



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

novembre 2017

2 | 2017



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 2 / 2017
Novembre

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

Relazione annuale

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

Bollettino economico

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2017

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

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

Direttore responsabile

Eugenio Gaiotti

Comitato di redazione

Antonio Di Cesare (coordinatore), Giorgio Albareto, Massimo Argirò, Antonio Bassanetti, Marcello Bofondi, Emilia Bonaccorsi di Patti, Annalisa Bucalossi, Filippo Calabresi, Mario Cappabianca, Alessio Ciarlone, Francesco Columba, Lia Paola Condorelli, Vincenzo Cuciniello, Carla Desideri (Ivass), Giovanni di Iasio, Paolo Finaldi Russo, Roberta Fiori, Cristina Floccari, Antonella Foglia, Maddalena Galardo, Paolo Garofalo, Giovanni Guazzarotti, Elisa Guglielminetti, Eleonora Iachini, Silvia Magri, Gaetano Marseglia, Stefano Nobili, Stefano Pasqualini (Ivass), Tommaso Perez, Marcello Pericoli, Raffaella Pico, Francesco Piersante, Anna Rendina, Valerio Vacca, Silvia Vori, Francesco Zollino

Riquadri

Giulia Avola (Ivass), Andrea Canton, Luca Ciavoliello, Francesco Guarino, Bruno Mastroianni, Francesco Monterisi, Salvatore Nasti, Antonio Schifino, Marco Scotto Di Carlo, Gianluca Viggiano

Aspetti editoriali e grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano, Daniela Falcone, Valentina Memoli, Rosanna Visca

Indirizzo

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 17 novembre 2017, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI	7
1.1 I rischi macroeconomici	7
1.2 Le famiglie e le imprese	11
2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO	17
2.1 I mercati monetari e finanziari	17
2.2 Le banche	21
2.3 Le assicurazioni e l'industria del risparmio gestito	37
3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI	45
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	51

INDICE DEI RIQUADRI

La probabilità di insolvenza delle imprese italiane	15
Euribor, Eonia e stabilità finanziaria	18
Effetti sui mercati della recente soluzione della situazione di difficoltà di alcune banche italiane	22
Il costo del capitale delle banche europee	24
Le recenti proposte della BCE e della Commissione europea sulla valutazione dei crediti deteriorati	28
L'impatto del nuovo principio contabile IFRS 9	35
Gli investimenti delle assicurazioni	40
I piani individuali di risparmio	43
Le principali misure macroprudenziali adottate di recente nell'Unione europea	47

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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

SINTESI

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'economia internazionale si stanno riducendo. Pesano tuttavia le persistenti incertezze sulle politiche economiche nelle diverse aree. La volatilità molto bassa osservata sui mercati finanziari può essere il segnale di un'eccessiva propensione al rischio degli investitori; il verificarsi di eventi negativi potrebbe quindi innescare variazioni rilevanti dei prezzi dei titoli.

Nell'area dell'euro la ricalibrazione degli strumenti di politica monetaria ha attenuato l'incertezza. La soluzione delle situazioni di crisi di alcuni intermediari in Spagna e in Italia ha dissipato gran parte dei rischi sistemici. I premi per il rischio sui titoli di Stato si sono notevolmente ridotti.

In Italia la vulnerabilità finanziaria delle famiglie e delle imprese è diminuita; continuerà a ridursi con il consolidamento della crescita. Un peggioramento potrebbe materializzarsi nel caso, particolarmente sfavorevole, di un forte rallentamento della congiuntura accompagnato da un rialzo dei tassi di interesse.

Diminuiscono i rischi nel settore bancario. La soluzione della crisi di alcuni intermediari durante l'estate si è riflessa in un aumento dei corsi azionari e nel calo del costo della raccolta. Con il proseguimento della ripresa economica si riducono i nuovi crediti deteriorati; anche le consistenze sono in forte diminuzione. Sono state completate alcune operazioni di cessione di sofferenze; sono in corso di definizione altre operazioni per importi elevati. Il grado di patrimonializzazione complessivo ha ripreso ad aumentare.

Nei prossimi mesi i rischi più rilevanti per le banche restano legati soprattutto alle prospettive dell'economia: un forte rallentamento della crescita influirebbe negativamente sui ricavi

e sulla qualità del credito. Le pressioni sulla redditività, ancora molto bassa, renderebbero più difficile il reperimento di capitale di rischio sui mercati. Il costo del capitale dei principali intermediari, pur in significativo calo negli ultimi mesi, rimane più elevato di quello medio delle altre banche europee.

L'indice di solvibilità delle assicurazioni italiane è in aumento. Le compagnie sono meno esposte di quelle degli altri principali paesi europei a un rialzo dei tassi di interesse, per effetto del buon allineamento della durata finanziaria di attività e passività. L'elevato peso dei titoli di Stato nel portafoglio le rende tuttavia vulnerabili a fronte di un ipotetico riemergere di tensioni sulle obbligazioni sovrane.

Un eventuale aumento dei rendimenti di mercato, se in linea con il miglioramento della congiuntura, è ampiamente sostenibile dall'economia italiana. La capacità delle famiglie e delle imprese di rimborsare i debiti rimarrebbe elevata anche nell'eventualità di sostenuti rialzi del loro costo. Le analisi effettuate dalle autorità di vigilanza indicano che banche e compagnie di assicurazione italiane sono poco esposte al rischio di un aumento dei tassi. Una riduzione del rapporto tra debito pubblico e prodotto appare conseguibile anche nell'ipotesi di rialzo dei rendimenti, che si rifletterebbe lentamente sul costo medio del debito. Un alto livello del debito pubblico costituisce tuttavia un fattore di vulnerabilità; resta cruciale la credibilità dell'impegno a ridurlo.

Il miglioramento delle condizioni di famiglie, imprese e banche italiane, insieme al consolidamento intrapreso dalle finanze pubbliche, ha indotto alla fine di ottobre l'agenzia di rating Standard & Poor's a rivedere al rialzo il merito di credito sovrano del Paese e di alcune tra le principali banche e compagnie di assicurazione.

1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI MACROECONOMICI

I rischi globali e dell'area dell'euro

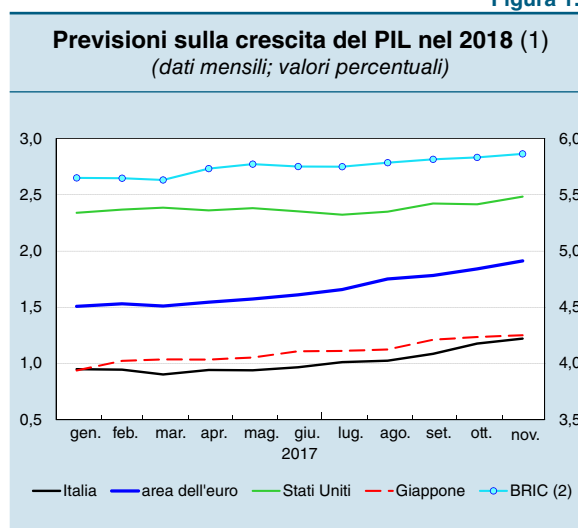
I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'economia internazionale continuano a diminuire. Le aspettative sulla crescita mondiale per il biennio 2017-18 sono state nuovamente riviste al rialzo nel corso degli ultimi mesi (fig. 1.1). Permangono tuttavia elementi di incertezza legati all'evoluzione delle politiche economiche in Cina e negli Stati Uniti.

Il grado di avversione al rischio degli investitori internazionali, misurato dalla volatilità implicita dell'indice del mercato azionario statunitense, si colloca su livelli storicamente bassi; per gli operatori la probabilità che si realizzino cadute significative dei prezzi è molto più elevata di quella relativa a forti rialzi (fig. 1.2.a). Il verificarsi di eventi negativi potrebbe determinare repentine revisioni delle aspettative degli investitori, con conseguenze rilevanti sui corsi e sui premi per il rischio.

Anche nell'area dell'euro il consolidamento della crescita e la riduzione dell'incertezza attorno allo scenario macroeconomico di base (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2017) hanno contribuito a ridurre i rischi. Nel settore bancario prosegue il rafforzamento patrimoniale, che si accompagna a un graduale miglioramento delle condizioni reddituali; all'inizio dell'estate sono state superate le situazioni di crisi di alcuni intermediari in Spagna e in Italia. Dalla fine di aprile gli indici azionari del settore bancario sono cresciuti in linea con quelli delle imprese non finanziarie.

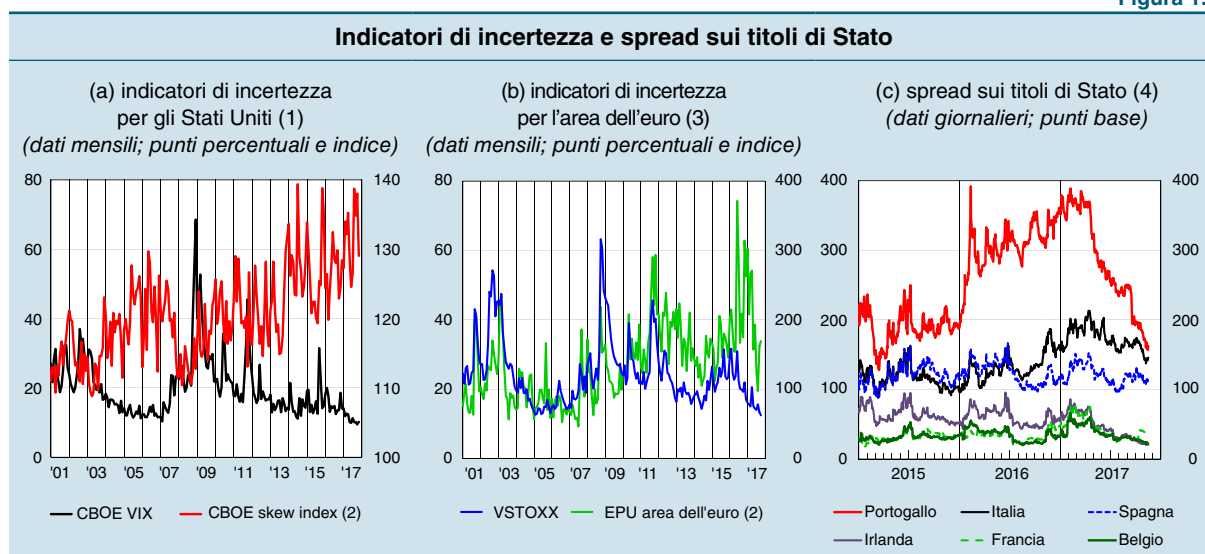
Dalla primavera i premi per il rischio sovrano sono notevolmente diminuiti, anche in seguito ai risultati delle elezioni in alcuni grandi paesi, che hanno contribuito a ridurre l'incertezza sulle prospettive di politica economica (figg. 1.2.b e 1.2.c). Gli spread continuano tuttavia a essere influenzati dalle condizioni e dalle prospettive di finanza pubblica. Le decisioni del Consiglio direttivo della Banca centrale europea annunciate lo scorso 26 ottobre hanno attenuato l'incertezza riguardo ai tempi e ai modi di ridefinizione degli strumenti di politica monetaria, come evidenziato dall'assenza di ripercussioni sfavorevoli sui mercati finanziari.

Figura 1.1



Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics.

(1) Previsioni formulate nel mese indicato sull'asse orizzontale. – (2) Scala di destra. Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India e Cina, ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL nel 2016, valutato alla parità dei poteri d'acquisto.



Fonte: Bloomberg, EPU index e Thomson Reuters Datastream.

(1) Il CBOE VIX e il CBOE skew index, entrambi calcolati dal Chicago Board Options Exchange, si riferiscono al mercato azionario statunitense. Il primo misura la volatilità implicita nei 30 giorni successivi sulla base dell'indice azionario Standard & Poor's 500. Il secondo è un indicatore di eventi estremi che misura la probabilità assegnata dagli investitori al verificarsi di variazioni significative dei prezzi; il valore dell'indice è maggiore di 100 quando la probabilità di variazioni negative è superiore alla probabilità di variazioni positive, inferiore a 100 nel caso opposto. – (2) Scala di destra. – (3) Indice di incertezza sulla politica economica (*economic policy uncertainty index*, EPU index) per l'area dell'euro (presentato in S.R. Baker, N. Bloom e S.J. Davis, *Measuring economic policy uncertainty*, "The Quarterly Journal of Economics", 131, 4, 2016, pp. 1593-1636) e indice VSTOXX, relativo alla volatilità implicita nelle opzioni con scadenza a 30 giorni sull'indice di borsa dell'area dell'euro Dow Jones Euro Stoxx 50. – (4) Differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali dei paesi indicati rispetto a quelli tedeschi.

La condizione macrofinanziaria dell'Italia

In Italia aumentano l'occupazione e il reddito disponibile delle famiglie, si rafforzano le condizioni finanziarie delle imprese e migliora la qualità del credito (cfr. i parr. 1.2 e 2.2). Alla fine di ottobre l'agenzia di rating Standard & Poor's ha rivisto al rialzo il merito di credito del Paese; a tale decisione hanno contribuito anche il calo dei rischi nel settore bancario e il consolidamento intrapreso dalle finanze pubbliche.

La crescita del credito rimane debole, frenata dalla scarsa domanda di finanziamenti delle imprese (cfr. il par. 1.2). Lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito e prodotto (*credit-to-GDP gap*) resta ampiamente negativo, di circa 12 punti percentuali se calcolato sulla base della metodologia proposta dal Comitato di Basilea, di 8 punti secondo il modello sviluppato dalla Banca d'Italia, che tiene conto delle caratteristiche specifiche del ciclo finanziario nel Paese¹. Nostre proiezioni, coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti e con le previsioni di Consensus Economics, indicano che la crescita del credito bancario al settore non finanziario resterà moderata anche nell'anno in corso e nel successivo biennio. Il *credit-to-GDP gap*, pur riducendosi, dovrebbe rimanere negativo anche qualora la crescita del credito risultasse notevolmente più rapida di quella attesa (fig. 1.3). Un ampio insieme di indicatori segnala una ripresa molto lenta del ciclo finanziario (cfr. il capitolo 3).

Secondo le stime del Governo, riportate alla fine di settembre nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2017*, nell'anno in corso l'incidenza del debito pubblico sul prodotto interno

¹ Per la metodologia cfr. P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori e E. Sette, *A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015.

lordo diminuirebbe al 131,6 per cento, dal 132,0 del 2016; il calo proseguirebbe nel 2018, al 130,0.

Eventuali aumenti dei tassi di interesse si rifletterebbero lentamente sull'onere del debito, data la sua attuale vita media residua (cfr. il par. 2.1). Un rapporto elevato tra debito e PIL costituisce tuttavia un fattore di vulnerabilità, che espone il Paese alla volatilità dei mercati finanziari. Rimane quindi cruciale la credibilità dell'impegno ad assicurare che le finanze pubbliche siano in ordine².

I mercati immobiliari

In Europa i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal mercato degli immobili residenziali rimangono circoscritti, sebbene i prezzi siano in aumento in quasi tutti i paesi. Nuove misure macroprudenziali sono state annunciate dalle autorità di Finlandia e Belgio³, due tra gli otto paesi ai quali lo scorso novembre erano state inviate dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European System Risk Board, ESRB) segnalazioni relative alle vulnerabilità derivanti dal comparto immobiliare⁴. In più paesi emergono segnali di una forte ripresa del mercato degli immobili non residenziali, che in prospettiva potrebbe alimentare rischi per alcuni comparti del sistema finanziario.

In Italia i prezzi delle case, dopo essersi stabilizzati nel corso del 2016, hanno registrato un lieve rialzo nel secondo trimestre di quest'anno (fig. 1.4.a). Secondo nostre valutazioni la crescita è rimasta contenuta anche nella seconda parte del 2017 e si rafforzerà gradualmente nel 2018. Il persistere di un elevato numero di abitazioni invendute continua a frenare la crescita delle quotazioni immobiliari; si è attenuato l'aumento delle transazioni, che prosegue dall'inizio del 2014 (fig. 1.4.b). Anche nel comparto non residenziale continua l'aumento delle compravendite accompagnato a un contenuto incremento dei prezzi; sia le transazioni sia i prezzi rimangono tuttavia su livelli ampiamente inferiori a quelli pre-crisi (fig. 1.4.c).

Secondo le valutazioni delle agenzie immobiliari rilevate nel sondaggio trimestrale condotto da Banca d'Italia, Tecnoborsa e Agenzia delle Entrate, le condizioni del mercato residenziale continueranno a migliorare con gradualità. Le imprese di costruzione, intervistate nell'ambito della nostra indagine autunnale sullo stato della congiuntura, si attendono nella seconda metà dell'anno un aumento della spesa per investimenti esteso anche al settore non residenziale.

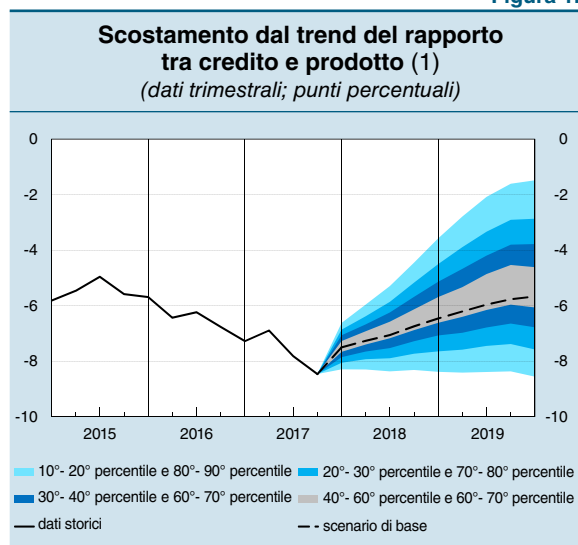
Il miglioramento delle condizioni del mercato immobiliare contribuisce a ridurre i rischi per le banche. Nel primo semestre del 2017 è lievemente diminuito il flusso di nuovi prestiti classificati in sofferenza,

² *Sviluppo dell'economia e stabilità finanziaria: il vincolo del debito pubblico*, intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco, 63° Convegno di Studi Amministrativi, Varenna, 21 settembre 2017.

³ In Finlandia verrà aumentato dal 1° gennaio 2018 il livello minimo di ponderazione dei rischi applicato ai mutui immobiliari dalle banche che utilizzano metodi di rating interno. Anche in Belgio le autorità stanno valutando nuove misure.

⁴ Si tratta di Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Regno Unito e Svezia (cfr. ESRB, *Vulnerabilities in the EU residential real estate sector*, novembre 2016).

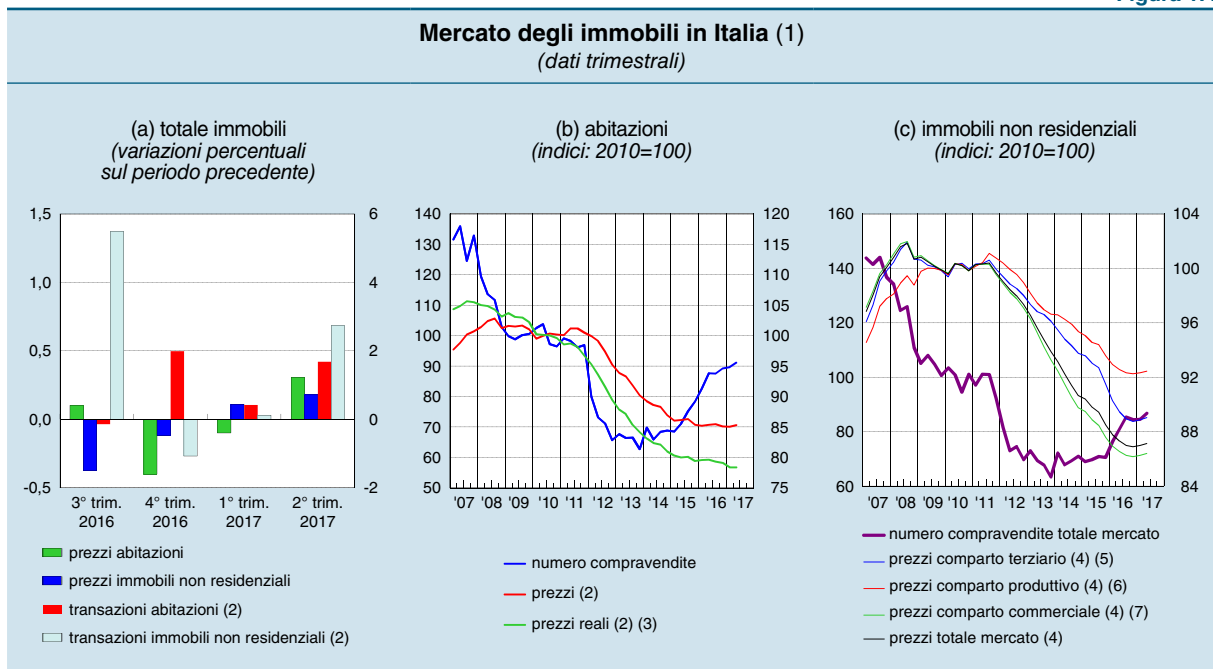
Figura 1.3



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

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

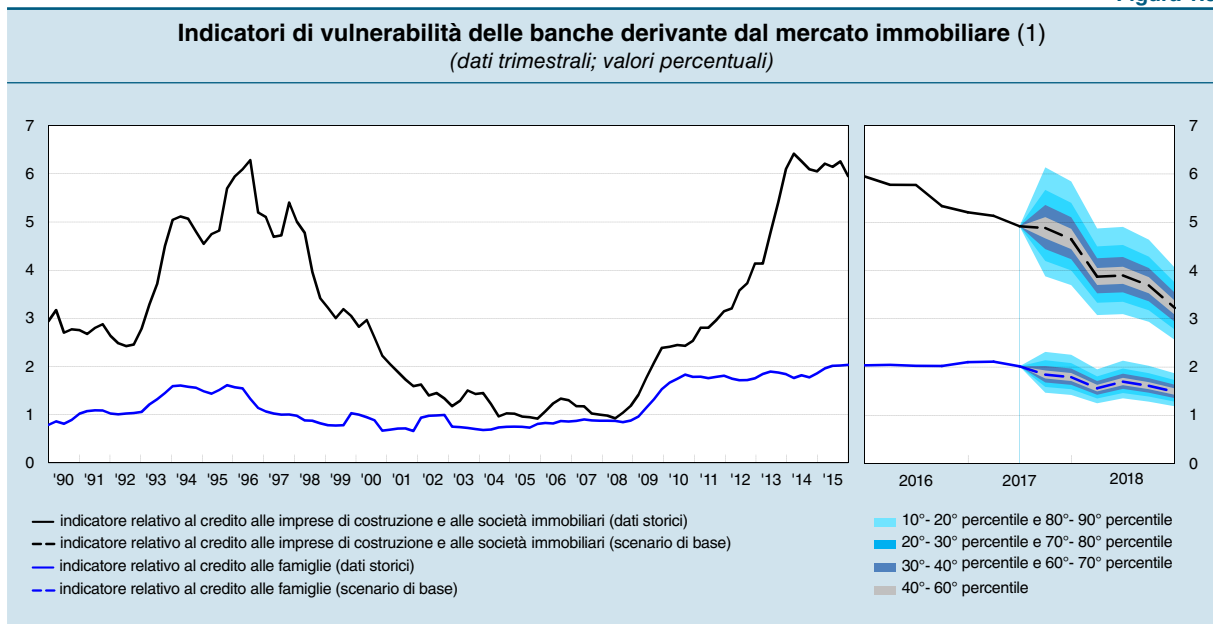
Figura 1.4



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

sia per le famiglie sia per le imprese di costruzione e le società immobiliari. Sulla base di nostre previsioni, gli indicatori di vulnerabilità si ridurranno anche nel 2018 (fig. 1.5).

Figura 1.5



1.2 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

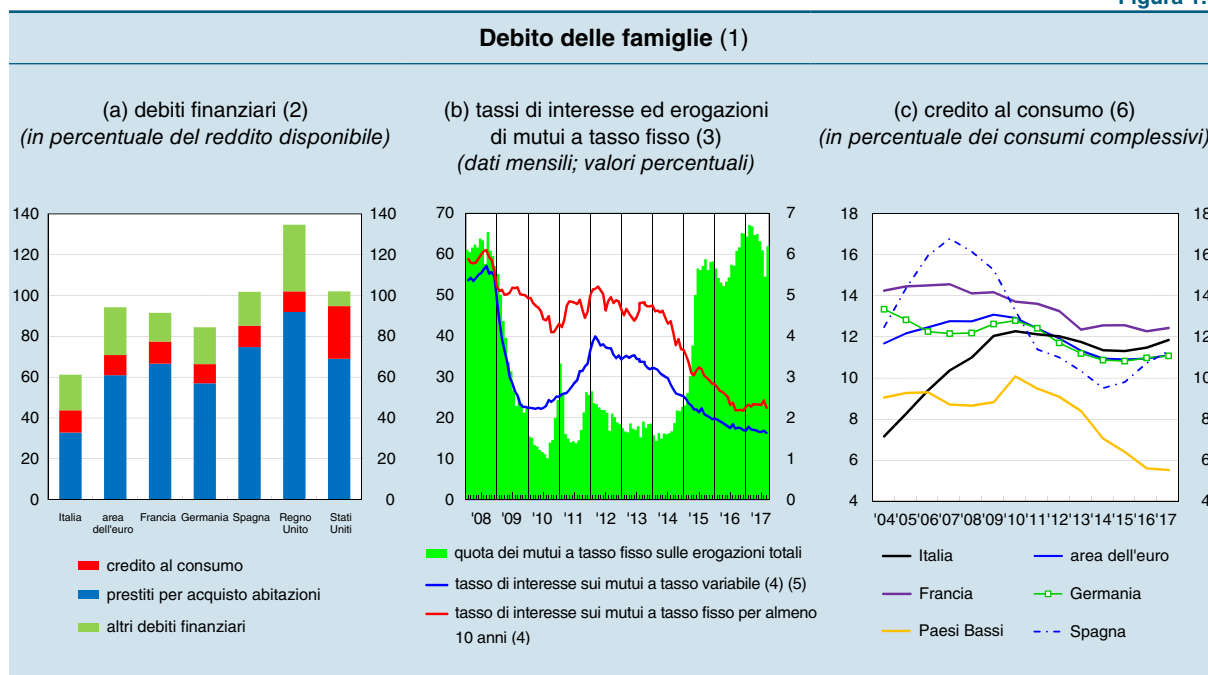
Le famiglie

Il basso livello dei tassi di interesse e l'aumento del reddito disponibile rafforzano la solidità finanziaria delle famiglie. La capacità di rimborsare i debiti sarebbe indebolita soltanto da una forte caduta del reddito accompagnata da un rialzo sostenuto dei tassi di interesse.

La ricchezza finanziaria lorda è lievemente aumentata nel primo semestre del 2017 (di quasi l'1 per cento) soprattutto per effetto della rivalutazione delle attività; in termini reali e pro capite rimane più bassa di circa il 12 per cento rispetto a quella del 2007. I nuovi investimenti in attività finanziarie sono diminuiti e si sono concentrati in strumenti del risparmio gestito, principalmente quote di fondi comuni, la cui espansione è stata favorita dall'avvio dei piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR; cfr. il par. 2.3). Sono proseguiti i forti disinvestimenti di obbligazioni bancarie.

In rapporto al reddito disponibile, i debiti sono stabili su livelli molto contenuti nel confronto internazionale (fig. 1.6.a). Il rallentamento delle compravendite di abitazioni (cfr. il par. 1.1) si è riflesso sulla domanda di mutui: nei primi nove mesi del 2017 le nuove erogazioni (29 miliardi) sono rimaste invariate rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (erano aumentate del 25 per cento nel 2016). I tassi di interesse sui mutui restano su livelli molto bassi e le famiglie si tutelano dal rischio di futuri aumenti contraendo prevalentemente prestiti a tasso fisso, saliti a circa due terzi delle erogazioni (fig. 1.6.b) e al 35 per cento delle consistenze (15 per cento nel 2007).

Figura 1.6



Fonte: BCE, segnalazioni di vigilanza ed Eurostat.

(1) Famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (2) Prestiti e titoli; gli altri debiti finanziari includono principalmente finanziamenti concessi a famiglie produttrici. Dati alla fine del 2° trimestre 2017. – (3) Dati riferiti alle nuove operazioni. – (4) Scala di destra. – (5) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno. – (6) Per il 2017 i dati si riferiscono al 2° trimestre.

L'indebitamento per scopi di consumo continua a crescere a tassi elevati (7,4 per cento in settembre su base annua). L'aumento è concentrato tra i finanziamenti finalizzati all'acquisto di beni durevoli,

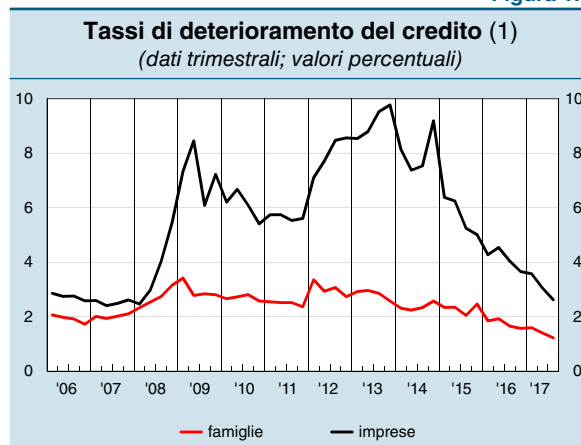
connotati da un minore rischio di credito rispetto ad altre forme di debito⁵. In rapporto alla spesa complessiva annua delle famiglie italiane, il credito al consumo resta in linea con i valori osservati in altri paesi e si sta riportando sui livelli precedenti alla fase recessiva innescata dalla crisi dei debiti sovrani (fig. 1.6.c). Il rischio legato a eventuali rialzi dei tassi è mitigato sia dalla ridotta durata media dei finanziamenti (cinque anni) sia dall'alta quota di prestiti a tasso fisso per oltre un anno, pari a circa il 90 per cento delle nuove erogazioni.

Aumenta la capacità di rimborso dei debiti: il tasso di deterioramento annuo dei prestiti concessi dagli intermediari è diminuito all'1,2 per cento, il livello minimo da oltre dieci anni (fig. 1.7). I dati della centrale dei rischi privata Crif spa indicano che il calo ha interessato anche i crediti di piccolo importo per finalità di consumo. La quota dei prestiti deteriorati sul totale, al lordo delle rettifiche, si è ridotta al 9,2 per cento alla fine del terzo trimestre del 2017, anche in seguito alle operazioni di cessione realizzate da alcuni intermediari (cfr. il par. 2.2).

Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia indicano che alla fine del 2018, in uno scenario di base coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, la quota di famiglie vulnerabili rimarrebbe stabile intorno al 2 per cento, mentre l'incidenza del loro debito sul totale si ridurrebbe al 13,5 per cento (fig. 1.8)⁶.

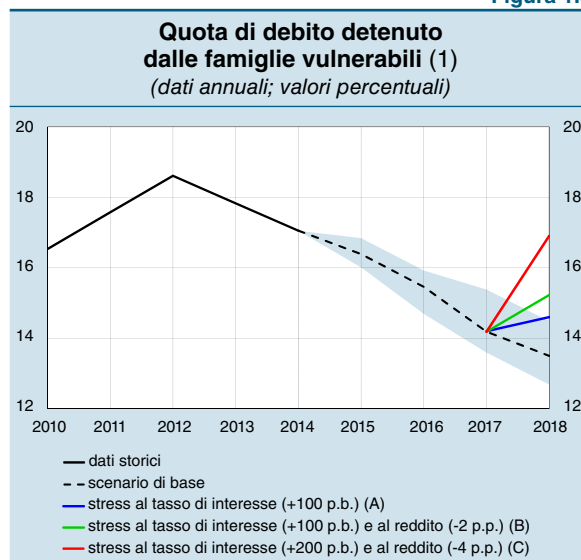
Soltanto nell'eventualità di un rialzo sostenuto dei tassi di interesse e di una simultanea caduta del reddito la vulnerabilità delle famiglie crescerebbe in misura marcata, pur rimanendo inferiore ai valori registrati durante la crisi. Nel caso in cui il tasso di interesse fosse superiore di 100 punti rispetto allo scenario di base, la quota di debito detenuta dalle famiglie vulnerabili aumenterebbe solo lievemente, intorno al 14,5 per cento. In uno scenario avverso, caratterizzato anche da una minore crescita del reddito, l'incidenza del debito

Figura 1.7



Fonte: Centrale dei rischi.
(1) Flusso trimestrale di prestiti deteriorati rettificati (scaduti oltre i 90 giorni, altri deteriorati e sofferenze) in rapporto alle consistenze dei prestiti al netto dei deteriorati rettificati alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente.

Figura 1.8



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF).
(1) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito disponibile inferiore al valore mediano della distribuzione. Gli ultimi dati IBF disponibili si riferiscono al 2014. L'area ombreggiata rappresenta l'intervallo compreso tra il 10° e il 90° percentile della distribuzione di probabilità delle simulazioni. Negli scenari di stress si è ipotizzato che, rispetto allo scenario di base, nel 2018: (A) il tasso di interesse sia più elevato di 100 punti base; (B) il tasso di interesse sia più elevato di 100 punti base e il tasso di crescita del reddito nominale più basso di 2 punti percentuali, rimanendo moderatamente positivo rispetto al 2017; (C) il tasso di interesse sia più elevato di 200 punti base e il tasso di crescita del reddito nominale si riduca di 4 punti percentuali.

⁵ Secondo le stime di Crif spa negli ultimi cinque anni la media del tasso di deterioramento dei prestiti finalizzati concessi dagli intermediari è stata pari all'1,5 per cento, contro il 3,5 dei prestiti personali (*Osservatorio sul credito al dettaglio*, 42, 2017).

⁶ Lo scenario di base è caratterizzato da una crescita del reddito disponibile e da tassi di interesse pressoché invariati. Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. V. Michelangeli e M. Pietruni, *A microsimulation model to evaluate Italian households' financial vulnerability*, "International Journal of Microsimulation", 7, 3, 2014, pp. 53-79, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 225, 2014.

di queste famiglie sul totale salirebbe al 15,2 per cento, un valore simile a quello del 2016⁷. Nel caso di variazioni particolarmente sfavorevoli del tasso di interesse e del reddito rispetto allo scenario di base la quota di debito a rischio raggiungerebbe circa il 17 per cento, un valore paragonabile a quello del 2014⁸. Le famiglie maggiormente esposte a shock negativi sono quelle il cui capofamiglia svolge un lavoro autonomo e quelle con un mutuo a tasso variabile o con durata residua superiore ai cinque anni o con un rapporto fra il debito e il valore dell'abitazione superiore al 50 per cento.

Le imprese

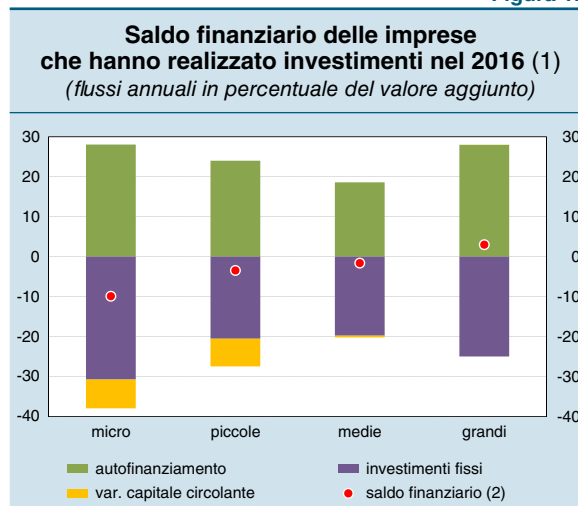
L'aumento della redditività, che si sta estendendo tra i comparti produttivi, accresce la capacità delle imprese di rimborsare i debiti e di finanziare con risorse proprie gli investimenti fissi e il capitale circolante. Le imprese del settore delle costruzioni e quelle di minore dimensione restano finanziariamente più fragili, a causa dei livelli ancora elevati di indebitamento e dei ritardi nella ripresa delle vendite.

La crescita del margine operativo lordo (MOL)⁹ consentirà a molte aziende di chiudere in utile l'esercizio in corso: i risultati del sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia in autunno indicano che oltre tre quarti delle imprese intervistate si aspettano di conseguire profitti nel 2017, una quota elevata rispetto al passato. La redditività è sostenuta anche dalla diminuzione degli oneri finanziari, la cui incidenza sul MOL è scesa a valori molto bassi (10,0 per cento).

La domanda di finanziamenti esterni è molto contenuta. Il flusso di reddito delle società non finanziarie è infatti ampio rispetto alle spese per investimento e il saldo finanziario, pari alla differenza tra le entrate e le spese complessive del settore, resta positivo ed elevato (1,6 per cento del PIL). Per le aziende di piccola dimensione la disponibilità di risorse finanziarie interne è tuttavia più limitata. Tra le sole società che realizzano investimenti, le microimprese mostrano un fabbisogno di fondi esterni pari a circa il 10 per cento del valore aggiunto, mentre per le aziende più grandi il fabbisogno è pressoché nullo (fig. 1.9). Anche l'aumento delle attività liquide, salite in dieci anni dal 14 al 20 per cento del PIL, continua a riguardare soprattutto le aziende con oltre 50 addetti.

Nell'ultimo anno le imprese si sono finanziate principalmente con capitale di rischio e la leva finanziaria è attualmente inferiore di circa 7 punti percentuali rispetto al picco del 2011 (fig. 1.10.a). Il calo ha interessato anche le aziende di minore dimensione; a differenza delle più grandi, esso è stato dovuto quasi esclusivamente alla contrazione dei debiti avvenuta soprattutto per l'uscita dal mercato delle società più indebitate. Per le imprese di costruzione la leva finanziaria

Figura 1.9



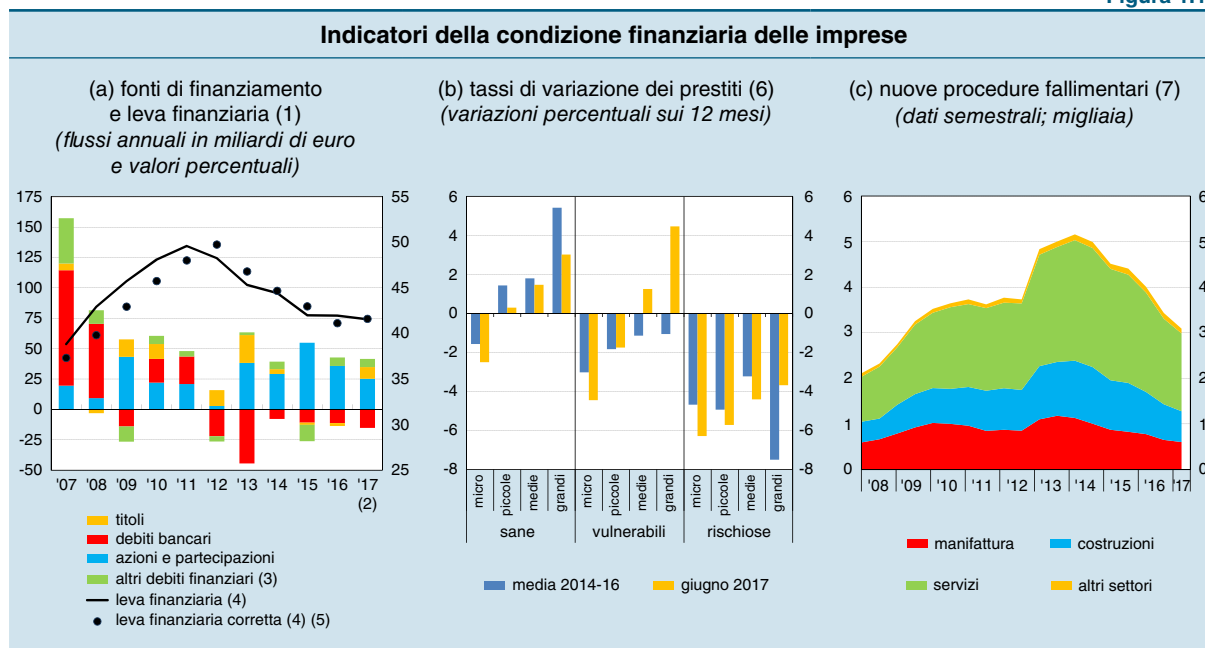
Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) Dati provvisori tratti dai bilanci di un campione di circa 500.000 società di capitale che hanno realizzato investimenti fissi nel 2016. – (2) Il saldo finanziario è misurato dalla differenza tra l'autofinanziamento e la spesa per investimenti fissi e capitale circolante.

⁷ Le differenze dello scenario di stress rispetto a quello di base (100 punti per il tasso di interesse e 2 punti percentuali per la crescita del reddito nominale) sono pari a una deviazione standard delle variazioni annuali dei tassi di interesse e della crescita del reddito.

⁸ La differenza di 200 punti base considerata in questo caso per il tasso di interesse corrisponde a un aumento superiore a quelli storicamente registrati e la variazione ipotizzata per il reddito nominale implica una recessione.

⁹ Nei dodici mesi terminanti a giugno del 2017 il MOL è cresciuto del 3,8 per cento rispetto all'anno precedente.



(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. – (2) Flussi riferiti ai 12 mesi terminanti a giugno del 2017. – (3) Includono principalmente i finanziamenti concessi dalle società di leasing e di factoring, prestiti infragruppo e quelli cartolarizzati. – (4) Scala di destra. La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto al valore di mercato. – (5) La leva finanziaria corretta è calcolata escludendo in ogni anno l'effetto della variazione del valore di mercato del patrimonio netto. Un valore superiore alla linea continua indica, nell'anno, una diminuzione del valore di mercato del patrimonio e viceversa. – (6) I dati si riferiscono a un campione di circa 400.000 società di capitale; i prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie e tengono conto delle cartolarizzazioni. L'attribuzione alle classi di rischio è basata sull'indicatore Cebi-Score calcolato da Cerved. – (7) I dati sono riferiti alle sole società di capitale attive che hanno depositato almeno un bilancio nei 3 anni precedenti l'apertura della procedura concorsuale.

resta di oltre 15 punti percentuali superiore alla media complessiva. Questo è l'unico settore in cui negli ultimi anni il patrimonio netto non ha contribuito alla riduzione del grado di indebitamento: il mancato recupero della redditività rispetto ai livelli precedenti la crisi non ha generato sufficienti utili da reinvestire nelle aziende stesse, il cui capitale di rischio è progressivamente diminuito.

I debiti verso le banche si sono lievemente ridotti nei dodici mesi terminanti in settembre, ma permangono ampie differenze tra diverse tipologie di impresa (fig. 1.10.b). I dati relativi a un ampio campione di società di capitale indicano che per le aziende di media e grande dimensione i prestiti hanno ripreso a crescere in quasi tutti i settori di attività. Le imprese di minore dimensione incontrano invece ancora vincoli rilevanti nell'accesso al credito, che continua a ridursi anche per quelle con bilanci equilibrati.

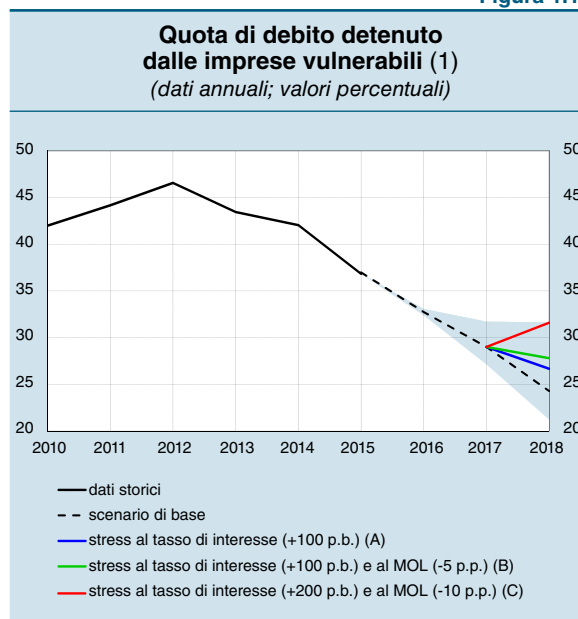
Il miglioramento della situazione finanziaria delle imprese si traduce in un marcato aumento della capacità di rimborso dei prestiti (cfr. il riquadro: *La probabilità di insolvenza delle imprese italiane*). Il numero di nuove procedure fallimentari continua a flettere in tutti i settori di attività economica (fig. 1.10.c) e il tasso di deterioramento dei prestiti bancari è tornato su valori prossimi a quelli osservati negli anni precedenti la crisi (2,6 per cento su base annua nel terzo trimestre; cfr. fig. 1.7). L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale, al lordo delle rettifiche, è diminuita al 26,5 per cento dal picco del 30,1 registrato nel settembre 2015; solo per le imprese di costruzione e dei servizi immobiliari la quota ha continuato ad aumentare, raggiungendo circa il 50 per cento. I dati di fonte Cerved indicano che la frequenza e l'entità dei ritardi nei pagamenti tendono a ridursi anche nelle transazioni tra aziende¹⁰.

¹⁰ Negli ultimi cinque anni i tempi complessivi di pagamento si sarebbero ridotti in media di 8 giorni (da 79 a 71), di cui circa 3 per il calo dei termini concordati dalle imprese e i restanti 5 per i minori ritardi nei pagamenti (Cerved, *Osservatorio sui protesti e pagamenti delle imprese*, 28, ottobre 2017).

Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia, coerenti con le più recenti previsioni macroeconomiche, indicano che la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili si ridurrebbe al 24 per cento nel 2018 (dal 29 stimato per il 2017; fig.1.11) principalmente per la crescita della redditività¹¹.

La capacità delle aziende di sostenere il debito peggiorerebbe solo nell'eventualità di andamenti molto sfavorevoli dei tassi di interesse e del reddito. Nel caso in cui i tassi risultino nel 2018 più elevati di 100 punti rispetto allo scenario di base, la quota di debito che fa capo alle imprese vulnerabili sarebbe pari al 27 per cento; in uno scenario avverso, in cui contemporaneamente la variazione del MOL fosse inferiore di 5 punti percentuali rispetto allo scenario di base, tale quota diverrebbe pari al 28 per cento¹². La quota di debito a rischio sarebbe invece nettamente superiore (32 per cento) nel caso di variazioni particolarmente sfavorevoli del tasso di interesse e della redditività rispetto allo scenario di base¹³. Le aziende maggiormente esposte agli stress sono quelle di media dimensione e quelle di costruzione e dei servizi.

Figura 1.11



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) Sono definite vulnerabili le imprese con MOL negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Gli ultimi bilanci disponibili per l'intero campione di imprese sono relativi al 2015. La zona ombreggiata indica un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base. Negli scenari di stress si è ipotizzato che, rispetto allo scenario di base, nel 2018: (A) il tasso di interesse sia più elevato di 100 punti base; (B) contemporaneamente la variazione del MOL nominale sia più bassa di 5 punti percentuali (divenendo leggermente negativa rispetto al 2017); (C) il tasso di interesse sia più elevato di 200 punti base e la variazione del MOL nominale sia più bassa di 10 punti percentuali.

LA PROBABILITÀ DI INSOLVENZA DELLE IMPRESE ITALIANE

Dall'uscita dalla recessione dell'economia italiana la capacità delle imprese di far fronte ai propri debiti verso il sistema finanziario è notevolmente migliorata.

Sulla base del modello della Banca d'Italia per la valutazione dei crediti bancari (*In-house Credit Assessment System*, ICAS), per un campione di circa 290.000 società di capitale indebitate e prive di arretrati nei pagamenti, il valore mediano della probabilità di insolvenza a un anno è diminuito dal 2,5 all'1,0 per cento tra il 2013 e lo scorso luglio (figura, pannello a)¹. Il netto calo dei valori corrispondenti al 75° e al 90° percentile della distribuzione campionaria indica che il miglioramento si va estendendo anche alle imprese più deboli.

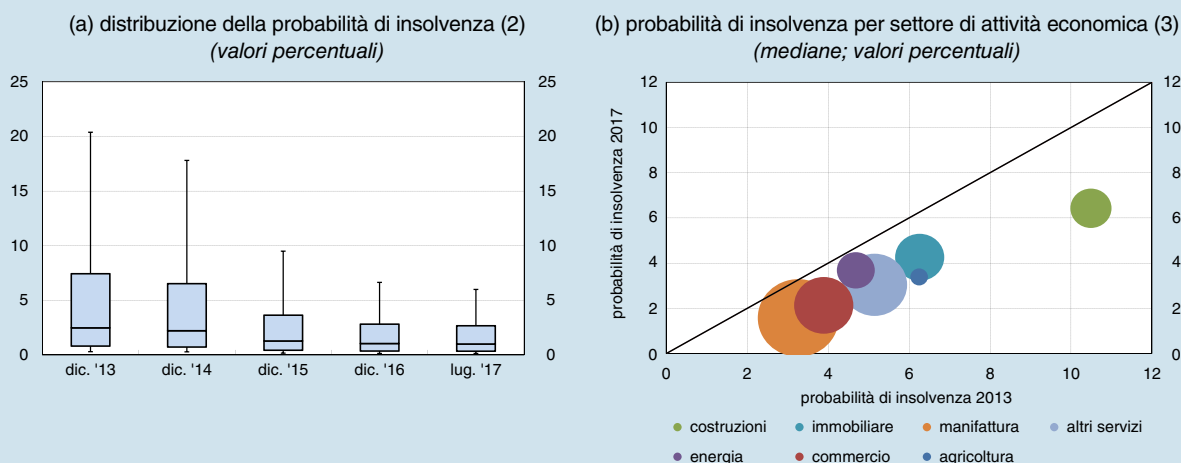
¹ Il modello statistico ICAS della Banca d'Italia mira a valutare i crediti conferiti a garanzia delle operazioni di politica monetaria mediante la stima della probabilità di insolvenza delle imprese indebitate. Per maggiori dettagli cfr. il riquadro: *Il nuovo modello della Banca d'Italia per la valutazione del rischio di credito*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 6, 2013.

¹¹ 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.

¹² Un aumento del costo del debito di 100 punti base corrisponde a poco più di una deviazione standard della sua variazione annuale ed è superiore agli incrementi osservati nel 2007 e nel 2011; una riduzione del tasso di crescita del MOL di 5 punti percentuali è pari a una deviazione standard della sua variazione annuale.

¹³ In questo caso la differenza di 10 punti percentuali rispetto allo scenario di base ipotizzata per il MOL corrisponde a una recessione.

Probabilità di insolvenza delle imprese (1)



La riduzione della probabilità di insolvenza è dovuta per il 44 per cento a un effetto demografico, connesso con l'uscita dal campione di imprese mediamente più fragili, e per il restante 56 per cento al rafforzamento delle condizioni finanziarie delle aziende presenti nell'intero periodo considerato². In particolare per queste ultime sono diminuite sia l'incidenza degli oneri finanziari sul margine operativo lordo (dal 23 al 14 per cento) sia la leva finanziaria (dal 55 al 51 per cento).

Il rischio di insolvenza resta in media più elevato per le microimprese, per le società localizzate nel Mezzogiorno e per quelle delle costruzioni; a queste ultime fa capo l'8,4 per cento dei prestiti bancari alle aziende del campione (figura, pannello b).

² La mediana della probabilità di insolvenza delle imprese uscite dal campione per ingresso in fallimento, in altra procedura concorsuale, in liquidazione volontaria o per il venire meno di rapporti creditizi era pari al 4,8 per cento all'inizio del periodo.

2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO

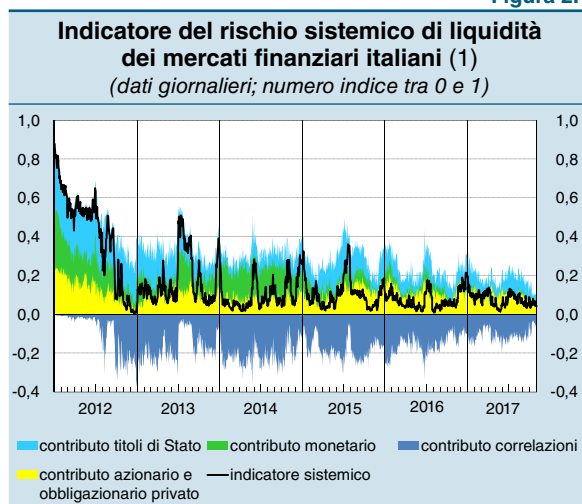
2.1 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Le condizioni di liquidità sui mercati finanziari italiani restano buone (fig. 2.1). Le decisioni del Consiglio direttivo del 26 ottobre attenuano il rischio che le incertezze sulle modalità di ricalibrazione della politica monetaria influenzino la volatilità nei mercati azionari e obbligazionari.

Sul mercato monetario gli scambi pronti contro termine (repo) rimangono elevati nel segmento *special repo*, per effetto della forte domanda di titoli sostenuta dal programma di acquisti della Banca centrale europea (BCE; fig. 2.2.a). L'abbondante liquidità ha ridotto la volatilità e il livello dei tassi, che sulle scadenze a brevissimo termine sono anche in Italia lievemente inferiori al tasso della *deposit facility* (fig. 2.2.b).

La durata media dei contratti repo è scesa ai livelli minimi degli ultimi anni, accrescendo per le banche italiane il rischio di

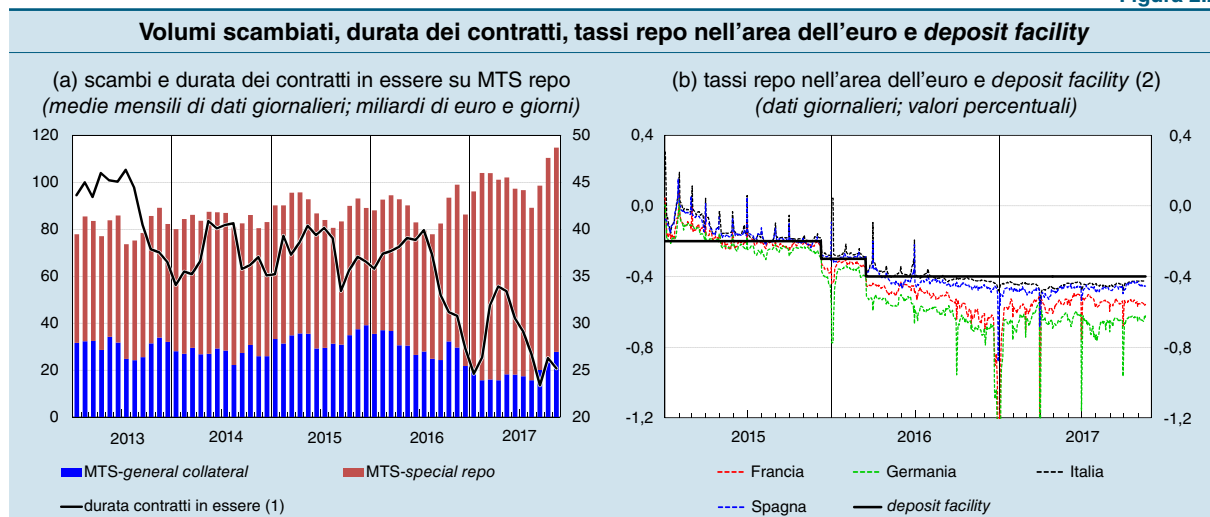
Figura 2.1



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Moody's KMV, MTS spa, e-MID SIM spa e Banca d'Italia. Dati aggiornati al 31 ottobre 2017.

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

Figura 2.2



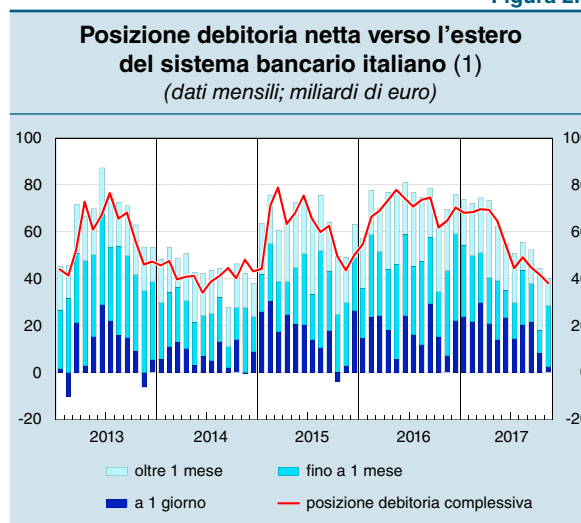
Fonte: elaborazioni su dati MTS spa, BCE e RepoFunds Rate.

(1) Scala di destra. – (2) I tassi repo per singolo paese sono calcolati prendendo a riferimento i contratti con durata a un giorno su titoli di Stato conclusi sulle piattaforme telematiche gestite dalle società MTS spa e ICAP e garantiti da controparte centrale. I valori per Germania e Francia sono pari, rispettivamente, a -4,9 e -5,3 punti percentuali il 30 dicembre 2016 e a -1,9 e -1,2 il 31 marzo 2017.

rifinanziamento, soprattutto in prossimità della fine dell'anno, quando solitamente la liquidità tende a ridursi. La posizione debitoria netta verso l'estero delle banche italiane su questo mercato è tuttavia diminuita in seguito all'ultima operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema condotta lo scorso marzo (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO2*; fig. 2.3).

Le transazioni interbancarie non collateralizzate sono rimaste contenute. La riduzione di questi contratti negli ultimi anni ha spinto le autorità ad avviare iniziative, che affiancano quelle del settore privato, volte a mitigare i rischi derivanti dalla perdita di rappresentatività dei principali tassi di riferimento monetari (cfr. il riquadro: *Euribor, Eonia e stabilità finanziaria*).

Figura 2.3



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) La posizione debitoria netta è calcolata sul controvalore dei contratti in essere; media mensile di dati giornalieri per la posizione netta complessiva, dati di fine periodo per la disaggregazione per durata.

EURIBOR, EONIA E STABILITÀ FINANZIARIA

L'Euribor e l'Eonia sono i tassi di riferimento (benchmark) del mercato monetario, ampiamente utilizzati per indicizzare strumenti e contratti finanziari nell'area dell'euro. L'incertezza sull'integrità del processo di calcolo di questi tassi, la loro minore rappresentatività dovuta alla riduzione degli scambi interbancari non collateralizzati e l'assenza di clausole contrattuali standardizzate relative a una loro eventuale indisponibilità, pongono rischi per la stabilità finanziaria e per il buon funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Nell'ambito dell'Unione europea sono state adottate diverse iniziative. Il prossimo 1° gennaio entrerà in vigore il regolamento UE/2016/1011 che assoggetta gli amministratori di benchmark finanziari e i fornitori dei dati necessari al calcolo a un regime di vigilanza e a requisiti di governance in linea con i principi sviluppati dall'Organizzazione internazionale delle autorità di controllo dei mercati finanziari (International Organization of Securities Commissions, Iosco). La Commissione europea ha designato come tassi di riferimento critici, ai sensi del regolamento, l'Euribor e l'Eonia, amministrati dallo European Money Markets Institute (EMMI); la Financial Services and Markets Authority (FSMA), autorità belga che vigila sull'EMMI, ha istituito un collegio di supervisione che può imporre alle banche, per un periodo non superiore a due anni, di fornire i dati necessari a calcolare i tassi di riferimento. La scorsa settembre la Banca centrale europea (BCE) ha annunciato l'intenzione di elaborare e diffondere, sulla base di dati già disponibili, un tasso di interesse sui depositi overnight in euro privi di garanzia¹. Infine l'FSMA, la BCE, la Commissione europea e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) hanno costituito un gruppo di lavoro che coadiuverà il settore privato nell'individuare un benchmark alternativo a quelli attuali.

¹ Il nuovo tasso di interesse, i cui principali elementi saranno resi noti agli operatori di mercato nel corso del 2018, sarà pubblicato entro il 2020 e si aggiungerà agli attuali benchmark sviluppati dal settore privato.

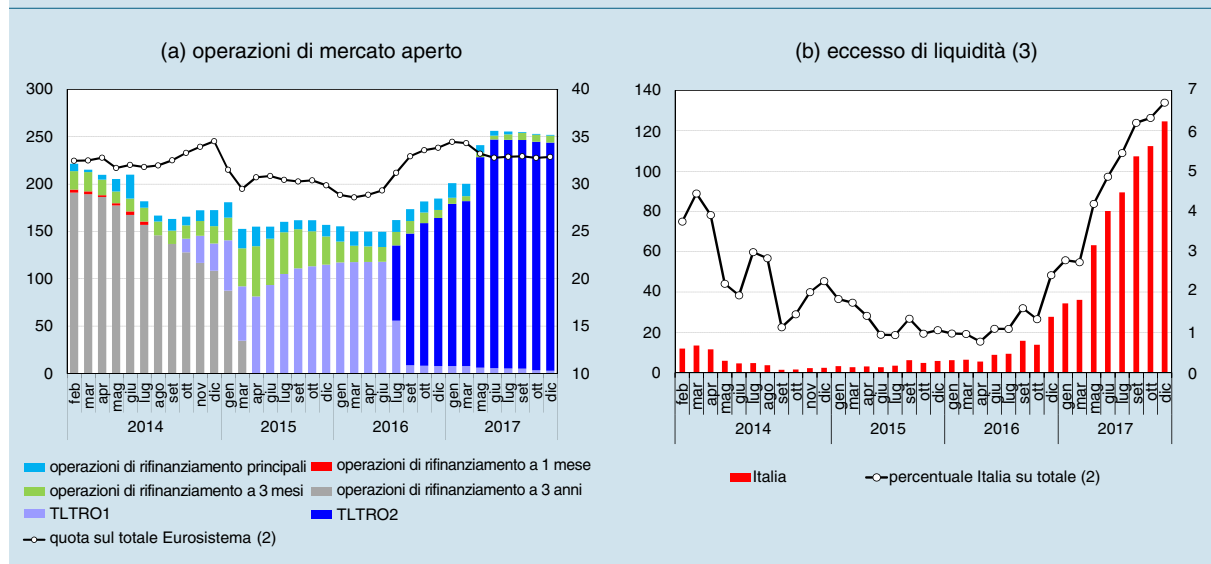
La Banca d'Italia partecipa, con la Consob, al collegio di supervisione sull'Euribor e sull'Eonia e contribuisce ai lavori dell'Eurosistema. La partecipazione dell'industria finanziaria italiana alle iniziative europee del settore privato resta cruciale, anche in considerazione dell'ampia diffusione dei benchmark nei contratti con famiglie e imprese.

Dopo l'incremento determinato dall'ultima TLTRO2, l'ammontare del rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia è rimasto stabile intorno a 255 miliardi di euro, un terzo del totale dell'Eurosistema (fig. 2.4.a).

La liquidità in eccesso delle banche italiane, assai contenuta fino alla metà del 2016, è da allora in graduale aumento: in novembre ha superato i 120 miliardi e rappresenta il 6,7 per cento del totale riferito all'intero Eurosistema (fig. 2.4.b). Tale incremento ha riguardato anche le banche più piccole.

Figura 2.4

Rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia ed eccesso di liquidità in Italia (1)
(miliardi di euro e valori percentuali)



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

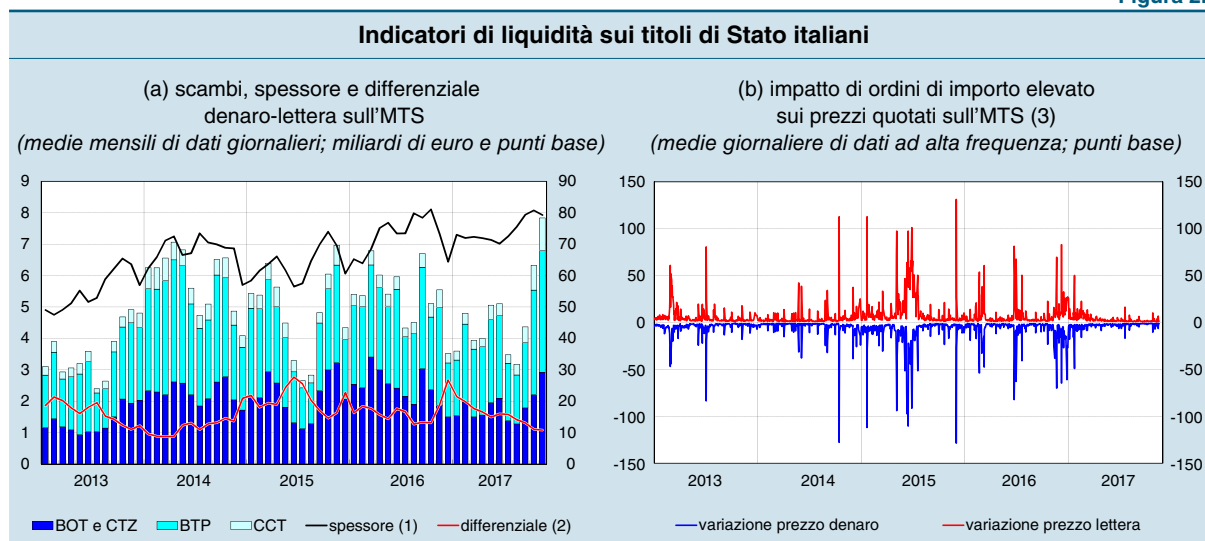
(1) La data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento, fatta eccezione per il valore di dicembre 2017 per il quale i dati si fermano al 15 novembre. A partire da gennaio 2015 la durata dei periodi di mantenimento è stata estesa da 4 a 6 settimane. – (2) Scala di destra. – (3) L'eccesso di liquidità è calcolato come somma del saldo medio sui conti di riserva delle banche, al netto dell'obbligo di riserva, del ricorso medio alla *deposit facility* e di quello alle operazioni di assorbimento della liquidità immessa a seguito dell'attivazione del programma di acquisto definitivo di titoli sul mercato secondario (operazioni attive fino giugno del 2014).

Le condizioni di liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato italiani si mantengono buone, in termini sia di quantità quotate sia di differenziale denaro-lettera (fig. 2.5.a); l'eventuale immissione di ordini di importo elevato avrebbe impatti contenuti sui prezzi (fig. 2.5.b). Negli ultimi mesi l'incertezza legata alle future decisioni di politica monetaria ha contribuito a mantenere gli scambi su livelli inferiori a quelli medi del 2016.

Il costo medio del debito pubblico è sceso a un livello molto basso (2,8 per cento; fig. 2.6), beneficiando negli ultimi sei mesi della diminuzione dei rendimenti all'emissione sulle scadenze inferiori ai dieci anni¹. La vita media residua dei titoli di Stato è tornata a salire, a 6,7 anni. La

¹ Il dato esclude le emissioni sui mercati internazionali.

Figura 2.5



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

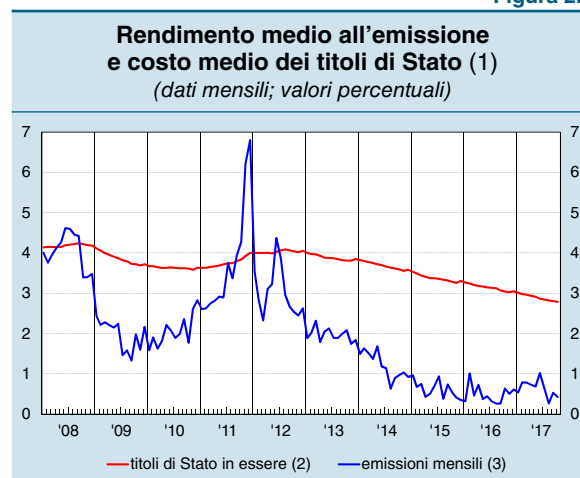
(1) Lo spessore è calcolato come la media delle quantità quotate in denaro e lettera per il comparto BTP. – (2) Scala di destra. Il differenziale è calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati sui BTP quotati sull'MTS durante l'intera giornata operativa. – (3) L'analisi è riferita al BTP benchmark decennale ed è basata su rilevazioni effettuate ogni 5 minuti. La linea blu e quella rossa rappresentano la stima dell'impatto sui prezzi denaro e lettera dell'immissione nel portafoglio di negoziazione dell'MTS di un eventuale ordine (di vendita o di acquisto) di 50 milioni di euro.

struttura per scadenza del debito pubblico italiano attenua l'impatto delle fluttuazioni dei tassi di mercato sul costo medio del debito: un aumento permanente di un punto percentuale dei rendimenti all'emissione si tradurrebbe in un incremento del costo del debito di circa 0,1 punti dopo un anno, di 0,2 dopo due anni e di 0,4 dopo tre anni.

I premi dei credit default swap (CDS) sui titoli di Stato italiani hanno iniziato a ridursi da aprile, in corrispondenza con un generalizzato calo dell'incertezza nell'area dell'euro dopo l'esito delle elezioni presidenziali in Francia; la tendenza si è rafforzata dopo il recente aumento del merito di credito dell'Italia da parte di Standard & Poor's e le ultime decisioni di politica monetaria. È diminuita la domanda di protezione sui titoli di Stato italiani; al calo delle consistenze nette ha contribuito l'apprezzamento dell'euro sul dollaro statunitense, valuta nella quale sono tipicamente espressi questi CDS. È invece aumentata leggermente la domanda di protezione sulle banche e sulle assicurazioni (fig. 2.7.a).

Continua a scendere il differenziale di rendimento tra le obbligazioni private italiane e i tassi swap, anche a seguito dei programmi di acquisto dell'Eurosistema (fig. 2.7.b). Come nel resto dell'area dell'euro, nelle prime settimane di novembre si è registrato un aumento degli spread, soprattutto per i titoli con minore merito di credito (*high yield*) a causa di un ribilanciamento dei portafogli verso investimenti meno rischiosi.

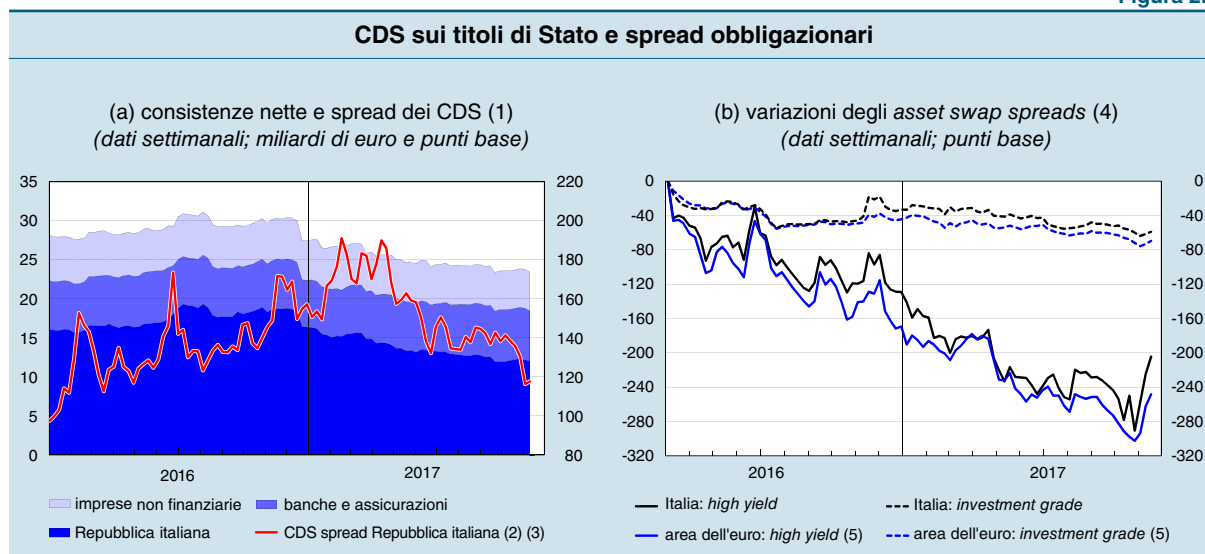
Figura 2.6



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia. Dati aggiornati al 31 ottobre 2017.

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

Figura 2.7



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) e Bank of America Merrill Lynch. (1) Il dato sulle consistenze nette si riferisce ai *net notional values*, misurati secondo la definizione DTCC. – (2) Scala di destra. – (3) Scadenza a 5 anni; schema contrattuale ISDA 2014; nozionale in dollari. – (4) *Asset swap spreads* ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli. Non esiste una perfetta corrispondenza fra i titoli inclusi negli indici Bank of America Merrill Lynch, utilizzati nel grafico, e la loro idoneità ai fini dei programmi di acquisto dell'Eurosistema. Variazioni dal 10 marzo 2016, data di annuncio da parte del Consiglio direttivo della BCE dell'avvio del programma di acquisto di titoli del settore societario (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP). – (5) Gli indici Bank of America Merrill Lynch per l'area dell'euro sono stati rielaborati escludendo l'Italia.

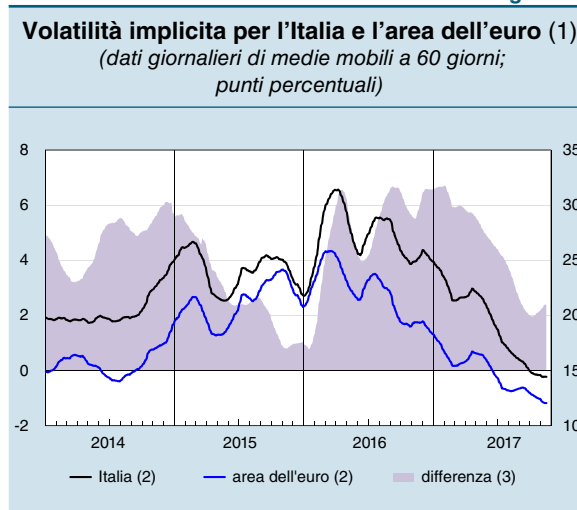
La volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sull'indice azionario italiano è diminuita, seguendo la tendenza a livello globale (cfr. il par. 1.1). L'allentarsi delle tensioni nel comparto bancario ha contribuito a ridurre il differenziale tra la volatilità implicita del mercato italiano e quella dell'area dell'euro (fig. 2.8).

2.2 LE BANCHE

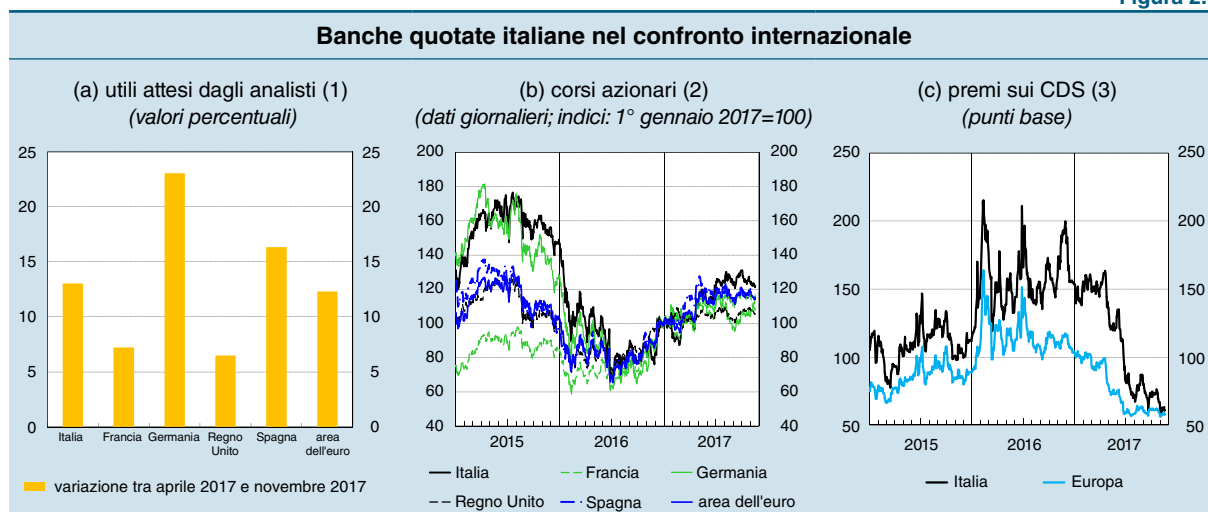
Gli indicatori di mercato

In Europa il consolidamento della ripresa e la diminuzione dei rischi sistemici hanno determinato un rialzo della redditività attesa dagli investitori, sospingendo i corsi azionari delle principali banche (figg. 2.9.a e 2.9.b); dallo scorso aprile l'aumento delle quotazioni degli intermediari italiani è stato superiore a quello delle banche degli altri paesi e il divario si è ampliato in seguito alla soluzione delle situazioni di difficoltà di Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca durante l'estate (cfr. il riquadro: *Effetti sui mercati della recente soluzione della situazione di difficoltà di alcune banche italiane*). Le incertezze legate agli aumenti di capitale di Banca Carige e Credito Valtellinese, che hanno di recente determinato forti cali dei loro corsi azionari, non hanno avuto impatti rilevanti sulle quotazioni degli altri intermediari. I premi sui CDS delle principali banche italiane sono scesi, in media, a livelli prossimi a quelli degli altri intermediari europei (fig. 2.9.c).

Figura 2.8



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. (1) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni con scadenza a 2 mesi sull'indice di borsa italiano FTSE MIB e sull'indice Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro. – (2) Scala di destra. – (3) Differenza fra le volatilità implicite nei prezzi delle opzioni sull'indice azionario italiano e su quello dell'area dell'euro per opzioni con scadenza a 2 mesi.



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

(1) Stime sugli utili netti per i successivi 12 mesi espressi in euro. Dati relativi alle banche incluse negli indici FTSE Italy Banks, FTSE Germany Banks, FTSE France Banks, FTSE Spain Banks, FTSE UK Banks, Euro Stoxx Banks. – (2) Dati relativi agli indici indicati nella nota 1 espressi in euro. – (3) Media semplice dei premi sui CDS a 5 anni. I dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo; per la Francia, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole; per la Germania, Deutsche Bank, Commerzbank; per il Regno Unito, Barclays, Royal Bank of Scotland, HSBC, Lloyds; per la Spagna, Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria.

EFFETTI SUI MERCATI DELLA RECENTE SOLUZIONE DELLA SITUAZIONE DI DIFFICOLTÀ DI ALCUNE BANCHE ITALIANE

Per valutare l'impatto sui mercati italiani delle misure adottate per far fronte alle situazioni di difficoltà di Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca è stata condotta un'analisi sull'andamento dei rendimenti e della volatilità implicita delle azioni italiane in corrispondenza con l'adozione delle misure più importanti (*event study*). L'analisi ha considerato gli extra rendimenti cumulati e l'extra volatilità implicita cumulata dell'indice azionario italiano (FTSE MIB) rispetto a quello europeo (Euro Stoxx), stimati con il modello di mercato *capital asset pricing model* (CAPM), nelle due settimane precedenti e nelle due successive a ciascuno degli eventi presi in esame (periodo di osservazione)¹.

Sono stati considerati i seguenti eventi: (a) approvazione del decreto legge che disciplina le forme di intervento pubblico volte al sostegno della liquidità e al rafforzamento patrimoniale di banche e gruppi bancari e contestuale presentazione dell'istanza di Banca Monte dei Paschi di Siena per accedere a una ricapitalizzazione precauzionale da parte dello Stato (23 dicembre 2016; evento 1); (b) notifica da parte di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca dell'intenzione di accedere alle misure di ricapitalizzazione precauzionale (13 marzo 2017; evento 2); (c) approvazione del decreto legge per la liquidazione coatta amministrativa di Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca (25

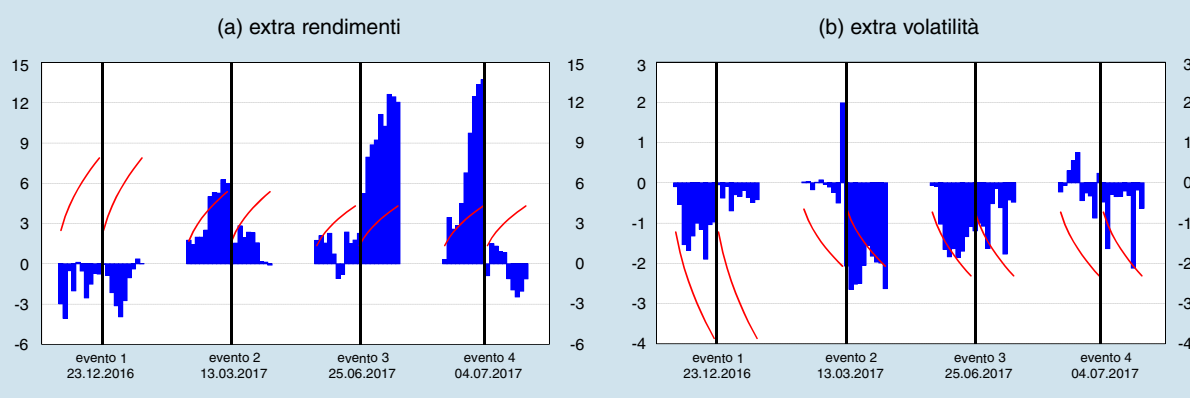
¹ L'analisi è stata svolta utilizzando l'indice generale FTSE MIB di Borsa Italiana e non quello bancario poiché i dati sulla volatilità implicita sono disponibili solo per il primo. La relazione esistente tra l'indice italiano e quello europeo è stata stimata con il CAPM nei tre mesi precedenti il periodo di osservazione corrispondente a ogni singolo evento. I valori degli extra rendimenti cumulati per ciascun periodo sono stati calcolati sommando i valori giornalieri ottenuti come differenza tra il rendimento effettivo dell'indice italiano e quello previsto dal modello CAPM. Una metodologia analoga è stata seguita per calcolare l'extra volatilità implicita cumulata. Per verificare se gli extra rendimenti cumulati e l'extra volatilità implicita cumulata dell'indice italiano sono stati significativamente diversi da zero nel periodo di osservazione sono stati utilizzati test di significatività statistica con un intervallo di confidenza del 90 per cento.

giugno 2017; evento 3); (d) approvazione da parte della Commissione europea della ricapitalizzazione precauzionale di Banca Monte dei Paschi di Siena (4 luglio 2017; evento 4)².

L'approvazione del decreto che disciplina l'intervento dello Stato a sostegno del capitale e della liquidità di istituti in difficoltà (evento 1) non ha avuto effetti significativi sul mercato, presumibilmente perché aspettative di misure di sostegno pubblico si erano diffuse con largo anticipo rispetto alla loro effettiva adozione. La notifica da parte delle due banche venete dell'intenzione di accedere alla ricapitalizzazione precauzionale (evento 2) è stata preceduta da extra rendimenti positivi statisticamente significativi (6 per cento; figura, pannello a), segnalando che l'evento era atteso dai mercati. I due eventi che hanno determinato gli extra rendimenti cumulati positivi più elevati sono stati la liquidazione coatta amministrativa di Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca (12 per cento, evento 3) e l'approvazione da parte della Commissione europea della ricapitalizzazione precauzionale di Banca Monte dei Paschi di Siena (14 per cento, evento 4). Nel primo caso l'extra rendimento cumulato è stato significativo dopo l'evento, mentre nel secondo caso solo prima dell'evento stesso.

Figura

Extra rendimenti ed extra volatilità dell'indice azionario italiano in prossimità degli eventi (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Gli istogrammi blu rappresentano gli extra rendimenti e le extra volatilità giornalieri cumulati dell'indice azionario italiano che si sono registrati nelle due settimane precedenti e nelle due successive all'evento considerato. Le linee rosse indicano il valore della statistica test utilizzata per la verifica della significatività degli extra rendimenti e delle extra volatilità e delimitano un intervallo di confidenza del 90 per cento. Le linee nere indicano la data degli eventi considerati: evento 1 del 23 dicembre 2016 (disposizioni urgenti per la tutela del risparmio); evento 2 del 13 marzo 2017 (intenzione di accesso alla ricapitalizzazione precauzionale delle banche venete); evento 3 del 25 giugno 2017 (liquidazione delle banche venete); evento 4 del 4 luglio 2017 (approvazione da parte della Commissione europea della ricapitalizzazione precauzionale per Banca Monte dei Paschi di Siena).

La volatilità implicita dell'indice è invece diminuita in misura statisticamente significativa solo dopo la richiesta delle banche venete di ricapitalizzazione precauzionale (evento 2; figura, pannello b); nei mesi successivi a tale evento la volatilità implicita, che era già scesa a circa un quinto dei livelli toccati all'inizio della crisi finanziaria globale, ha continuato a diminuire gradualmente, seppure in modo non statisticamente significativo.

Nel complesso i risultati dell'analisi mostrano che la soluzione della crisi delle banche venete e la conclusione dell'iter per l'accesso alla ricapitalizzazione precauzionale di Banca Monte dei Paschi di Siena hanno contribuito a rafforzare la fiducia degli investitori nelle banche italiane.

² Cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali* nella *Relazione annuale* sul 2016 e sul sito della Banca d'Italia: *Piano di intervento per la soluzione della crisi della Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca*, 26 giugno 2017 e *La ricapitalizzazione precauzionale di MPS: domande e risposte*, 31 agosto 2017.

Il miglioramento delle prospettive del settore si è riflesso anche in un calo del costo medio del capitale: per le banche italiane è diminuito di oltre tre punti percentuali; è però ancora superiore a quello degli altri principali intermediari europei (cfr. il riquadro: *Il costo del capitale delle banche europee*).

IL COSTO DEL CAPITALE DELLE BANCHE EUROPEE

Il costo del capitale proprio (*cost of equity*, COE) è il rendimento minimo atteso sul capitale di rischio investito in un'azienda. La differenza tra tale indicatore e il rendimento effettivo del capitale proprio (*return on equity*, ROE) è una misura dell'adeguatezza della redditività dell'azienda dal punto di vista dei suoi azionisti.

Da un'analisi compiuta sulle 31 banche europee quotate che nel 2016 hanno partecipato allo stress test dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA)¹ emerge che da aprile scorso il costo del capitale medio² è sceso e la redditività attesa dagli analisti di mercato è aumentata.

Nello studio è stato utilizzato il modello di mercato *capital asset pricing model* (CAPM) mediante il quale è possibile stimare il costo del capitale a partire dal tasso privo di rischio (R_f) e dal premio per il rischio non diversificabile richiesto dagli azionisti; quest'ultimo, a sua volta, dipende dal premio per il rischio legato al portafoglio di mercato (*equity risk premium*, ERP) e da una misura del rischio sistematico del titolo di ciascuna azienda, secondo la formula:

$$COE_{it} = R_{f_{mt}} + \beta_{it} \cdot ERP_{mt}$$

dove i indica la banca, t è la data di osservazione, m denota il mercato di riferimento del titolo e il coefficiente beta (β) è una misura del rischio specifico del titolo che ne esprime la variazione attesa dei rendimenti rispetto ai movimenti del mercato. Un titolo con un coefficiente beta superiore all'unità presenta una rischiosità più alta di quella del portafoglio di mercato e pertanto un rendimento atteso richiesto dagli investitori maggiore, a parità di altre condizioni.

Le stime mostrano che da aprile scorso il costo del capitale medio è sceso di 1,4 punti percentuali, all'8,6 per cento³. La riduzione è riconducibile per circa il 30 per cento al calo del rischio specifico dei titoli (coefficienti beta) e per la restante parte alla diminuzione del premio per il rischio azionario legato al mercato nazionale di riferimento (ERP; cfr. tavola). Il calo è stato più

¹ Sono incluse le banche ancora quotate al 30 aprile 2017: per l'Italia, UniCredit spa, Intesa Sanpaolo spa, UBI Banca spa; per l'Austria, Erste Group Bank AG, Raiffeisen-Landesbanken-Holding GmbH; per il Belgio: KBC Group NV; per la Germania: Deutsche Bank AG, Commerzbank AG; per la Danimarca: Danske Bank, Jyske Bank; per la Spagna: Banco Santander SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Banco de Sabadell SA, Criteria Caixa S.A.U.; per la Francia: BNP Paribas, Société Générale SA, Groupe Crédit Agricole; per il Regno Unito: Lloyds Banking Group Plc, HSBC Holdings Plc, The Royal Bank of Scotland Group Plc, Barclays Plc; per l'Ungheria: OTP Bank Nyrt.; per l'Irlanda: Allied Irish Banks Plc; per i Paesi Bassi: ABN AMRO Groep NV, ING Groep NV; per la Norvegia: DNB Bank Group; per la Polonia: Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA; per la Svezia: Swedbank - group, Nordea Bank - group, Skandinaviska Enskilda Banken - group, Svenska Handelsbanken - group.

² Media ponderata per la capitalizzazione di mercato.

³ Come tasso privo di rischio è stato utilizzato per ogni paese il rendimento dei titoli di Stato americani a dieci anni; i premi per il rischio azionario sono stati calcolati come illustrato da A. Damodaran in *Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation and implications. The 2017 edition*, marzo 2017; in particolare il premio per il rischio azionario di ogni paese è stato calcolato sommando al premio per il rischio stimato per il mercato azionario degli Stati Uniti il differenziale del premio sui credit default swap (CDS) sovrani tra il paese di riferimento e gli Stati Uniti. Il coefficiente beta è stimato utilizzando rendimenti giornalieri su una finestra mobile di un anno ed è calcolato rispetto all'indice di mercato nazionale di ciascuna banca; risultati simili si ottengono utilizzando rendimenti giornalieri su una finestra temporale di due anni o rendimenti settimanali su finestre temporali di due o cinque anni (per la metodologia cfr. BRI, *87ª Relazione annuale*, Basilea, 2017).

mercato per le 3 banche italiane incluse nelle 31 considerate (3,4 punti percentuali); il loro costo del capitale, in media attorno all'11 per cento, rimane tuttavia più alto di quello delle altre banche (figura, pannello a), a causa dei valori più elevati sia dei coefficienti beta sia del premio per il rischio del mercato azionario italiano.

Nello stesso periodo il ROE atteso a tre anni dagli analisti di mercato per le banche del campione è tornato su valori prossimi al 9 per cento (figura, pannello b); la media delle banche italiane è inferiore di due punti, attorno al 7 per cento. La quota di intermediari europei per i quali la redditività attesa è inferiore al costo del capitale è circa il 50 per cento, in diminuzione dal 62 di aprile (figura, pannello c). Rendimenti attesi inferiori al costo del capitale bancario rendono più difficili eventuali aumenti di capitale.

Tavola

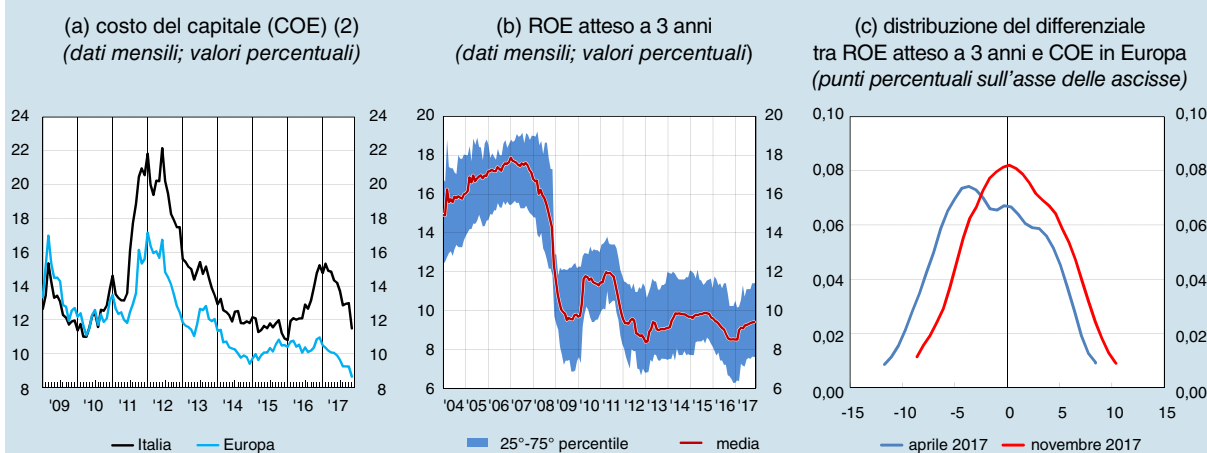
Livello e determinanti del costo del capitale (valori e punti percentuali)

	Europa	Italia
Numero banche	31	3
COE novembre 2017 (1)	8,6	11,5
tasso privo di rischio	2,3	2,3
beta	1,2	1,7
ERP	5,2	5,4
Variazione da aprile 2017 (2)	-1,4	-3,4
Contributo del:		
tasso privo di rischio	0,0	0,0
beta	-0,4	-0,8
ERP	-1,0	-2,6

Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Il livello del COE è ottenuto dalla seguente formula del CAPM: $COE = \text{tasso privo di rischio} + \text{beta} * \text{ERP}$. I dati si riferiscono a medie ponderate per la capitalizzazione di mercato. – (2) La variazione del COE è ottenuta dalla somma del contributo di ogni componente del CAPM tra aprile e novembre 2017, mantenendo costanti gli altri due fattori al livello di aprile.

Figura

Costo del capitale proprio e redditività attesa (1)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(1) I dati si riferiscono alle 31 banche europee ancora quotate al 30 aprile 2017 e che hanno partecipato nel 2016 allo stress test dell'EBA. – (2) Media ponderata per la capitalizzazione di mercato.

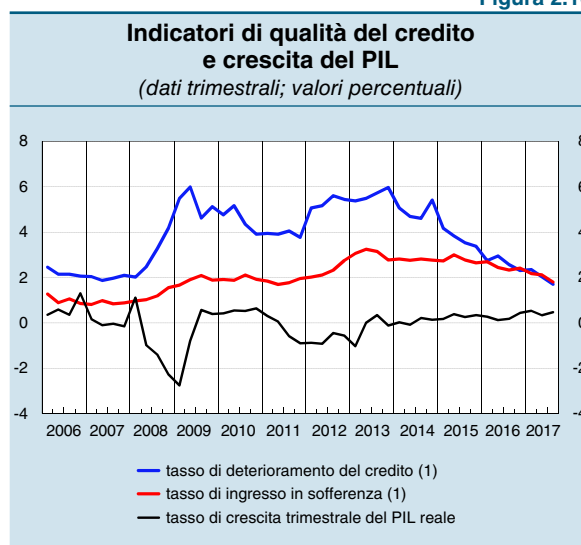
I rischi dell'attivo

La qualità degli attivi del sistema bancario italiano continua a migliorare. La ripresa dell'economia alimenta quella del credito alle famiglie e alle imprese più solide e riduce i rischi di insolvenza dei debitori (cfr. il par. 1.2). Nel terzo trimestre del 2017 il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto al totale dei crediti è sceso all'1,7 per cento, valore al di sotto del livello medio del biennio 2006-07 (1,2 per le famiglie e 2,6 per le imprese; fig. 2.10).

Nel primo semestre del 2017 i crediti deteriorati netti sono diminuiti di 22 miliardi, a 151 miliardi (tav. 2.1); la liquidazione di Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca vi ha contribuito per circa 9 miliardi. Al lordo delle rettifiche di valore, il calo è stato di 25 miliardi, a 324 miliardi. Nello stesso periodo il tasso di copertura (misurato dal rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare dei crediti deteriorati lordi) è salito dal 50,6 al 53,5 per cento, valore superiore a quello medio delle principali banche dell'Unione europea²; un quinto dell'aumento è riconducibile alle rettifiche di Banca Monte dei Paschi di Siena.

Il *Texas ratio*³ delle banche italiane è diminuito di quasi 15 punti percentuali nel primo semestre dell'anno, al 93 per cento (al 90 per cento includendo l'aumento di capitale di Banca Monte dei Paschi di Siena di luglio); 2 punti sono ascrivibili alla liquidazione di Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca. Il divario con le principali banche europee si è ridotto di un quarto, pur rimanendo ampio (43 punti percentuali includendo anche l'aumento di capitale di Banca Monte dei Paschi).

Figura 2.10



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

Tavola 2.1

Qualità del credito: importi, incidenze e tassi di copertura dei crediti deteriorati (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2017)

	Banche significative (2)					Banche meno significative (2)					Totale (2)				
	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura
Crediti verso la clientela (3)	1.478	1.335	100,0	100,0	9,6	313	282	100,0	100,0	9,8	1.979	1.796	100,0	100,0	9,3
<i>In bonis</i>	1.234	1.226	83,5	91,8	0,6	252	250	80,5	88,6	0,7	1.655	1.645	83,6	91,6	0,6
Deteriorati (4)	244	109	16,5	8,2	55,3	61	32	19,5	11,4	47,5	324	151	16,4	8,4	53,5
sofferenze	156	51	10,5	3,8	67,2	37	14	11,8	5,1	60,8	205	70	10,4	3,9	65,6
inadempienze probabili	85	55	5,7	4,1	35,0	21	15	6,8	5,3	29,4	112	74	5,7	4,1	33,7
scaduti	4	3	0,3	0,2	25,0	3	3	0,9	0,9	9,5	7	6	0,4	0,3	19,2

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni di vigilanza individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. Nel caso dei crediti *in bonis* è calcolato come rapporto tra gli accantonamenti generici e i crediti *in bonis*. Il totale può non corrispondere alla somma delle componenti a causa degli arrotondamenti. La composizione percentuale è calcolata sulla base degli importi espressi in milioni di euro. I dati sono provvisori. – (2) Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE, le banche meno significative sono quelle vigilate dalla Banca d'Italia in stretta collaborazione con la BCE. Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative italiane né come meno significative italiane e rappresentano circa il 9 per cento del totale dei crediti lordi verso la clientela. Sono escluse le filiali di banche estere. – (3) Includono il portafoglio "attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione". – (4) La categoria è armonizzata a livello europeo. Le sottocategorie si riferiscono a un concetto italiano, non armonizzato.

² EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q2 2017*, ottobre 2017.

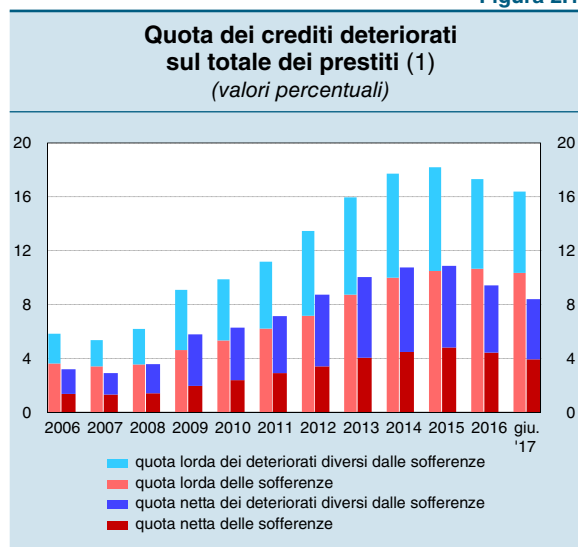
³ Il *Texas ratio* è dato dal rapporto tra crediti deteriorati lordi e la somma del capitale di migliore qualità e delle rettifiche di valore dei crediti deteriorati.

Alla fine di giugno del 2017 il rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei crediti verso la clientela, misurato al netto delle rettifiche di valore, era pari all'8,4 per cento (16,4 al lordo delle rettifiche), circa un punto inferiore a quello del dicembre 2016 (fig. 2.11); le sofferenze erano pari al 3,9 e al 10,4 per cento dei crediti, rispettivamente al netto e al lordo delle rettifiche. Le sofferenze in essere presentano una maggiore incidenza di esposizioni assistite da garanzia reale e un'anzianità media inferiore rispetto alle sofferenze estinte nel periodo 2006-2016 in via ordinaria oppure mediante cessione; i tassi di recupero osservati negli scorsi anni non rappresenterebbero pertanto una sovrastima di quelli attesi, a parità di composizione per modalità di recupero⁴.

La velocità con cui le banche cancellano dai bilanci i crediti in sofferenza sta gradualmente aumentando. Tra il 2013 e il 2016 il rapporto fra l'ammontare delle sofferenze estinte nell'anno e la consistenza in essere all'inizio del periodo, dopo aver toccato un minimo del 6 per cento nel 2013, è salito al 9 per cento nel 2016. Il miglioramento ha riflesso sia la crescita delle vendite sul mercato sia l'aumento delle posizioni chiuse in via ordinaria, entrambi riconducibili all'adozione di politiche di gestione attiva delle sofferenze da parte degli intermediari. Nei primi nove mesi del 2017 le banche hanno ceduto e cancellato dai bilanci crediti in sofferenza per circa 26 miliardi, al lordo delle rettifiche, contro 4 nello stesso periodo del 2016⁵. L'ammontare delle sofferenze cedute è stato pari all'8 per cento della consistenza dei crediti deteriorati lordi del sistema bancario alla fine dello scorso anno.

I primi riscontri relativi agli effetti delle modifiche alla disciplina delle esecuzioni immobiliari introdotte nel 2015 indicano che i recuperi sarebbero divenuti più celeri⁶. Successivamente alla riforma è quasi raddoppiata (al 33 cento) la quota di esecuzioni immobiliari per le quali la fase iniziale (dall'iscrizione a ruolo fino all'inizio della procedura di vendita) si è conclusa entro un anno. L'inclusione nei contratti di prestito alle imprese del cosiddetto patto marciano⁷, introdotto lo scorso anno, sarebbe stata invece molto limitata (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale* nella *Relazione annuale* sul 2016). Una più efficiente gestione dei crediti deteriorati potrà derivare dalla riforma prevista dalla legge delega approvata in ottobre avente ad oggetto le procedure concorsuali (liquidazione giudiziale, concordato preventivo, accordi

Figura 2.11



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

(1) Crediti verso clientela. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Le quote sono calcolate al lordo e al netto delle relative rettifiche di valore. I dati di giugno 2017 sono provvisori.

⁴ I tassi di recupero sulle posizioni chiuse mediante cessione sono mediamente inferiori a quelli sulle posizioni chiuse in via ordinaria. Il divario dipende da diversi fattori, tra cui le asimmetrie informative che caratterizzano il mercato dei crediti deteriorati e le elevate aspettative di rendimento dei potenziali acquirenti, che si riflettono nei tassi di attualizzazione dei flussi di cassa attesi e dunque sul prezzo offerto (cfr. F.M. Conti, I. Guida, A. Rendina e G. Santini, *I tassi di recupero delle sofferenze nel 2016*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 11, 2017).

⁵ L'ammontare delle sofferenze cedute nei primi nove mesi del 2017 comprende l'operazione di cessione di 17,7 miliardi di UniCredit. La cancellazione dal bilancio di queste posizioni è avvenuta il 30 settembre scorso.

⁶ Dati raccolti dall'associazione denominata Tavolo di Studio sulle Esecuzioni Italiane (TSEI o T6) dal portale dei servizi telematici del Ministero della Giustizia.

⁷ Si definisce patto marciano la clausola che accorda al creditore la possibilità, in caso di inadempimento, di acquisire in via stragiudiziale la proprietà dell'immobile costituito in garanzia.

di ristrutturazione), le procedure di gestione delle crisi da sovraindebitamento dei consumatori e dei piccoli imprenditori e il sistema dei privilegi e delle garanzie. I decreti legislativi di attuazione dovranno essere emanati entro dodici mesi.

La BCE ha recentemente avviato una consultazione pubblica su una proposta di integrazione delle linee guida per la gestione dei crediti deteriorati pubblicate lo scorso marzo. Secondo la proposta la copertura totale con accantonamenti dei crediti deteriorati non garantiti dovrebbe avvenire entro due anni, quella sui crediti garantiti entro sette. La nuova disciplina si applicherebbe ai nuovi crediti classificati come deteriorati a partire dal 2018 (cfr. il riquadro: *Le recenti proposte della BCE e della Commissione europea sulla valutazione dei crediti deteriorati*).

LE RECENTI PROPOSTE DELLA BCE E DELLA COMMISSIONE EUROPEA SULLA VALUTAZIONE DEI CREDITI DETERIORATI

Lo scorso 4 ottobre la Banca centrale europea (BCE) ha pubblicato, per la consultazione entro l'8 dicembre 2017, un'integrazione alle linee guida diffuse lo scorso marzo relative alla gestione dei crediti deteriorati da parte delle banche significative. Le linee guida, alla cui redazione la Banca d'Italia ha attivamente contribuito, richiedono alle banche di dotarsi di strategie per la gestione dei crediti deteriorati e di piani operativi finalizzati a diminuirne la consistenza. L'integrazione specifica, invece, le attese della BCE sui livelli di accantonamento minimi per le esposizioni che dal 1° gennaio 2018 saranno classificate come crediti deteriorati (*calendar provisioning*). In particolare la BCE auspica che le banche svalutino integralmente i nuovi crediti deteriorati non garantiti entro due anni dal momento in cui sono stati classificati come tali e quelli garantiti entro sette anni.

A regime il *calendar provisioning* ridurrà l'incertezza sulla valutazione dei crediti deteriorati e dunque sulla solidità patrimoniale degli intermediari. Percentuali più elevate di svalutazione per queste attività possono contribuire a rafforzare la fiducia degli investitori e a generare effetti positivi sul costo del capitale e della raccolta; ridurrebbero inoltre il rischio che l'accumulo di crediti deteriorati finisca per minare la stabilità delle banche.

A seguito della pubblicazione del documento di consultazione, i corsi azionari delle banche italiane e degli altri paesi dell'area dell'euro con più elevata incidenza dei crediti deteriorati hanno registrato un calo significativo (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2017). Per l'Italia a questo effetto ha contribuito la durata media delle procedure di recupero, assai più lunga rispetto a quella degli altri paesi dell'area dell'euro e ai tempi entro i quali, secondo il documento in consultazione, la BCE si attende una svalutazione integrale dei crediti deteriorati.

Quando i tassi di copertura dei crediti deteriorati sono in linea con i tassi di recupero realizzati, come secondo nostre analisi è attualmente il caso in media per le banche italiane¹, un *calendar provisioning* caratterizzato da parametri stringenti determina un'iniziale riduzione del valore dei crediti e del patrimonio, cui seguirebbe un incremento negli anni successivi.

L'applicazione del *calendar provisioning* anche a posizioni che hanno una possibilità di ritorno *in bonis* (ad es. le inadempienze probabili) potrebbe indurre gli intermediari a preferire soluzioni di tipo liquidatorio delle imprese debtrici in temporanea difficoltà ma solvibili per rivalersi al più presto sulle garanzie, minimizzando i costi di breve periodo. Ciò potrebbe ridurre l'efficacia

¹ F.M. Conti, I. Guida, A. Rendina, G. Santini, *I tassi di recupero delle sofferenze nel 2016*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 11, 2017.

di alcune riforme legislative in materia di concordato preventivo e di accordi di ristrutturazione approvate di recente in Italia – e di analoghe iniziative avviate a livello europeo – volte a favorire la prosecuzione dell'attività delle imprese che versano in situazioni di temporanea difficoltà (cfr. il riquadro: *Le recenti misure in tema di procedure di recupero dei crediti e di deducibilità fiscale di svalutazioni e perdite su crediti*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2015). L'iniziativa della BCE, attualmente oggetto di approfondimenti di natura giuridica a livello europeo, anticipa possibili misure legislative europee.

Sulla base delle indicazioni del Consiglio europeo, la Commissione ha pubblicato il 10 novembre 2017 un documento per la consultazione entro il 30 novembre in cui si sollecitano commenti in vista di una possibile proposta legislativa da approvare in tempi brevi, per introdurre misure prudenziali (di primo pilastro) in materia di accantonamenti su crediti deteriorati². La proposta della Commissione riguarderebbe solo il flusso di crediti deteriorati derivanti da nuovi prestiti (e non quindi da crediti erogati in passato). Per la quota garantita sono sottoposti alla consultazione due approcci alternativi. Il primo (*deduction approach*) prevede l'integrale svalutazione in 6-8 anni; il secondo (*haircut approach*) l'applicazione di un *haircut* prudenziale al valore della garanzia, differenziato in funzione delle caratteristiche della garanzia stessa. Il processo di consultazione della proposta della Commissione europea potrà fornire utili indicazioni per calibrare attentamente la misura, in modo da tenere conto anche delle specificità dei singoli ordinamenti nazionali.

L'ipotesi della Commissione europea si inquadra in un novero più ampio di misure volte ad affrontare il problema dei crediti deteriorati³. Le proposte sugli accantonamenti appena descritte mirano a evitare che in futuro si accumulino nuovamente elevati quantitativi di crediti deteriorati. Tra le altre misure figurano uno schema orientativo (*blueprint*) per l'eventuale creazione a livello nazionale di società specializzate nell'acquisto di crediti deteriorati (*asset management companies*) e iniziative per favorire lo sviluppo di un mercato secondario per i crediti deteriorati. La tempestiva realizzazione di queste misure consentirebbe di accelerare la riduzione dello stock di crediti deteriorati limitando gli oneri per gli intermediari. Peraltro in Italia lo stock, al netto delle svalutazioni, è già diminuito del 23 per cento (da 197 a 151 miliardi) tra la fine del 2015 e lo scorso giugno, su impulso delle autorità nazionali ed europee.

² Commissione europea, *Consultation document: statutory prudential backstops addressing insufficient provisioning for newly originated loans that turn non-performing*, 10 novembre 2017.

³ Consiglio dell'Unione europea, *Conclusioni del Consiglio sul piano d'azione per affrontare la questione dei crediti deteriorati in Europa*, comunicato stampa dell'11 luglio 2017 e Commissione europea, *Comunicazione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni sul completamento dell'Unione bancaria*, 11 ottobre 2017.

La Banca d'Italia ha posto in consultazione un documento che contiene linee guida per le banche meno significative sulla gestione dei crediti deteriorati⁸. In particolare agli intermediari con elevati livelli di crediti deteriorati sarà richiesto un piano operativo che ne preveda una consistente riduzione in un orizzonte pluriennale, senza peraltro imporre vendite immediate e indiscriminate.

L'esposizione delle banche italiane verso il settore pubblico italiano sta diminuendo. Nei dodici mesi terminanti in settembre l'ammontare di titoli pubblici italiani nel portafoglio delle banche è sceso di 33 miliardi, a 319 (fig. 2.12); il calo è ascrivibile quasi interamente ai gruppi italiani significativi (29 miliardi). La quota sul totale delle attività è diminuita dal 9,8 al 9,1 per cento per l'intero sistema e dal 7,4 al 6,4 per cento per i gruppi significativi (era rispettivamente pari al 3,6 e

⁸ Banca d'Italia, *Linee guida per le banche less significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati*, settembre 2017.

al 2,3 per cento nel 2007); per le banche meno significative, che strutturalmente detengono una quota più elevata di titoli pubblici, la riduzione è stata di un punto percentuale, al 22,1 per cento (8,0 nel 2007). In settembre gli investimenti delle banche italiane in titoli di Stato emessi da altri paesi dell'area dell'euro, in prevalenza titoli francesi e spagnoli, erano pari a 43 miliardi, in aumento di 5 miliardi rispetto a dodici mesi prima.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

La crescita ancora debole del credito e la diminuzione dei titoli pubblici in portafoglio limitano le esigenze di provvista, soddisfatte in larga misura dall'aumento della raccolta al dettaglio. Continua la sostenuta espansione dei depositi, che compensa la contrazione delle obbligazioni detenute dalle famiglie (tav. 2.2).

Figura 2.12

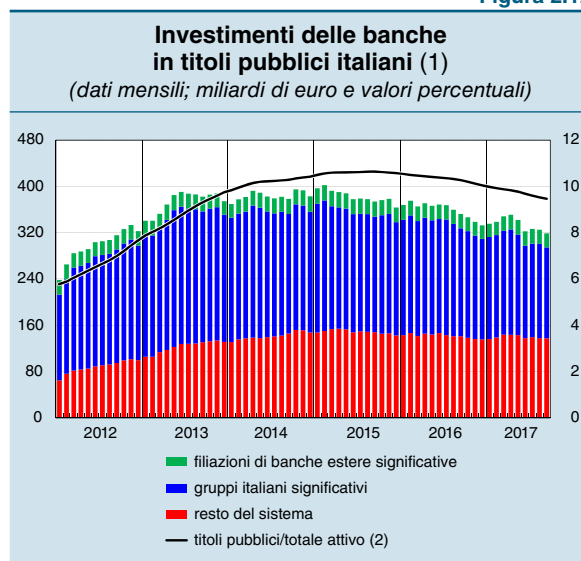


Tavola 2.2

Raccolta delle banche italiane (1)

(miliardi di euro e variazioni percentuali)

	consistenze a settembre 2017	quota sul totale	variazioni percentuali sui 12 mesi (2)		
			settembre 2016	marzo 2017	settembre 2017
Depositi da residenti in Italia (3)	1.484	62,3	1,9	2,8	6,4
di cui: da famiglie	1.034	43,4	4,2	3,1	3,4
da imprese	268	11,3	5,3	9,7	14,7
Depositi da non residenti	298	12,5	-5,1	-7,0	1,2
Obbligazioni	299	12,5	-17,5	-15,7	-14,0
di cui: detenute da famiglie	118	5,0	-22,6	-24,2	-30,2
Passività nette verso controparti centrali (4)	48	2,0	25,9	2,4	-32,5
Passività verso l'Eurosistema (5)	252	10,6	13,6	70,9	35,4
Raccolta complessiva	2.380	100,0	-1,1	2,8	3,8

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

(1) Esclude tutte le passività verso altre banche residenti in Italia. I dati di settembre 2017 sono provvisori. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Include le sole operazioni di pronti contro termine, rappresenta la raccolta estera effettuata tramite controparti centrali. – (5) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. *Banche e moneta: serie nazionali*, Banca d'Italia, Statistiche, tavv. 3.3a e 3.3b.

La quota di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio (*funding gap*) si colloca al di sotto del 4 per cento; era quasi il 9 a settembre del 2016 (fig. 2.13). Per i cinque principali gruppi l'indicatore è pari al 5,9 per cento, mentre per le banche più piccole è negativo di 26,4 punti percentuali poiché la loro raccolta al dettaglio supera ampiamente i finanziamenti erogati.

Negli ultimi sei mesi gli intermediari italiani hanno collocato importi consistenti di titoli non garantiti sui mercati internazionali, riportando le emissioni nette all'ingrosso su valori positivi per la prima

volta dall'inizio del 2015 (fig. 2.14.a); il divario tra i rendimenti richiesti sulle obbligazioni non garantite e su quelle garantite è diminuito significativamente (fig. 2.14.b). I differenziali di rendimento rispetto ai benchmark di riferimento corrisposti sulle nuove emissioni da parte di banche italiane sono stati compresi in un intervallo tra gli 87 e i 178 punti base, mediamente 80 punti in più rispetto ai titoli con analoghe caratteristiche collocati dalle altre principali banche europee. Il ricorso alla provvista all'ingrosso sui mercati internazionali rimane circoscritto ai maggiori gruppi bancari: negli ultimi tre anni il 90 per cento delle emissioni è stato effettuato da sette gruppi; l'importo totale di queste emissioni (53 miliardi di euro) è stato pari al 2,6 per cento della consistenza media delle attività di tali gruppi nel periodo considerato.

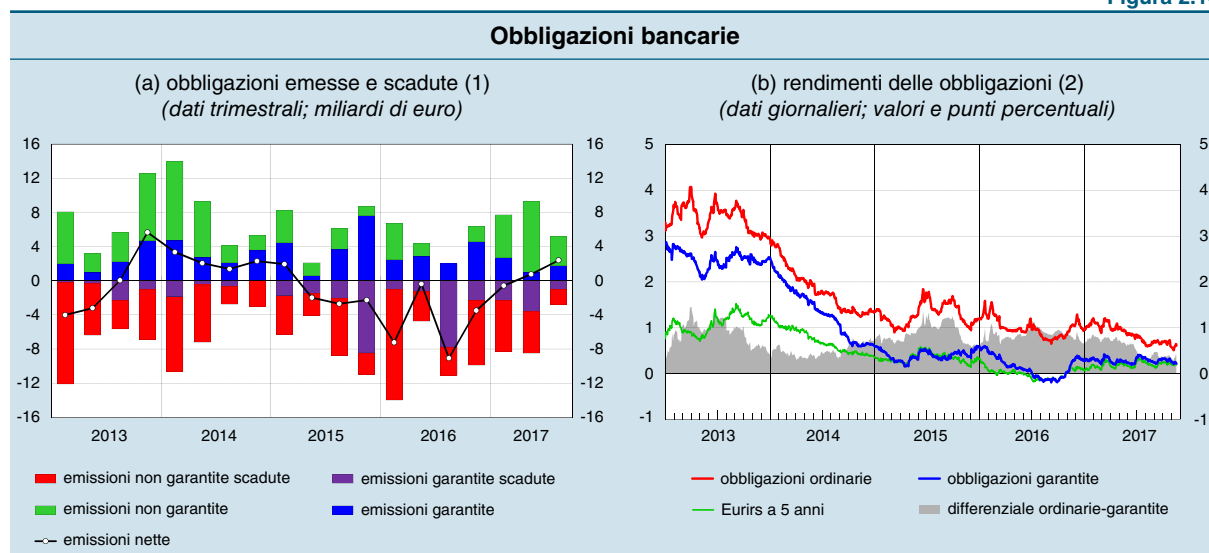
L'ammontare della raccolta obbligazionaria alla fine di settembre era di 299 miliardi (il 7,7 per cento delle passività), di cui 118 collocati presso le famiglie; gli strumenti subordinati erano pari a 41 miliardi, di cui 18 detenuti da famiglie⁹. Entro la fine del 2018 giungeranno a scadenza 83 miliardi di obbligazioni e nei due anni successivi altri 91 (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A5); le obbligazioni subordinate detenute dalle famiglie in scadenza entro il 2020 ammontano a 8,2 miliardi.

Figura 2.13



Fonte: segnalazioni di vigilanza. Sono escluse la Cassa depositi e prestiti spa e le filiali di banche estere in Italia.
(1) Prestiti a residenti al netto della raccolta al dettaglio (depositi da residenti più obbligazioni collocate presso le famiglie). Le variazioni percentuali di prestiti e raccolta non sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di riclassificazioni e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni. – (2) Scala di destra.

Figura 2.14



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic e Bloomberg.
(1) I dati si riferiscono alle emissioni di titoli di banche italiane sui mercati internazionali con taglio superiore a 200 milioni di euro. Sono escluse le emissioni trattenute a bilancio, quelle destinate al mercato al dettaglio e quelle di controllate estere di banche italiane. Sono incluse le obbligazioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione. – (2) I dati si riferiscono ai rendimenti a scadenza di titoli di banche italiane con vita residua pari a 5 anni.

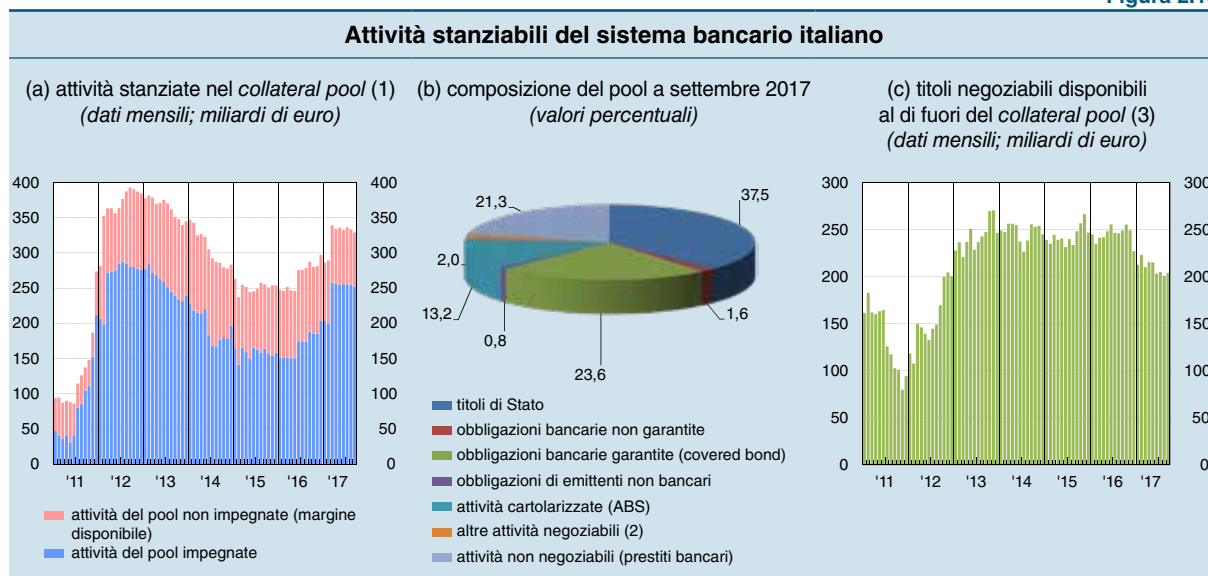
⁹ Sono escluse le obbligazioni detenute da banche appartenenti al gruppo dell'emittente e da altre banche residenti.

La dinamica e il costo della raccolta obbligazionaria risentiranno in futuro della necessità di soddisfare il requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL). Nel 2016 il Comitato di risoluzione unico (Single Resolution Board, SRB) ha definito e comunicato valori del requisito indicativi per il 2017 alle principali banche significative, individuando le passività idonee a soddisfare il requisito sulla base dei criteri previsti dalla direttiva UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD); tra queste figurano anche strumenti attualmente detenuti da investitori al dettaglio. Per le medesime banche, che includono alcuni intermediari italiani, l'SRB si appresta a fissare obiettivi che diventeranno vincolanti nel 2018. Per le banche meno significative il requisito MREL sarà invece determinato dalle autorità di risoluzione nazionali, tenendo conto della strategia di gestione di un'eventuale crisi prescelta per ciascun intermediario.

Le regole riguardanti le passività MREL – in particolare la quantità di risorse richieste, il livello di subordinazione, i tempi di entrata a regime – sono attualmente oggetto di revisione a livello europeo. Un'adeguata calibrazione del requisito permette di garantire un'efficace risoluzione delle banche in crisi. Vi è però l'esigenza che i costi connessi con l'introduzione delle nuove norme possano essere sostenuti dagli intermediari senza ripercussioni indesiderate per l'economia: una calibrazione troppo severa potrebbe rendere necessaria l'emissione di ingenti volumi di obbligazioni sui mercati all'ingrosso, determinando un notevole incremento dei rendimenti richiesti dagli investitori con potenziali effetti sul costo e sulla disponibilità di credito (cfr. il riquadro: *Il requisito MREL (minimum requirement for own funds and eligible liabilities)*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2016).

Il rifinanziamento presso l'Eurosistema è rimasto sostanzialmente stabile, dopo il forte incremento registrato in marzo con l'ultima TLTRO2. In settembre le attività depositate dalle banche presso la Banca d'Italia (*collateral pool*) erano pari a 329 miliardi (fig. 2.15.a), 10 miliardi in meno rispetto a marzo; circa il 38 per cento di tali attività era rappresentato da titoli di Stato (fig. 2.15.b). Il volume di attività da utilizzare come garanzia nelle operazioni di finanziamento presso l'Eurosistema rimane

Figura 2.15



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

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

ampio. Le attività non impegnate depositate nel *collateral pool* sono pari a 77 miliardi, il 23 per cento del totale; le banche dispongono inoltre di 204 miliardi di titoli negoziabili non vincolati al di fuori del *collateral pool* (2.15.c), per oltre l'85 per cento costituiti da titoli di Stato.

Lo scorso giugno la quota di attività utilizzate come garanzia (*asset encumbrance*) è scesa per le banche italiane significative al 29,7 per cento (30,6 in marzo), un valore prossimo a quello delle principali banche europee (28,1 per cento), e al 21,8 per cento per le banche non significative (22,7 in marzo). La riduzione è attribuibile principalmente al minore ricorso delle banche italiane al mercato dei pronti contro termine (-16 per cento rispetto a marzo del 2017; cfr. il par. 2.1).

La posizione netta di liquidità delle banche significative è aumentata di quasi tre punti percentuali tra marzo e settembre di quest'anno, al 14,1 per cento (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A7). Per le banche meno significative l'indicatore era pari al 16,7 per cento, stabile rispetto ai valori dei primi nove mesi dell'anno. Nel primo semestre l'indice di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*, LCR) è aumentato per entrambe le categorie di banche ed è ampiamente superiore al minimo regolamentare (tav. 2.3)¹⁰.

Tavola 2.3

Indicatore di copertura della liquidità delle banche italiane (valori percentuali)			
	Indicatore (31 dicembre 2016)	Indicatore (30 giugno 2017)	Attività di 1° livello in rapporto alle riserve di liquidità (1) (30 giugno 2017)
Primi 5 gruppi (2)	146	202	97
Altre banche significative (2)	143	153	96
Banche meno significative (3)	190	203	100
Totale sistema	156	197	98

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

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

I rischi di tasso di interesse e di mercato

Le banche italiane sono poco esposte al rischio di tasso di interesse, misurato dalla variazione nel valore economico netto del bilancio (differenza tra il valore delle attività e quello delle passività) risultante da spostamenti della curva dei rendimenti. Sulla base degli ultimi dati disponibili, riferiti alla situazione contabile della fine di giugno del 2017, un rialzo di 200 punti base dell'intera curva dei rendimenti privi di rischio determinerebbe in media per gli 11 gruppi bancari significativi un aumento del valore economico pari al 2,7 per cento dei fondi propri¹¹. Per due degli intermediari

¹⁰ Il minimo regolamentare dell'LCR per il 2017 è 80 per cento; dal 1° gennaio del 2018 sarà 100 per cento.

¹¹ L'esposizione al rischio di tasso di interesse a fini prudenziali è calcolata dalle banche secondo le linee guida dell'EBA (*Final report. Guidelines on the management of the interest rate risk arising from non-trading activities*, maggio 2015); i risultati sono trasmessi alle autorità di vigilanza, che li valutano nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP). L'esposizione viene calcolata stimando l'effetto di una variazione della struttura dei rendimenti sulla parte di bilancio classificata come *banking book*, tenendo conto della scadenza o di ipotesi sulla durata finanziaria di tutte le poste di bilancio (cfr. il riquadro: *Le metodologie per la misurazione del rischio di tasso*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2010); gli scenari di variazione dei rendimenti sono definiti dall'EBA e includono un rialzo e un abbassamento parallelo della curva dei rendimenti privi di rischio di 200 punti base. Il valore soglia della variazione del valore economico netto di bilancio previsto dalla regolamentazione, al superamento del quale è prevista una valutazione più approfondita da parte delle autorità di vigilanza, è pari al 20 per cento.

considerati vi sarebbe un effetto negativo limitato. La contenuta esposizione delle banche italiane al rischio di tasso di interesse è in linea con i risultati dello stress test condotto dalla BCE sulle banche significative europee nella prima metà del 2017¹².

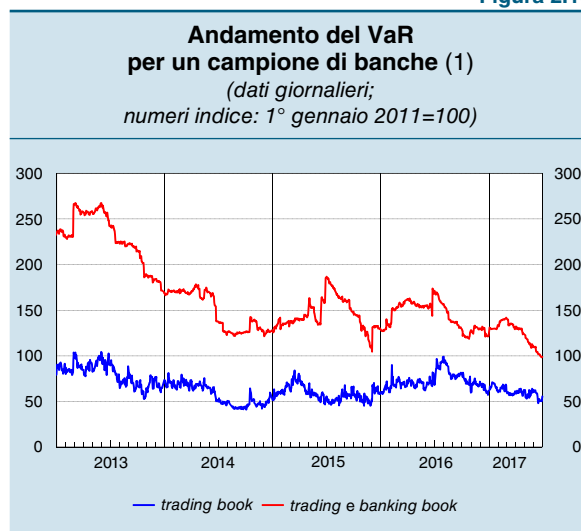
Anche i rischi di mercato sono contenuti e in diminuzione. Nel primo semestre del 2017 sia il *Value at Risk* (VaR) relativo al complesso dei portafogli valutati al *fair value* (*banking e trading book*), sia quello relativo al solo portafoglio di negoziazione sono diminuiti per i cinque gruppi bancari che utilizzano a fini prudenziali modelli interni per la quantificazione dei rischi di mercato (fig. 2.16). La riduzione è imputabile in gran parte al calo della durata media finanziaria dei titoli detenuti in portafoglio e alla cessione di obbligazioni.

In base a elaborazioni su dati EBA, alla fine di giugno il portafoglio di attività finanziarie valutate al *fair value* era pari in media al 20 per cento del totale dell'attivo per i principali gruppi bancari italiani, una quota più bassa di sette punti rispetto a quella delle maggiori banche europee; era costituito per il 69 per cento da strumenti negoziati in mercati attivi e liquidi (attività di livello 1 secondo i principi contabili internazionali IFRS; cfr. il riquadro: *La composizione delle attività valutate al fair value nei bilanci delle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017), caratterizzati quindi da un valore determinabile con certezza sulla base di prezzi di mercato, contro il 37 per cento per l'insieme delle banche europee.

Il patrimonio e la redditività

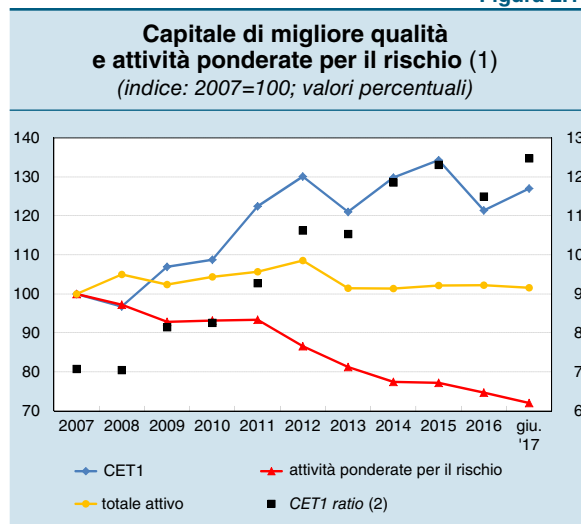
Il grado di patrimonializzazione delle banche italiane ha ripreso ad aumentare. A giugno del 2017 il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) dell'intero sistema era pari al 12,5 per cento delle attività ponderate per il rischio, un punto percentuale in più rispetto alla fine del 2016. Oltre la metà dell'aumento è riconducibile a un incremento delle risorse patrimoniali; la riduzione delle attività ponderate per il rischio ha contribuito per circa 0,4 punti percentuali (fig. 2.17). La dinamica del capitale ha beneficiato dell'aumento di 13 miliardi

Figura 2.16



Fonte: dati relativi ai 5 gruppi bancari che utilizzano modelli interni per la quantificazione dei rischi di mercato.
(1) Medie ponderate per la dimensione dei portafogli dei singoli intermediari. Il VaR rappresenta la perdita di valore del portafoglio che in un dato intervallo temporale (10 giorni) non sarà superata con un certo livello di confidenza (il 99 per cento). Gli indici riflettono l'andamento dei VaR riferiti a tutte le posizioni (titoli e derivati) iscritti in bilancio al *fair value* (linea rossa) e alla sola componente iscritta nel portafoglio di *trading* (linea blu). Una diminuzione segnala una riduzione del rischio.

Figura 2.17



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni di vigilanza individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Fino a dicembre 2013 per capitale di migliore qualità si intende il *core tier 1*; da marzo 2014 si intende il *common equity tier 1*. – (2) Scala di destra.

¹² BCE, *Sensitivity analysis of IRRBB. Stress test 2017. Final results*, ottobre 2017.

perfezionato da UniCredit nel marzo di quest'anno. Sulla flessione delle attività ponderate per il rischio hanno influito la dismissione di partecipazioni non strategiche da parte dello stesso gruppo (circa 25 miliardi) e l'uscita dal mercato di Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca, per le attività rimaste nell'ambito della procedura di liquidazione e costituite prevalentemente da crediti deteriorati in via di dismissione. Il capitale di migliore qualità in rapporto alle attività ponderate per il rischio (*common equity tier 1 ratio*, *CET1 ratio*) delle banche meno significative resta superiore a quello dei gruppi significativi (15,6 e 11,8 per cento, rispettivamente).

Nel mese di luglio si è concluso il processo di ricapitalizzazione precauzionale del gruppo Monte dei Paschi di Siena, nell'ambito del quale il Ministero dell'Economia e delle finanze ha sottoscritto integralmente l'aumento di capitale per 3,9 miliardi e sono stati convertiti 4,5 miliardi di strumenti subordinati. Includendo gli effetti di tale operazione negli indicatori relativi al primo semestre, il *CET1 ratio* dell'intero sistema sarebbe pari al 13,1 per cento (12,6 per le sole banche significative); a seguito di queste operazioni la differenza tra il grado di patrimonializzazione delle banche italiane significative e quello medio delle principali banche europee¹³ è scesa a 1,7 punti percentuali. Banca Carige e Credito Valtellinese hanno, rispettivamente, avviato e annunciato aumenti di capitale; una volta concluse, tali operazioni contribuiranno al rafforzamento della patrimonializzazione complessiva del sistema.

Dall'inizio del prossimo anno entrerà in vigore il nuovo principio contabile internazionale IFRS 9; tale principio prevede che il calcolo delle rettifiche di valore su crediti sia basato sulle perdite attese anziché su quelle realizzate e stabilisce alcune modifiche ai criteri di classificazione delle attività finanziarie nei diversi portafogli contabili. L'introduzione dell'IFRS 9 determinerà per le banche italiane una riduzione media del *CET1 ratio* stimata in 38 punti base, quasi interamente attribuibile agli effetti prodotti dal nuovo modello di calcolo delle rettifiche (cfr. il riquadro: *L'impatto del nuovo principio contabile IFRS 9*). A seguito dell'entrata in vigore del nuovo principio contabile verrà inoltre meno l'applicazione di una discrezionalità nazionale che consente alle banche meno significative di non attribuire al CET1 le plusvalenze e le minusvalenze non realizzate sulle esposizioni verso amministrazioni centrali classificate nel portafoglio delle attività disponibili per la vendita (*available for sale*, AFS)¹⁴. Tale modifica, che nell'immediato avrà effetti trascurabili sul *CET1 ratio*, potrebbe determinare in futuro una maggiore volatilità negli indici patrimoniali, che risulteranno maggiormente influenzati dalle variazioni dei corsi dei titoli di emittenti sovrani.

L'IMPATTO DEL NUOVO PRINCIPIO CONTABILE IFRS 9

Il 1° gennaio 2018 entrerà in vigore il nuovo principio contabile internazionale IFRS 9, che sostituirà lo IAS 39. L'elemento di maggiore novità è rappresentato dal passaggio da un modello di calcolo delle rettifiche di valore su crediti basato sulle perdite sostenute a uno basato sulle perdite attese; sono inoltre previste modifiche ai criteri di classificazione delle attività finanziarie nei diversi portafogli contabili.

Il nuovo modello di calcolo delle rettifiche prevede la classificazione delle esposizioni creditizie in diverse categorie, che riflettono il relativo grado di deterioramento. La categoria definita

¹³ EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q2 2017*, ottobre 2017.

¹⁴ Per le banche significative, in base al regolamento 2016/445 della BCE sull'esercizio delle opzioni e delle discrezionalità previste dal diritto dell'Unione, si applica il regime transitorio ordinario stabilito dal regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR); tale regime prevede che i profitti e le perdite non realizzati sulle attività valutate al *fair value* classificate nel portafoglio AFS siano parzialmente inclusi o dedotti dal CET1, secondo un approccio gradualmente crescente, per giungere all'integrale inclusione/deduzione dal 1° gennaio 2018; nell'anno in corso tali poste sono attribuite al CET1 nella misura dell'80 per cento. Per le banche meno significative si applica la deroga esercitata dalla Banca d'Italia, in qualità di autorità competente (cfr. Banca d'Italia, *Chiarimenti sul trattamento prudenziale di profitti e perdite non realizzati derivanti da esposizioni verso amministrazioni centrali classificate nel portafoglio "Attività finanziarie disponibili per la vendita"*, gennaio 2017).

come stadio 1 comprende le esposizioni che, rispetto al momento in cui la banca ha concesso il finanziamento o lo ha acquistato (*origination*), non presentano un significativo aumento del rischio di credito; per queste esposizioni le perdite attese devono essere stimate su un orizzonte temporale di dodici mesi. La categoria definita come stadio 2 include le esposizioni caratterizzate da un significativo incremento del rischio di credito del debitore rispetto al momento dell'*origination*; per tali esposizioni le perdite attese devono essere stimate per l'intera vita residua del credito. Nello stadio 3 sono infine incluse le posizioni deteriorate, ossia quelle posizioni per le quali si è verificato un evento (ad es. un inadempimento contrattuale) che ha avuto un impatto negativo sui flussi finanziari stimati; per tali posizioni la perdita attesa è stimata su un orizzonte corrispondente alla vita residua, come per quelle nello stadio 2, ma sono previste regole di calcolo degli interessi più prudenti. L'IFRS 9 comporta, rispetto allo IAS 39, un aumento delle rettifiche, in particolare per le esposizioni creditizie interessate da un significativo incremento del rischio di credito.

Per analizzare gli effetti dell'introduzione del nuovo principio contabile, l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) e il Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) hanno condotto distinte rilevazioni; quella dell'SSM ha riguardato tutte le banche significative e un campione di banche meno significative. La Banca d'Italia ha esteso la rilevazione a un campione aggiuntivo di intermediari meno significativi¹. Le banche italiane coinvolte negli esercizi che hanno fornito risposte complete sono 67, rappresentative di circa tre quarti dell'attivo del sistema bancario nazionale.

Per le banche italiane l'introduzione dell'IFRS 9 determinerà una riduzione media² del capitale di migliore qualità in rapporto alle attività ponderate per il rischio (*common equity tier 1 ratio*, *CET1 ratio*) stimata in 38 punti base, quasi interamente attribuibile agli effetti prodotti dal nuovo modello di calcolo delle rettifiche. Per le banche significative l'effetto sarebbe più contenuto rispetto a quello relativo alle banche meno significative (37 e 47 punti base, rispettivamente). Le stime si basano necessariamente su ipotesi e semplificazioni e rispecchiano lo stato di sviluppo dei modelli alla data in cui sono state fornite. Gli impatti non tengono inoltre conto delle misure transitorie, definite nell'ambito dei lavori di revisione della direttiva UE/2013/36 (Capital Requirements Directive, CRD4) e del regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR), finalizzate a diluire su più esercizi gli effetti delle nuove regole di calcolo delle rettifiche.

Le rilevazioni hanno consentito anche di acquisire informazioni sullo stato di preparazione al nuovo quadro regolamentare, risultato disomogeneo tra gli intermediari, e sui maggiori problemi percepiti. In questo contesto la principale difficoltà è costituita, soprattutto per le banche di minore dimensione, dallo sviluppo di modelli di calcolo delle perdite attese per i quali sono necessari dati di buona qualità e la disponibilità di lunghe serie storiche. Numerosi intermediari ritengono che l'introduzione dell'IFRS 9 aumenterà la volatilità dei risultati economici e del patrimonio, principalmente per effetto dei movimenti delle esposizioni tra lo stadio 1 (perdite attese su un orizzonte temporale di dodici mesi) e lo stadio 2 (perdite attese stimate sull'intera vita residua dell'esposizione) e viceversa.

¹ Per tutte le rilevazioni condotte (EBA, SSM e Banca d'Italia) le stime sono state fornite simulando l'impatto dell'IFRS 9 sul *CET1 ratio* alla data del 31 dicembre 2016; sono state tuttavia trasmesse in periodi diversi: nel corso del primo trimestre del 2017 per le banche significative e a metà 2017 per le banche meno significative.

² Media ponderata per l'ammontare di attività finanziarie in bilancio.

Nel primo semestre del 2017 la redditività operativa delle banche italiane è aumentata, sia per la crescita dei ricavi sia per la diminuzione dei costi. Rispetto allo stesso periodo dello scorso

anno il margine di intermediazione è cresciuto dell'1,0 per cento. I costi operativi sono diminuiti del 2,2 per cento, principalmente per il calo di quelli del personale. Il rapporto tra i costi e il margine di intermediazione (*cost-income ratio*) è sceso di circa tre punti percentuali (al 64,5 per cento) da giugno del 2016, colmando parte del differenziale rispetto alla media delle principali banche dell'area dell'euro (pari a 62,9). Il risultato di gestione è cresciuto del 7,3 per cento. La contabilizzazione da parte di alcuni intermediari di rettifiche derivanti da operazioni di cessione di crediti deteriorati ha determinato un aumento delle rettifiche di valore su crediti del 20,5 per cento; tali rettifiche hanno assorbito circa l'80 per cento della redditività operativa (71,2 nei primi sei mesi del 2016).

Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE) medio è salito al 4,8 per cento, dal 2,3 per cento del primo semestre del 2016. Escludendo i ricavi di natura straordinaria connessi con le operazioni di consolidamento nel settore bancario realizzate da alcuni gruppi significativi, il ROE del primo semestre del 2017 sarebbe invece diminuito all'1,5 per cento.

L'evoluzione della redditività del sistema bancario nel prossimo biennio è strettamente legata al proseguimento della crescita, attraverso gli effetti positivi che essa avrebbe sulla qualità del credito e sull'aumento dei ricavi. Le segnalazioni delle banche significative riguardanti le prospettive di redditività per il periodo 2017-19 indicano che gli utili crescerebbero soprattutto per la riduzione delle rettifiche su crediti e in misura più contenuta per l'incremento dei ricavi da interessi; secondo gli intermediari aumenterebbero anche le commissioni da risparmio gestito. Nelle previsioni delle banche la redditività operativa migliorerebbe inoltre per la diminuzione delle spese per il personale, anche a seguito della realizzazione dei piani già concordati con le parti sociali. Complessivamente l'utile netto raggiungerebbe nel 2019 valori prossimi a quelli conseguiti nel periodo immediatamente precedente la crisi finanziaria globale; il ROE rimarrebbe tuttavia inferiore per effetto della diminuzione della leva finanziaria. Le stime della redditività indicate dalle principali banche quotate sono sostanzialmente in linea con quelle degli analisti di mercato.

Nostre previsioni basate sullo scenario macroeconomico più recente indicano che i ricavi del sistema bancario italiano aumenterebbero nel prossimo biennio per l'incremento del margine di interesse di oltre il 15 per cento, sospinto da una ripresa moderata del credito e, in misura minore, dal lieve rialzo della pendenza della curva dei rendimenti; ipotizzando per i prossimi anni uno scenario molto favorevole per la crescita degli altri ricavi (10 per cento l'anno), il risultato di gestione tornerebbe ai livelli pre-crisi (circa 1,3 per cento in rapporto alle attività su base non consolidata) solo se venissero conseguiti guadagni di efficienza molto significativi.

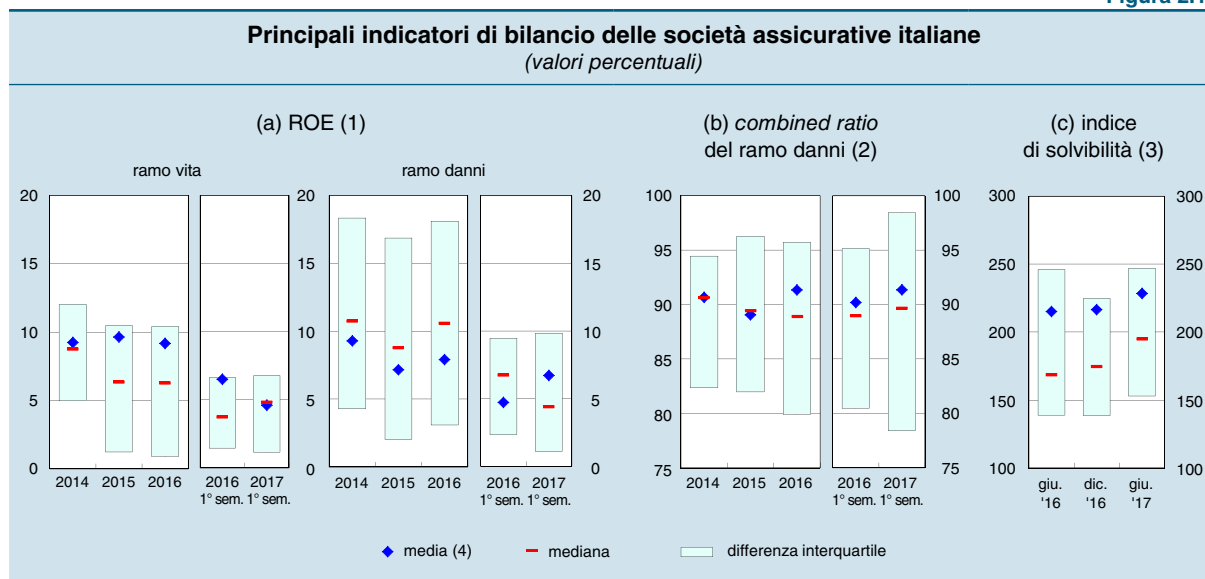
2.3 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Le assicurazioni

Nel primo semestre del 2017 la redditività delle compagnie italiane ha registrato andamenti differenziati tra il ramo vita e quello danni: nel primo il ROE si è ridotto al 4,6 per cento; nel secondo è salito al 6,7 (fig. 2.18.a); nel ramo danni gli oneri e le spese di gestione si mantengono contenuti in rapporto ai premi (*combined ratio*; fig. 2.18.b).

Negli ultimi mesi i timori degli investitori circa l'esposizione dei portafogli obbligazionari delle compagnie di assicurazione italiane a un rialzo dei premi per il rischio di credito hanno frenato l'aumento dei corsi azionari e degli utili attesi, cresciuti in misura inferiore rispetto alla media dell'area dell'euro (fig. 2.19).

Figura 2.18

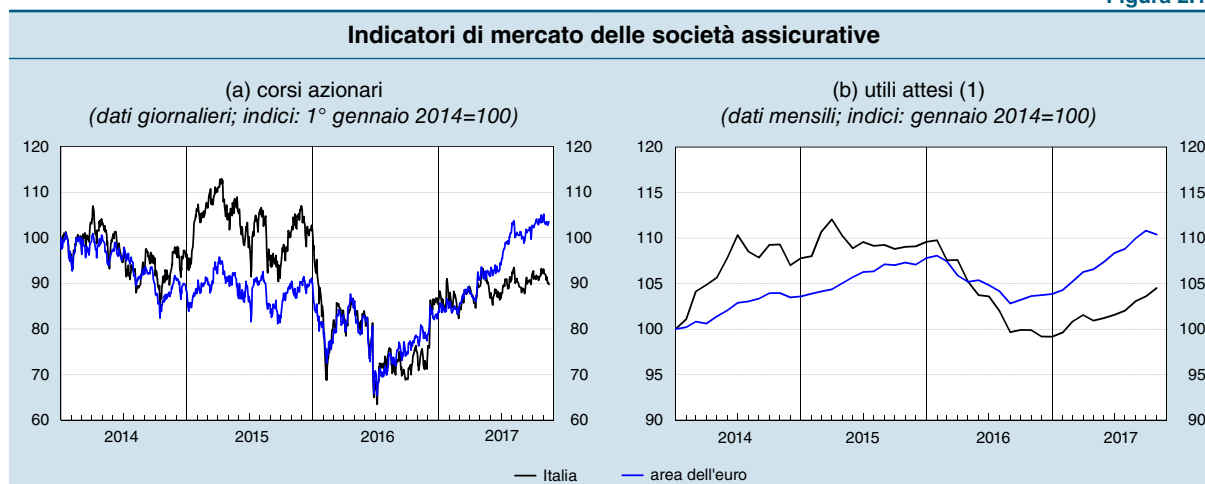


Fonte: Ivass.

(1) Rapporto tra utile e patrimonio netto. I dati dei semestri non sono annualizzati. I dati semestrali del ROE sono basati su un campione che include le principali compagnie italiane. – (2) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (3) L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale calcolato con le misure di valutazione dei requisiti di solvibilità previste dalla direttiva CE/2009/138 (Solvency II). – (4) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

Nel primo semestre del 2017 l'indice di solvibilità è aumentato al 229 per cento¹⁵, oltre il doppio del requisito prudenziale minimo (fig. 2.18.c). Gli effetti della diminuzione dei corsi dei titoli di Stato osservata in questo periodo sono stati più che compensati dalla maggiore disponibilità di fondi propri derivante dall'apprezzamento dei titoli privati e delle quote dei fondi di investimento nel portafoglio. L'indice medio delle società assicurative è ben al di sopra del requisito minimo, anche escludendo

Figura 2.19



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

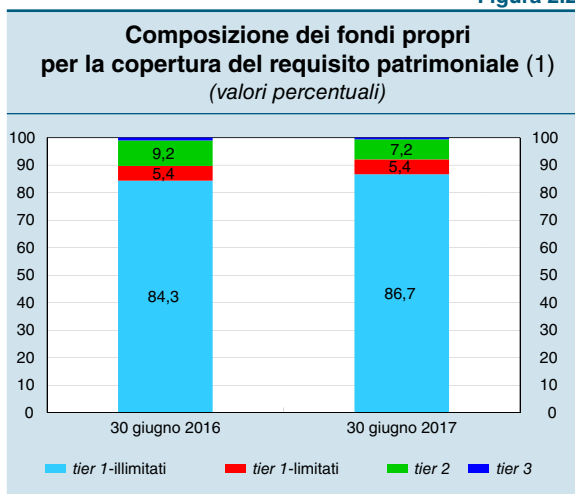
(1) Media ponderata per il numero di azioni in circolazione degli utili attesi per azione nei 12 mesi successivi alla data di riferimento di un campione delle principali società assicurative italiane e dell'area dell'euro. L'Italia comprende Assicurazioni Generali, Mediolanum Assicurazioni, Società Cattolica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

¹⁵ Per la definizione dell'indice di solvibilità cfr. la nota 3 della fig. 2.18. La normativa prevede che tale indice sia pari o superiore al 100 per cento.

il beneficio derivante dall'applicazione delle misure di garanzia a lungo termine previste dal regime Solvency II per attenuare gli effetti della volatilità dei prezzi di mercato sugli indicatori di solvibilità¹⁶. Il capitale di migliore qualità (*tier 1*) è pari al 92 per cento del totale, un valore ampiamente superiore al livello del 50 per cento previsto da Solvency II (fig. 2.20).

Per le compagnie italiane i rischi derivanti dall'attività di investimento sono maggiori di quelli strettamente connessi con l'attività assicurativa (fig. 2.21). Rispetto a quelle degli altri principali paesi europei, le imprese assicurative italiane risultano meno esposte a un rialzo dei tassi di interesse privi di rischio, per effetto del buon allineamento della durata finanziaria di attività e passività; sono invece più soggette al rischio di un aumento degli spread sui titoli di Stato a causa dell'elevato peso di tali investimenti nei loro portafogli¹⁷.

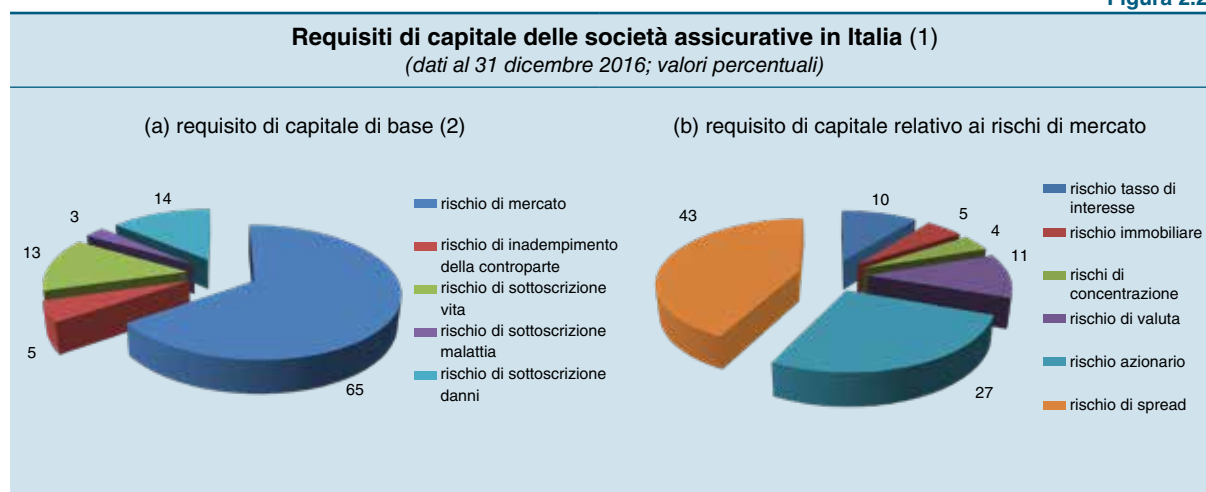
Figura 2.20



Fonte: Ivass.

(1) I fondi propri sono classificati in tre livelli (*tier 1*, *tier 2* e *tier 3*) sulla base della misura in cui possono essere utilizzati per assorbire le perdite dell'impresa, tenendo conto del loro grado di subordinazione e della loro durata. I fondi di *tier 1-illimitati* includono principalmente il capitale sociale ordinario e le riserve patrimoniali, quelli di *tier 1-limitati* le azioni privilegiate e le passività subordinate.

Figura 2.21



Fonte: Ivass.

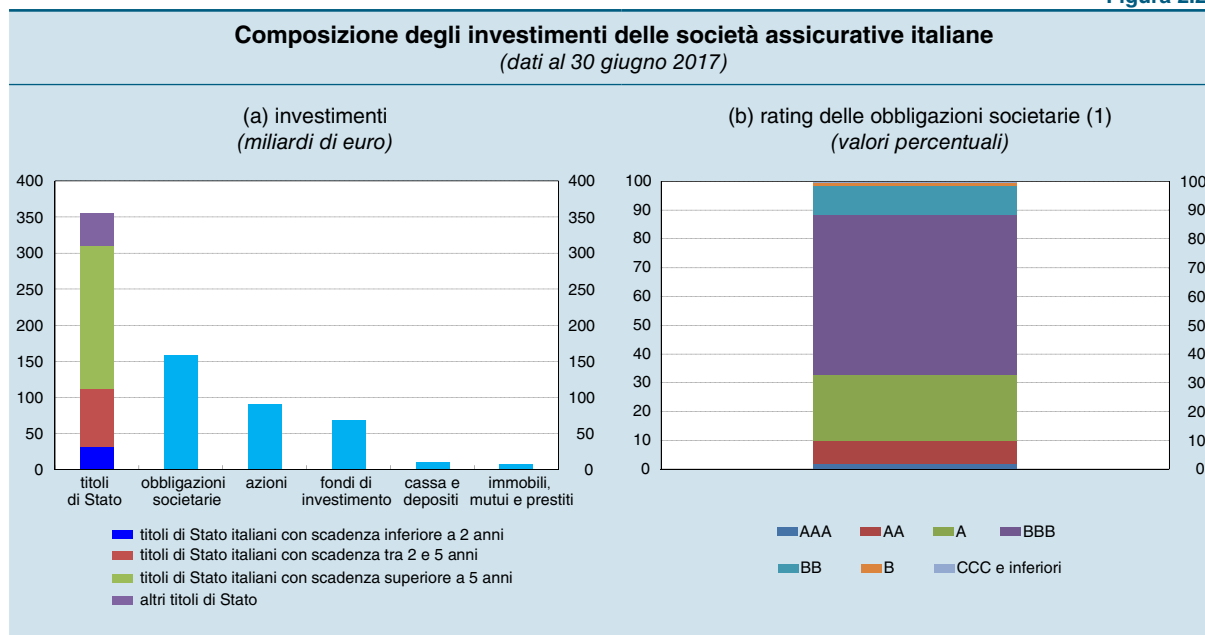
(1) I dati si riferiscono alle sole imprese che calcolano il requisito patrimoniale di solvibilità (*solvency capital requirement*, SCR) attraverso la formula standard (97 imprese che rappresentano il 59 per cento del totale degli attivi). – (2) Il requisito patrimoniale di solvibilità di base (*basic solvency capital requirement*, BSCR) è calcolato aggregando le componenti relative al rischio di mercato, rischio di controparte e rischi di sottoscrizione vita, danni e malattia. Il valore finale dell'SCR è determinato aggiungendo al BSCR anche una componente relativa al rischio operativo e considerando la capacità di assorbimento delle perdite da parte delle riserve tecniche e delle imposte differite.

Rispetto agli altri principali paesi europei, le compagnie che operano in Italia si caratterizzano anche per una quota più contenuta di obbligazioni del settore privato¹⁸ (fig. 2.22.a; cfr. il riquadro: *Gli investimenti*

¹⁶ Tra le misure previste dalla normativa (*long term guarantees*) le imprese italiane hanno applicato esclusivamente l'aggiustamento per la volatilità (*volatility adjustment*; cfr. il riquadro: *Le misure previste da Solvency II. L'impatto dell'aggiustamento per la volatilità sulle compagnie italiane ed europee*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017).

¹⁷ FMI, *Global Financial Stability Report*, ottobre 2017.

¹⁸ EIOPA, *Financial Stability Report*, giugno 2017.



delle assicurazioni). Oltre il 90 per cento di tali titoli sono provvisti di rating: di questi, la quasi totalità ha una valutazione *investment grade* (pari o superiore a BBB; fig. 2.22.b).

GLI INVESTIMENTI DELLE ASSICURAZIONI

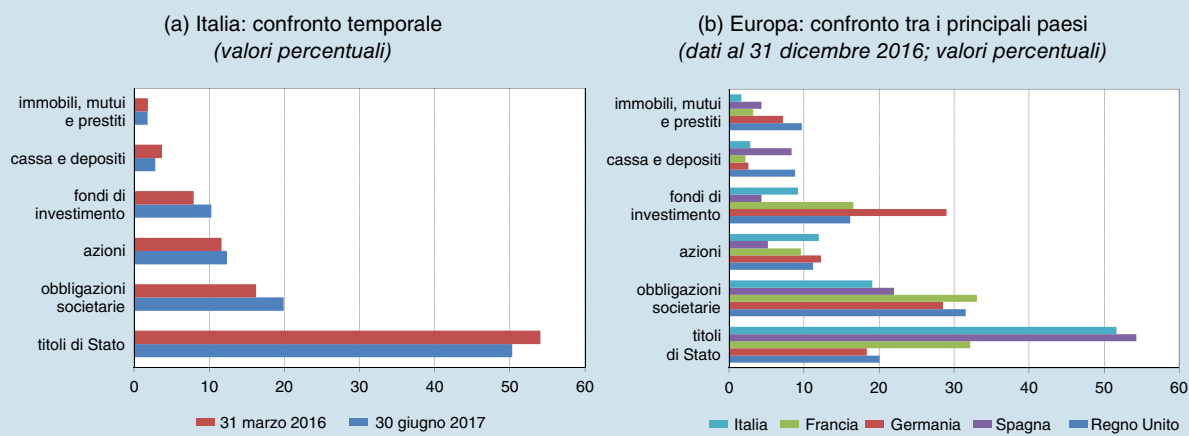
I risultati di un'indagine condotta dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA)¹ relativa alle strategie di investimento delle imprese assicurative europee mostrano che negli anni precedenti l'entrata in vigore di Solvency II (dal 2011 al 2015) le compagnie hanno aumentato la durata finanziaria dei titoli obbligazionari in portafoglio al fine di ridurre il disallineamento con la durata delle passività (*duration gap*). Le nuove regole introdotte da Solvency II comportano infatti un più elevato requisito patrimoniale a fronte dell'esposizione a una variazione dei tassi di interesse. L'adeguamento ha riguardato anche le imprese italiane che già in precedenza erano caratterizzate da un buon allineamento della durata finanziaria delle attività e passività di bilancio (cfr. il riquadro: *Lo stress test dell'EIOPA per il rischio di bassi tassi di interesse*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015).

Nello stesso periodo la composizione degli attivi è stata influenzata anche dal declassamento del debito sovrano dell'Italia da parte delle agenzie di valutazione del merito di credito: nel portafoglio delle compagnie italiane la percentuale di titoli con rating A si è ridotta dal 52 all'11 per cento, a fronte di un incremento di titoli con rating BBB dall'11 al 59 per cento.

Nei mesi più recenti le imprese assicurative italiane hanno ridotto gli investimenti in titoli del settore pubblico, italiani ed esteri, al fine di diversificare gli attivi: tra marzo del 2016, primo mese per il quale sono disponibili dati comparabili, e giugno del 2017 l'incidenza dei titoli governativi sul totale degli

¹ L'indagine è stata effettuata sulle 91 compagnie e gruppi europei soggetti a obblighi di segnalazione in tema di stabilità finanziaria, di cui fanno parte sei dei principali gruppi assicurativi italiani (cfr. EIOPA, *Investment Behaviour Report*, 2017).

Investimenti delle società assicurative italiane ed europee



Fonte: Ivass ed EIOPA.

attivi si è ridotta di quattro punti percentuali (17 miliardi) a fronte di un aumento di quella dei titoli privati e dei fondi comuni di investimento (figura, pannello a).

La quota di titoli governativi nel portafoglio delle compagnie del nostro paese rimane tuttavia più alta rispetto a quelle di Francia, Germania e Regno Unito (figura, pannello b). Rispetto a questi paesi il peso delle azioni è in linea con la loro media; l'incidenza delle obbligazioni private² (20 per cento) e dei fondi di investimento è invece molto più bassa. Per le compagnie italiane la quota relativa a emittenti nazionali è pari all'88 per cento nel comparto dei titoli di Stato e al 27 in quello delle obbligazioni private.

² La quota esclude le obbligazioni strutturate e quelle collateralizzate.

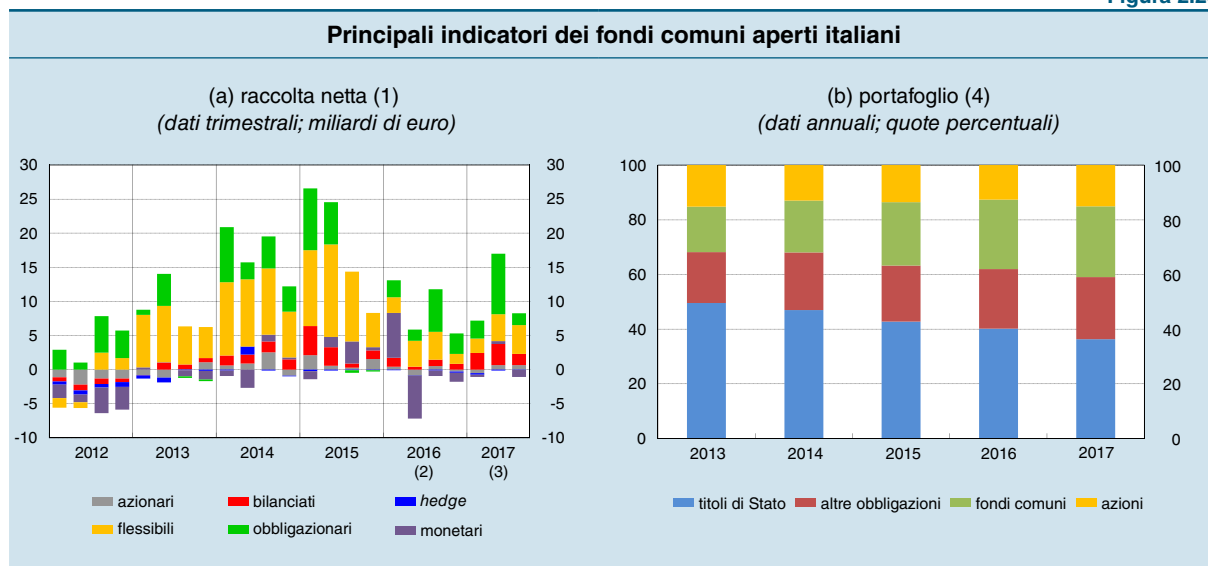
L'industria del risparmio gestito

Nei primi nove mesi dell'anno la raccolta dei fondi comuni è stata ampiamente positiva (fig. 2.23.a), favorita sia dall'andamento dei mercati sia dall'introduzione dei piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR), strumenti di investimento che godono di agevolazioni fiscali (cfr. il riquadro: *I piani individuali di risparmio*).

Nel portafoglio dei fondi aperti di diritto italiano è proseguita la riduzione della quota dei titoli di Stato a vantaggio di quelli emessi dal settore privato (fig. 2.23.b); i rischi derivanti dall'investimento in attività con un basso grado di liquidità rimangono contenuti, per la loro limitata incidenza sul patrimonio dei fondi. L'introduzione dei PIR, in virtù dei vincoli di portafoglio dettati dalla normativa, ha determinato un aumento degli investimenti in strumenti finanziari emessi da residenti – soprattutto titoli di società non finanziarie di media dimensione – che si è accompagnato a un forte incremento dei corsi e dei volumi scambiati nei corrispondenti segmenti di mercato (fig. 2.24).

Nel medio termine la diffusione dei PIR favorisce la crescita del mercato mobiliare e la quotazione di nuove imprese. Fino a quando i mercati delle passività emesse dalle imprese di minore dimensione non avranno raggiunto spessore e liquidità adeguati, permangono tuttavia i rischi che episodi di forte volatilità dei corsi determinino perdite rilevanti, con possibili ricadute negative sulla reputazione degli intermediari che hanno collocato questi prodotti.

Figura 2.23

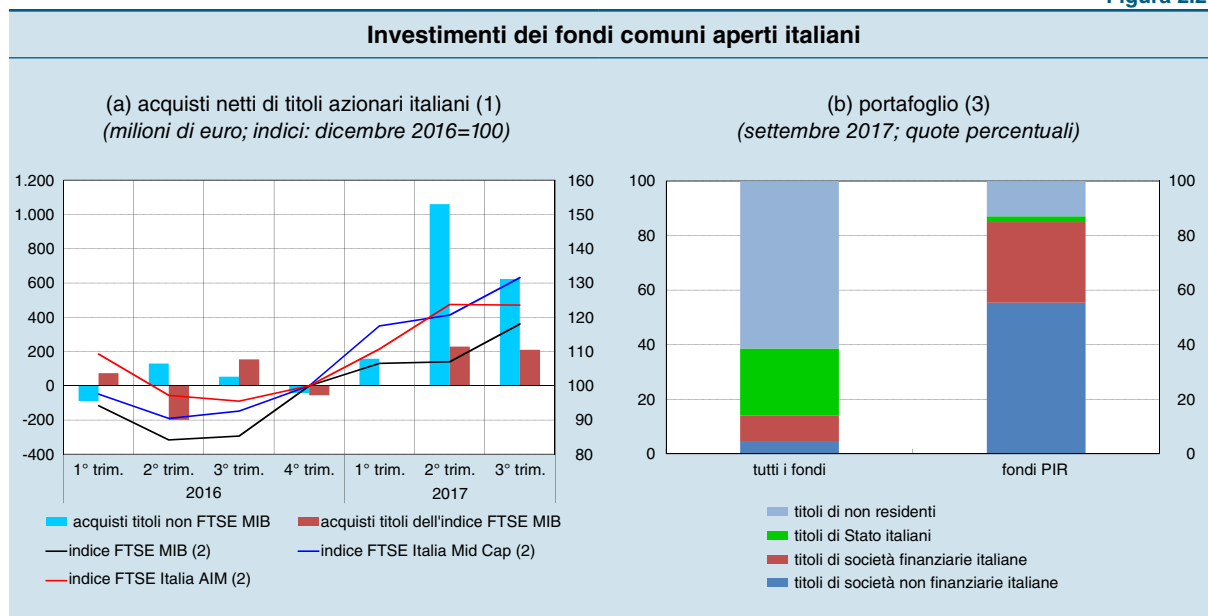


Fonte: Assogestioni e segnalazioni di vigilanza.

(1) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi italiani. – (2) I dati relativi al comparto monetario per i primi 2 trimestri del 2016 riflettono alcune operazioni di ammontare elevato effettuate da investitori istituzionali. – (3) I dati del 3° trimestre sono provvisori. – (4) Dati di fine periodo riferiti ai soli fondi di diritto italiano. I dati del 2017 sono relativi al 3° trimestre.

In Italia sono attivi oltre 20 fondi di debito (*private debt*) specializzati nella concessione diretta di prestiti alle imprese (attività consentita dall'ordinamento a partire dalla fine del 2014), nell'acquisto di crediti già erogati da terzi e nell'investimento in minibond. Il patrimonio netto di tali fondi alla fine del giugno 2017 ammontava a 1,6 miliardi. I rischi connessi con la scarsa liquidità degli attivi nel portafoglio dei fondi di debito sono mitigati dalla normativa, che li obbliga a costituirsi in forma chiusa e prevede limiti all'indebitamento e alla concentrazione del rischio su singoli debitori.

Figura 2.24



Fonte: segnalazioni di vigilanza e elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(1) Sono incluse le sole azioni ordinarie di società residenti. – (2) Scala di destra. – (3) I titoli di non residenti includono le quote di fondi comuni esteri; i titoli di società finanziarie italiane includono le quote di fondi comuni italiani.

I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO

I piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR) sono stati introdotti dalla legge di bilancio per il 2017 (L. 232/2016) con l'obiettivo di favorire, attraverso agevolazioni fiscali, l'investimento dei risparmiatori in strumenti finanziari emessi da imprese italiane¹.

L'agevolazione fiscale consiste nell'esenzione totale sia dalla tassazione dei redditi derivanti dagli investimenti effettuati nei PIR, sia dall'imposta di successione: possono beneficiarne le persone fisiche residenti, relativamente agli investimenti effettuati al di fuori dell'esercizio di impresa. Ciascuna persona fisica può essere titolare di un solo piano di risparmio in cui può investire non più di 30.000 euro all'anno, entro un limite complessivo di 150.000 euro. Al fine di ottenere i benefici fiscali, gli strumenti finanziari inclusi nei piani di investimento a lungo termine devono essere detenuti dai risparmiatori per almeno cinque anni²: questo dovrebbe scoraggiare finalità speculative e garantire un regolare afflusso di fondi alle imprese emittenti.

I PIR possono essere attivati attraverso l'investimento in fondi comuni, gestioni patrimoniali, contratti di assicurazione o depositi titoli soggetti a vincoli sulla composizione del portafoglio³. Almeno il 70 per cento del valore complessivo degli attivi detenuti nel piano di risparmio deve essere investito in strumenti finanziari, anche non quotati, emessi da imprese non immobiliari residenti in Italia, oppure in Stati membri dell'Unione europea o aderenti all'accordo sullo Spazio economico europeo aventi stabile organizzazione in Italia. Di questo 70 per cento, almeno il 30 deve essere investito in prodotti finanziari emessi da imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB della borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati. Il patrimonio del PIR è soggetto a limiti alla concentrazione degli investimenti su singoli debitori.

Ad oggi i piani di investimento a lungo termine sono attuati soprattutto mediante la sottoscrizione di quote di fondi comuni. Nei primi nove mesi del 2017 i fondi di diritto italiano che rispettano i vincoli di investimento stabiliti dalla normativa sui PIR (44 alla fine del periodo, di cui 29 avviati successivamente alla legge istitutiva) hanno raccolto risorse per quasi 7 miliardi, oltre la metà della raccolta totale dei fondi aperti italiani.

¹ Ministero dell'Economia e delle finanze, *Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine*, 2017.

² La cessione anticipata di strumenti finanziari soggetti al vincolo di detenzione minima non comporta la perdita dei benefici fiscali se le somme provenienti dalla cessione vengono reinvestite entro 90 giorni in strumenti finanziari equivalenti.

³ I vincoli devono essere rispettati per almeno i due terzi di ciascun anno solare di durata del piano. Il piano di risparmio non può essere costituito da partecipazioni sociali qualificate e da strumenti da cui derivano redditi che concorrono alla formazione del reddito complessivo imponibile.

Il patrimonio dei fondi immobiliari ha continuato a crescere (poco meno del 5 per cento nei primi sei mesi del 2017), grazie all'avvio di nuove iniziative assunte da investitori istituzionali, anche esteri, che hanno affidato immobili a società di gestione specializzate. L'espansione rimane però molto più contenuta che in altri paesi europei (fig. 2.25).

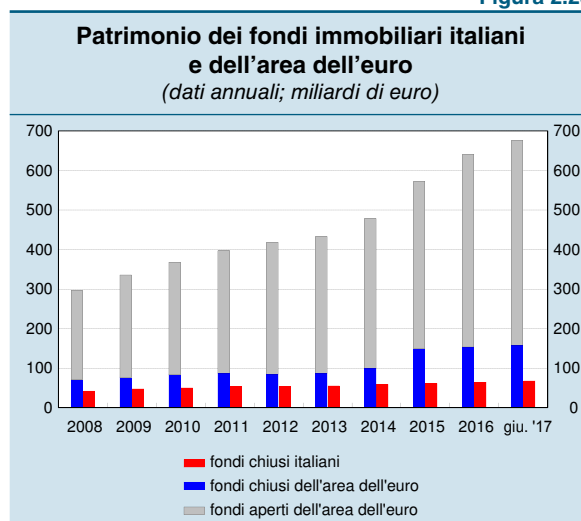
I risultati conseguiti dai fondi italiani sono influenzati dai ritardi della ripresa del mercato immobiliare (fig. 2.26.a; cfr. il par. 1.1). Il rendimento complessivo registrato dall'avvio dell'operatività è negativo per circa la metà dei fondi (cfr. il riquadro: *L'impatto del ciclo immobiliare sul settore dei fondi immobiliari in Italia*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017). I risultati dei fondi immobiliari destinati alla clientela al dettaglio risentono, all'avvicinarsi delle scadenze, delle svalutazioni dei beni in portafoglio; il patrimonio dei fondi in scadenza entro il 2020 rappresenta oltre il 70 per cento del totale di questo comparto¹⁹.

¹⁹ Cfr. sul sito della Banca d'Italia l'approfondimento: *Focus sull'industria dei fondi immobiliari retail*, pubblicato il 16 giugno 2017.

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dai fondi immobiliari rimangono contenuti. La normativa italiana, a differenza di altri ordinamenti europei, impone che i fondi immobiliari siano costituiti in forma chiusa, preservandoli dai rischi derivanti dall'esigenza di cessione dei beni per far fronte a richieste di rimborso anticipato. La leva finanziaria è pressoché stabile (fig. 2.26.b): sebbene le condizioni di solvibilità di alcuni fondi avviati prima del 2008 siano ancora difficili, quelli istituiti successivamente hanno una struttura finanziaria mediamente più equilibrata. L'esposizione delle banche e degli altri intermediari finanziari nei confronti del settore rimane nel complesso limitata (inferiore a 19 miliardi, pari a circa l'1 per cento dei prestiti erogati dagli intermediari italiani).

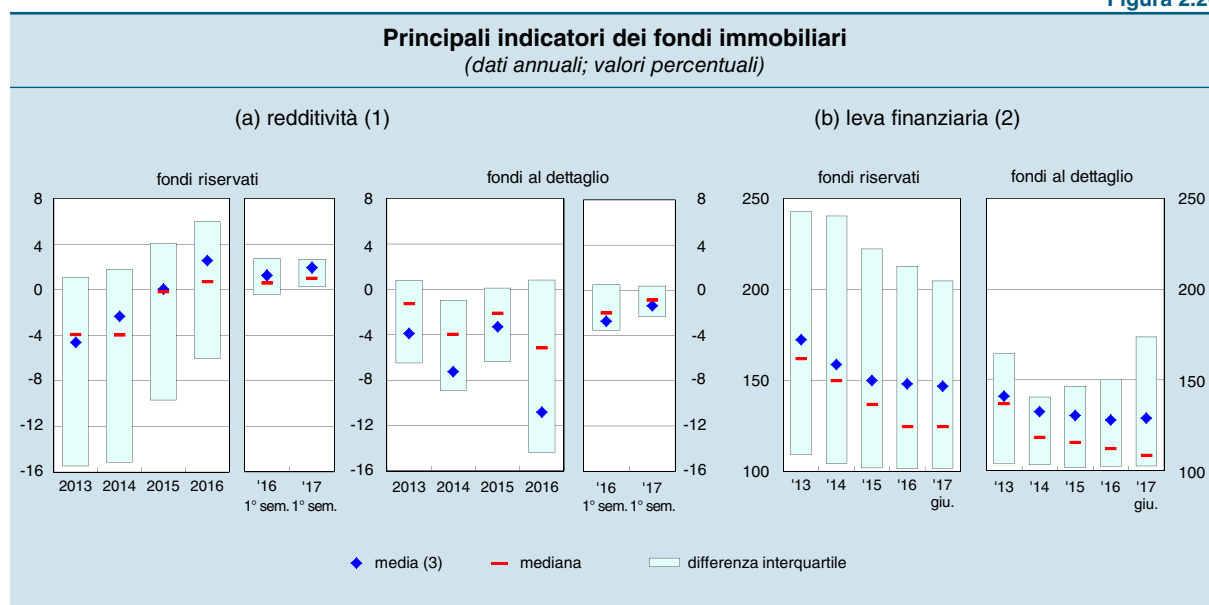
Negli ultimi anni sono state quotate in Borsa Italiana 19 società utilizzate per raccogliere i capitali necessari ad acquisire o incorporare imprese non quotate (*special purpose acquisition companies*, SPAC). Queste società consentono alle imprese non quotate, tipicamente di piccola o media dimensione, di accedere ai mercati dei capitali in tempi più rapidi rispetto alle tradizionali operazioni di offerta pubblica iniziale (*initial public offering*). Le SPAC non pongono al momento rischi per la stabilità finanziaria in ragione della dimensione ancora contenuta del comparto e del ricorso limitato alla leva finanziaria. Alla fine di settembre il valore di mercato di queste società e di quelle nate in seguito all'acquisizione era pari a 4,3 miliardi, meno dell'1 per cento della capitalizzazione complessiva della borsa italiana.

Figura 2.25



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

Figura 2.26



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Utile in rapporto alla media del patrimonio netto alla fine dell'anno di riferimento e dell'anno precedente. I dati semestrali relativi ai fondi riservati si riferiscono a un campione dei principali fondi. – (2) Totale attivo in rapporto al patrimonio netto. – (3) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI

La Banca d'Italia, in coordinamento con la Banca centrale europea (BCE), ha la responsabilità di attivare gli strumenti macroprudenziali sulle banche previsti dalle norme europee (tav. 3.1; cfr. il capitolo 3: *La tutela della stabilità finanziaria e le politiche macroprudenziali* nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sul 2016). Le decisioni più recenti hanno riguardato la determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) e l'identificazione dei paesi terzi rilevanti per il sistema bancario italiano ai fini dell'applicazione della riserva di capitale anticiclica. Entro la fine dell'anno l'Istituto renderà pubblici i risultati degli esercizi annuali di individuazione delle istituzioni a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institutions*, G-SII) e nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) e i livelli delle relative riserve di capitale.

Tavola 3.1

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

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

Il coefficiente della riserva di capitale anticiclica è stato mantenuto pari a zero per l'intero 2017 (tav. 3.2) sulla base dell'andamento atteso dello scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito e prodotto (cfr. il par. 1.1) e dell'assenza di rischi rilevanti per la stabilità finanziaria desumibili dall'esame degli altri indicatori ciclici¹: il tasso di disoccupazione, seppure in diminuzione, è ancora elevato; i prezzi degli immobili in termini reali si sono stabilizzati, ma rimangono ampiamente

¹ Per dettagli sui criteri di individuazione di tali indicatori, cfr. P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori e E. Sette, *A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015.

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

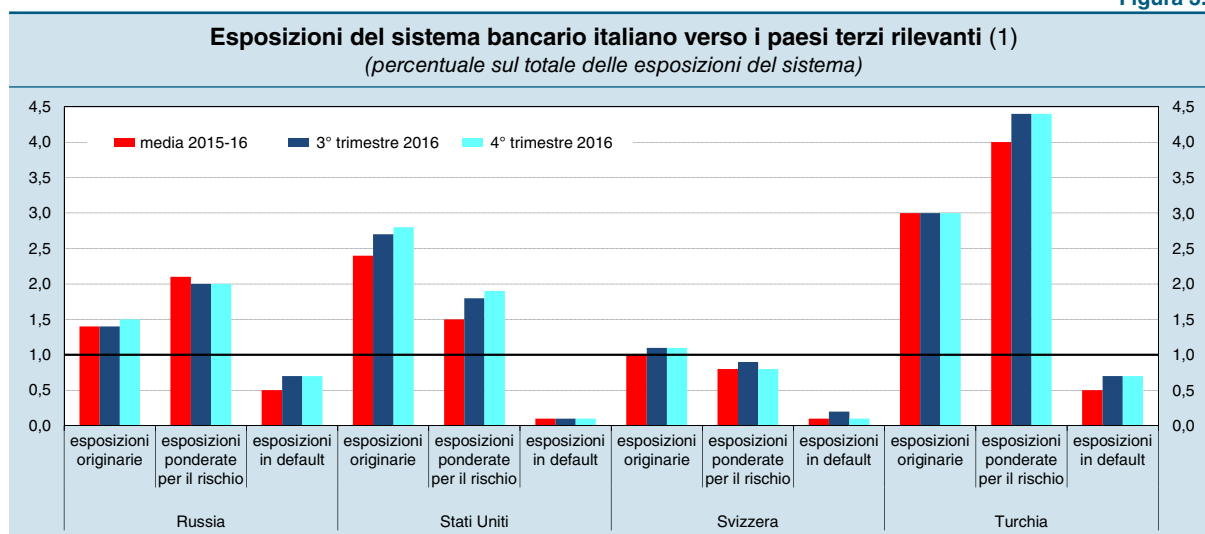
DATA	Decisione	Coefficiente della riserva di capitale di capitale (valori percentuali)
23.06.2017	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il 3° trimestre del 2017	0,00
26.06.2017	Identificazione dei paesi terzi rilevanti per l'Italia	–
22.09.2017	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il 4° trimestre del 2017	0,00

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

inferiori al loro livello di lungo periodo; la crescita del credito alle imprese continua a essere prossima allo zero.

Lo scorso giugno la Banca d'Italia, dando seguito a una raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB)², ha identificato come rilevanti per il sistema bancario italiano ai fini dell'applicazione della riserva di capitale anticiclica quattro paesi non appartenenti all'Unione europea (paesi terzi): Russia, Stati Uniti, Svizzera e Turchia. La loro individuazione è stata effettuata applicando la metodologia utilizzata dall'ESRB che definisce paesi terzi rilevanti quelli verso i quali il sistema bancario nazionale ha crediti pari o superiori all'1 per cento del totale delle proprie esposizioni³ (fig. 3.1). I quattro paesi sono stati anche

Figura 3.1



(1) Russia, Stati Uniti, Svizzera e Turchia. L'aggregato è stato costruito sulla base della metodologia prevista dalla decisione ESRB/2015/3.

² La raccomandazione ESRB/2015/1 prevede che gli Stati membri identifichino annualmente i paesi terzi verso cui hanno esposizioni significative, controllino i rischi derivanti da un'eccessiva crescita del credito in tali paesi e segnalino all'ESRB stesso i casi in cui ritengano che il livello del coefficiente fissato dalle autorità di quei paesi non sia adeguato. Sulla base di tali segnalazioni, il Comitato europeo per il rischio sistemico valuta l'opportunità di raccomandare alle autorità designate dei paesi membri la fissazione di un coefficiente della riserva di capitale anticiclica armonizzato per le esposizioni verso i paesi terzi interessati. Secondo quanto previsto dalla decisione ESRB/2015/3, l'ESRB individua annualmente i paesi terzi verso i quali il sistema bancario dell'Unione europea è esposto in modo significativo.

³ Le esposizioni considerate sono quelle originarie, quelle ponderate per il rischio e quelle in default. La percentuale è calcolata con riferimento agli ultimi due trimestri e alla media degli ultimi otto.

identificati dall'ESRB come rilevanti per l'intera Unione europea⁴; la Banca d'Italia ha deciso di fare affidamento sulla sorveglianza esercitata dal Comitato europeo per il rischio sistemico su queste economie⁵.

Secondo quanto previsto dalla normativa europea, entro il 1° dicembre 2017 la Banca d'Italia pubblicherà le decisioni relative ai gruppi bancari identificati come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale per il 2018⁶. Entro la fine di quest'anno verrà resa pubblica anche la decisione riguardante l'individuazione delle istituzioni a rilevanza sistemica globale. Per il 2017 la Banca d'Italia ha identificato come O-SII i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo e Banca Monte dei Paschi di Siena e come G-SII il gruppo bancario UniCredit⁷ (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2017).

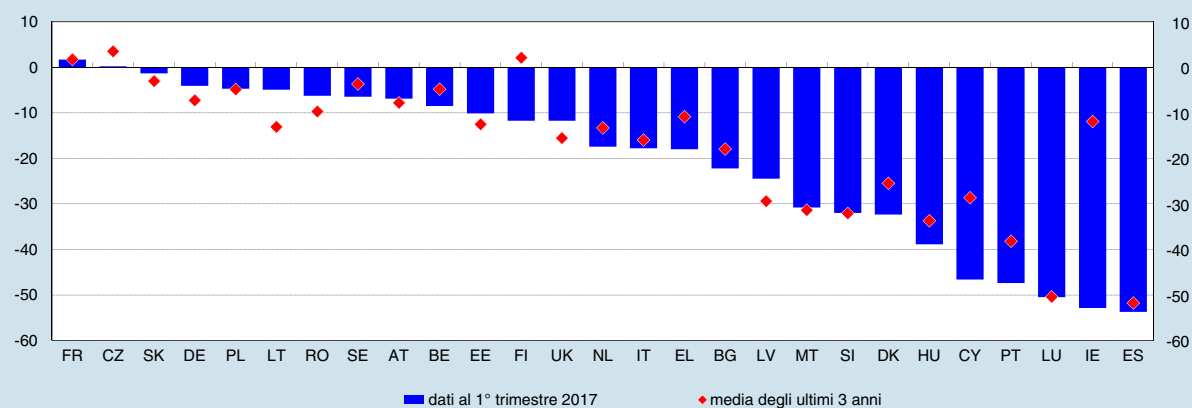
Nel corso del 2017 le autorità nazionali di diversi paesi dell'Unione europea (UE) hanno introdotto misure macroprudenziali che includono, tra l'altro, la riserva di capitale anticiclica, la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico e vari strumenti per contrastare i rischi derivanti dal mercato immobiliare (cfr. il riquadro: *Le principali misure macroprudenziali adottate di recente nell'Unione europea*)⁸.

LE PRINCIPALI MISURE MACROPRUDENZIALI ADOTTATE DI RECENTE NELL'UNIONE EUROPEA

La riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer, CCyB*). – Il ciclo finanziario rimane debole nella maggioranza degli Stati della UE e lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito e prodotto si mantiene per lo più negativo (figura). Il coefficiente della

Figura

Scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito e prodotto nei paesi della UE (1)
(punti percentuali)



Fonte: ESRB e BCE, Statistical Data Warehouse.

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

⁴ Oltre ai quattro già indicati, tra i paesi terzi soggetti al controllo dell'ESRB sono inclusi anche Brasile, Cina, Hong Kong e Singapore.

⁵ L'ESRB tiene sotto osservazione e valuta periodicamente un insieme di indicatori dei rischi sistemici nei paesi terzi individuati come rilevanti, tra cui lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito e prodotto.

⁶ Le decisioni sull'individuazione delle O-SII e sul livello delle relative riserve vengono riviste con frequenza almeno annuale.

⁷ Secondo quanto stabilito dalla normativa europea, al gruppo bancario UniCredit si applicherà soltanto il maggiore tra il requisito per le G-SII e quello per le O-SII.

⁸ Per dettagli sulle singole misure cfr. sul sito dell'ESRB la tavola: *National measures of macroprudential interest in the EU/EEA*.

riserva di capitale anticiclica è fissato su valori positivi soltanto in Svezia (2,0 per cento), nella Repubblica Ceca (0,5 per cento), in Slovacchia (0,5 per cento) e nel Regno Unito (0,5 per cento, a partire dal giugno 2018; tavola).

Tavola

Riserva di capitale anticiclica nei paesi dell'Unione europea

PAESE	Coefficiente della riserva applicabile (valori percentuali)	Decorrenza	Coefficiente della riserva annunciato (valori percentuali)	Decorrenza
Austria, Belgio, Bulgaria, Cipro, Croazia, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia , Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Romania, Slovenia, Spagna, Ungheria	0,00	1.1.2016	–	–
Regno Unito	0,00	1.1.2016	0,50	27.6.2018
Repubblica Ceca	0,50	1.1.2017	1,00	1.7.2018
Slovacchia	0,50	1.8.2017	1,25	1.8.2018
Svezia	2,00	19.3.2017	–	–

Fonte: ESRB.

La riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SRB). – Dall'inizio del 2017 la Polonia e l'Ungheria hanno attivato per la prima volta la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico; la Slovacchia l'ha ridotta¹. La normativa europea consente alle autorità di applicare tale riserva sia all'intero sistema bancario sia a specifiche categorie di istituzioni, per contrastare diverse tipologie di rischi. Lo strumento è stato utilizzato in alcuni casi a fronte dei rischi derivanti da una forte concentrazione delle esposizioni del sistema bancario verso specifici settori o aree geografiche (ad es. verso il settore immobiliare commerciale in Ungheria o nei confronti dei paesi dell'Europa orientale in Austria). In altri casi è stato impiegato per contrastare i rischi connessi con l'elevata concentrazione del settore bancario (Estonia) e per migliorare la capacità delle banche di fronteggiare gli shock che potrebbero colpire l'economia (Polonia). La riserva di capitale a fronte del rischio sistemico è stata utilizzata anche per specifiche categorie di istituzioni, ad esempio per rafforzare le riserve O-SII (Slovacchia) o in loro sostituzione (Danimarca, Repubblica Ceca)². Questa riserva, contemplata dalla normativa comunitaria ma non obbligatoria, non è stata introdotta in Italia.

Le misure per far fronte a rischi del mercato immobiliare. – Le autorità di diversi paesi della UE hanno adottato, soprattutto a partire dal 2014, misure macroprudenziali per contrastare i rischi derivanti dal mercato immobiliare: queste includono strumenti armonizzati a livello europeo e strumenti non armonizzati. Tra i primi rientrano quelli previsti del regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR) agli artt. 458 (Belgio, Finlandia) e 124

¹ In Polonia l'SRB verrà applicato dal 1° gennaio 2018; in Ungheria è entrato in vigore il 1° luglio 2017, anche se annunciato sin dal 2014. In Slovacchia la riserva, che sarebbe dovuta aumentare dal 1° gennaio 2018, resterà invariata per tre banche e verrà azzerata per la quarta banca soggetta ora all'SRB.

² La direttiva UE/2013/36 (Capital Requirements Directive, CRD4) prevede un valore massimo per la riserva di capitale per le O-SII, pari al 2 per cento delle esposizioni complessive al rischio. Per l'SRB è previsto un valore minimo (1 per cento), ma non un valore massimo.

(Croazia, Irlanda, Regno Unito, Romania, Slovenia, Svezia)³, che permettono di aumentare le ponderazioni per il rischio applicate dalle banche sulle esposizioni verso il settore immobiliare, rafforzando la capacità delle istituzioni di far fronte alle perdite che potrebbero verificarsi nel caso di diminuzione dei prezzi delle abitazioni. Rientrano tra gli strumenti non armonizzati, volti a evitare l'assunzione di eccessivi rischi da parte delle banche, l'imposizione di limiti al valore dei prestiti in rapporto alle garanzie sottostanti (*loan-to-value ratio*, LTV) o in rapporto al reddito del debitore (*loan-to-income ratio*, LTI) o di limiti al valore delle rate in rapporto al reddito del debitore (*debt service-to-income ratio*, DSTI)⁴.

³ L'art. 458 della CRR disciplina un insieme di strumenti macroprudenziali (*national flexibility measures*), che si sostanziano nella possibilità di applicare a livello nazionale misure più stringenti rispetto al quadro armonizzato in ambito UE con riferimento a: (a) livello dei fondi propri; (b) requisiti per i grandi fidi; (c) obblighi di informativa al pubblico; (d) livello della riserva di conservazione del capitale (*capital conservation buffer*); (e) requisiti di liquidità; (f) ponderazioni dei rischi per far fronte a bolle speculative nel settore degli immobili; (g) esposizioni all'interno del settore finanziario. L'art. 124 prevede, per le banche che usano il metodo standardizzato per il calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito, la possibilità da parte delle autorità di supervisione di richiedere fattori di ponderazione del rischio superiori ai minimi previsti per le esposizioni garantite da immobili.

⁴ Limiti all'LTV sono stati applicati da Cipro, Danimarca, Estonia, Finlandia, Irlanda, Lettonia, Lituania, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Svezia e Ungheria; all'LTI da Irlanda, Paesi Bassi e Regno Unito; al DSTI da Cipro, Estonia, Lituania, Paesi Bassi, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. Nella maggior parte dei casi è stato imposto un limite inderogabile a tali rapporti. Alcuni paesi invece hanno introdotto vincoli quantitativi alle quote di nuovi mutui che presentano valori di questi rapporti superiori a certi limiti (Danimarca, Estonia, Irlanda, Regno Unito); altri hanno adottato entrambe le soluzioni, con l'introduzione sia di vincoli quantitativi alle quote di nuovi mutui con valori dei rapporti compresi tra determinate soglie, sia di un limite massimo inderogabile (Lituania, Repubblica Ceca, Slovacchia). Alcune autorità hanno richiesto alle banche, come condizione per la concessione dei mutui, di effettuare prove di stress per valutare la capacità dei debitori di ripagare il prestito in caso di un aumento dei tassi di interesse (Cipro, Estonia, Irlanda, Regno Unito, Romania, Slovacchia).

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

INDICE

A1	Indicatori di sostenibilità finanziaria	55
A2	Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte	56
A3	Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte	57
A4	Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza	58
A5	Obbligazioni delle banche italiane per detentore e scadenza	59
A6	Composizione delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (<i>collateral pool</i>)	60
A7	Posizione netta di liquidità	61

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

PAESI	PIL (tasso di crescita annuo) (1)		Caratteristiche del debito pubblico				Avanzo primario (2)	Indicatore di sostenibilità S2 (4)	Debiti finanziari del settore privato (5)		Statistiche verso l'estero (6)	
	2017	2018	livello (2)		vita media residua dei titoli di Stato (anni) (3)	quota detenuta da non residenti (in percentuale del debito) (3)	2017	2015	famiglie	imprese non finanziarie	saldo di conto corrente	posizione netta sull'estero
			2017	2018	2017	2017			2017	2017	2017	2017
Italia	1,5	1,3	132,1	130,8	6,9	32,0	1,7	0,5	41,4	73,3	2,8	-8,5
Germania	2,2	2,1	64,8	61,2	5,8	52,2	2,1	2,0	53,1	53,8	7,8	57,3
Francia	1,6	1,7	96,9	96,9	7,4	56,4	-1,1	0,7	58,2	133,8	-1,2	-23,3
Spagna	3,1	2,5	98,4	96,9	7,0	45,3	-0,6	1,9	63,1	99,9	1,8	-86,2
Paesi Bassi	3,2	2,7	57,7	54,9	6,9	48,3	1,7	3,1	106,8	121,1	9,8	70,1
Belgio	1,7	1,8	103,8	102,5	9,4	60,0	1,1	3,1	59,8	163,5	-1,1	51,3
Austria	2,6	2,4	78,6	76,2	8,3	73,4	0,9	2,4	50,5	90,1	1,6	5,6
Finlandia	3,3	2,7	62,7	62,1	6,2	69,2	-0,4	3,2	66,9	114,1	-0,7	-13,8
Grecia	1,6	2,5	179,6	177,8	....	....	2,0	....	58,7	62,2	-1,1	-142,3
Portogallo	2,6	2,1	126,4	124,1	6,2	58,0	2,5	1,3	70,9	110,2	0,5	-105,1
Irlanda	4,8	3,9	69,9	69,1	10,7	59,6	1,6	0,5	49,9	215,4	3,9	-176,0
Area dell'euro	2,2	2,1	89,3	87,2	....	....	0,9	1,5	58,1	103,4	3,0	-5,7
Regno Unito	1,5	1,3	86,6	85,3	14,9	32,4	0,5	3,0	86,5	79,5	-5,0	-5,0
Stati Uniti	2,2	2,3	108,1	107,8	5,8	30,0	-2,2	....	78,2	73,3	-2,4	-41,8
Giappone	1,5	0,7	240,3	240,0	7,7	9,8	-4,0	....	54,8	102,1	3,8	64,6
Canada	3,0	2,1	89,6	87,7	5,4	22,7	-1,5	....	99,7	116,1	-2,9	13,0

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

(1) Per i paesi europei, Commissione europea, *European Economic Forecast. Autumn 2017*, novembre 2017; per i paesi extraeuropei, FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2017. – (2) Per i paesi europei, Commissione europea, *European Economic Forecast. Autumn 2017*, novembre 2017; per i paesi extraeuropei, FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2017. – (3) FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2017. – (4) Commissione europea, *Debt Sustainability Monitor 2016*, gennaio 2017. S2 è un indicatore di sostenibilità definito come l'aumento immediato e permanente dell'avanzo primario strutturale necessario perché sia soddisfatto il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche. – (5) Prestiti e titoli. Dati riferiti alla fine del 2° trimestre 2017. I dati per i paesi dell'area dell'euro sono tratti da BCE, *Statistical Data Warehouse*; i dati per i paesi extraeuropei e per il Regno Unito sono tratti da fonti nazionali. – (6) Dati riferiti al 2° trimestre 2017. I dati per i paesi europei e per il totale dell'area dell'euro sono tratti da Eurostat, *Statistics Database* e da BCE, *Statistical Data Warehouse*; i dati per i paesi extraeuropei sono tratti da fonti nazionali.

Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2017)

VOCI	Esposizioni lorde	Esposizioni nette	Garanzie reali (2)	Garanzie personali (2)	Tasso di copertura dei crediti non assistiti da garanzia
imprese					
Crediti deteriorati verso clientela	230	103	112	44	66,1
<i>di cui: sofferenze</i>	146	46	65	34	80,7
famiglie consumatrici					
Crediti deteriorati verso clientela	50	27	34	2	66,6
<i>di cui: sofferenze</i>	34	15	23	1	76,1
totale settori (3)					
Crediti deteriorati verso clientela	293	136	151	47	65,3
<i>di cui: sofferenze</i>	185	63	90	36	79,7

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

(1) I dati sono tratti dai bilanci non consolidati, che non includono i prestiti erogati dalle società finanziarie appartenenti a gruppi bancari e dalle controllate estere. Dati provvisori. – (2) L'importo corrisponde all'ammontare dell'esposizione lorda coperto da una garanzia (reale o personale). – (3) Comprende anche i settori "Amministrazioni pubbliche", "Società finanziarie e assicurative", "Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie" e "Unità non classificabili e non classificate".

**Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri
per settore di controparte (1)**

(miliardi di euro e valori percentuali; giugno 2017)

PAESI/AREE	Settore pubblico	Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	Variazione percentuale del totale rispetto alla fine del precedente semestre	In percentuale del totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2)	In percentuale del totale degli impieghi (3)
Area dell'euro (esclusa Italia)	120,5	60,6	44,9	192,0	418,1	3,5	2,4	15,8
Altri paesi industriali	19,3	21,0	26,9	27,8	95,1	4,6	0,2	3,6
<i>di cui:</i> Regno Unito	1,2	11,2	15,7	7,1	35,0	4,0	0,8	1,3
Paesi emergenti e in via di sviluppo	41,7	23,7	7,1	88,3	160,7	13,6	2,2	6,1
Europa	38,4	14,1	5,8	76,7	135,0	9,1	9,3	5,1
<i>di cui:</i> Russia	2,1	2,3	0,3	17,5	22,1	21,3	23,2	0,8
Africa e Medio Oriente	2,2	1,9	0,8	4,7	9,6	-3,3	2,2	0,4
Asia e Pacifico	0,5	4,5	0,4	4,8	10,3	8,5	0,2	0,4
Centro e Sud America	0,6	3,1	0,0	2,1	5,8	3,1	0,6	0,2
Centri offshore	0,2	0,3	2,2	4,7	7,4	-3,4	0,3	0,3
Totale	181,7	105,7	81,1	312,8	681,3	4,6	1,0	25,8
<i>Per memoria:</i>								
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia	2,4	3,9	1,1	20,2	27,6	15,2	6,3	1,0

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

(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle sofferenze e al netto delle svalutazioni. Sono esclusi BancoPosta e Cassa depositi e prestiti spa. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere verso ciascun paese, segnalate alla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) da un ampio gruppo di intermediari internazionali. – (3) Gli impieghi sono dati dal totale delle esposizioni verso residenti e non residenti.

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

PERIODO	Italia (2)			Area dell'euro		
	consistenze	acquisti netti	quota sul totale attivo	consistenze	acquisti netti	quota sul totale attivo
2011	211.680	18.457	5,6	1.009.414	72.378	3,0
2012	322.687	90.128	8,3	1.251.226	213.410	3,8
2013	374.530	45.312	10,1	1.313.179	46.354	4,3
2014 – 1° trim.	381.775	785	10,2	1.355.157	23.132	4,4
2° trim.	382.674	-3.298	10,4	1.370.453	3.515	4,5
3° trim.	378.432	-6.142	10,3	1.378.601	-985	4,4
4° trim.	382.916	4.124	10,5	1.370.727	-18.872	4,4
2015 – 1° trim.	392.323	2.604	10,6	1.380.572	2.841	4,3
2° trim.	377.980	-2.877	10,5	1.343.751	-11.320	4,3
3° trim.	373.775	-8.803	10,5	1.337.991	-13.333	4,3
4° trim.	363.520	-11.930	10,2	1.295.539	-44.385	4,2
2016 – gen.	367.862	3.713	10,3	1.326.277	29.820	4,2
feb.	375.223	8.029	10,4	1.341.614	15.603	4,2
mar.	365.501	-11.184	10,2	1.328.565	-15.163	4,3
apr.	370.967	7.221	10,3	1.325.852	268	4,2
mag.	366.582	-4.808	10,3	1.321.028	-8.061	4,2
giu.	368.617	1.642	10,2	1.325.190	2.101	4,2
lug.	367.533	-1.525	10,3	1.309.177	-16.994	4,1
ago.	359.864	-7.930	10,1	1.284.102	-24.869	4,1
set.	352.325	-6.892	9,8	1.257.295	-27.856	4,0
ott.	346.789	-1.311	9,7	1.245.561	-6.416	4,0
nov.	338.644	-4.105	9,5	1.232.226	-6.506	3,9
dic.	332.665	-9.216	9,4	1.205.139	-30.545	3,9
2017 – gen.	335.618	6.594	9,5	1.198.610	1.473	3,8
feb.	338.816	2.998	9,6	1.201.719	1.919	3,8
mar.	348.416	10.295	9,7	1.205.432	4.780	3,8
apr.	350.997	2.541	9,8	1.201.872	-3.941	3,8
mag.	342.084	-9.658	9,6	1.194.060	-9.045	3,8
giu.	322.503	-19.648	9,1	1.159.823	-34.412	3,7
lug.	326.407	3.643	9,2	1.151.114	-9.224	3,7
ago.	325.137	-1.365	9,2	1.155.134	2.848	3,7
set.	318.918	-6.752	9,1	1.146.104	-6.225	3,7

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali e BCE.

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

Obbligazioni delle banche italiane per detentore e scadenza (1)
(milioni di euro; settembre 2017)

DETENTORE	Scadenza					Totale
	entro il 2018	tra il 2019 e il 2020	tra il 2021 e il 2022	tra il 2023 e il 2027	oltre il 2027	
Famiglie (2)	44.043	39.367	18.626	15.452	878	118.366
<i>di cui:</i> obbligazioni subordinate	3.097	5.121	3.697	5.428	360	17.703
Banche del gruppo (3)	12.234	12.586	10.618	5.731	3.137	44.307
<i>di cui:</i> obbligazioni subordinate	167	365	70	441	9	1.053
Altre banche residenti	5.595	9.086	3.276	3.101	634	21.692
<i>di cui:</i> obbligazioni subordinate	191	204	195	685	19	1.294
Altri investitori	39.308	51.741	31.658	48.207	7.998	178.913
<i>di cui:</i> obbligazioni subordinate	2.591	2.867	2.707	11.829	2.884	22.879
Totale	101.180	112.780	64.179	72.491	12.647	363.277
<i>di cui:</i> obbligazioni subordinate	6.046	8.557	6.670	18.383	3.273	42.929

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

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

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

	2013	2014	2015	2016		2017	
				Giugno	Dicembre	Giugno	Settembre
Totale	344,8	283,5	253,7	275,6	297,3	332,8	329,1
Titoli di Stato	101,4	119,8	97,6	96,0	88,8	125,4	123,3
Titoli di amministrazioni locali e regionali	2,6	2,9	2,6	2,3	1,7	1,8	1,7
Obbligazioni bancarie non garantite	11,5	10,4	5,8	5,4	5,3	6,2	5,3
Obbligazioni bancarie garantite dallo Stato	69,8	15,0	0,4	0,3	0,3	2,5	2,1
Obbligazioni bancarie garantite (covered bond)	61,5	49,8	46,4	62,7	76,3	74,9	77,5
Obbligazioni di emittenti non bancari	1,6	1,0	2,5	2,5	3,0	3,4	2,8
Attività cartolarizzate (<i>asset-backed securities</i>)	50,6	40,0	35,5	36,4	44	45,3	43,3
Altre attività negoziabili	2,3	0,4	0,6	0,5	0,8	2,7	2,9
Attività non negoziabili (prestiti bancari)	43,5	44,3	62,4	69,4	77,1	70,6	70,1

Fonte: elaborazioni su dati Eurosystem.

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

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

	Gruppi significativi			Gruppi non significativi		
	flussi di cassa cumulati (2)	counterbalancing capacity	indicatore di liquidità (3)	flussi di cassa cumulati (2)	counterbalancing capacity	indicatore di liquidità (3)
2015 – gen.	-3,2	14,6	11,4	-1,4	15,9	14,5
feb.	-5,1	16,5	11,5	-4,0	18,6	14,6
mar.	-5,0	16,2	11,2	-2,1	16,7	14,6
apr.	-4,5	15,5	11,0	-3,2	17,6	14,4
mag.	-4,4	15,1	10,6	-4,2	18,2	13,9
giu.	-4,2	14,7	10,5	-3,5	17,3	13,8
lug.	-3,3	14,4	11,1	-2,7	16,4	13,6
ago.	-2,4	14,4	11,8	-3,2	18,6	15,5
set.	-3,1	14,7	11,5	-4,2	19,9	15,7
ott.	-2,8	14,7	11,8	-5,1	20,9	15,8
nov.	-3,0	15,0	12,0	-4,4	19,8	15,4
dic.	-4,1	15,0	10,9	-5,2	20,3	15,1
2016 – gen.	-4,6	15,1	10,5	-6,6	21,2	14,6
feb.	-4,5	14,7	10,3	-6,0	20,4	14,5
mar.	-4,1	14,8	10,6	-5,4	21,0	15,6
apr.	-3,9	15,1	11,2	-5,8	21,1	15,3
mag.	-4,1	15,4	11,4	-5,9	21,3	15,3
giu.	-3,3	14,8	11,5	-5,6	21,1	15,4
lug.	-2,6	14,7	12,1	-4,5	20,4	15,9
ago.	-2,4	15,0	12,6	-4,7	20,8	16,1
set.	-2,5	14,9	12,4	-3,9	20,0	16,1
ott.	-2,4	14,9	12,5	-2,4	19,6	17,2
nov.	-2,7	15,0	12,3	-3,0	20,4	17,3
dic.	-3,0	14,4	11,3	-2,5	20,5	18,0
2017 – gen.	-2,5	13,4	11,0	-2,6	19,7	17,1
feb.	-2,5	14,0	11,5	-3,4	20,0	16,6
mar.	-1,6	12,9	11,3	-2,8	19,5	16,7
apr.	-0,5	12,3	11,8	-3,3	19,6	16,3
mag.	-0,6	12,9	12,3	-2,7	18,6	16,0
giu.	-0,5	13,4	12,9	-1,6	17,5	15,9
lug.	0,0	13,5	13,5	-1,4	17,3	15,9
ago.	0,0	13,9	13,9	-1,8	17,8	16,0
set.	0,6	13,5	14,1	-0,9	17,7	16,7

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

