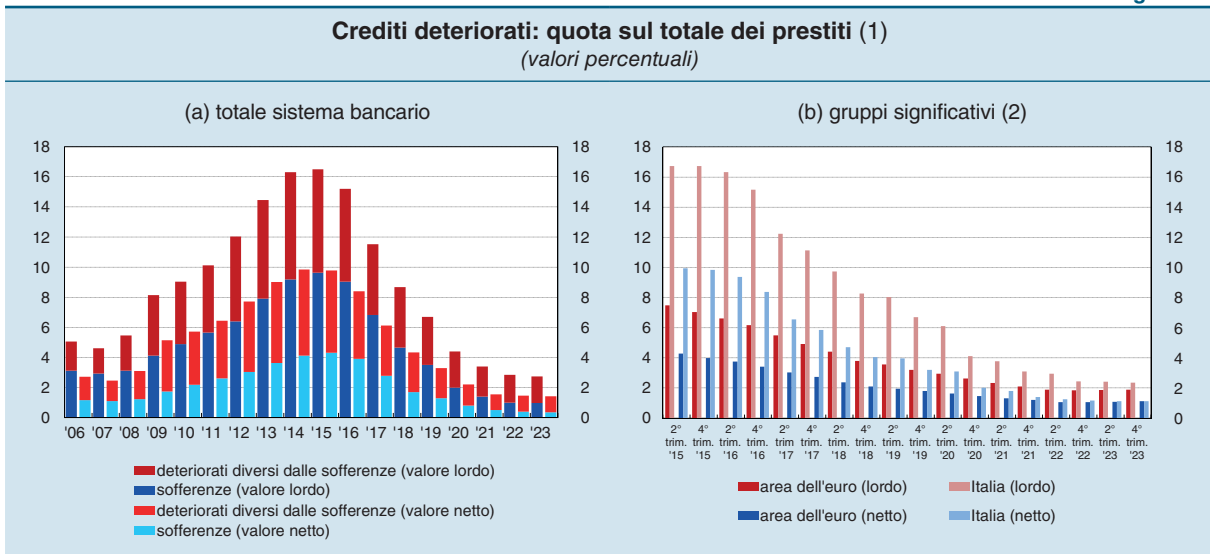
incassi attesi effettuate dai *servicers* hanno evidenziato per 11 operazioni – tutte originate prima del rinnovo della garanzia nel 2019 – la possibilità che la Gacs potesse essere effettivamente escussa. Per le operazioni originate a partire dal 2020 gli indicatori non hanno invece dato ancora segnali di possibile default sulle note senior, ma registrano un rallentamento degli incassi<sup>4</sup>.

Per le operazioni non assistite da garanzia pubblica l'andamento dei recuperi al 30 giugno 2023 ha evidenziato scostamenti rispetto alle previsioni per circa un terzo delle operazioni considerate (66 su 196), corrispondenti al 37 per cento del GBV complessivo ceduto (circa 82 miliardi). Questo andamento è risultato pressoché in linea con quello osservato al 30 giugno 2022. Per le cartolarizzazioni più datate (2017-19) gli incassi hanno coperto quasi integralmente il valore netto di cessione. Le analisi sugli incassi non hanno fatto emergere la diffusione di prassi di recupero distorte, volte a favorire la chiusura anticipata, a scontare le posizioni migliori e a ritardare l'emersione di eventuali perdite sul patrimonio.

<sup>4</sup> Ciò è dovuto a recuperi leggermente inferiori alle previsioni, coerentemente con il mutato quadro congiunturale e con l'impatto che l'aumento dei tassi di interesse sta avendo sulla capacità di vendita degli immobili posti a garanzia.

Anche per effetto della riduzione dei prestiti in essere (cfr. nell'*Appendice* la tav. A2) il rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei finanziamenti (*non-performing loans ratio*, *NPL ratio*) al netto delle rettifiche è rimasto stabile (1,4 per cento; fig. 2.3.a). Il divario dell'indicatore per i gruppi significativi italiani rispetto a quello per il complesso degli intermediari soggetti alla supervisione diretta della BCE si è annullato (fig. 2.3.b).

Figura 2.3



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari italiani, individuali per il resto del sistema; BCE, *Supervisory Banking Statistics* per l'area dell'euro. (1) I prestiti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Le quote sono calcolate al netto e al lordo delle relative rettifiche di valore. I dati di dicembre 2023 sono provvisori. – (2) Il perimetro delle banche significative e di quelle meno significative non è omogeneo tra le date esposte in figura: a partire da giugno del 2019, con il perfezionamento della riforma del settore del credito cooperativo, Cassa Centrale Banca è diventata un gruppo significativo ai fini di vigilanza e nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, sono confluite 143 BCC. Da giugno del 2022 le banche significative includono Mediolanum e FinecoBank.

Dallo scorso giugno l'ammontare dei prestiti nello stadio 2 della classificazione prevista dal principio contabile IFRS 9<sup>2</sup> è rimasto invariato, al di sotto dei livelli osservati a dicembre del 2022; l'incidenza sul

<sup>2</sup> Il modello di *impairment* previsto dall'IFRS 9 si basa sulla classificazione delle esposizioni in tre stadi a seconda del loro grado di deterioramento: nessun deterioramento, significativo incremento del rischio di credito ed esposizioni deteriorate.

totale dei prestiti *in bonis* è tuttavia lievemente aumentata (di 20 punti base), risultando pari al 9,9 per cento a dicembre del 2023. Il divario tra banche significative e meno significative si è sostanzialmente annullato.

L'andamento degli altri indicatori anticipatori del deterioramento ha messo in evidenza deboli segnali di peggioramento della qualità del credito. Il tasso di ingresso in *arrears*<sup>3</sup> – che misura i ritardi di pagamento dei prenditori *in bonis* – è leggermente aumentato rispetto a giugno sia per i prestiti alle imprese, sia per quelli alle famiglie; per entrambe le controparti è cresciuto in misura maggiore per i finanziamenti a tasso variabile. Con riferimento alle imprese, il tasso di ingresso in *arrears* è salito maggiormente per il settore delle costruzioni, al 2,4 per cento (dal 2,1 di giugno del 2023).

Nostre proiezioni coerenti con lo scenario macroeconomico pubblicato dalla Banca d'Italia all'inizio di aprile<sup>4</sup> indicano un graduale incremento del tasso di deterioramento dei prestiti alle imprese, che raggiungerebbe il 2,8 per cento nella media del 2025, guidato dall'aumento dell'onere del debito. Per le famiglie l'indicatore rimarrebbe contenuto, allo 0,9 per cento nel 2025. Il tasso di deterioramento resterebbe comunque ben inferiore a quello osservato in passati episodi di crisi sia per le famiglie sia per le imprese. La vulnerabilità delle banche italiane derivante dalle esposizioni al complesso del settore immobiliare si mantiene su livelli contenuti (cfr. il riquadro: *Un'analisi delle condizioni applicate ai prestiti immobiliari in Italia*).

#### UN'ANALISI DELLE CONDIZIONI APPLICATE AI PRESTITI IMMOBILIARI IN ITALIA<sup>1</sup>

Nel 2023 i prestiti alle famiglie garantiti da immobili residenziali (*residential real estate*, RRE) erano pari al 15,9 per cento dell'attivo totale del sistema bancario (11,8 nel 2014), mentre i finanziamenti al comparto immobiliare commerciale (*commercial real estate*, CRE) ne rappresentavano il 5,6 per cento<sup>2</sup>. Data l'importanza di entrambe le categorie di prestiti, si è ritenuto opportuno monitorare alcuni indicatori particolarmente rilevanti per questa tipologia di finanziamenti sia al momento della concessione, sia nel periodo successivo: un deterioramento di tali indicatori è infatti generalmente correlato con un maggiore rischio di default della controparte e con perdite più elevate per le banche in caso di insolvenza<sup>3</sup>.

Il rapporto medio tra il valore dei nuovi prestiti RRE e quello dell'immobile posto a garanzia al momento della concessione del credito (*loan-to-value at origination*, LTV-O) è aumentato negli anni più recenti; la quota dei finanziamenti con LTV-O superiore all'80 per cento è cresciuta in maniera più marcata (figura A, pannello a)<sup>4</sup>. Per i prestiti CRE l'indicatore LTV-O si è invece mantenuto stabile e la quota con LTV-O superiore all'80 per cento è lievemente scesa negli ultimi

<sup>1</sup> A cura di Alessandra Albanese e Gennaro Catapano.

<sup>2</sup> Secondo la raccomandazione ESRB 2019/03, che modifica la precedente raccomandazione ESRB 2016/14, i prestiti RRE sono quelli concessi a una persona fisica e garantiti da un immobile residenziale (ad es. un immobile per scopi abitativi, esistente o in costruzione, acquisito, costruito o ristrutturato da una persona fisica) indipendentemente dalla finalità del prestito; i prestiti CRE sono invece quelli concessi a una persona giuridica con lo scopo di acquistare un immobile produttivo di reddito, esistente o in fase di sviluppo, oppure immobili utilizzati dai proprietari per svolgere le proprie attività, esistenti o in costruzione, oppure prestiti garantiti da un immobile.

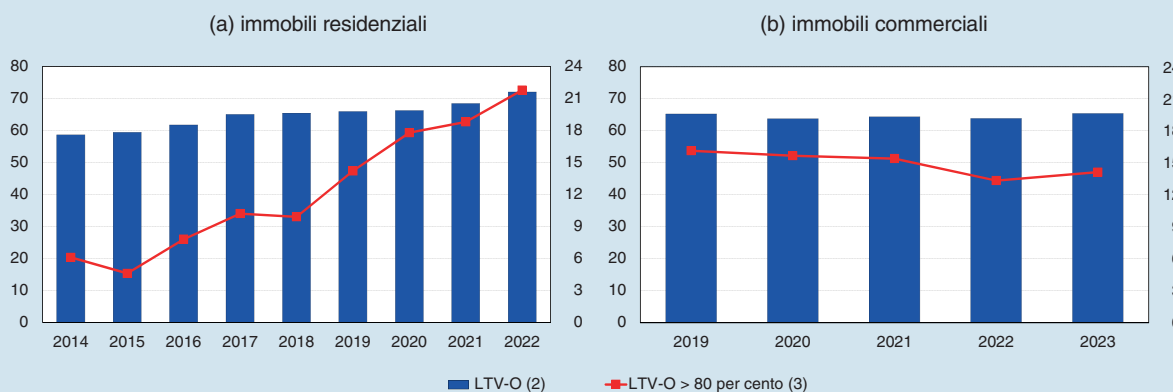
<sup>3</sup> Per approfondimenti sui prestiti RRE e su quelli CRE, cfr. rispettivamente J. Gaudêncio, A. Mazany e C. Schwarz, *The impact of lending standards on default rates of residential real estate loans*, European Central Bank, Occasional Paper Series, 220, 2019 e D. Mokaš e R. Nijskens, *Credit risk in commercial real estate bank loans: the role of idiosyncratic versus macro-economic factors*, DNB Working Paper, 653, 2019.

<sup>4</sup> I mutui con LTV elevato sono tipicamente erogati in presenza di ulteriori garanzie.

<sup>3</sup> Il tasso di ingresso in *arrears* è definito come il rapporto fra flusso trimestrale di nuovi *arrears* (esposizioni scadute da almeno 30 giorni, ma non ancora deteriorate) e i prestiti *in bonis* in essere alla fine del trimestre precedente.

<sup>4</sup> Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 5 aprile 2024.

### Andamento dell'LTV-O sui prestiti immobiliari (1) (valori percentuali)



Fonte: AnaCredit e *Regional Bank Lending Survey* (RBLs).

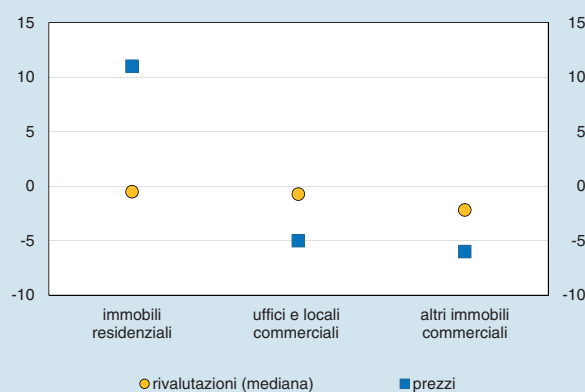
(1) L'indicatore LTV-O è calcolato sulla base delle erogazioni nell'anno. Per il pannello (a) si considera l'intero campione di banche partecipanti a ciascuna edizione dell'indagine RBLs. Per il pannello (b) si utilizzano i dati AnaCredit e il dato relativo al 2023 si riferisce al 1° semestre. – (2) Media ponderata. – (3) Scala di destra.

anni (figura A, pannello b). Per i prestiti CRE si è tuttavia osservata un'ampia dispersione del rapporto tra indebitamento e utili dell'impresa debitrice (*debt-to-income at origination*, DTI-O).

Il rapporto tra il saldo residuo di un finanziamento e il valore corrente dell'immobile posto a garanzia (*loan-to-value current*, LTV-C) consente di fare valutazioni sul complesso dei prestiti in essere. Per i prestiti CRE, i debitori con LTV-C elevato (maggiore dell'80 per cento) sono principalmente imprese di piccola dimensione, operanti nel settore delle costruzioni e attività immobiliari (quasi il 50 per cento in termini di importo) e localizzate nel Nord Italia (a queste ultime è destinata la quota maggioritaria del credito CRE). Lo stock di finanziamenti con LTV-C elevato ammonta al 10 per cento dei prestiti CRE complessivi<sup>5</sup>.

L'osservazione degli aggiustamenti di valore delle garanzie immobiliari operati dalle banche sui prestiti CRE<sup>6</sup> ha permesso di valutare la qualità dei dati sull'LTV-C. Nostre analisi mostrano che le banche italiane aggiornano annualmente una quota consistente delle garanzie immobiliari (tra l'80 e il 90 per cento circa) ma negli ultimi anni la riduzione del valore degli immobili commerciali risulta inferiore a quella registrata dai prezzi nominali degli stessi (figura B). Lo

### Prestiti CRE: rivalutazioni e prezzi per tipo di garanzia nel periodo 2019-23 (1) (variazioni percentuali)



Fonte: AnaCredit e OMI.

(1) La serie dei prezzi per "uffici e locali commerciali" è calcolata come media dei due segmenti; nel caso degli "altri immobili commerciali", la serie dei prezzi si riferisce al segmento industriale. L'analisi è relativa ai soli crediti *in bonis*.

<sup>5</sup> Per i prestiti RRE non sono al momento disponibili informazioni altrettanto dettagliate.

<sup>6</sup> L'analisi utilizza la base dati AnaCredit.

scostamento potrebbe essere influenzato dalla parziale rappresentatività del campione di immobili posti a garanzia; negli ultimi quattro anni questa differenza è tuttavia risultata contenuta.

L'esposizione ai rischi climatici rimane stabile e concentrata soprattutto presso banche locali, sia piccole sia banche di credito cooperativo (BCC). In dicembre i prestiti a favore di aziende operanti in settori particolarmente esposti ai rischi di transizione erano poco oltre la metà di quelli totali alle imprese<sup>5</sup>. Con riferimento ai rischi di natura fisica, alla stessa data, il 28 per cento dei finanziamenti era destinato a imprese situate in province considerate ad alto rischio<sup>6</sup>. La quasi totalità dei finanziamenti esposti simultaneamente a entrambi i rischi (fisici e di transizione) faceva capo a intermediari che detengono circa il 5 per cento dei prestiti complessivi del sistema bancario. Queste esposizioni rappresentano valori massimi di rischio, poiché non tutte le imprese operanti in un determinato settore o in una data regione sono necessariamente influenzate da modifiche normative o da eventi naturali estremi.

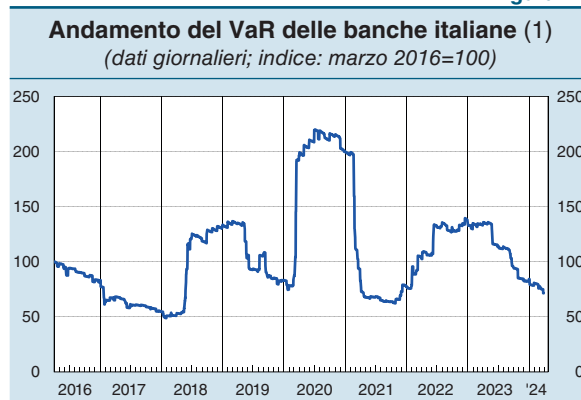
### I rischi di mercato e di tasso di interesse

È proseguito il calo del *Value at Risk* (VaR) del portafoglio titoli delle banche (*banking e trading*) (fig. 2.4), a cui ha contribuito principalmente la riduzione della variabilità degli spread creditizi e, in misura minore, la diminuzione di quella dei tassi di interesse.

A febbraio l'ammontare dei titoli pubblici italiani sul totale delle attività di bilancio è sceso all'8,8 per cento, dal 9,1 di settembre (fig. 2.5.a). In presenza di un lieve aumento del loro valore di mercato, il calo riflette vendite nette, in particolare da parte dei gruppi bancari significativi. La durata finanziaria dei titoli pubblici è aumentata (4,2 anni; fig. 2.5.b). La quota valutata al costo ammortizzato è salita al 75,2 per cento, per effetto soprattutto dell'incremento osservato per i gruppi significativi (76,5 per cento).

Il miglioramento del valore di mercato dei titoli pubblici italiani ha contribuito alla riduzione delle minusvalenze non realizzate (*unrealized losses*) del portafoglio valutato al costo ammortizzato. L'impatto di tali minusvalenze sul *CET1 ratio* dell'intero sistema con riferimento al portafoglio in essere alla fine di dicembre era, a marzo di quest'anno, stimato in media a 86 punti base, tenendo conto dei benefici

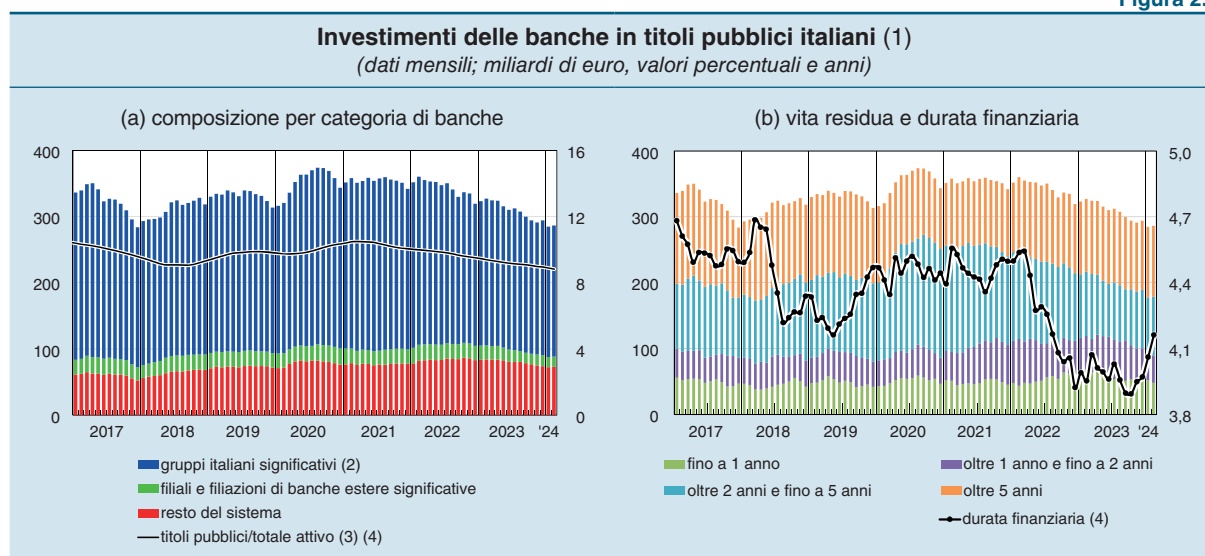
Figura 2.4



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli, Matrice dei conti e Refinitiv. (1) Medie ponderate per la dimensione dei portafogli dei singoli intermediari. Il VaR rappresenta la perdita di valore del portafoglio che in un giorno non sarà superata nel 99 per cento dei casi. L'indicatore relativo all'intero sistema bancario è calcolato, per ogni giornata di negoziazione, in base alle informazioni granulari circa le consistenze e le caratteristiche dei titoli in portafoglio di ciascuna banca italiana alla fine di ogni mese, tenendo conto delle variazioni dei fattori di rischio occorse negli ultimi 250 giorni lavorativi.

<sup>5</sup> I rischi di transizione sono misurati tenendo conto dell'incidenza dei prestiti del sistema bancario verso i settori che rappresentano una quota elevata sia delle emissioni totali sia dei prestiti complessivi (cfr. I. Faiella e L. Lavecchia, *The carbon content of Italian loans*, "Journal of Sustainable Finance & Investment", 12, 3, 2022, pp. 939-957, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 557, 2020).

<sup>6</sup> Le province sono definite ad alto rischio in base al *climate risk index*, una misura congiunta del rischio climatico e della capacità di adattamento, predisposta dal Centro euromediterraneo sui cambiamenti climatici (cfr. G. Meucci e F. Rinaldi, *L'esposizione delle banche al rischio fisico da eventi climatici in Italia: una stima basata sui dati AnaCredit sui prestiti alle imprese non finanziarie*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 706, 2022).



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. È esclusa Cassa depositi e prestiti. – (2) Comprende le BCC confluite nei gruppi bancari cooperativi. – (3) Media mobile dei 12 mesi terminanti in quello indicato. La serie del “totale attivo” non include le obbligazioni di propria emissione riacquistate. – (4) Scala di destra.

dovuti ai derivati di copertura<sup>7</sup>. Alla fine di settembre del 2023 le *unrealized losses* erano quasi il doppio (171 punti base del *CET1 ratio*).

Se i tassi privi di rischio si muovessero in linea con le aspettative implicite nelle curve dei tassi di interesse di mercato, il valore economico del complesso delle attività e passività comprese nel portafoglio bancario alla fine dello scorso dicembre si ridurrebbe in media sia per le banche significative sia per quelle meno significative (-29 e -19 punti base in termini di *CET1 ratio*, rispettivamente)<sup>8</sup>.

### *I rischi di rifinanziamento e di liquidità*

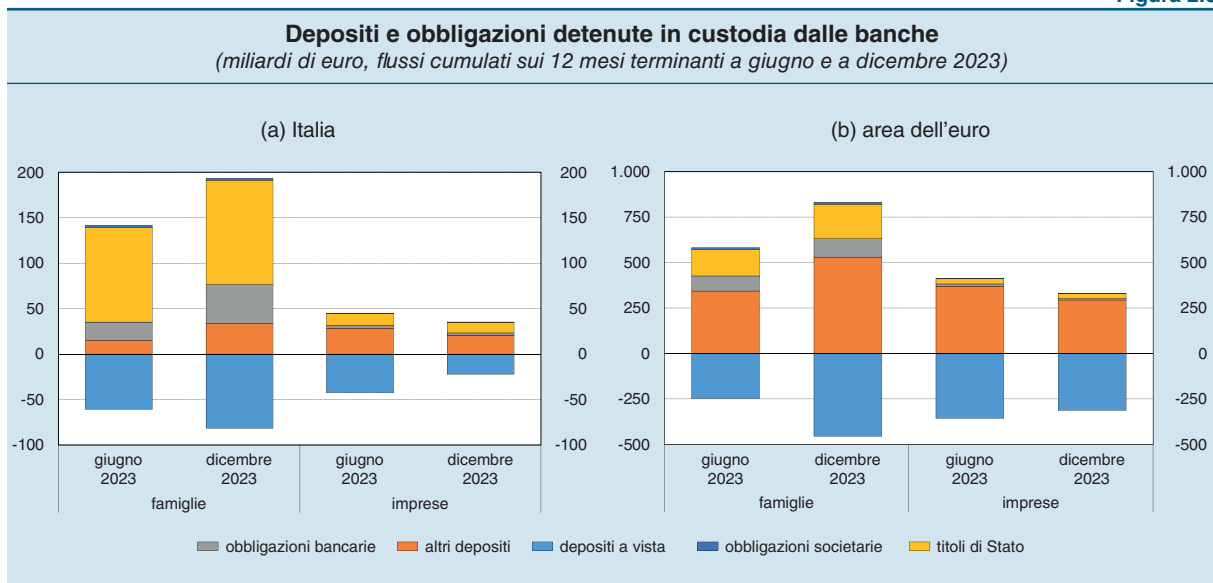
A febbraio la raccolta è diminuita del 3,6 per cento sui dodici mesi, riflettendo il marcato calo delle passività verso l'Eurosistema, solo in parte compensato dall'aumento delle emissioni obbligazionarie.

In linea con quanto osservato anche nell'area dell'euro (fig. 2.6), è proseguita la riallocazione della liquidità da parte di famiglie e imprese italiane a favore di attività più remunerative (cfr. il par. 1.5). La flessione dei depositi a vista delle famiglie nel 2023 è stata più forte rispetto a quanto osservato nei dodici mesi terminanti lo scorso giugno ed è stato più intenso l'aumento delle altre tipologie di depositi e degli investimenti in obbligazioni bancarie. Per quanto riguarda le imprese, il deflusso di depositi a vista si è invece attenuato.

<sup>7</sup> Le *unrealized losses* non influenzano direttamente la redditività o il patrimonio delle banche e si manifestano solo se l'intermediario è costretto a vendere lo strumento prima della sua scadenza naturale, ad esempio per soddisfare improvvise esigenze di liquidità. Il *CET1 ratio* è dato dal rapporto tra il capitale di migliore qualità (*CET1*) e le attività ponderate per il rischio.

<sup>8</sup> Lo scenario prefigura, a partire da dicembre del 2023, una riduzione fino a 90 punti base dei tassi per le scadenze entro i due anni e un lieve incremento per le scadenze superiori. Le stime sono basate sulla metodologia semplificata per la determinazione dell'esposizione al rischio di tasso definita dalla Banca d'Italia (cfr. circolare 285/2013).

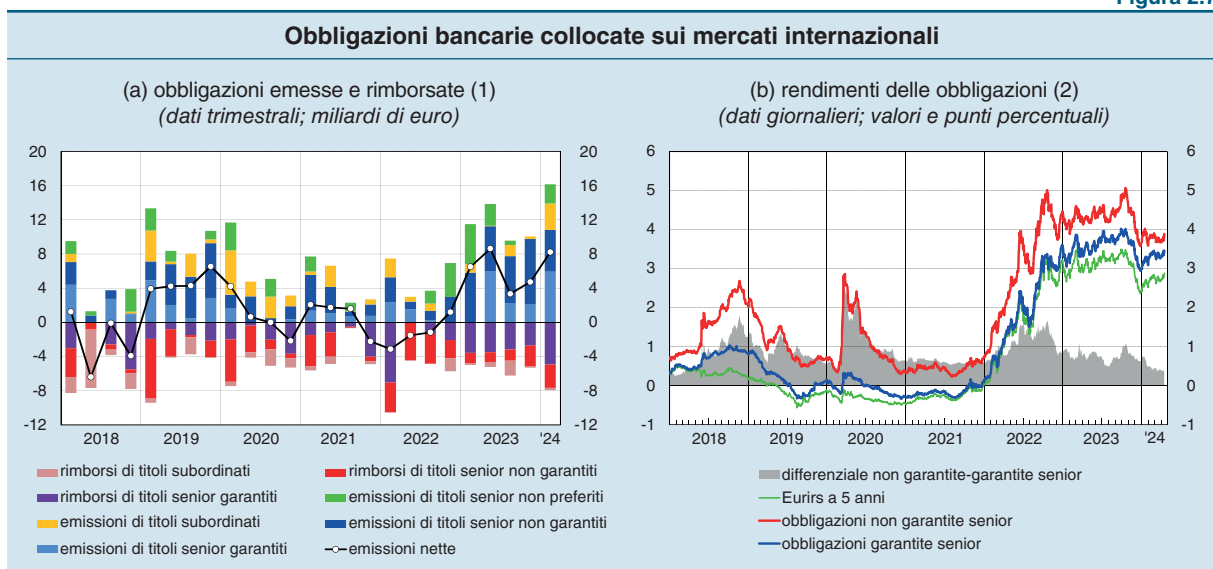
Figura 2.6



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

Nel primo trimestre dell'anno in corso le emissioni obbligazionarie nette delle banche italiane sono salite a circa 8,2 miliardi, da 3,3 nel terzo trimestre del 2023 (fig. 2.7.a). L'aumento riflette le maggiori emissioni nette sia di titoli senior garantiti sia di titoli subordinati. I rendimenti delle obbligazioni, dopo avere raggiunto un picco a ottobre dello scorso anno, sono rapidamente scesi per collocarsi sui livelli osservati tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023 (fig. 2.7.b). Le emissioni di passività idonee a soddisfare il requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL), effettuate soprattutto dalle banche significative, sono state rilevanti anche nel secondo semestre dello scorso anno.

Figura 2.7



Fonte: Bloomberg e Dealogic.

(1) Emissione di titoli di banche italiane sui mercati internazionali. Non sono incluse le emissioni trattenute a bilancio, né quelle destinate al mercato al dettaglio. Sono incluse le obbligazioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione. – (2) Rendimenti a scadenza di titoli di banche italiane con vita residua pari a 5 anni.



In febbraio il *funding gap*<sup>9</sup> si è portato a -15,2 per cento (-14,4 a settembre del 2023). Il valore marcatamente negativo dell'indicatore segnala i bassi rischi di liquidità connessi con il ricorso alla provvista al dettaglio per il finanziamento dei prestiti. Il costo marginale della raccolta è cresciuto leggermente rispetto a settembre, al 2,2 per cento, per effetto principalmente dell'aumento dei tassi di interesse sul mercato interbancario, ed è oltre il doppio di quello osservato alla fine del 2022 (fig. 2.8).

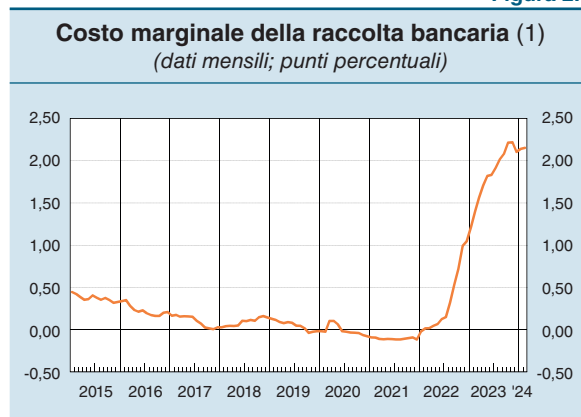
Alla fine di marzo le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) in essere ammontavano a 55 miliardi. Il rimborso di 82 miliardi (di cui 12 volontari) nel mese di marzo è stato effettuato utilizzando soprattutto la liquidità in eccesso (rispetto alla riserva obbligatoria) depositata presso la Banca d'Italia. La capacità delle banche di acquisire nuova provvista, sia sul mercato dei pronti contro termine sia sul mercato obbligazionario, ha ridotto – principalmente per le banche significative – l'esigenza di ricorrere alle operazioni di rifinanziamento standard della BCE. Nel periodo di mantenimento terminato ad aprile la liquidità in eccesso era pari a 166 miliardi (fig. 2.9). Per le maggiori banche italiane era di molto superiore agli importi delle TLTRO3 ancora in essere; alcuni intermediari, perlopiù di piccola dimensione, per rimborsare le operazioni in scadenza dovranno invece reperire fondi sul mercato oppure ricorrere al rifinanziamento regolare della banca centrale.

Il valore delle attività conferite come garanzia nelle operazioni presso l'Eurosistema (*collateral pool*) si è ridotto di ulteriori 77 miliardi tra settembre e marzo, collocandosi a 204 (fig. 2.10.a). I prestiti hanno costituito la principale classe di attività stanziata (67 per cento del totale; fig. 2.10.b). Le misure adottate in risposta all'emergenza pandemica, che allentavano i criteri di idoneità applicabili alle attività conferite in garanzia, hanno continuato a contribuire alla disponibilità di collaterale per 30 miliardi (il 15 per cento del pool). Queste misure, insieme alle altre che rientrano negli schemi nazionali sui prestiti bancari aggiuntivi (*additional credit claims*), saranno oggetto di revisione nel corso del 2024<sup>10</sup>, tenendo conto che il nuovo assetto operativo della politica monetaria prevede il mantenimento di un'ampia gamma

<sup>9</sup> Il *funding gap* è misurato come differenza tra il valore dei prestiti e la raccolta al dettaglio, in percentuale dei prestiti. Sono escluse le operazioni condotte dalla Cassa depositi e prestiti e dalle filiali di banche estere.

<sup>10</sup> BCE, *Decisioni assunte dal Consiglio direttivo della BCE (in aggiunta a quelle che fissano i tassi di interesse)*, comunicato stampa del 15 dicembre 2023.

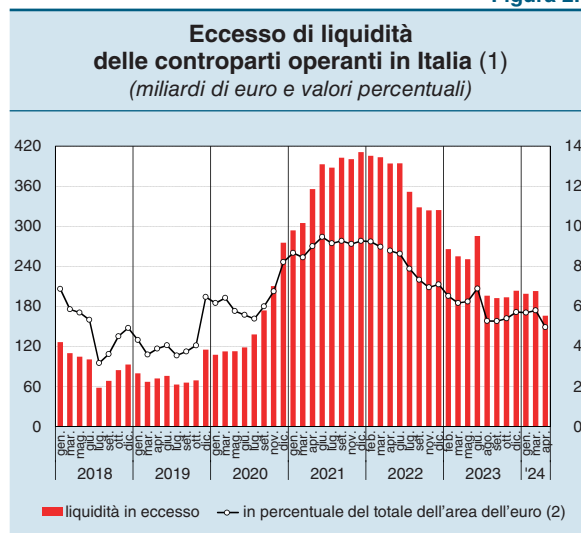
Figura 2.8



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.

(1) Il costo marginale della raccolta è calcolato come media ponderata del costo delle varie fonti di provvista delle banche, utilizzando come pesi le rispettive consistenze. Si tratta del costo che la banca sosterebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento.

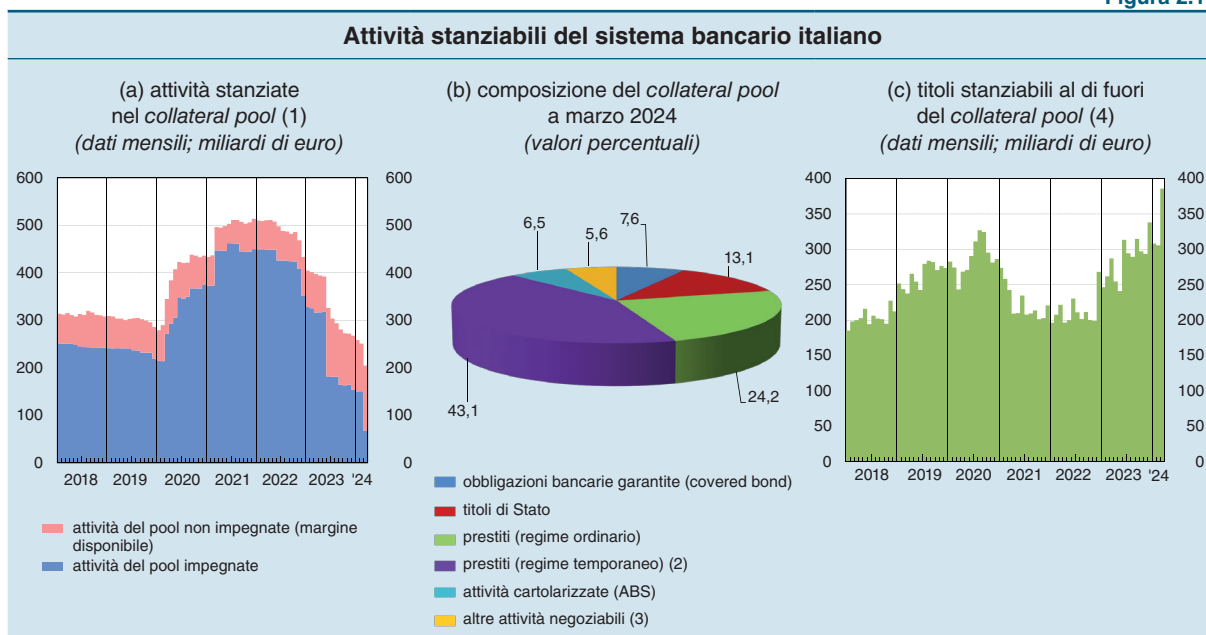
Figura 2.9



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

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

Figura 2.10



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

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

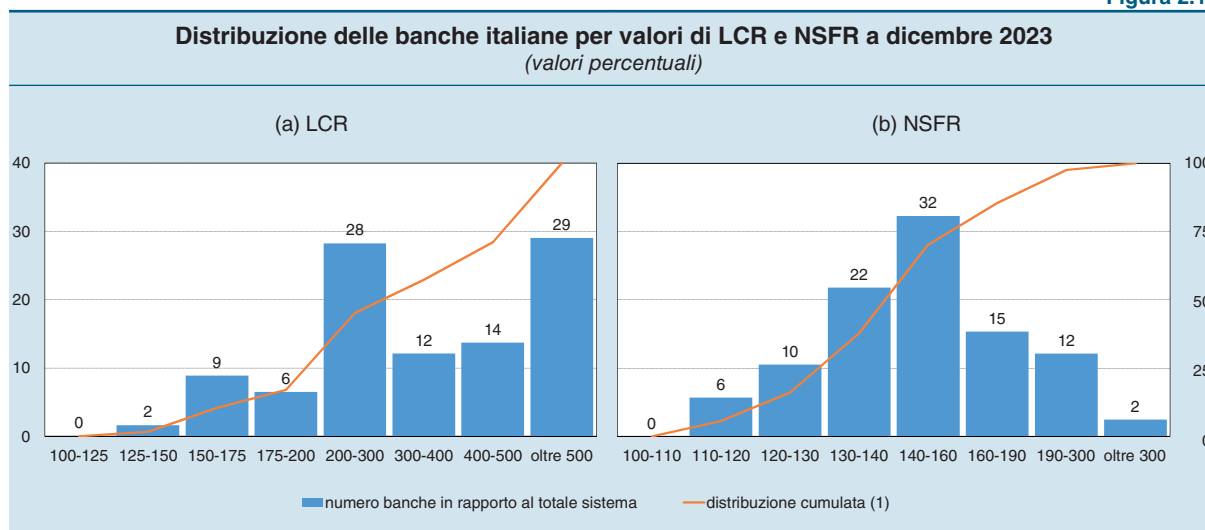
di attività stanziabili in garanzia. Nonostante la flessione delle attività in garanzia, il margine disponibile nel collateral pool si mantiene cospicuo (137 miliardi, pari al 67 per cento del pool), per effetto dei rimborsi delle operazioni TLTRO3. Le banche italiane dispongono inoltre di 386 miliardi di titoli stanziabili al di fuori del collateral pool, costituiti per il 62 per cento da titoli di Stato (fig. 2.10.c).

Il profilo della liquidità delle banche si conferma equilibrato sia sulle scadenze a breve, sia su quelle a medio termine: in dicembre l'indice medio di copertura della liquidità su un orizzonte temporale di un mese (*liquidity coverage ratio*, LCR) era mediamente pari al 189 per cento e il coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR) si collocava al 133 per cento (fig. 2.11; lo scorso mese di giugno queste due misure erano rispettivamente pari al 175 e al 134 per cento).

Nell'ambito dell'attività di supervisione della Banca d'Italia, nel secondo semestre dello scorso anno sono stati analizzati i piani previsivi di raccolta per il 2023 di un ampio campione di banche italiane<sup>11</sup> al fine di verificarne la realizzabilità. Rispetto a quanto previsto, nei primi tre trimestri del 2023 le banche hanno fatto maggiore ricorso alla raccolta obbligazionaria netta e hanno utilizzato meno quella presso l'Eurosystem (rispettivamente 22,6 e -55,5 per cento). Il ricorso ai pronti contro termine è aumentato in misura cospicua (142 per cento), mentre i depositi al dettaglio si sono lievemente ridotti (-3,7 per cento), evidenziando in questo caso un andamento meno favorevole di quanto atteso. Prime indicazioni dai nuovi piani previsivi riferiti al biennio 2024-25 indicano un calo delle passività complessive; le TLTRO3

<sup>11</sup> Sono stati valutati i piani di raccolta delle 12 banche significative italiane e di 73 banche meno significative che rappresentavano il 99 per cento dell'attivo totale del sistema. Nel complesso le banche avevano previsto un aumento consistente della raccolta obbligazionaria netta, una forte riduzione delle passività verso l'Eurosystem, una flessione della raccolta netta mediante operazioni di pronti contro termine e un lieve aumento dei depositi al dettaglio.

Figura 2.11



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

in scadenza verrebbero infatti sostituite solo in parte. Sul fronte dell'attivo si osserverebbe una parallela riduzione delle attività diverse dai finanziamenti alla clientela, in particolare titoli e riserve presso banca centrale. Proseguirebbe nel 2024 la riduzione della raccolta dalla clientela, concentrata nella componente a vista, che tornerebbe comunque a salire nel 2025; continuerebbe invece a crescere la raccolta di mercato, grazie alla previsione di ingenti emissioni di obbligazioni bancarie garantite e al ricorso ai pronti contro termine.

### I rischi cibernetici

Resta elevata l'attenzione della Banca d'Italia ai rischi cibernetici e al relativo stato di preparazione degli operatori (cfr. il riquadro: *Il contrasto alla minaccia cibernetica per gli intermediari vigilati: evidenze per l'Italia*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2021). Dall'attività di monitoraggio condotta dall'Istituto sugli incidenti operativi o di sicurezza verificatisi nel mercato italiano risulta che nel 2023 gli intermediari finanziari<sup>12</sup> hanno segnalato 30 incidenti cibernetici gravi, in significativo aumento rispetto agli anni precedenti (rispettivamente, 12 e 13 segnalazioni nel 2021 e nel 2022)<sup>13</sup>. Gli attacchi alla disponibilità di servizi offerti alla clientela (cosiddetti attacchi DoS)<sup>14</sup>, in alcuni casi attribuibili a soggetti collegati con il conflitto in Ucraina, sono quelli più frequentemente rilevati nell'ultimo anno (15 segnalazioni, fig. 2.12). L'impatto di questi attacchi è stato tuttavia limitato, con tempi di indisponibilità dei servizi mai superiori alle cinque ore. Si sono verificati anche incidenti cibernetici relativi all'utilizzo di malware e a tecniche di ingegneria sociale<sup>15</sup>, oltre che ad accessi non autorizzati ai sistemi degli intermediari.

<sup>12</sup> Sono soggetti alla segnalazione gruppi bancari, banche individuali, istituti di pagamento e istituti di moneta elettronica.

<sup>13</sup> Questa attività si basa sulle segnalazioni previste dall'Istituto relative ai gravi incidenti operativi o alla sicurezza. Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Comunicazione di gravi incidenti operativi o di sicurezza*.

<sup>14</sup> La sigla DoS (*Denial of service*) abbrevia l'espressione che in italiano significa letteralmente "negazione del servizio"; nel campo della sicurezza informatica indica un attacco con cui si fanno esaurire le risorse di un sistema informatico che fornisce un servizio ai clienti, con il risultato di perdita di accesso alla disponibilità per i clienti stessi.

<sup>15</sup> Per ingegneria sociale si intende una tecnica di attacco cibernetico volta a ingannare le persone inducendole a rivelare informazioni oppure a eseguire determinate azioni.

Nel 2024 la BCE ha avviato un esercizio di stress test sulla resilienza cibernetica delle banche soggette alla sua vigilanza diretta, incluse quelle italiane. L'esercizio ha l'obiettivo di verificare le misure di risposta e di ripristino adottate dagli intermediari in caso di un attacco cibernetico che colpisca l'operatività corrente di sistemi e servizi.

### Il patrimonio e la redditività

Nel secondo semestre del 2023 la posizione patrimoniale delle banche italiane è rimasta sostanzialmente invariata; in dicembre il *CET1 ratio* dell'intero sistema era mediamente del 15,6 per cento. Per le banche significative si è verificata una leggera flessione del coefficiente, al 15,9 per cento, mentre per quelle meno significative si è registrato un aumento di 50 punti base, al 17,3<sup>16</sup>.

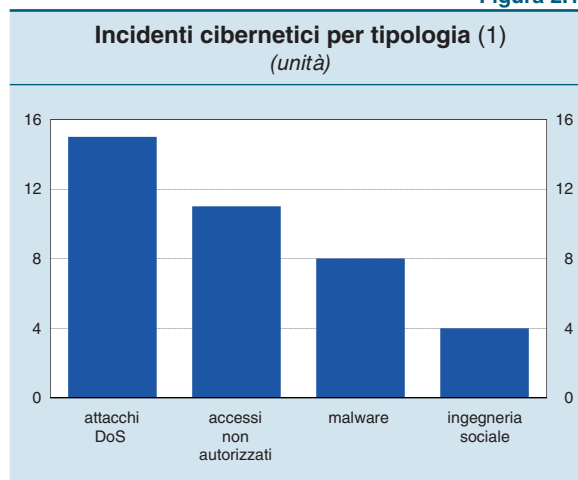
Per le prime, a fronte del contenuto incremento delle attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA), il capitale di migliore qualità è rimasto sostanzialmente invariato, poiché il contributo positivo della redditività del periodo è stato compensato dall'effetto di nuove operazioni di riacquisto di azioni proprie e dall'aumento delle attività immateriali, che vengono dedotte dal patrimonio di vigilanza. Le banche meno significative hanno beneficiato sia delle maggiori riserve di utili, sia della flessione degli attivi ponderati. Alla fine dell'anno il grado medio di patrimonializzazione delle banche significative italiane era leggermente superiore a quello del complesso delle banche significative dei paesi partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM).

Nel secondo semestre del 2023 la leva finanziaria (*leverage ratio*) per l'intero sistema bancario è lievemente migliorata, al 6,1 per cento, per effetto sia della contenuta riduzione delle attività, sia del leggero aumento del capitale. In dicembre il *leverage ratio* dei gruppi significativi, pari al 6,1 per cento, si confermava superiore al valore medio europeo; per le banche meno significative l'indicatore si collocava al 6,9 per cento<sup>17</sup>.

Il rapporto tra le passività idonee a soddisfare i requisiti MREL e gli RWA delle banche significative e meno significative assoggettabili a risoluzione è salito al 33,8 per cento, livello ampiamente superiore ai requisiti stabiliti dalle autorità di risoluzione (in media al 25,4 per cento). Tutti gli intermediari sono in linea con i requisiti vigenti. La dotazione di strumenti subordinati degli intermediari soggetti al requisito di subordinazione<sup>18</sup> si è mantenuta stabile, mediamente al 22,6 per cento degli RWA, valore più alto di quello del requisito minimo (18,2 per cento).

Nel 2023 la redditività delle banche italiane è significativamente migliorata; il ROE, al netto delle componenti straordinarie, è salito dall'8,7 al 12,3 per cento (fig. 2.13).

Figura 2.12



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.

(1) Un incidente può essere classificato secondo più tipologie. I dati si riferiscono al 2023.

<sup>16</sup> Nel sistema bancario sono comprese anche le filiazioni italiane di gruppi significativi europei, non classificate tra gli intermediari significativi né tra quelli meno significativi, per le quali l'indicatore è inferiore alla media.

<sup>17</sup> Come per il *CET1 ratio*, anche per il *leverage ratio* le filiazioni italiane di gruppi significativi europei hanno un valore dell'indicatore inferiore alla media.

<sup>18</sup> Si tratta di banche di maggiore dimensione (con totale attivo superiore a 100 miliardi) e quelle per le quali sono individuati rischi sistemici rilevanti in caso di dissesto.

L'incremento della redditività è dovuto quasi interamente al forte ampliamento del margine di interesse (36,4 per cento), a sua volta imputabile soprattutto alla dinamica degli interessi attivi sui prestiti a imprese e famiglie. Dal lato delle passività, sono aumentati gli interessi passivi sui depositi a termine; per i depositi a vista il costo è rimasto invece contenuto, con un *pass-through*<sup>19</sup> inferiore rispetto a quello della precedente fase di rialzo dei tassi (2005-08).

L'aumento degli interessi netti ha sospinto l'incremento del margine di intermediazione (16,5 per cento), nonostante il lieve calo delle commissioni e dei ricavi da negoziazione.

Al miglioramento del ROE ha inoltre contribuito la flessione delle rettifiche su crediti (-30,1 per cento); il livello contenuto del costo del rischio<sup>20</sup>, sostanzialmente in linea con quello degli altri intermediari significativi europei, riflette anche le riprese di valore rilevate nell'anno su esposizioni precedentemente classificate negli stadi più rischiosi previsti dal principio contabile IFRS 9 (stadio 2 e stadio 3)<sup>21</sup>. I costi operativi sono leggermente aumentati (2,9 per cento), principalmente per effetto delle maggiori spese per il personale connesse con il rinnovo del contratto collettivo nazionale del lavoro per il settore bancario<sup>22</sup>.

Stime coerenti con lo scenario macroeconomico di recente pubblicato dalla Banca d'Italia<sup>23</sup> indicano che la redditività delle banche italiane resterebbe elevata nell'anno in corso, su livelli di poco inferiori a quelli osservati nel 2023, ma maggiori del 2022; diminuirebbe nel biennio successivo, pur rimanendo ampiamente positiva e superiore alla media dell'ultimo decennio. Il margine di interesse subirebbe una flessione quest'anno, rallentando più marcatamente nel biennio seguente. Le rettifiche di valore su crediti crescerebbero in misura significativa nel triennio, in linea con l'aumento atteso del tasso di deterioramento dei prestiti, fino a un livello circa doppio rispetto a quello del 2023. Questo valore sarebbe prossimo ai livelli registrati prima della crisi pandemica e nettamente inferiore al picco toccato in seguito alla crisi dei debiti sovrani.

## 2.2 LE ASSICURAZIONI

Gli indicatori di mercato per il settore assicurativo italiano mostrano a marzo di quest'anno corsi azionari e utili attesi in crescita rispetto allo scorso novembre e in linea con i mercati europei (fig. 2.14).

<sup>19</sup> Il *pass-through* è definito come il rapporto tra la variazione del tasso medio praticato sui depositi alla clientela e quella dei tassi ufficiali.

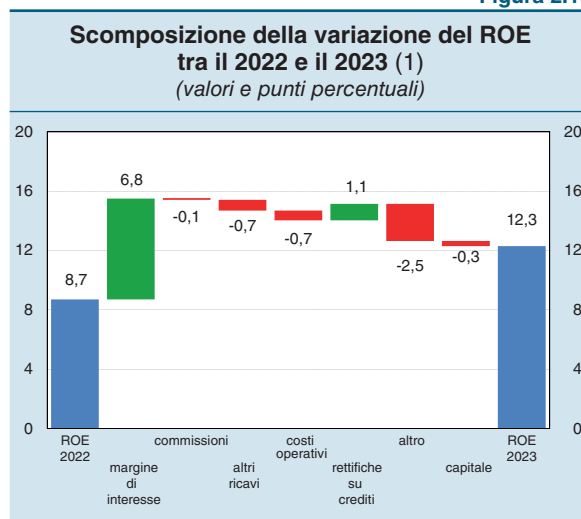
<sup>20</sup> Il costo del rischio è definito come il rapporto tra il flusso annuo di rettifiche di valore su crediti e la consistenza media dei prestiti.

<sup>21</sup> La flessione del 2023 sulle esposizioni in stadio 2 è prevalentemente riconducibile al rientro in stadio 1 di quelle che hanno beneficiato di moratoria Covid-19, per le quali al termine del periodo di monitoraggio il merito creditizio è migliorato.

<sup>22</sup> Dopo l'aumento del 2023 è verosimile attendersi che i costi operativi rimangano sostanzialmente stabili nei prossimi esercizi; gli ulteriori incrementi previsti dal contratto nazionale sarebbero in larga parte compensati dai risparmi connessi con la riduzione degli organici a seguito della realizzazione dei piani di esodo.

<sup>23</sup> Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 5 aprile 2024.

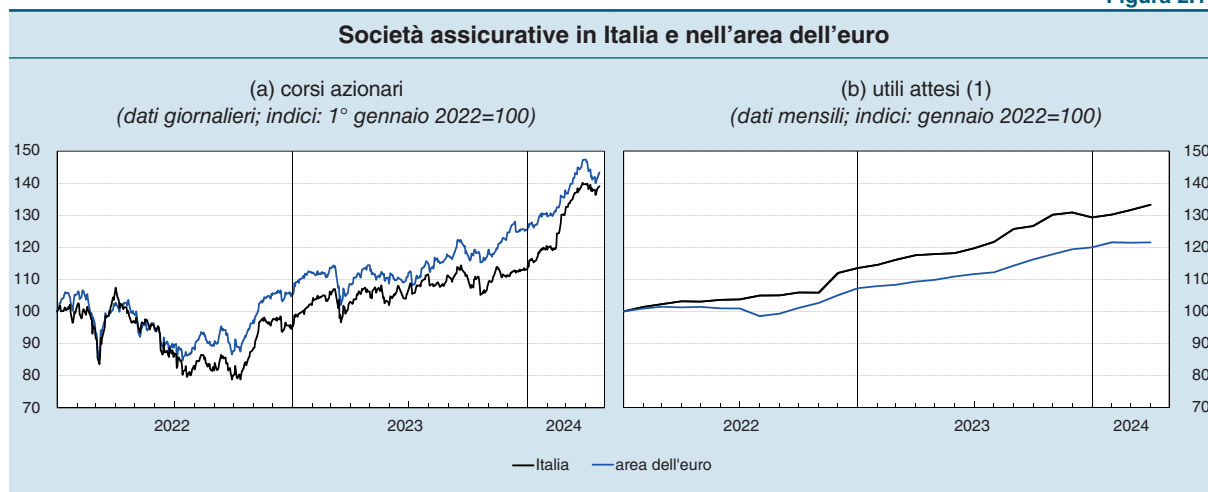
Figura 2.13



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 2022, determinando il valore finale del ROE del 2023.

Figura 2.14



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

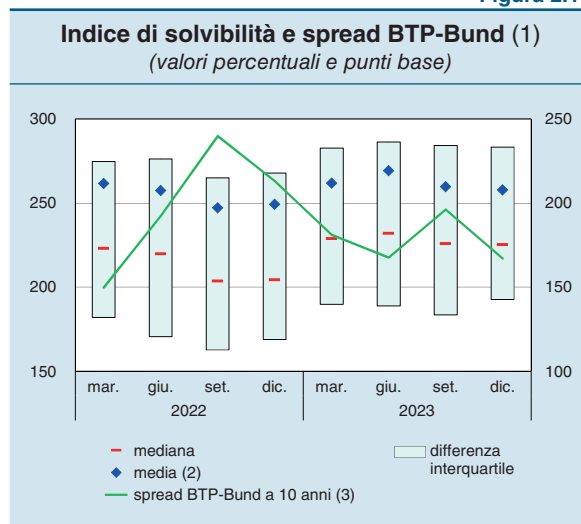
La patrimonializzazione si è ridotta rispetto a giugno del 2023, risentendo dell'incremento del costo dei sinistri del comparto danni, ma resta su livelli elevati: il valore medio dell'indice di solvibilità a dicembre era il 258 per cento (fig. 2.15).

La composizione degli investimenti per i quali le compagnie sopportano il rischio rimane stabile: le obbligazioni pubbliche costituiscono il 46 per cento del totale (di cui oltre due terzi titoli di Stato italiani); le obbligazioni private, perlopiù emesse da società estere e da imprese non finanziarie (fig. 2.16.a), rappresentano il 20 per cento. Non registrano variazioni neanche le quote degli investimenti in fondi comuni e azioni, rispettivamente pari al 15 e al 14 per cento (fig. 2.16.b). Le obbligazioni societarie mostrano un miglioramento del rischio di credito: la quota di titoli con rating A è aumentata al 32 per cento (dal 28 della fine del 2022) mentre rimane stabile quella con rating BBB (fig. 2.16.c).

L'esposizione delle compagnie verso il settore immobiliare è modesta (4 per cento del totale investimenti alla fine del 2023); essa è principalmente riconducibile a immobili di tipo non residenziale ed è costituita per oltre la metà da quote di fondi immobiliari. I prestiti garantiti da immobili concessi dalle compagnie di assicurazione alle imprese rappresentano una quota minima degli investimenti.

La discesa dei rendimenti dei titoli obbligazionari osservata a partire dagli ultimi mesi del 2023 ha ridotto le minusvalenze nette non realizzate sugli investimenti, che a marzo erano pari a 13 miliardi (29 miliardi alla fine di giugno dello scorso anno; fig. 2.17).

Figura 2.15

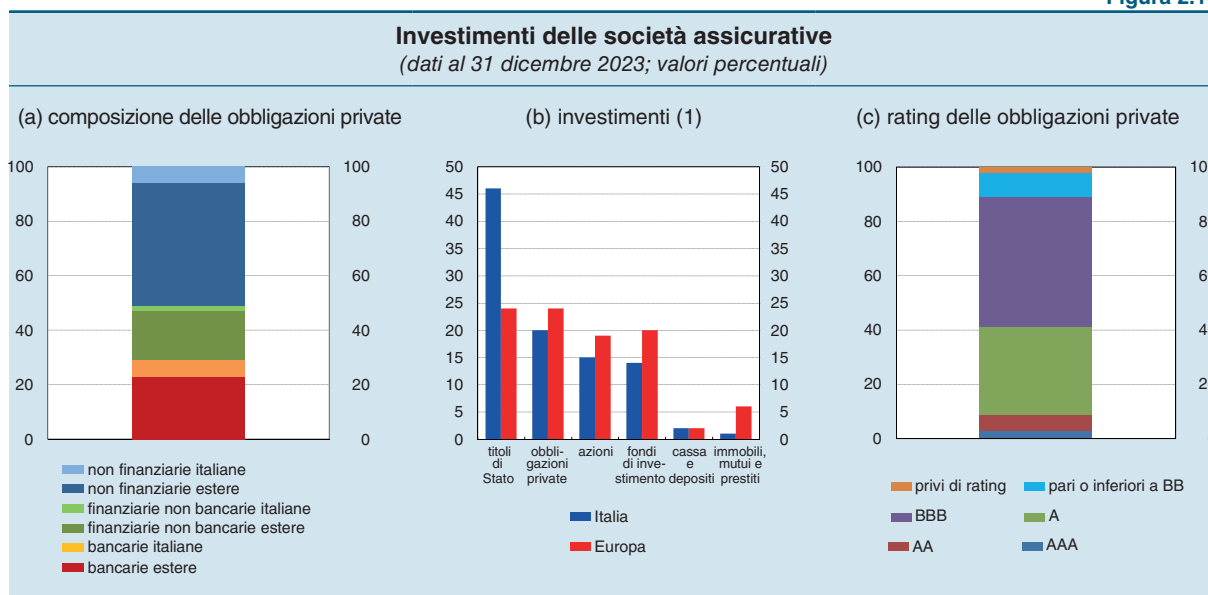


Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale Solvency II. I dati provengono dalle segnalazioni trimestrali di vigilanza Solvency II (Quantitative reporting template). - (2) Media ponderata con pesi pari al requisito patrimoniale di solvibilità. - (3) Lo spread BTP-Bund si riferisce alla fine di ciascun periodo. Scala di destra.



Figura 2.16



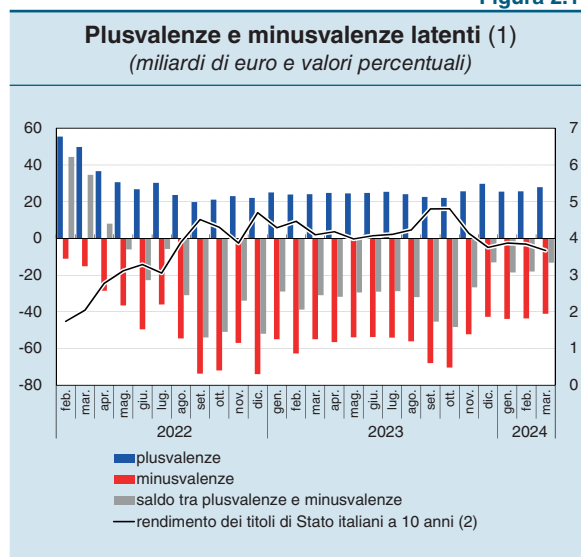
Fonte: Ivass ed EIOPA.

(1) I dati per l'Europa, aggiornati al 30 settembre 2023, sono riferiti allo Spazio economico europeo.

La facoltà di sospendere temporaneamente gli effetti delle minusvalenze sulla redditività di esercizio<sup>24</sup>, riconosciuta dal legislatore in considerazione di una situazione di turbolenza dei mercati, è stata adottata nel bilancio 2023 da oltre un terzo delle compagnie italiane, che rappresentano circa il 60 per cento degli attivi del settore.

L'applicazione della norma, unitamente alla migliore redditività degli investimenti, ha avuto un impatto positivo sul ROE delle compagnie italiane, che ha raggiunto l'11 per cento alla fine del 2023: 14 nel ramo vita e 6 per cento nel ramo danni (fig. 2.18.a)<sup>25</sup>. Nel primo comparto, nonostante il calo della raccolta premi (-4 per cento; fig. 2.18.c), la redditività ha beneficiato della riduzione delle minusvalenze nette, mentre nel secondo l'aumento della raccolta premi (7 per cento in più rispetto al 2022) ha compensato l'incremento degli oneri per sinistri, in particolare quelli legati a eventi climatici<sup>26</sup>.

Figura 2.17



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

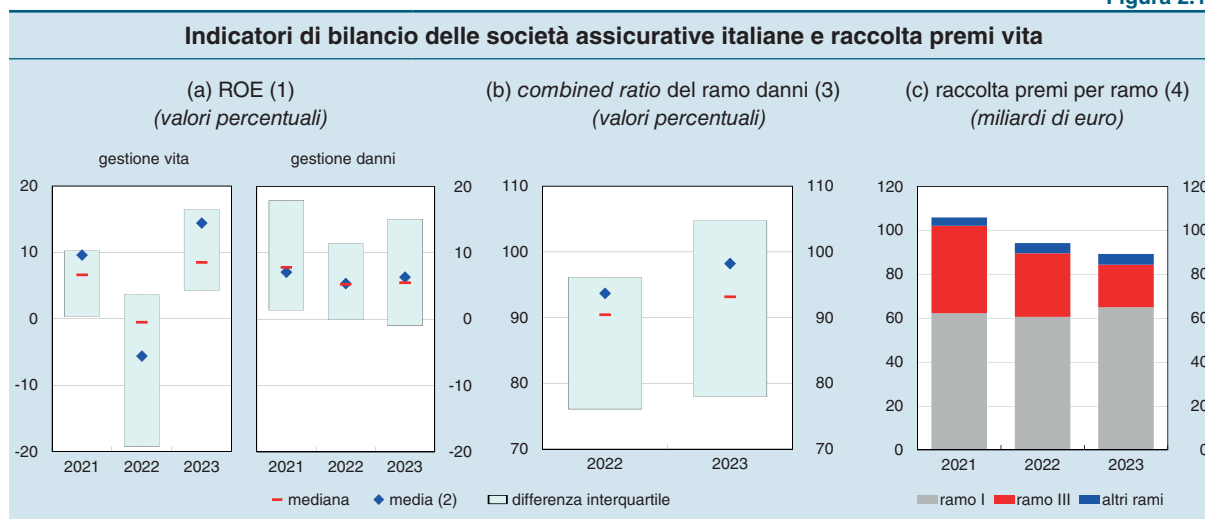
(1) Le plusvalenze e le minusvalenze latenti rappresentano la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio dei titoli in portafoglio. - (2) Scala di destra. Dati di fine periodo.

<sup>24</sup> La deroga, prorogata anche per il 2023, consente alle imprese che non adottano i principi contabili internazionali di valutare i titoli non durevoli in base al valore di iscrizione dell'ultimo bilancio, ad eccezione delle perdite di carattere durevole, destinando la mancata svalutazione a "riserva indisponibile". Con provvedimento 143/2024 dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) sono stati introdotti specifici obblighi di informativa per le imprese che si avvalgono di tale facoltà.

<sup>25</sup> Dati su anticipazioni di bilancio del 2023.

<sup>26</sup> L'indicatore risente del forte aumento dei sinistri nelle aree di attività "Altre assicurazioni auto" e "Incendio e altri danni ai beni" in cui ricade la quasi totalità della produzione assicurativa per i rischi naturali.

Figura 2.18



(1) Rapporto tra utile e patrimonio netto. – (2) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto. – (3) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (4) Il ramo I include in prevalenza polizze rivalutabili (prodotti vita tradizionali garantiti); il ramo III include in prevalenza polizze unit e index linked (prodotti vita con rischio a carico degli assicurati); gli altri rami includono tutti gli altri prodotti vita.

Il rapporto tra oneri e spese di gestione e premi di competenza (*combined ratio*) è peggiorato (al 98 per cento, dal 94 del 2022; fig. 2.18.b).

Nel comparto vita è rimasto elevato il rapporto tra riscatti e premi (al 90 per cento alla fine di marzo, dall'85 dell'anno precedente). Il fenomeno dei riscatti si è confermato rilevante per le imprese che distribuiscono i prodotti attraverso banche e promotori finanziari (rapporto del 103 per cento, dal 119 del marzo 2023; fig. 2.19).

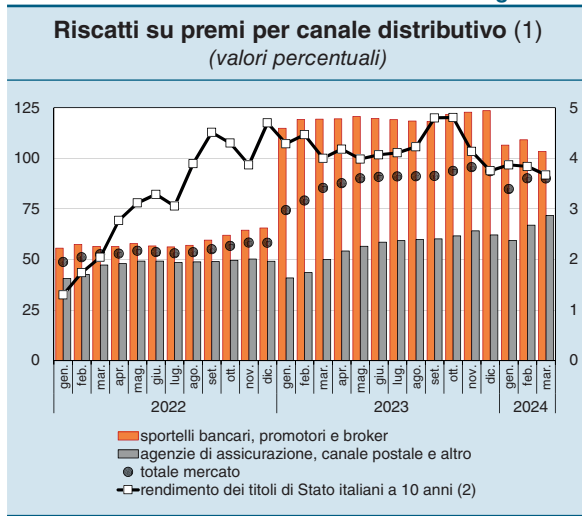
Nel corso degli ultimi due anni la composizione dei flussi di cassa delle imprese di assicurazione si è notevolmente modificata: la minore raccolta e le maggiori uscite per riscatti hanno condotto a una progressiva contrazione del saldo netto dei flussi di cassa tecnici per il comparto vita, che è diventato negativo dal primo trimestre del 2023 (fig. 2.20); ne derivano esigenze di liquidità che vengono fronteggiate dalle compagnie soprattutto attraverso il minore reinvestimento dei titoli a scadenza.

L'indicatore di liquidabilità degli attivi delle compagnie italiane (*liquid asset ratio*)<sup>27</sup> alla fine del 2023 risultava sostanzialmente stabile rispetto a giugno (con un valore mediano pari al 63 per cento).

Approfondimenti sui principali rischi del mercato assicurativo, in termini sia di solvibilità sia di liquidità, saranno condotti nell'ambito dello stress test appena avviato dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA), che coinvolge i principali gruppi assicurativi europei. L'esercizio ha l'obiettivo di verificare la resilienza del settore assicurativo a uno scenario avverso che include shock di natura finanziaria e assicurativa applicato ai dati di fine 2023. I risultati verranno pubblicati in forma aggregata dall'EIOPA a dicembre di quest'anno.

<sup>27</sup> L'indicatore è dato dal rapporto tra gli attivi liquidi e il totale delle attività (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *L'avvio del monitoraggio sui rischi di liquidità del settore assicurativo* in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020).

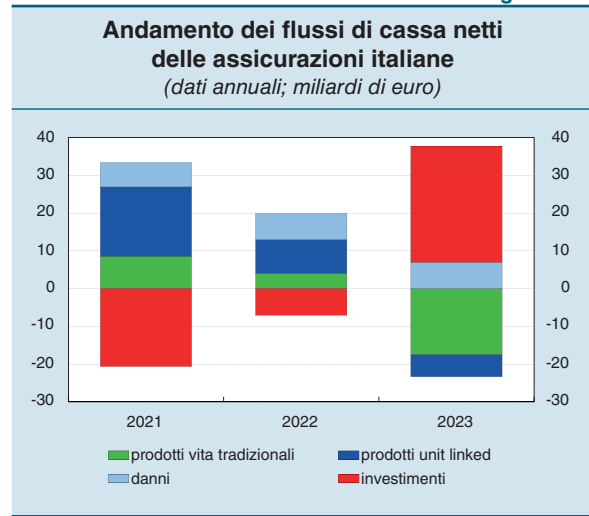
Figura 2.19



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) L'indicatore riscatti su premi è calcolato come rapporto tra gli oneri per i riscatti e i premi. – (2) Scala di destra. Dati di fine periodo.

Figura 2.20



Fonte: Ivass.

## 2.3 L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Nel quarto trimestre del 2023 e nel primo del 2024 il patrimonio dei fondi comuni aperti gestiti da gruppi italiani è aumentato dell'11 per cento, a 606 miliardi di euro<sup>28</sup>, grazie all'incremento del valore delle attività detenute. Nello stesso periodo la raccolta netta è stata invece negativa (per 4,4 miliardi; fig. 2.21.a), continuando a risentire della riallocazione degli investimenti dei risparmiatori verso titoli di debito iniziata in seguito al rialzo dei rendimenti (cfr. il par. 1.5). I deflussi si sono concentrati nei comparti bilanciato e flessibile; la raccolta netta è stata negativa anche per i fondi che rispettano criteri di sostenibilità sotto i profili ambientale, sociale e di governo societario (*environmental, social and governance*, ESG). Al contrario i fondi obbligazionari, soprattutto quelli specializzati in titoli di Stato europei, hanno registrato sottoscrizioni nette.

Nella seconda metà dell'anno la durata finanziaria media del portafoglio dei fondi non azionari italiani si è mantenuta invariata a circa 5 anni, mostrando un'esposizione al rischio di tasso di interesse inferiore alla media dell'area dell'euro (6,4 anni). I fondi non azionari hanno continuato a ridurre le disponibilità liquide<sup>29</sup> (dall'11 all'8 per cento del patrimonio) e ad aumentare gli investimenti in titoli governativi.

Tra i fondi di diritto italiano<sup>30</sup>, il rischio di liquidità derivante da richieste di rimborso particolarmente elevate<sup>31</sup> è rimasto pressoché stabile tra agosto del 2023 e gennaio di quest'anno per tutti i comparti non azionari (fig. 2.21.b); il patrimonio di quelli vulnerabili<sup>32</sup> resta su livelli storicamente bassi (1,7 per cento del totale). Anche i rischi connessi con l'esposizione in derivati rimangono in media contenuti

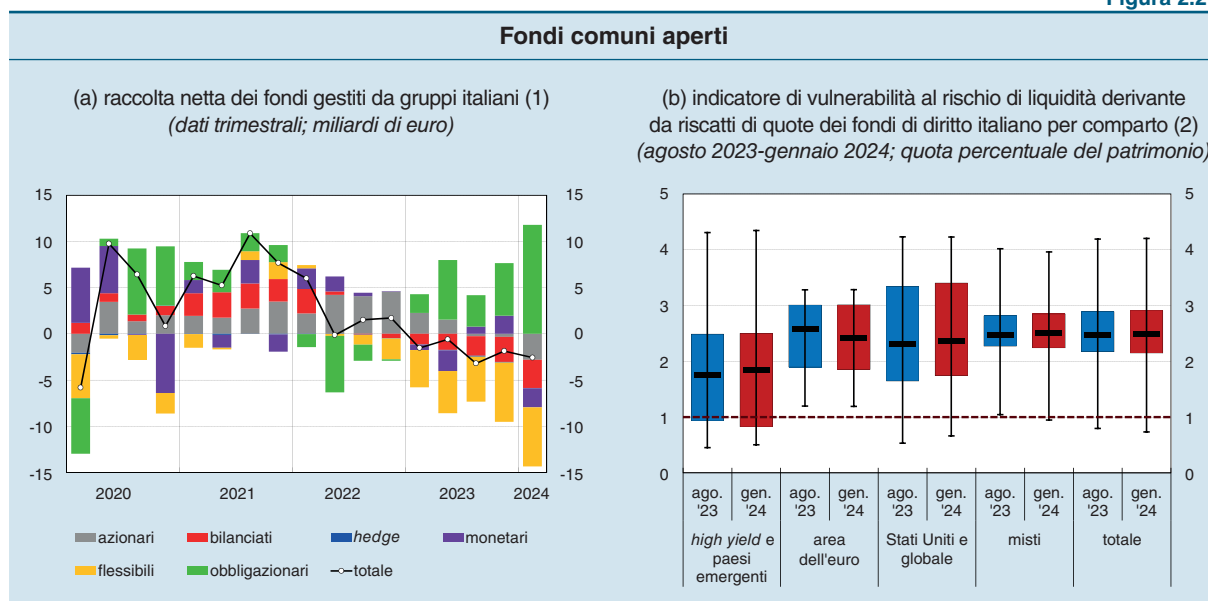
<sup>28</sup> Il comparto continua a rappresentare circa il 50 per cento del patrimonio complessivo dei fondi distribuiti in Italia, che includono anche quelli gestiti da gruppi esteri.

<sup>29</sup> Le disponibilità liquide comprendono la giacenza sui conti correnti – al netto delle operazioni da regolare – e attività assimilabili, quali obbligazioni con durata residua inferiore a un anno.

<sup>30</sup> Il patrimonio dei fondi di diritto italiano, vigilati dalla Banca d'Italia, rappresenta circa il 40 per cento di quello delle gestioni collettive relative a gruppi italiani; la rimanente parte è attribuibile a fondi di diritto estero.

<sup>31</sup> L'indicatore di liquidità è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità delle sue componenti e i riscatti netti in uno scenario di stress (cfr. la nota 2 della fig. 2.21.b).

<sup>32</sup> Sono definiti vulnerabili i fondi per cui l'indicatore di liquidità è inferiore all'unità.



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

(1) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi italiani. I dati relativi al 1° trimestre 2024 sono provvisori. – (2) Sono inclusi i fondi comuni aperti appartenenti ai comparti obbligazionario, flessibile e misto. L'indicatore del rischio di liquidità è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità di ciascuna esposizione e i riscatti netti in uno scenario di stress. Gli scenari di stress corrispondono alla media dei valori superiori al 99° percentile delle distribuzioni dei riscatti netti mensili in rapporto al patrimonio relativi a ciascuno dei comparti analizzati tra gennaio 2008 e novembre 2020 (*high yield* e paesi emergenti: 14 per cento; area dell'euro: 30 per cento; Stati Uniti e globale: 24 per cento; fondi misti: 24 per cento).

(cfr. il riquadro: *L'esposizione alla leva sintetica dei fondi di investimento italiani*), così come l'indebitamento verso banche e altri intermediari<sup>33</sup>.

## L'ESPOSIZIONE ALLA LEVA SINTETICA DEI FONDI DI INVESTIMENTO ITALIANI<sup>1</sup>

Il ricorso a strumenti finanziari derivati e la leva sintetica che ne consegue – calcolata come il rapporto tra esposizione nozionale lorda (*gross notional exposure*, GNE) e il valore dell'attivo netto (*net asset value*, NAV)<sup>2</sup> – possono esporre i fondi di investimento a tensioni di liquidità associate all'incapacità di fare fronte all'aumento delle richieste di margini a garanzia del rischio di controparte. In situazioni di turbolenza le condizioni di liquidità dei fondi possono deteriorarsi anche per la presenza di ulteriori fattori di rischio (ad es. l'aumento dei riscatti) che si aggiungono all'utilizzo della liquidità connesso con l'esposizione in derivati. La questione è all'attenzione dei principali organismi internazionali come il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB): quest'ultimo ad aprile ha pubblicato una proposta di raccomandazioni per fare in modo che gli intermediari finanziari non bancari siano più preparati per rispondere a richieste di margini e di attività stanziabili come collaterale<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> A cura di Dario Ruzzi e Riccardo Scimone.

<sup>2</sup> La leva sintetica è valutata considerando l'intero portafoglio dei derivati, a prescindere dallo strumento finanziario sottostante e senza distinzione tra le posizioni di acquisto e quelle di vendita. Il rapporto tra GNE e NAV è una delle possibili misure statistiche della leva (cfr. Iosco, *Investment funds statistics report*, gennaio 2024).

<sup>3</sup> FSB, *Liquidity preparedness for margin and collateral calls: consultation report*, aprile 2024.

<sup>33</sup> La normativa italiana prevede che i fondi aperti possano ricorrere a prestiti solo temporaneamente, in relazione a esigenze di investimento o disinvestimento dei beni del fondo, ed entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo stesso.

Utilizzando le informazioni della base dati disponibile secondo il regolamento UE/2012/648 (European Market Infrastructure Regulation, EMIR) sulle transazioni in derivati, integrate con le segnalazioni di vigilanza della Banca d'Italia, sono stati esaminati la leva sintetica e l'impatto sia dei margini legati all'utilizzo dei derivati, sia dei riscatti sul profilo di liquidità dei fondi di investimento italiani. L'analisi considera un campione di 1.568 fondi di investimento di diritto italiano<sup>4</sup> nel periodo tra gennaio del 2021 e dicembre del 2023. Sono oggetto di valutazione l'esposizione nozionale lorda in derivati (somma algebrica di posizioni di acquisto e di vendita), l'incidenza dei margini pagati sulle disponibilità di cassa, nonché l'effetto dei riscatti sul profilo di liquidità.

I risultati mostrano che l'esposizione nozionale lorda in derivati dei fondi di investimento italiani è sostanzialmente stabile nel tempo e inferiore al NAV, condizione che si traduce in una leva sintetica mediamente inferiore all'unità (figura A).

I fondi aperti ricorrono alla leva sintetica in misura superiore rispetto a quelli chiusi; tipicamente questi ultimi si limitano a utilizzare strumenti derivati a copertura del rischio di tasso di interesse relativo ai finanziamenti in essere. Ne consegue che la variabilità e l'entità delle esposizioni in derivati risultano molto più contenute nei fondi chiusi.

I margini corrisposti a fronte dell'utilizzo di derivati sono nel complesso limitati rispetto alla liquidità disponibile (figura B, pannello a), ma tendono ad aumentare in caso di shock di mercato e di accresciuta volatilità dei prezzi dei sottostanti<sup>5</sup>. L'assorbimento di liquidità originato dalle richieste di margini – calcolato come differenza tra gli stock di margini pagati, al netto dei ricevuti, a due date consecutive – rappresenta in media una frazione contenuta dei saldi di conto corrente dei fondi presso le banche depositarie (circa il 20 per cento all'ultima data di rilevazione)<sup>6</sup>; la distribuzione di questo assorbimento è tuttavia eterogenea e alcuni fondi potrebbero risultare più esposti a shock (figura B, pannello b). Infine, l'entità dei riscatti non impatta in misura significativa sul profilo di liquidità dei fondi.

Tenuto conto della rilevanza dei rischi derivanti dal ricorso alla leva sintetica, le società di gestione sono chiamate ad adottare adeguati sistemi di governo e controllo per rafforzare la propria capacità di risposta a richieste di liquidità in episodi di stress del mercato. Al riguardo la Banca d'Italia effettua un monitoraggio periodico dei rischi di liquidità dei fondi al fine di orientare l'azione di vigilanza in una prospettiva sia micro sia macroprudenziale.

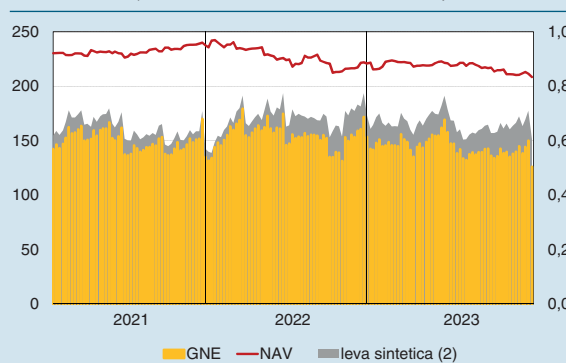
<sup>4</sup> Si considerano sia i fondi aperti sia quelli chiusi (che comprendono i fondi immobiliari) aventi un'esposizione in derivati e un codice (*legal entity identifier*) disponibile. Sul campione selezionato, i fondi chiusi costituiscono circa il 20 per cento in termini di numerosità e il 15 in termini di NAV al 31 dicembre 2023.

<sup>5</sup> Tra dicembre del 2021 e agosto del 2022 i margini pagati netti sono ad esempio passati da 1,6 a 3 miliardi, anche a fronte di nozionali sostanzialmente invariati.

<sup>6</sup> I saldi di conto corrente rappresentano una stima prudente della capacità dei fondi di soddisfare le richieste di margini, considerato che anche i titoli liquidi presenti nei portafogli possono essere utilizzati a questo scopo (mediante impiego diretto o vendita e conversione degli stessi in contante) ed è possibile ricorrere a prestiti entro i limiti previsti dalla normativa.

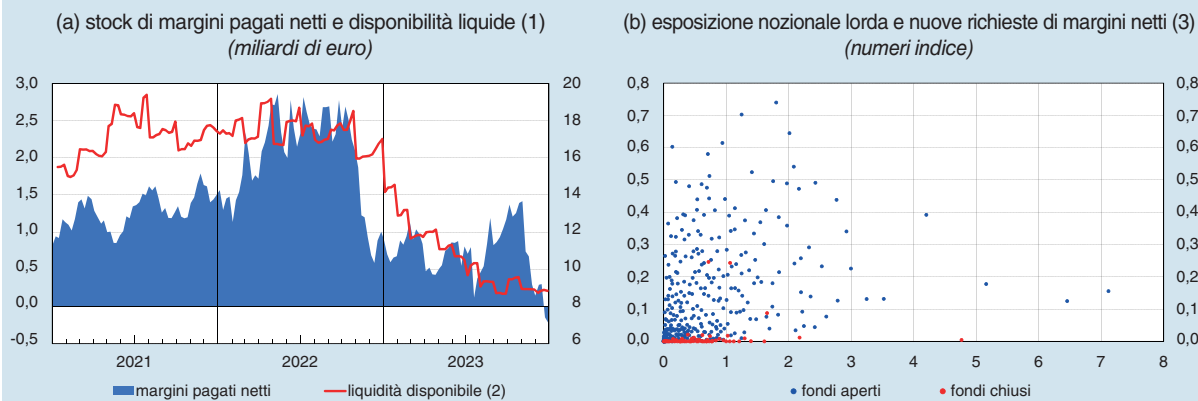
**Figura A**

**Esposizione alla leva sintetica  
dei fondi di investimento italiani (1)**  
(miliardi di euro e numero indice)



Fonte: elaborazioni su dati EMIR e segnalazioni di vigilanza.  
(1) Valori settimanali del GNE in derivati, del NAV e dell'indice di leva sintetica, calcolato come rapporto tra GNE e NAV, per i fondi di investimento italiani. – (2) Scala di destra.

## Margini a copertura di posizioni in derivati



Fonte: elaborazioni su dati EMIR e segnalazioni di vigilanza.

(1) Valori aggregati dei margini pagati al netto dei ricevuti per le esposizioni in derivati e le disponibilità aggregate di liquidità da gennaio 2021 a dicembre 2023. Frequenza settimanale. – (2) Scala di destra. – (3) Esposizione nozionale in rapporto al NAV (asse delle ascisse) e nuove richieste di margini pagati netti in rapporto alla liquidità (asse delle ordinate). Valori medi nel periodo 2021-23. Per ragioni di riservatezza, a ciascun punto corrisponde il dato medio, non ponderato, di un cluster di almeno 3 fondi. In generale, le posizioni più estreme nella distribuzione degli indicatori sono assunte da fondi di media e piccola dimensione.

Nel 2023 il patrimonio dei fondi di investimento alternativi (FIA) mobiliari italiani è aumentato da 46 a 50 miliardi, soprattutto grazie all'espansione dei comparti dei fondi che investono nel capitale di rischio delle aziende (private equity) e i fondi di debito (private debt), cresciuti rispettivamente a 21 e 11 miliardi. Circa l'80 per cento del patrimonio del settore è stato sottoscritto da operatori italiani, in prevalenza banche e altri investitori istituzionali. Le esposizioni degli intermediari bancari sono concentrate soprattutto nei fondi di private debt, che in Italia – a differenza di quanto avviene a livello internazionale dove è rilevante la quota di nuovi finanziamenti – acquistano prevalentemente crediti originati da terzi, per circa l'80 per cento crediti deteriorati, appartenenti principalmente alla categoria delle inadempienze probabili (*unlikely to pay*).

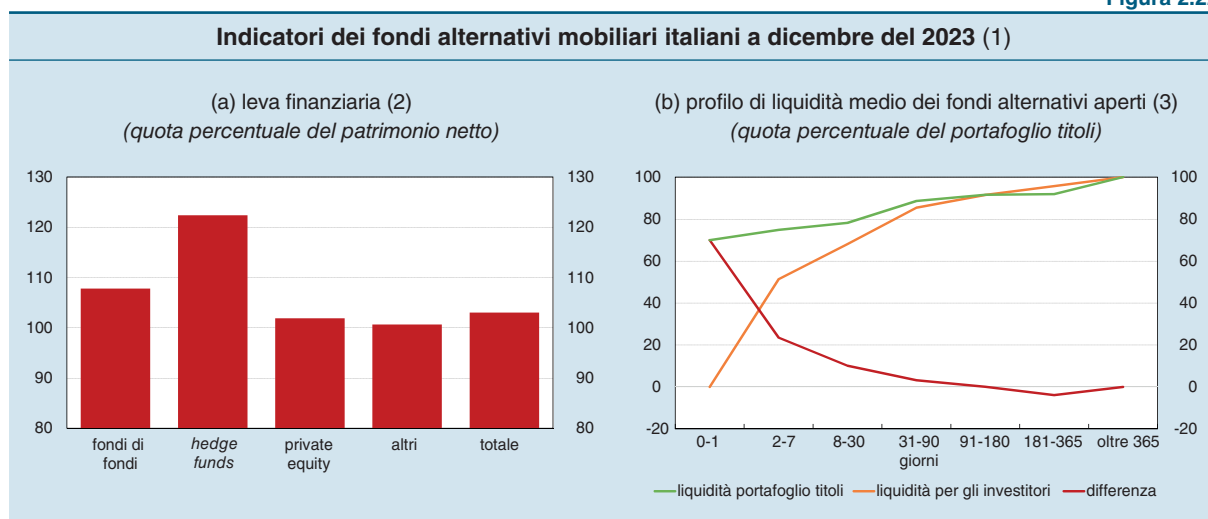
I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei FIA mobiliari italiani si mantengono contenuti. La leva finanziaria è rimasta pressoché stabile al 103 per cento (fig. 2.22.a) e inferiore alla media dell'area dell'euro (122 per cento). La leva indiretta dei fondi di private equity, riconducibile all'indebitamento delle società controllate, si è confermata invariata (al 62 per cento del patrimonio netto del comparto). I rischi di liquidità a breve termine sono stati attenuati dalla normativa italiana, che impone la costituzione in forma chiusa ai fondi che investono più del 20 per cento del proprio patrimonio in attività illiquide. I rischi di liquidità rimangono limitati anche per i FIA aperti (fig. 2.22.b)<sup>34</sup>.

Lo scorso anno la crescita del comparto dei fondi immobiliari italiani si è ridotta al 3 per cento (dal 9 per cento del 2022). Il patrimonio ha raggiunto 121 miliardi (fig. 2.23.a), con una raccolta positiva di circa 4 miliardi. Gli investitori nei fondi istituiti nel 2023 sono principalmente operatori italiani (fig. 2.23.b). I nuovi investimenti del comparto si sono concentrati per oltre la metà nella provincia di Milano e prevalentemente nel settore immobiliare commerciale, dove gli acquisti da parte dei fondi rappresentano oltre un terzo del valore totale degli scambi.

<sup>34</sup> In caso di persistenti deflussi su un orizzonte temporale tra sei mesi e un anno si potrebbe verificare un disallineamento tra la liquidità dell'attivo e il profilo di rimborso delle passività di circa il 4 per cento del portafoglio titoli, un valore in lieve aumento dal 2,2 di giugno del 2023.



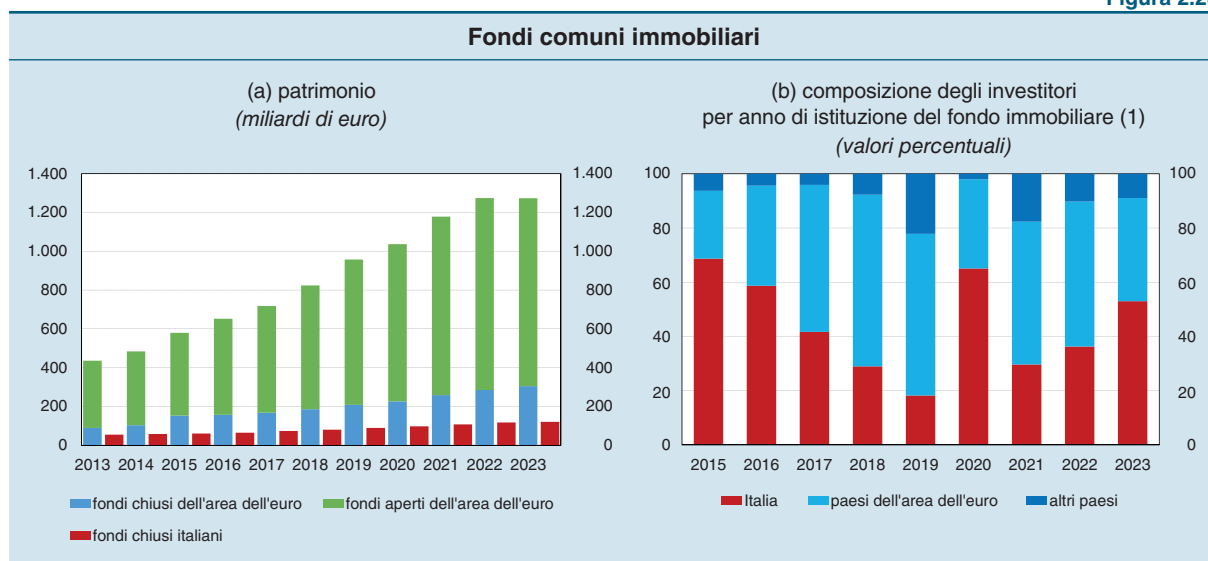
Figura 2.22



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

(1) La figura è costruita sulla base delle segnalazioni di vigilanza e dei dati trasmessi in base alla direttiva UE/2011/61 sui gestori di fondi di investimento alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD); la direttiva richiede ai gestori di questi fondi di fornire periodicamente alle autorità competenti informazioni sulle principali attività ed esposizioni. – (2) Esposizione complessiva calcolata con il metodo fondato sugli impegni in rapporto al patrimonio netto dei fondi alternativi mobiliari gestiti da società di gestione del risparmio italiane. La categoria “altri” comprende i fondi che erogano direttamente finanziamenti o acquistano crediti originati da altri intermediari e quelli che non sono inclusi nelle altre categorie secondo i criteri adottati dall’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA). – (3) Per ogni periodo è indicata la differenza tra la liquidità del portafoglio titoli, pari alla quota media del portafoglio titoli che i fondi alternativi aperti possono liquidare entro quella data, e la liquidità per gli investitori, pari alla quota media dell’attivo che gli investitori di tali fondi possono riscattare nello stesso periodo. La stima non tiene conto di eventuali giacenze sui conti correnti.

Figura 2.23

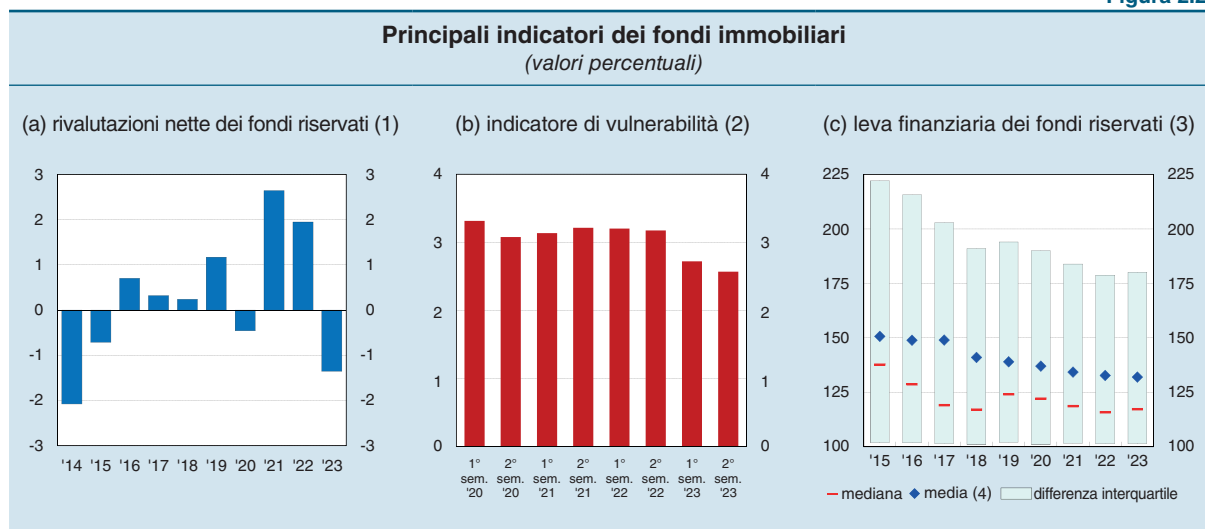


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

Nel complesso i fondi immobiliari hanno effettuato svalutazioni nette pari all’1,4 per cento del loro portafoglio (fig. 2.24.a), soprattutto delle esposizioni in uffici e immobili commerciali, a causa della debole dinamica dei prezzi del mercato immobiliare (cfr. il par. 1.4).

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall’attività del comparto sono limitati in quanto, diversamente dalla maggior parte dei fondi europei, quelli italiani sono costituiti in forma chiusa. Si conferma ridotto



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

anche il rischio che alla scadenza le valutazioni del portafoglio immobiliare dei fondi divergano in modo significativo dai valori di mercato (fig. 2.24.b).

La leva finanziaria è rimasta su livelli bassi (132 per cento; fig. 2.24.c) e in linea con la media europea. A dicembre del 2023 il patrimonio riconducibile a fondi che utilizzano la leva in modo sostanziale (ossia con livelli superiori al 300 per cento) era pari al 3 per cento del totale. La quota di fondi con un patrimonio netto negativo, condizione che segnala una particolare situazione di stress finanziario, è stabile all'1 per cento.

Le esposizioni dirette di banche e altri intermediari operanti in Italia verso i fondi immobiliari italiani restano contenute: in dicembre i crediti concessi a questo comparto erano meno dell'1 per cento del credito totale e il rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei finanziamenti al settore, al lordo delle rettifiche di valore, era sceso al 12 per cento.

# 3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

Il 26 aprile la Banca d'Italia ha comunicato la decisione di attivare, per tutte le banche e i gruppi bancari autorizzati in Italia, una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB) pari all'1,0 per cento delle esposizioni domestiche ponderate per il rischio di credito e di controparte. Il tasso obiettivo potrà essere raggiunto gradualmente: le banche sono chiamate a costituire una riserva dello 0,5 per cento entro il 31 dicembre 2024, mentre il rimanente 0,5 dovrà essere costituito entro il 30 giugno 2025<sup>1</sup>.

La costituzione di una riserva di capitale a fini macroprudenziali nell'attuale contesto macroeconomico e finanziario (cfr. i parr. 1.2 e 2.1) permetterà di rafforzare la resilienza del sistema bancario italiano, minimizzando al tempo stesso il rischio che la sua introduzione possa avere effetti prociclici. Le analisi quantitative a supporto della decisione mostrano che la minore crescita del prodotto interno lordo eventualmente indotta dall'adozione della riserva sarebbe trascurabile, mentre in caso di eventi avversi i benefici derivanti dal rilascio risulterebbero significativi<sup>2</sup>. La decisione della Banca d'Italia si inserisce in un quadro di generale rafforzamento delle riserve macroprudenziali rilasciabili, avviato in molti paesi europei durante il periodo post-pandemico<sup>3</sup>, e contribuirà alla solidità del sistema bancario italiano favorendone la capacità di finanziare l'economia anche in caso di eventi avversi. Se questi ultimi si dovessero manifestare, l'Istituto rilascerebbe (parzialmente o per intero) la riserva, consentendo alle banche di utilizzare queste risorse per assorbire eventuali perdite e continuare a finanziare famiglie e imprese. Dopo il rilascio, la riserva verrebbe mantenuta al nuovo e più basso livello per il tempo necessario a sostenere la ripresa economica e a preservare la stabilità del sistema finanziario; la sua ricostituzione sarebbe richiesta con gradualità, tenendo conto sia della situazione delle banche sia delle prospettive economiche.

La Banca d'Italia ha mantenuto allo zero per cento il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) nei primi due trimestri del 2024, in assenza di rischi per la stabilità finanziaria derivanti da una crescita eccessiva del credito (cfr. nell'*Appendice* la tav. A11)<sup>4</sup>.

A marzo di quest'anno l'Istituto ha confermato la decisione, già presa nel 2022<sup>5</sup>, di non riconoscere una misura macroprudenziale belga<sup>6</sup> in ragione della non rilevanza delle esposizioni delle banche italiane in Belgio.

<sup>1</sup> Banca d'Italia, *Attivazione della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico*, comunicato stampa del 26 aprile 2024.

<sup>2</sup> G. Catapano, L. Del Vecchio, M. Galardo, G. Guerra e I. Petrarca, *Ampliare lo spazio macroprudenziale in Italia attraverso l'attivazione di una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 848, 2024.

<sup>3</sup> L. Bonato e M. Molinari, *Il rafforzamento dei buffer macroprudenziali rilasciabili nei paesi dello Spazio economico europeo*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 36, 2024.

<sup>4</sup> Banca d'Italia, *Il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (countercyclical capital buffer, CCyB)*, comunicato stampa del 22 marzo 2024.

<sup>5</sup> Banca d'Italia, *Decisione di non riconoscere tre misure macroprudenziali norvegesi, una lituana, una olandese e una belga ai sensi delle raccomandazioni ESRB/2021/3, ESRB/2022/1 e ESRB/2022/3*, comunicato stampa del 2 settembre 2022.

<sup>6</sup> Banca d'Italia, *Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale belga ai sensi della raccomandazione ESRB/2023/9*, comunicato stampa del 22 marzo 2024.

Lo scorso dicembre la Banca d'Italia ha ritenuto di non individuare nessuna banca italiana come istituzione a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institution, G-SII*)<sup>7</sup>.

Tra gli strumenti a disposizione dell'Istituto per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale rientra il potere di intervento sui prodotti previsto dal regolamento UE/2014/600<sup>8</sup>. A questo fine vengono svolte periodicamente analisi sui rischi per la stabilità del sistema finanziario italiano che possono derivare dagli strumenti finanziari commercializzati, distribuiti o venduti in Italia o a partire dall'Italia<sup>9</sup>. In base alle analisi più recenti su titoli e derivati, gli strumenti all'attenzione sono i *certificates* e i titoli derivanti dalle cartolarizzazioni. I rischi per la stabilità finanziaria associati a questi strumenti appaiono comunque contenuti<sup>10</sup>. Occorre tuttavia ricordare che i *certificates* possono esporre i detentori a perdite rilevanti al verificarsi di scenari avversi, la cui probabilità di realizzazione è di difficile valutazione. Considerata la continua crescita dei volumi, i profili di rischio e la complessità di questi prodotti, la Banca d'Italia continuerà a monitorare l'evoluzione del mercato.

Lo scorso dicembre il Governo, in attuazione della raccomandazione ESRB/2011/3<sup>11</sup>, ha approvato in via definitiva il decreto legislativo che istituisce in Italia il Comitato per le politiche macroprudenziali<sup>12</sup>, al quale partecipano il Governatore della Banca d'Italia, che lo presiede, e i Presidenti dell'Ivass, della Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) e della Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip); assiste alle riunioni anche il Direttore generale del Tesoro, senza diritto di voto. La Banca d'Italia svolge le funzioni di segreteria. Le principali funzioni del Comitato sono: (a) analizzare i rischi per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso e definire strategie e obiettivi intermedi per il suo perseguimento, con facoltà di effettuare segnalazioni al Governo – pubblicamente o in via riservata – in materia di rischio sistemico; (b) indirizzare raccomandazioni alle autorità che lo compongono; (c) formulare segnalazioni al Parlamento, al Governo, ad altre autorità, enti pubblici e organismi dello Stato circa l'opportunità di adottare misure, anche normative, volte a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario italiano; (d) esprimere pareri sulle proposte di atti normativi rilevanti per i propri obiettivi; (e) richiedere dati e informazioni importanti per la stabilità finanziaria a soggetti sia privati sia pubblici, anche non vigilati. Il ruolo del Comitato non pregiudica le competenze e le responsabilità delle autorità che ne fanno parte. Il Comitato si riunisce almeno due volte l'anno e presenta una relazione annuale sulla propria attività al Governo e al Parlamento entro il 31 marzo dell'anno successivo.

<sup>7</sup> Banca d'Italia, *Identificazione annuale delle istituzioni finanziarie italiane a rilevanza sistemica globale*, comunicato stampa del 1° dicembre 2023.

<sup>8</sup> La stessa facoltà è anche assegnata alla Consob, con l'obiettivo di tutelare gli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari e delle merci. Per approfondimenti sul potere di intervento sui prodotti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Il "potere di intervento" della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate*.

<sup>9</sup> Per maggiori informazioni sui criteri utilizzati dalla Banca d'Italia per l'esercizio del potere di intervento, cfr. Banca d'Italia, *Il potere di intervento della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate: quadro giuridico, analitico e metodologico*, aprile 2024. Per l'elenco e le definizioni di tutti gli strumenti finanziari analizzati nell'ambito del potere di intervento, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Glossario delle tipologie di strumenti finanziari analizzati dalla Banca d'Italia nell'ambito del potere di intervento*.

<sup>10</sup> Banca d'Italia, *Il potere di intervento: valutazione periodica dei rischi per la stabilità finanziaria*, comunicato stampa del 24 aprile 2024.

<sup>11</sup> ESRB, *Raccomandazione del comitato europeo per il rischio sistemico del 22 dicembre 2011 relativa al mandato macroprudenziale delle autorità nazionali*, 22 dicembre 2011.

<sup>12</sup> D.lgs. 207/2023.