



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

aprile 2021

1 | 2021



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 1 / 2021
Aprile

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

Relazione annuale

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

Bollettino economico

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

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

© Banca d'Italia, 2021

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

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

Direttore responsabile

Eugenio Gaiotti

Comitato di redazione

Alessio De Vincenzo e Pierluigi Bologna (coordinatori), Nicola Branzoli, Mario Cappabianca, Wanda Cornacchia, Maddalena Galardo, Raffaele Gallo, Teresa Griffo (Ivass), David Loschiavo, Gaetano Marseglia, Arianna Miglietta, Stefano Nobili, Fabio Parlapiano, Stefano Pasqualini (Ivass), Tommaso Perez, Anna Rendina, Alessandro Schiavone, Marco Taboga

Riquadri

Stefano Antonelli, Simone Auer, Giacomo Ceccobelli, Antonio M. Conti, Laura Coppola, Wanda Cornacchia, Antonio De Socio, Maddalena Galardo, Raffaele Gallo, David Loschiavo, Giacomo Manzelli, Giulia Mele, Simone Narizzano, Tommaso Orlando, Federica Pallante (Ivass), Daniele Piras, Dario Portioli, Vittorio Siracusa

Aspetti editoriali

Alessandra Giammarco, Valentina Anna Elda Memoli, Silvia Mussolin

Grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 23 aprile 2021, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI	7
1.1 I rischi macroeconomici	7
1.2 Le famiglie e le imprese	15
2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO	26
2.1 I mercati monetari e finanziari	26
2.2 Le banche	35
2.3 Le assicurazioni e l'industria del risparmio gestito	49
3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI	60
DOCUMENTAZIONE STATISTICA	65

INDICE DEI RIQUADRI

I prestiti alle imprese durante la pandemia in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro	11
La liquidità delle famiglie italiane durante la pandemia	18
Gli effetti della pandemia sui bilanci e sulla rischiosità delle imprese nei diversi settori di attività economica	21
La prima emissione di BTP Green	29
La gestione e la misurazione del rischio di credito per i prestiti in moratoria	37
La performance delle operazioni assistite dalla garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze	40
Le misure macroprudenziali proposte dall'EIOPA nella revisione del regime Solvency II	53
Le tensioni sui mercati finanziari nel 2020: le indicazioni per l'intermediazione non bancaria e la stabilità finanziaria	55
La creazione di nuovo spazio macroprudenziale	62
L'introduzione di nuovi strumenti macroprudenziali in Italia	63

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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

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

SINTESI

Nei primi mesi dell'anno il quadro macroeconomico globale è migliorato, soprattutto nelle economie avanzate, in seguito all'avvio della campagna di vaccinazione e ai nuovi ingenti interventi delle autorità. I rischi per la stabilità finanziaria rimangono tuttavia elevati, a causa dell'evoluzione ancora incerta della pandemia e delle sue conseguenze economiche.

In Italia, come negli altri paesi dell'Unione europea, le condizioni sui mercati finanziari restano distese. Il rialzo dei tassi di interesse reali a lungo termine negli Stati Uniti non si è trasmesso all'area dell'euro anche grazie all'intervento del Consiglio direttivo della BCE, che da marzo ha aumentato gli acquisti di titoli nel programma per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP). Sui mercati dei titoli di Stato le condizioni sono favorevoli; nel primo bimestre del 2021 sono cresciuti gli acquisti da non residenti.

L'impatto della pandemia sulla situazione economica delle famiglie è stato assai diversificato e ha determinato un incremento della disuguaglianza dei redditi. Nel complesso tuttavia la capacità di rimborso dei prestiti è rimasta buona, per effetto dei bassi tassi di interesse, delle moratorie e delle altre misure di sostegno. La quota di debito detenuto dalle famiglie finanziariamente vulnerabili, seppure in aumento, è contenuta e i rischi per il sistema finanziario sono limitati.

I riflessi della crisi pandemica sulla redditività e sull'indebitamento delle imprese sono ampi – nonostante le misure di politica economica adottate e le favorevoli condizioni di accesso al credito – e molto eterogenei tra settori di attività. I rischi derivanti da un aumento della vulnerabilità delle imprese, in particolare nei comparti più colpiti dalla pandemia, restano elevati, ma possono essere attenuati dalla ripresa dell'economia e dalle politiche monetaria e di bilancio. Le misure di sostegno della liquidità e dell'accesso al credito sono ancora necessarie: un'uscita prematura potrebbe accrescere le

difficoltà delle imprese che hanno buone possibilità di rilancio. In prospettiva una graduale e mirata rimodulazione degli interventi potrà consentire di minimizzare i rischi per la stabilità finanziaria.

Il peggioramento della qualità del credito continua a rappresentare il principale rischio cui sono esposte le banche. Il tasso di deterioramento dei prestiti ha registrato negli ultimi mesi un aumento, in particolare per le esposizioni verso le imprese dei settori più colpiti dalla crisi. Le rettifiche sui crediti in bonis hanno continuato a crescere, contribuendo alla forte riduzione della redditività nel 2020; la situazione di incertezza richiede notevole prudenza e il rafforzamento delle decisioni di accantonamento, soprattutto da parte delle banche meno significative. Lo scorso anno la pandemia non ha rallentato i piani di dismissione dei crediti deteriorati.

La patrimonializzazione è ulteriormente migliorata nel secondo semestre del 2020, sia per le banche significative sia per quelle meno significative, principalmente grazie alla ricomposizione delle attività in portafoglio verso esposizioni meno rischiose. Il divario tra la patrimonializzazione media delle banche significative italiane e quella degli intermediari significativi dei paesi partecipanti all'SSM si è sostanzialmente annullato.

Nella seconda metà dello scorso anno l'indice di solvibilità medio delle compagnie di assicurazione è salito, raggiungendo un livello superiore a quello della fine del 2019, soprattutto in seguito agli incrementi di valore dei titoli in portafoglio. Nell'anno la redditività si è leggermente ridotta; la liquidità degli attivi delle compagnie rimane adeguata.

Negli ultimi mesi è proseguita la crescita della raccolta netta dei fondi comuni (aperti, alternativi e immobiliari). La quota dei fondi aperti vulnerabili a richieste di rimborso elevate è aumentata ma resta bassa. I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal comparto si mantengono contenuti.

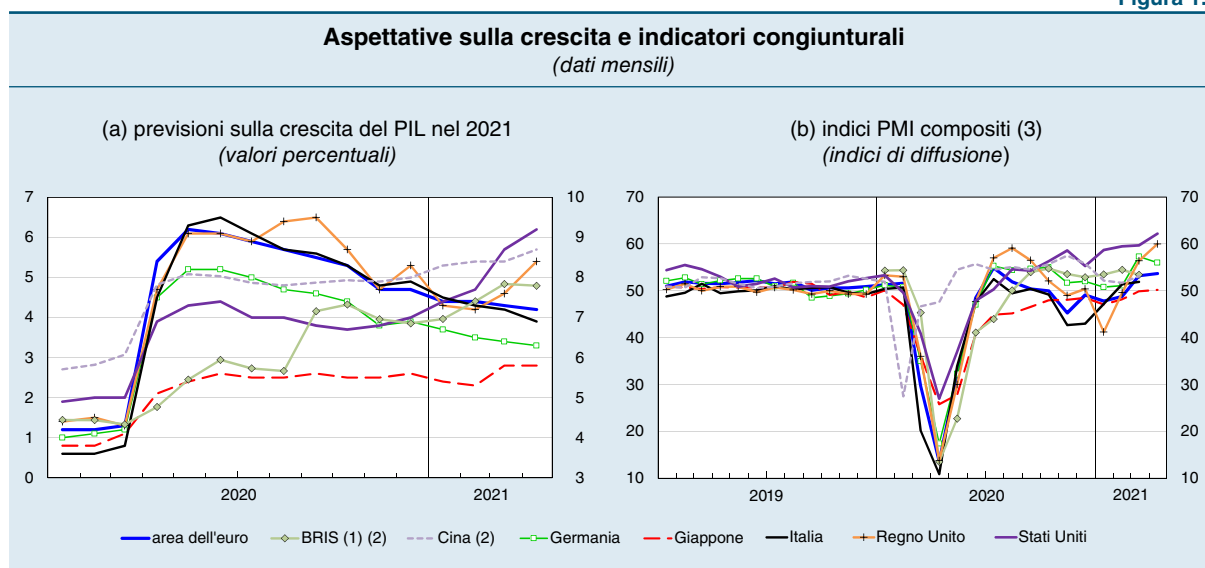
1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI MACROECONOMICI

I rischi globali e dell'area dell'euro

Il quadro macroeconomico globale è migliorato nei primi mesi dell'anno soprattutto nelle economie avanzate, in particolare negli Stati Uniti, grazie all'avvio della campagna vaccinale e all'approvazione di ingenti misure fiscali di sostegno (fig. 1.1.a). Nei paesi emergenti e in via di sviluppo il quadro congiunturale appare differenziato: in Cina la crescita ha ripreso vigore grazie a un'efficace gestione della pandemia e a politiche anticicliche, mentre in altre economie la ripresa dell'attività è più lenta, a causa dei ridotti margini per interventi di bilancio e della minore disponibilità di vaccini. Gli indicatori congiunturali confermano l'espansione dell'attività, in special modo per Stati Uniti, Regno Unito e nel comparto manifatturiero, mentre il settore dei servizi continua a risentire delle misure restrittive (fig. 1.1.b).

Figura 1.1



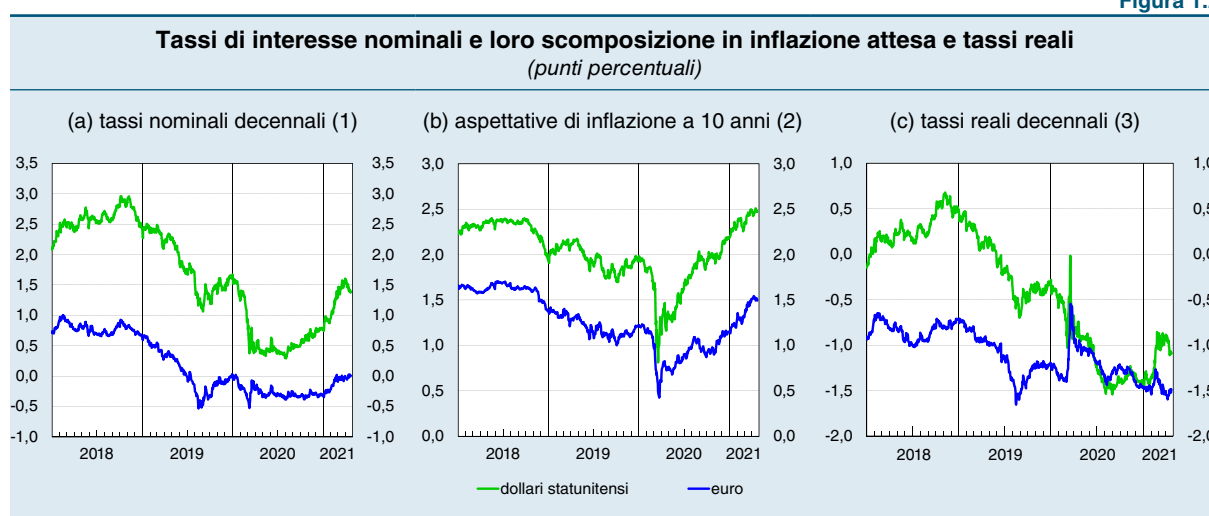
Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics, ISM, Markit e Refinitiv.

(1) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India e Sudafrica (BRIS), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL del 2019 (FMI, *World Economic Outlook Database*, aprile 2021). – (2) Scala di destra. – (3) Indici compositi di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (*purchasing managers' index*, PMI) relativi all'attività economica nei diversi settori. Valori superiori (inferiori) a 50 sono coerenti con un'espansione (contrazione) dell'attività rispetto al mese precedente.

Nonostante i segnali di ripresa, sulle previsioni di crescita a breve termine pesano le difficoltà nella somministrazione dei vaccini su vasta scala e l'incertezza sull'evoluzione della pandemia per il diffondersi di nuove varianti del virus. Un ulteriore fattore di rischio è legato alla situazione finanziaria delle imprese, che in prospettiva potrebbe risentire dell'aumento dell'indebitamento.

Dallo scorso autunno i tassi di interesse nominali a lungo termine sono risaliti in misura significativa negli Stati Uniti e in modo più lieve nell'area dell'euro (fig. 1.2.a); in entrambe le aree vi ha contribuito la decisa ripresa delle aspettative di inflazione (fig. 1.2.b). L'incremento dei rendimenti reali negli Stati Uniti (fig. 1.2.c) non si è propagato all'area dell'euro anche per effetto dell'intervento della Banca centrale europea: in marzo il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare il ritmo degli acquisti nell'ambito del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) e ha confermato l'impegno a mantenere condizioni finanziarie molto accomodanti per tutta la durata degli effetti della pandemia (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2021).

Figura 1.2



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

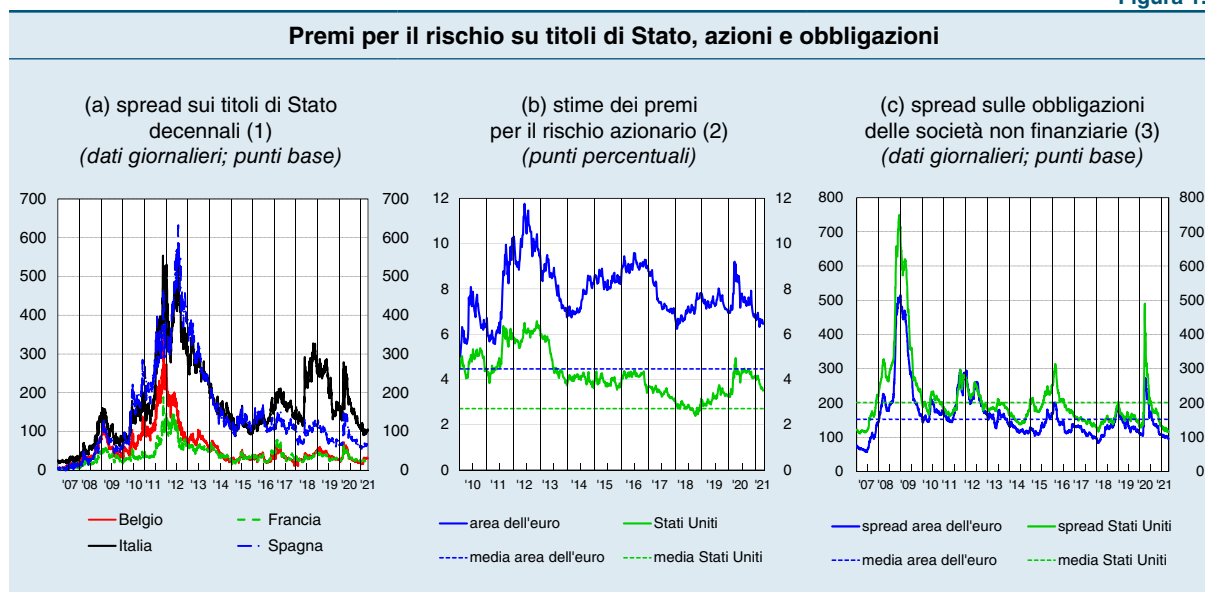
(1) Tasso decennale zero coupon calcolato utilizzando la curva dei tassi *overnight indexed swaps* (OIS). – (2) Tasso sugli swap di inflazione decennali zero coupon. – (3) Il tasso reale è calcolato come differenza fra i tassi nominali e quelli di inflazione (cfr. le note 1 e 2).

Le condizioni sui mercati dei titoli di Stato nell'area dell'euro sono rimaste distese: la liquidità degli scambi e gli spread sono su livelli prossimi in media a quelli osservati prima della crisi pandemica (fig. 1.3.a). I programmi di acquisto promossi dalla BCE contribuiscono a contenere i rischi relativi a un aumento della volatilità e a un deterioramento delle condizioni di liquidità.

I principali indici azionari sono cresciuti, sostenuti dal miglioramento delle prospettive reddituali: in base alle aspettative degli analisti censite dalla banca dati Institutional Brokers' Estimate System (IBES), quest'anno gli utili societari nell'area dell'euro tornerebbero su livelli pressoché pari a quelli del 2019 (sarebbero superiori di circa il 10 per cento negli Stati Uniti).

Secondo nostre stime le quotazioni sarebbero state spinte al rialzo anche da una sensibile diminuzione dei premi per il rischio (fig. 1.3.b), che restano tuttavia al di sopra dei valori medi di lungo periodo, segnalando bassi rischi di sopravvalutazione. La volatilità delle quotazioni, pur relativamente contenuta in media, si è innalzata temporaneamente alla fine di febbraio, in concomitanza con l'intensificarsi dell'incremento dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti.

Su alcuni mercati azionari, in particolare quello statunitense, episodi di volatilità molto accentuata hanno riguardato singoli titoli colpiti da ingenti flussi di compravendite – di natura speculativa e non motivati da considerazioni sui fondamentali delle società coinvolte – da parte di piccoli investitori che operano attraverso piattaforme di negoziazione online e si coordinano utilizzando sistemi di messaggistica condivisa su internet. In alcuni casi le società di negoziazione e di regolamento hanno



Fonte: ICE Bank of America Merrill Lynch e Refinitiv.

(1) Differenziali di rendimento fra i titoli di Stato benchmark con scadenza decennale emessi dai paesi indicati in legenda e i corrispondenti titoli tedeschi. – (2) Per gli indici azionari S&P 500 (Stati Uniti) e Datastream EMU Total Market (area dell'euro) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili medi per azione e il valore dell'indice (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il rendimento reale dei titoli di Stato decennali indicizzati all'inflazione, ottenendo una stima del premio per il rischio azionario. Le linee tratteggiate indicano le medie dei premi per il rischio nel periodo dal 1993 al 2021. – (3) Gli spread si riferiscono alle obbligazioni con rating BBB emesse dalle società non finanziarie. Le linee tratteggiate indicano le medie degli spread nel periodo dal 2000 al 2021.

dovuto ampliare significativamente i margini di garanzia richiesti per operare sui titoli più colpiti dalle speculazioni; alcuni fondi di investimento particolarmente esposti a tali titoli hanno riportato perdite ingenti. Le autorità di controllo, tra cui l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA)¹, stanno dedicando crescente attenzione al rischio che si ripetano simili episodi.

Gli spread sulle obbligazioni societarie sono scesi, collocandosi sensibilmente al di sotto della loro media storica sia nel comparto *investment grade* (fig. 1.3.c), sia in quello *high yield*, a fronte di declassamenti e di tassi di insolvenza che, sebbene in diminuzione e inferiori a quelli previsti all'inizio dello scorso anno, si mantengono ancora elevati (cfr. il par. 2.1). In base a nostri modelli, nell'area dell'euro e negli Stati Uniti gli spread sui titoli *investment grade* sono inferiori di circa il 30 per cento rispetto ai valori storicamente associati a condizioni analoghe a quelle attuali sotto il profilo della rischiosità dei titoli obbligazionari, del livello dei tassi di interesse e della fase del ciclo economico. Il rischio di marcati rialzi degli spread potrebbe essere legato ad aumenti prematuri dei tassi di interesse, tali da determinare un significativo aggravio dell'onere del servizio del debito per le imprese e ridurre la solvibilità.

Nella seconda metà del 2020 la redditività media delle banche dell'Unione europea si è collocata su livelli ancora molto contenuti, con un'elevata variabilità fra i singoli intermediari. Vi hanno contribuito la significativa diminuzione del margine di interesse e le rettifiche di valore sui prestiti; queste ultime, seppure in calo, restano superiori rispetto a quelle registrate prima della pandemia. La solidità patrimoniale delle banche, misurata dal rapporto fra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio, ha tuttavia continuato a rafforzarsi, grazie anche alla decisione di limitare la distribuzione degli utili agli azionisti. Tali miglioramenti si sono riflessi nell'andamento dei premi sui credit default swap (CDS) delle banche, scesi sino a toccare livelli simili a quelli osservati alla fine del 2019. I corsi

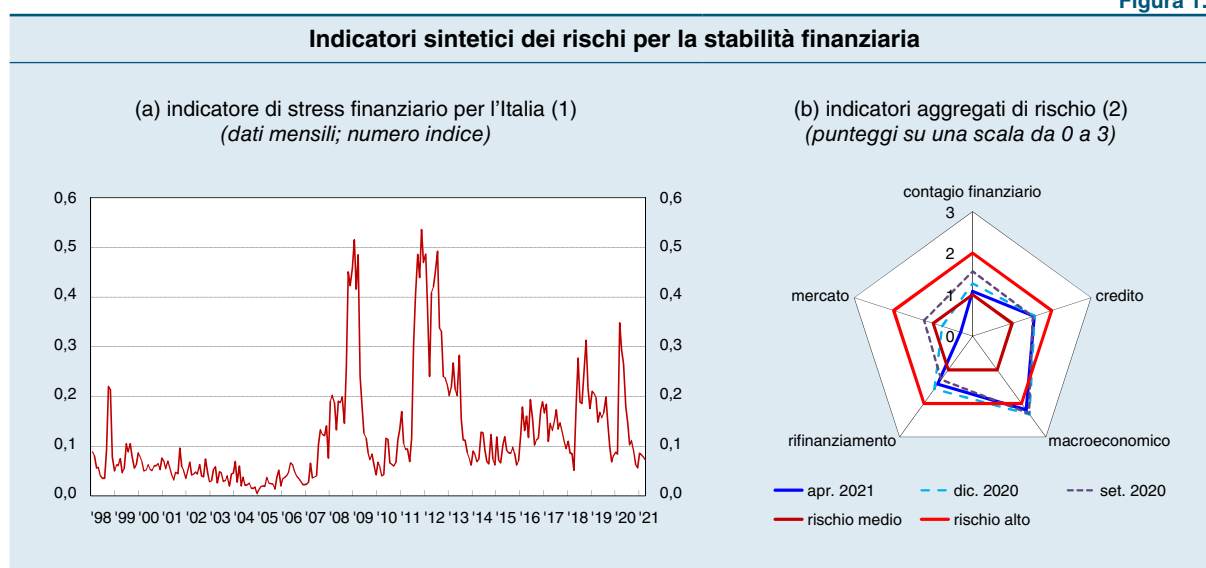
¹ ESMA, *Episodes of very high volatility in trading of certain stocks*, 17 febbraio 2021.

delle azioni bancarie hanno segnato marcati aumenti, collegati con le attese di un deciso recupero della redditività nell'anno in corso. Le ingenti perdite subite alla fine di marzo da alcune istituzioni a rilevanza sistemica globale – a seguito del fallimento di Archegos, un intermediario non bancario statunitense specializzato in operazioni a elevata leva finanziaria – non hanno inciso sulle aspettative di redditività del sistema bancario dell'Unione europea. L'episodio conferma la necessità di migliorare gli obblighi di segnalazione e di informativa da parte degli intermediari non bancari, proseguendo nel percorso di riforme regolamentari promosso a livello internazionale dal Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB; cfr. il riquadro: *Le tensioni sui mercati finanziari nel 2020: le indicazioni per l'intermediazione non bancaria e la stabilità finanziaria* del capitolo 2).

La condizione macrofinanziaria dell'Italia

In Italia i rischi per la stabilità finanziaria sono attenuati dagli interventi di sostegno dell'economia, ma resta elevata l'incertezza circa gli andamenti di più lungo termine. L'indicatore di stress finanziario, dopo essere sceso vicino ai minimi degli ultimi dieci anni in dicembre, è lievemente risalito, rimanendo comunque su valori contenuti (fig. 1.4.a). I rischi di contagio nel settore bancario e quelli di mercato sono relativamente bassi, mentre è alto il rischio derivante dalle condizioni macroeconomiche (fig. 1.4.b).

Figura 1.4



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) L'indicatore varia tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). Per maggiori dettagli, cfr. A. Miglietta e F. Venditti, *An indicator of macro-financial stress for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 497, 2019. – (2) Gli indicatori aggregati sono basati sul quadro analitico dei rischi descritto in F. Venditti, F. Columba e A.M. Sorrentino, *A risk dashboard for the Italian economy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 425, 2018. Valori compresi tra 0 e 1 indicano un livello di rischio basso; tra 1 e 2 un livello medio; tra 2 e 3 rischio elevato.

Le prospettive dell'economia dipendono dall'evoluzione dei contagi e della campagna vaccinale. La proroga a giugno del 2021 di alcuni provvedimenti di sostegno, tra cui la moratoria e gli schemi di garanzia pubblici, ha evitato che una congiuntura ancora debole danneggiasse imprese fondamentalmente sane; con il ridursi dell'incertezza gli interventi potranno divenire più selettivi, così da evitare rischi di un'inefficiente allocazione delle risorse. Nel medio termine pesano, come nei principali paesi europei, le vulnerabilità dovute all'aumento dell'indebitamento delle imprese nei settori più colpiti dalla pandemia, che potrebbero riflettersi anche sulla qualità degli attivi delle banche (cfr. i parr. 1.2 e 2.2).

Le misure del ciclo finanziario italiano risentono dei provvedimenti adottati per contrastare gli effetti della pandemia. La crescita dei prestiti rimane solida sia per le famiglie sia per le società non finanziarie (cfr. il riquadro: *I prestiti alle imprese durante la pandemia in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro*).

I PRESTITI ALLE IMPRESE DURANTE LA PANDEMIA IN ITALIA E NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO¹

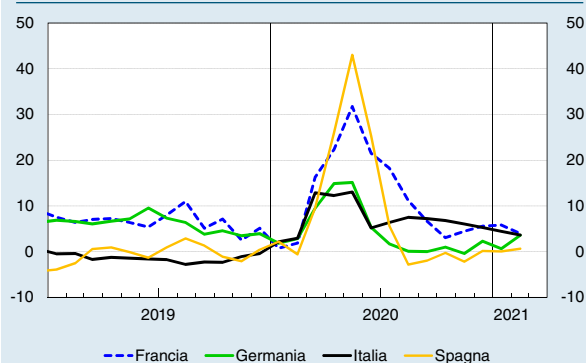
Nel corso della prima ondata pandemica i prestiti alle società non finanziarie hanno nettamente accelerato nei quattro principali paesi dell'area dell'euro, pur con intensità differenti: il tasso di crescita sui tre mesi ha raggiunto il picco a maggio del 2020, collocandosi al 13,0 per cento in Italia e al 15,1 in Germania e su valori ancora più elevati, il 31,7 e il 43,0 per cento, rispettivamente in Francia e Spagna (dati al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno; figura A).

In questa fase l'espansione del credito ha riflesso il marcato aumento della richiesta di fondi da parte delle imprese, da un lato per soddisfare il fabbisogno di liquidità dovuto al calo dei flussi di cassa, dall'altro per costituire riserve precauzionali volte a fronteggiare l'incertezza sulle prospettive economiche. Secondo l'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS)², in tutti i paesi questo deciso incremento della domanda di prestiti ha riguardato prevalentemente le esposizioni assistite da garanzia dello Stato (figura B), che hanno svolto un ruolo cruciale nel sostenere l'afflusso di credito alle aziende.

Fino alla metà del 2020 anche i criteri di offerta applicati sui nuovi finanziamenti alle imprese sono stati notevolmente allentati in Francia, Italia e Spagna, a fronte di un modesto irrigidimento in

Figura A

Prestiti alle società non finanziarie nei principali paesi dell'area (1)
(dati mensili; valori percentuali)

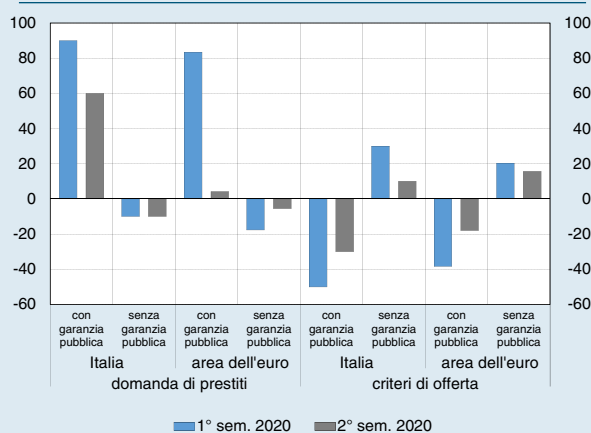


Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Variazioni percentuali sui 3 mesi in ragione d'anno, calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. I dati sono depurati dalla componente stagionale.

Figura B

Domanda e offerta di credito per prestiti con e senza garanzia pubblica legata all'emergenza Covid-19 (1)
(dati semestrali; percentuali nette)



Fonte: BLS.

(1) Valori positivi indicano un aumento della domanda e una restrizione dell'offerta di credito rispetto al semestre precedente. La percentuale netta è definita come la differenza tra la quota delle banche che indicano una variazione di un dato segno (ad es. un "incremento della domanda" e un "irrigidimento dei criteri") e la quota di quelle che indicano una variazione di segno opposto (ad es. una "diminuzione della domanda" e un "allentamento dei criteri"). Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -100 e 100.

¹ A cura di Simone Auer e Antonio M. Conti.

² BCE, *January 2021 euro area Bank Lending Survey*, comunicato stampa del 19 gennaio 2021.

Germania; vi hanno contribuito ovunque le misure di politica monetaria, prudenziale e di bilancio, in particolare quelle di sostegno alla liquidità.

Durante la seconda fase dell'emergenza sanitaria la crescita dei prestiti alle società non finanziarie è stata eterogenea tra paesi: da agosto la dinamica è risultata debole in Germania e Spagna, mentre è rimasta robusta in Francia e Italia, sebbene in attenuazione rispetto alla primavera³. Nella seconda metà dell'anno i criteri di offerta applicati ai nuovi finanziamenti alle imprese sono stati nel complesso irrigiditi in Francia, Spagna e Germania, mentre si sono mantenuti favorevoli in Italia. La differente evoluzione dei criteri di offerta nei vari paesi è stata verosimilmente determinata dalla composizione dei flussi di credito: in Italia il ricorso ai prestiti garantiti dallo Stato è stato più intenso in questa fase, dopo gli iniziali ritardi nell'attuazione delle misure di sostegno alla liquidità⁴.

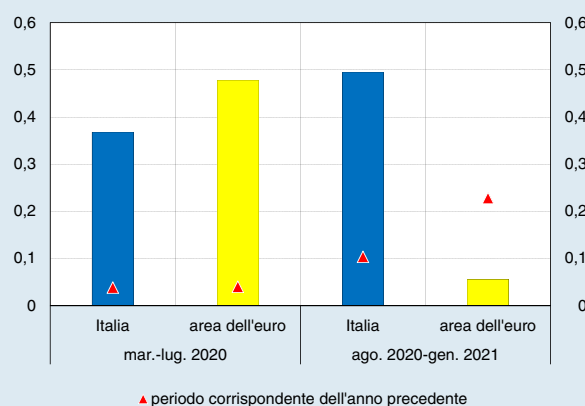
A partire dall'estate la dinamica della domanda è stata diversificata. Solo le banche italiane, tra quelle intervistate nell'indagine, hanno segnalato un'ulteriore marcata espansione della domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie, sostenuta dalla necessità di soddisfare il fabbisogno di liquidità e di costituire riserve precauzionali.

La maggiore persistenza della domanda di fondi a fini precauzionali per le imprese italiane trova conferma in un'analisi della correlazione tra i flussi cumulati di prestiti e depositi a livello di singola banca⁵. Una relazione positiva è emersa durante la prima fase della pandemia in tutti i principali paesi dell'area, mentre nel periodo successivo (da agosto del 2020 a gennaio del 2021) si è osservata solo in Italia (figura C).

Ciò può avere riflesso la necessità di continuare ad adeguare le riserve di liquidità da parte delle imprese italiane a seguito degli iniziali ritardi nell'attuazione delle misure di sostegno e del minore ricorso a fonti di finanziamento alternative al credito bancario. Tra marzo del 2020 e gennaio del 2021 le imprese italiane hanno registrato emissioni nette di titoli di debito e azioni quotate per un ammontare complessivo di circa 12 miliardi, a fronte dei 74 e 64 delle aziende francesi e tedesche.

Figura C

Correlazione tra flussi cumulati di prestiti e depositi delle società non finanziarie (1)
(indici)



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

(1) Dati a livello di singola banca. L'indice di correlazione è calcolato tra i flussi netti cumulati di prestiti e depositi delle società non finanziarie in rapporto al totale dell'attivo di banca nel mese precedente al periodo considerato.

³ Nel periodo tra agosto del 2020 e febbraio del 2021, in Italia e Francia il tasso di crescita annualizzato dei prestiti alle società non finanziarie è stato rispettivamente pari al 5,3 e al 4,6 per cento (dati al netto dei fattori stagionali); in Germania e Spagna, nello stesso periodo, l'espansione dei finanziamenti è stata rispettivamente dell'1,6 per cento e prossima allo zero.

⁴ L'ammontare complessivo dei prestiti con garanzia pubblica erogati tra luglio e dicembre è stato di circa 90, 30, 23 e 20 miliardi, rispettivamente, in Italia, Spagna, Francia e Germania; fino a giugno i valori corrispondenti sono risultati pari a 38, 85, 107 e 38 miliardi. Sulle cause dei ritardi nell'erogazione dei finanziamenti assistiti da garanzie, cfr. *Lo stato di attuazione delle misure in materia di finanziamento con garanzie dello Stato previste dai Decreti Legge n. 18 di marzo e n. 23 di aprile 2020*, audizione del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia P. Angelini, Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Roma, 11 giugno 2020.

⁵ L'analisi è basata su dati mensili dei bilanci bancari armonizzati individuali riferiti a un campione rappresentativo di banche in Francia, Germania e Spagna e all'universo degli intermediari segnalanti in Italia.

Lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito e prodotto (*credit-to-GDP gap*) è diventato positivo, spinto dall'incremento dei prestiti e dalla caduta del PIL. I rischi di una prolungata espansione del ciclo finanziario appaiono comunque limitati: nel corso del 2021 il *credit-to-GDP gap* tornerebbe negativo, riflettendo il rallentamento del credito e il ritorno alla crescita del prodotto (fig. 1.5).

In aprile il Governo ha approvato il *Documento di economia e finanza 2021*, che aggiorna stime e obiettivi per i conti pubblici. Il debito programmato per l'anno in corso è pari al 159,8 per cento del prodotto, in aumento di 4 punti di PIL rispetto al 2020. Nel successivo triennio il rapporto tra debito e prodotto si ridurrebbe gradualmente, grazie a un onere medio per interessi inferiore al tasso di crescita nominale dell'economia.

Le misure adottate per contrastare gli effetti economici della pandemia hanno natura temporanea e non mettono in discussione la sostenibilità delle finanze pubbliche italiane. Tuttavia la stabilizzazione del debito su livelli molto elevati lascerebbe il Paese esposto a rischi derivanti da tensioni sui mercati finanziari. In prospettiva per ricondurre il rapporto tra debito e prodotto su un sentiero di diminuzione serviranno il ritorno alla crescita, condizioni finanziarie distese e, quando la situazione macroeconomica lo consentirà, un graduale e progressivo aggiustamento di bilancio².

Alla capacità dell'economia italiana di fronteggiare lo shock pandemico contribuiscono: il basso indebitamento delle famiglie e la situazione finanziaria delle imprese migliore che in passato (cfr. il par. 1.2); l'elevata vita media residua dei titoli pubblici (cfr. il par. 2.1); l'aumento del grado di patrimonializzazione delle banche (cfr. il par. 2.2); il basso rischio di liquidità nell'industria del risparmio gestito (cfr. il par. 2.3); la posizione netta con l'estero in attivo (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A1).

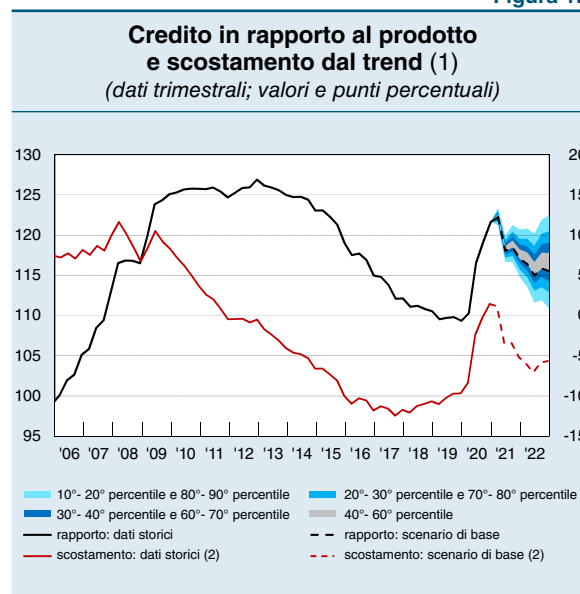
I mercati immobiliari

Nell'area dell'euro la pandemia ha avuto un impatto diverso sul mercato immobiliare residenziale e su quello non residenziale. Nella seconda metà del 2020 l'espansione dei prezzi delle abitazioni è proseguita nel complesso dell'area e nei maggiori paesi (fig. 1.6.a). La debolezza del quadro macroeconomico ha invece avuto ripercussioni negative sul comparto commerciale, dove si è osservato un forte rallentamento dei prezzi.

In Italia le compravendite di immobili residenziali sono cresciute in modo marcato nel secondo semestre del 2020, senza tuttavia compensare interamente il forte calo dei primi due trimestri: nel complesso

² *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2021*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia E. Gaiotti, Camera dei deputati, Roma, 20 aprile 2021.

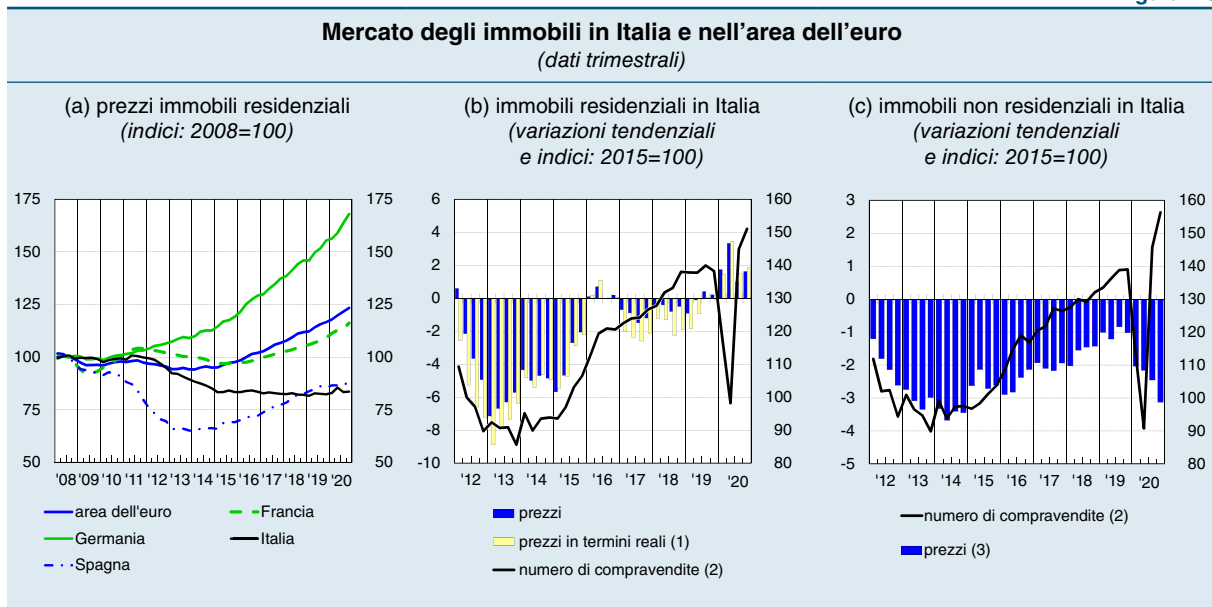
Figura 1.5



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

(1) La distribuzione di probabilità delle proiezioni tiene conto di shock asimmetrici ai principali fattori di rischio, secondo la procedura descritta in C. Miani e S. Siviero, *A non-parametric model-based approach to uncertainty and risk analysis of macroeconomic forecasts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 758, 2010. — (2) Per la metodologia di calcolo dello scostamento dal trend, cfr. P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori e E. Sette, *A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015. Scala di destra.

Figura 1.6



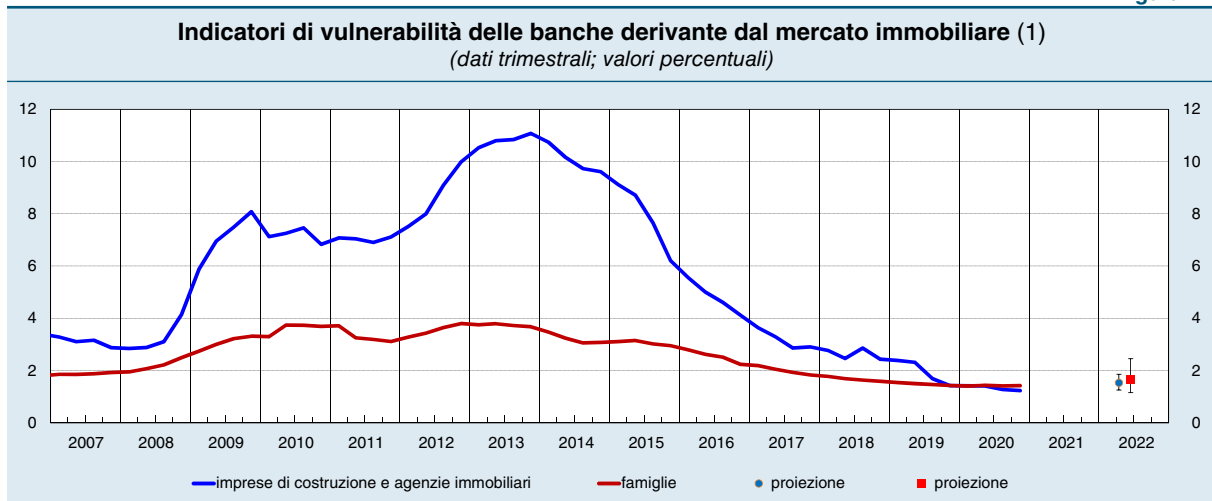
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI, Nomisma e Scenari Immobiliari.

(1) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (2) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra. – (3) L'indicatore, a carattere sperimentale, utilizza informazioni desunte dalle transazioni effettivamente avvenute sul mercato.

dell'anno la variazione è stata negativa (-7,6 per cento). I prezzi hanno continuato a salire moderatamente (fig. 1.6.b); nostre stime mostrano che si manterrebbero stabili quest'anno.

Le prospettive del mercato sono incerte: le attese degli agenti immobiliari, intervistati fra gennaio e febbraio nell'ambito delle nostre inchieste congiunturali, sono migliorate rispetto alla precedente rilevazione, ma restano prevalentemente pessimiste. Gli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it segnalano che nel primo trimestre del 2021 la domanda di abitazioni è rimasta sostenuta.

Figura 1.7



(1) La vulnerabilità delle banche è misurata dal rapporto tra il flusso di nuovi crediti deteriorati negli ultimi 4 trimestri e la media di capitale e riserve delle banche nello stesso periodo. Le proiezioni relative al 2° trimestre 2022 sono rappresentate graficamente dai valori mediani e dai 10° e 90° percentili. Per la metodologia, cfr. F. Ciocchetta, W. Cornacchia, R. Felici e M. Loberto, *Assessing financial stability risks from the real estate market in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 323, 2016, e F. Ciocchetta e W. Cornacchia, *Assessing financial stability risks from the real estate market in Italy: an update*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 493, 2019.

Le compravendite di immobili non residenziali, nonostante la ripresa nella seconda metà del 2020, sono scese del 7,7 per cento nel complesso dell'anno. Si è accentuato il calo dei prezzi, già in diminuzione prima dell'emergenza sanitaria (fig. 1.6.c).

Nel secondo semestre del 2020 gli indicatori che misurano la vulnerabilità delle banche derivante dalle esposizioni immobiliari si sono mantenuti su livelli storicamente contenuti, anche a seguito degli interventi di moratoria (fig. 1.7). Nostre proiezioni a un anno segnalano un lieve aumento degli indicatori, che tuttavia resterebbero molto al di sotto del picco registrato in seguito alla crisi dei debiti sovrani nell'area dell'euro.

1.2 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

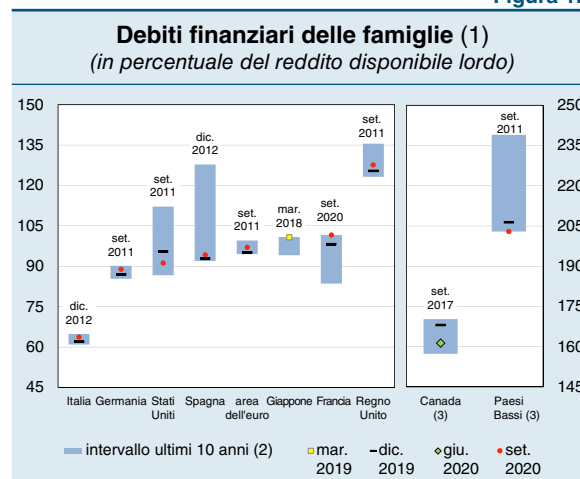
Le famiglie

L'impatto della pandemia sulle condizioni economiche delle famiglie italiane è stato assai diversificato: ha colpito soprattutto gli individui con lavori più instabili e quelli occupati nei settori maggiormente esposti, determinando un significativo aumento della disuguaglianza dei redditi. Nonostante ciò, nel complesso la capacità di rimborso dei debiti è rimasta buona, favorita dai bassi tassi di interesse e dalle moratorie. Nel 2020 la flessione del reddito disponibile è stata meno pronunciata di quella del prodotto, grazie agli strumenti di integrazione salariale e alle altre misure di sostegno. Il forte incremento del risparmio che ne è derivato ha alimentato investimenti negli strumenti più liquidi. In prospettiva alcuni nuclei più indebitati potrebbero risentire della fase congiunturale; la quota di debito a rischio di insolvenza resta comunque bassa. I rischi per gli intermediari derivanti dal settore delle famiglie si mantengono circoscritti.

A dicembre del 2020 l'indebitamento delle famiglie in rapporto al reddito disponibile, pari al 64,7 per cento, era superiore di 2,6 punti percentuali rispetto alla fine del 2019; rimane molto basso nel confronto internazionale (per il quale i dati più recenti sono relativi a settembre; fig. 1.8). Dopo la brusca decelerazione nel primo semestre del 2020, nella seconda metà dell'anno e nei primi mesi del 2021 i prestiti bancari sono cresciuti a ritmi inferiori a quelli precedenti la crisi (all'1,2 per cento in ragione d'anno a febbraio del 2021, dal 3,2 del corrispondente mese del 2020). Il forte ridimensionamento del credito al consumo (in riduzione dell'1,9 per cento a febbraio del 2021, a fronte di un'espansione dell'8,0 di un anno prima) è stato bilanciato dalla crescita dei mutui, tornata prossima a quella antecedente la pandemia (2,4 per cento a febbraio del 2021), in connessione con la sostenuta ripresa delle compravendite immobiliari nella seconda parte del 2020 (cfr. il par. 1.1). In base ai dati della piattaforma digitale MutuiOnline.it, oltre l'85 per cento dei nuovi mutui sarebbe stato erogato a lavoratori con contratto a tempo indeterminato, il cui reddito è meno esposto agli effetti della crisi.

Il tasso medio sui prestiti in essere, ancora in calo, ha raggiunto un valore minimo del 2,8 per cento in

Figura 1.8



Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia; BCE per i paesi dell'area dell'euro; Office for National Statistics e Banca d'Inghilterra per il Regno Unito; Federal Reserve System e Bureau of Economic Analysis per gli Stati Uniti; OCSE per il Canada e il Giappone.

(1) I dati sono di fine periodo e si riferiscono alle famiglie consumatrici e produttrici; per gli Stati Uniti alle sole famiglie consumatrici. Per il Canada e il Giappone gli ultimi dati disponibili sono rispettivamente il 2° trimestre del 2020 e il 1° del 2019. – (2) Intervallo definito dall'estremo superiore e inferiore assunti dal rapporto tra il 3° trimestre del 2011 e il 3° del 2020. La data indicata è quella in cui il rapporto ha raggiunto il valore massimo del periodo. – (3) Scala di destra.

febbraio. L'esposizione delle famiglie ai rischi di rialzi dei tassi di mercato è contenuta dalla composizione dei prestiti. La quota di mutui a tasso fisso ha toccato un massimo alla fine del 2020 (pari al 52 per cento delle consistenze, in aumento di 6 punti percentuali da dicembre del 2019). Le famiglie scelgono prevalentemente il tasso fisso anche per indebitarsi a scopo di consumo (il 58 per cento delle erogazioni degli ultimi 5 anni).

Nel 2020 l'ulteriore flessione dei tassi di interesse e il ricorso alle moratorie hanno limitato le conseguenze della contrazione del reddito disponibile (-2,8 per cento) sulla restituzione dei finanziamenti: il tasso di deterioramento dei prestiti alle famiglie si è mantenuto in linea con i valori molto bassi registrati alla vigilia della crisi, nonostante il lieve aumento nel quarto trimestre dell'anno (1,0 per cento; cfr. il par. 2.2). Secondo i dati dell'indagine regionale sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*), il rimborso delle rate è ripreso regolarmente per quasi il 90 per cento dell'ammontare dei mutui che alla fine del 2020 erano giunti al termine del periodo di sospensione dei pagamenti previsto dalle moratorie e da accordi bilaterali con le banche. In base a informazioni preliminari, nei primi mesi del 2021 si sarebbe verificato un ulteriore lieve deterioramento della qualità del credito.

Una dinamica del reddito delle famiglie più debole di quella prefigurata dalle ultime stime di crescita potrebbe incidere negativamente sulla capacità di onorare gli impegni finanziari. In base ai risultati dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane³, circa il 30 per cento delle famiglie indebitate dichiarava di incontrare difficoltà nella restituzione dei finanziamenti a causa della pandemia e una parte rilevante aveva ottenuto almeno una forma di sostegno del reddito nei tre mesi precedenti l'intervista. Le difficoltà variano in misura significativa a seconda della posizione lavorativa dell'intervistato e del settore di attività economica della sua occupazione: sono maggiori per i lavoratori autonomi, i dipendenti a tempo determinato o in part-time e quelli che operano nei settori più colpiti dalla crisi (commercio, riparazioni, alberghi e ristoranti). Le difficoltà di rimborso di queste famiglie, alcune delle quali hanno già fatto ricorso alla possibilità di sospendere i pagamenti, potranno essere ulteriormente attenuate dalla recente proroga delle moratorie sui mutui⁴.

Secondo le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia⁵ basate su uno scenario coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, alla fine del 2021 la quota di famiglie vulnerabili e l'incidenza dei loro debiti sul totale salirebbero al 2,0 e al 10,6 per cento, rispettivamente (fig. 1.9). Tale incremento rispecchia l'ipotesi del venire meno delle moratorie per le famiglie che avevano ottenuto la sospensione nel 2020⁶ e un aumento del credito, che più che compenserebbero la ripresa del reddito e l'effetto del perdurare di livelli particolarmente bassi dei tassi di interesse. In assenza della possibilità, prevista dai provvedimenti approvati lo scorso dicembre, di richiedere il blocco dei pagamenti per alcune

³ Tra la fine di febbraio e l'inizio di marzo la Banca d'Italia ha condotto la quarta edizione dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane per raccogliere informazioni circa gli effetti della pandemia di Covid-19 sulle condizioni economiche e sulle aspettative delle famiglie. Le interviste hanno coinvolto oltre 2.800 nuclei familiari.

⁴ La L. 176/2020 che ha convertito, con modificazioni, il DL 137/20 (decreto "ristori") prevede una proroga al 9 aprile 2022 del termine per avvalersi dei benefici previsti del Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa, anche se in ammortamento da meno di un anno. La proroga esclude alcune categorie che erano state ammesse ai benefici per la prima volta nel corso del 2020, tra queste: i lavoratori autonomi, i liberi professionisti e i piccoli imprenditori; i titolari di mutui di importo superiore a 250.000 euro; i mutuatari con un indicatore della situazione economica equivalente (ISEE) superiore a 30.000 euro. È stata invece resa permanente l'estensione dell'accesso al Fondo nel caso di sospensione del lavoro per almeno 30 giorni lavorativi consecutivi e di riduzione dell'orario di lavoro almeno del 20 per cento di quello complessivo per un periodo pari o superiore a 30 giorni lavorativi. Anche l'Associazione bancaria italiana (ABI) ha prorogato al 31 marzo 2021 il termine entro il quale deve essere assunta la decisione circa la concessione della moratoria da parte della banca; in tali casi il periodo di sospensione dei pagamenti non deve superare i nove mesi. Sarà pertanto possibile accedere ai benefici per tutto il 2021.

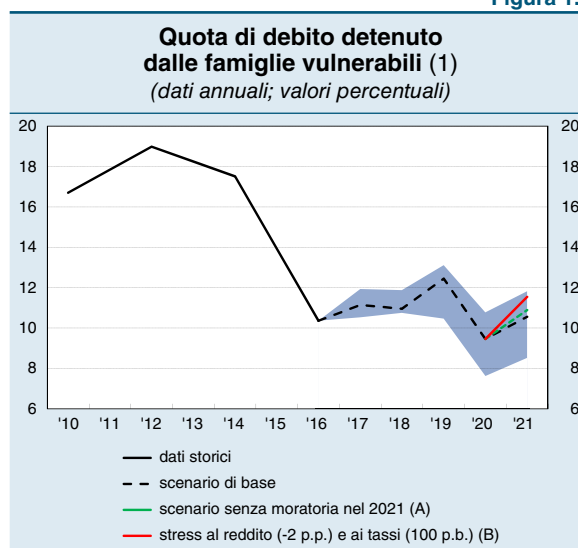
⁵ Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. C.A. Attinà, F. Franceschi e V. Michelangeli, *Modeling households' financial vulnerability with consumer credit and mortgage renegotiations*, "International Journal of Microsimulation", 13, 2020, pp. 67-91, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni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

⁶ Per l'identificazione delle famiglie con una moratoria sui mutui, cfr. F. Ciocchetta, V. Michelangeli, R. Pico e A. di Salvatore, *Impatto delle moratorie sui mutui sulla vulnerabilità finanziaria delle famiglie*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 22 marzo 2021.

famiglie anche nel 2021, il debito dei nuclei vulnerabili sarebbe risultato superiore di circa mezzo punto percentuale. Nel caso di andamenti macroeconomici più sfavorevoli, il debito a rischio raggiungerebbe l'11,5 per cento del totale⁷, rimanendo comunque su valori contenuti rispetto alla crisi dei debiti sovrani.

La solidità dei bilanci delle famiglie beneficia delle attività finanziarie detenute, che restano elevate nel confronto internazionale nonostante la riduzione (dell'1,0 per cento) dei primi nove mesi del 2020. La contrazione ha riflesso le perdite di valore registrate sui titoli azionari e sulle partecipazioni (fig. 1.10.a), ma è stata in gran parte compensata dal forte incremento del risparmio (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2020); quest'ultimo si è concentrato negli strumenti più liquidi, rispondendo soprattutto a motivi precauzionali (fig. 1.10.b). La crescita sostenuta dei depositi bancari e postali è proseguita nel quarto trimestre del 2020 e nei primi mesi del 2021 e avrebbe interessato anche famiglie che prima della crisi disponevano di una liquidità molto limitata (cfr. il riquadro: *La liquidità delle famiglie italiane durante la pandemia*).

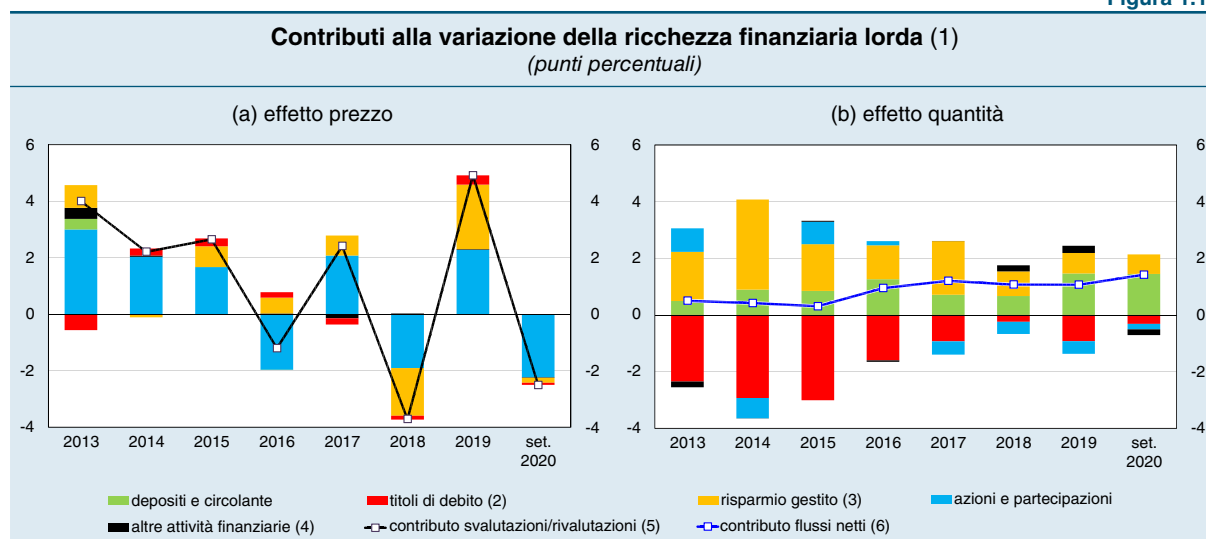
Figura 1.9



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

(1) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito equivalente inferiore al valore mediano. Ultimi dati IBF disponibili: 2016. Area ombreggiata: intervallo tra il 10° e il 90° percentile della distribuzione di probabilità delle simulazioni. Rispetto allo scenario di base, nel 2021: (A) scenario senza le nuove moratorie del 2021; (B) l'Euribor a 3 mesi, l'interest rate swap (IRS) a 10 anni e il tasso di interesse sul credito al consumo sono più elevati di 100 punti base e il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 2 punti percentuali.

Figura 1.10



(1) Dati di fine periodo riferiti alle famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. I dati del 3° trimestre del 2020 sono provvisori. – (2) Include i titoli obbligazionari pubblici, bancari e di impresa. – (3) Include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, fondi pensione e pensioni integrative, escluso il TFR. – (4) Include crediti commerciali, TFR e altre partite minori. – (5) Contributo complessivo delle svalutazioni e rivalutazioni delle attività finanziarie alla variazione della ricchezza finanziaria lorda. – (6) Contributo complessivo dei flussi netti di investimento e disinvestimento delle attività finanziarie alla variazione della ricchezza finanziaria lorda.

⁷ Rispetto allo scenario di base si assumono un rialzo dei tassi di interesse di 100 punti base e una flessione del tasso di crescita del reddito nominale di 2 punti percentuali (circa una deviazione standard delle rispettive variazioni annuali registrate nel periodo 2003-2019).

LA LIQUIDITÀ DELLE FAMIGLIE ITALIANE DURANTE LA PANDEMIA¹

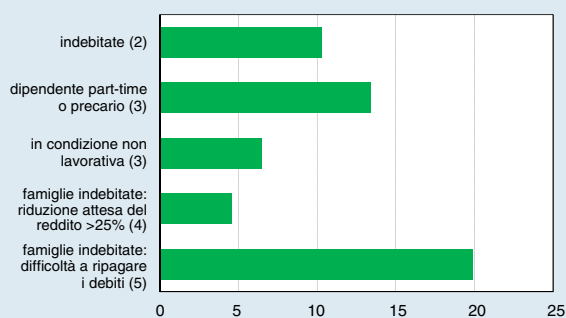
Le risorse liquide possedute dalle famiglie possono consentire di fare fronte a riduzioni impreviste del reddito e, nel caso di nuclei indebitati, di continuare a onorare il servizio del debito. Per valutare la capacità del settore di fronteggiare shock avversi rileva anche l'eterogeneità delle loro disponibilità, in particolare la quota di famiglie "povere di liquidità", ossia quelle che non dispongono di sufficienti risorse liquide o prontamente liquidabili per mantenere, in assenza di altre entrate, i propri consumi essenziali al di sopra della soglia di povertà per almeno tre mesi². I dati delle segnalazioni di vigilanza sui depositi bancari e postali³ per classe di giacenza possono fornire indicazioni su come la crescita della liquidità registrata durante la pandemia si sia distribuita tra le famiglie.

Nel 2020 è aumentato (del 7,1 per cento) l'ammontare medio dei depositi con giacenze fino a 12.500 euro, che era invece diminuito nel periodo tra il 2013 e il 2019. In base ad alcune ipotesi sulla distribuzione dei conti tra le famiglie⁴, lo scorso anno la crescita del risparmio detenuto in depositi bancari e postali avrebbe quindi interessato anche una parte dei nuclei che, prima dell'emergenza sanitaria, disponevano di una bassa liquidità. Queste famiglie avrebbero contratto i propri consumi in misura maggiore rispetto al calo del reddito, verosimilmente per l'impossibilità di effettuare alcune spese durante le fasi di chiusura delle attività non essenziali e, anticipando una possibile ulteriore riduzione delle proprie entrate, per motivi precauzionali.

Secondo i dati delle indagini straordinarie sulle famiglie italiane condotte tra aprile e dicembre dello scorso anno, la quota di famiglie povere di

Figura

Probabilità delle famiglie italiane di essere "povere di liquidità" (1) (punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane (ISF).

(1) Sono riportati gli effetti marginali relativi alla probabilità di non avere risorse finanziarie liquide sufficienti a sostenere per almeno 3 mesi, in assenza di altre entrate, i consumi della famiglia e, se quest'ultima è indebitata, il pagamento delle rate dei debiti. Le stime sono ottenute da una regressione non lineare mediante un modello di tipo probit, condizionatamente ai valori assunti da altre variabili esplicative oltre quelle incluse nella figura. Gli ulteriori regressori sono: l'età del rispondente all'indagine, il sesso, il grado di istruzione, la condizione lavorativa, la macroarea di residenza, l'ampiezza in termini di popolazione del comune di residenza, effetti fissi per il mese di intervista. I dati utilizzati sono quelli delle ISF di aprile e di dicembre 2020. – (2) Differenza di probabilità rispetto a una famiglia senza debiti. – (3) Differenza di probabilità rispetto a un rispondente con contratto di lavoro a tempo pieno e indeterminato. – (4) Differenza di probabilità rispetto a una famiglia che si attende un reddito stabile o in aumento nel 2021. – (5) Differenza di probabilità rispetto a una famiglia che non riporta difficoltà nel rimborsare i finanziamenti.

¹ A cura di David Loschiavo.

² Secondo la definizione della Commissione europea la soglia di rischio di povertà è pari al 60 per cento del reddito disponibile equivalente annuo mediano. Tale ammontare è diviso per quattro per ottenere la linea di povertà a tre mesi. Sulle possibili definizioni di povertà finanziaria, cfr. A. Brandolini, S. Magri, e T.M. Smeeding, *Asset-based measurement of poverty*, "Journal of Policy Analysis and Management", 29, 2, 2010, pp. 267-284, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Temi di discussione*, 755, 2010.

³ I depositi bancari e postali includono conti correnti, depositi a vista e overnight, depositi a risparmio (con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso), certificati di deposito e buoni fruttiferi, libretti e buoni postali. Gli intermediari segnalanti classificano i depositi in base all'ammontare complessivamente detenuto da ciascun cliente in una delle cinque classi di giacenza previste: fino a 12.500 euro; oltre 12.500 e fino a 50.000 euro; oltre 50.000 e fino a 250.000 euro; oltre 250.000 e fino a 500.000 euro; oltre 500.000 euro.

⁴ Tali ipotesi, basate sui dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, sono necessarie in quanto il numero dei conti è superiore a quello delle famiglie. Dopo avere calcolato la soglia di rischio di povertà, che secondo la composizione per età e numero dei componenti della famiglia è compresa tra 3.300 e 6.700 euro, le ipotesi consentono di stimare il numero di famiglie povere di liquidità.

liquidità sarebbe stata in media il 44 per cento⁵. La probabilità di trovarsi in tale condizione era significativamente maggiore per i nuclei indebitati e, tra questi, per le famiglie che si attendevano nel 2021 una contrazione del reddito superiore al 25 per cento (figura).

Quasi la metà dei nuclei indebitati e poveri di liquidità riportava difficoltà ad adempiere alle proprie obbligazioni finanziarie; ciò suggerisce che, nonostante l'aumento del risparmio osservato nel corso del 2020, per alcune famiglie indebitate il rischio di illiquidità potrebbe tradursi in difficoltà di rimborso dei finanziamenti.

⁵ Il dato è riferito agli individui che nelle tre edizioni dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane condotte nel corso del 2020 (su un campione complessivo di oltre 4.500 intervistati) hanno dichiarato di disporre di risorse finanziarie sufficienti a coprire per meno di tre mesi (in assenza di altre entrate) le spese per consumi essenziali della famiglia e, se indebitate, il pagamento delle rate dei debiti.

Le imprese

Gli effetti della crisi pandemica sui risultati economici e sulla situazione patrimoniale delle imprese italiane sono stati ampi ed eterogenei tra i settori, sebbene contenuti dagli interventi di sostegno e dalle condizioni favorevoli di accesso al credito. I rischi di un aumento della vulnerabilità del settore restano elevati e legati al possibile squilibrio della struttura finanziaria e a riduzioni della redditività nel caso di un protrarsi dell'emergenza sanitaria. Le conseguenze per la stabilità finanziaria possono essere attenuate dalla politica monetaria e di bilancio, anche attraverso l'utilizzo dei fondi europei disponibili nell'ambito del programma *Next Generation EU*. Nell'attuale situazione permane la necessità di evitare un'uscita anticipata dagli interventi di supporto, che potrebbe riflettersi anche su imprese che hanno buone possibilità di superare la crisi; in prospettiva l'impiego delle misure dovrebbe essere reso maggiormente selettivo⁸.

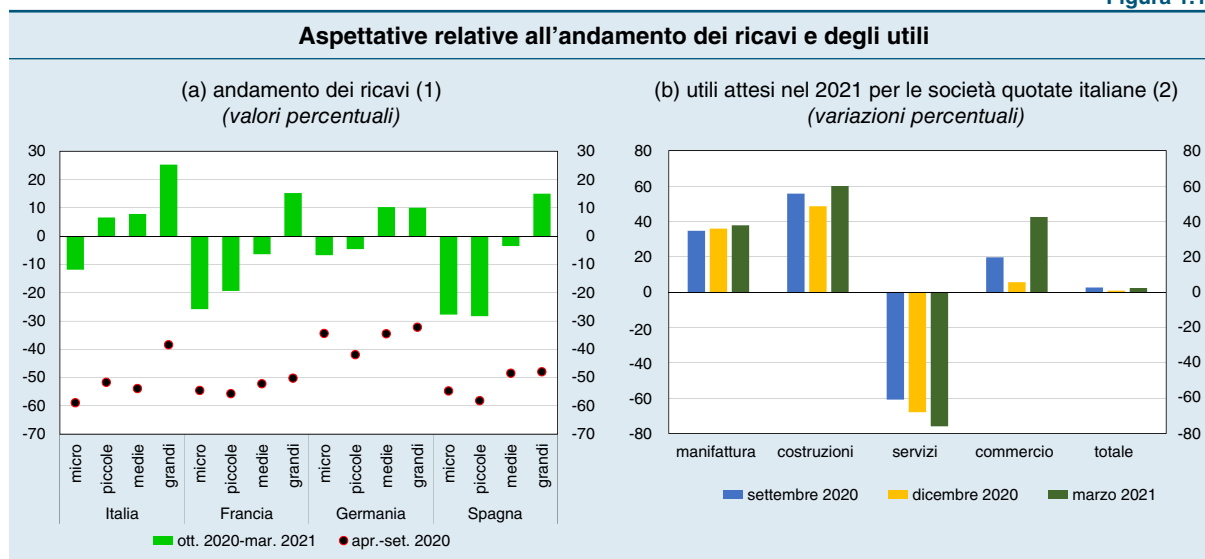
Nel 2020 la flessione del margine operativo lordo (MOL) del 7,2 per cento è stata inferiore a quella osservata nel 2009 a seguito della crisi finanziaria globale. Per l'anno in corso si prevede un miglioramento, di entità tuttavia ancora insufficiente a compensare il calo dell'attività economica. Le aspettative delle imprese nei principali paesi dell'area dell'euro⁹ segnalano una diminuzione dei ricavi nei sei mesi terminanti a marzo del 2021, seppure in misura inferiore al precedente semestre; in Italia la riduzione è circoscritta alle microimprese (fig. 1.11.a).

La ripresa dei ricavi per le aziende italiane più grandi è confermata dalle previsioni degli analisti relative agli utili delle società quotate, che per il 2021 indicano un lieve incremento rispetto allo scorso anno (fig. 1.11.b); nei comparti delle costruzioni e del commercio i segnali positivi sono più evidenti, mentre nei servizi, più colpiti dalle misure di prevenzione, la revisione al ribasso è marcata. Sulle prospettive di medio termine pesa tuttavia l'incertezza sui tempi e sull'intensità della ripresa.

⁸ *Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19*, testimonianza del Capo del Servizio Stabilità finanziaria della Banca d'Italia A. De Vincenzo, 6^a Commissione permanente (Finanze), Camera dei deputati, Roma, 18 marzo 2021.

⁹ La BCE conduce con cadenza semestrale il sondaggio sulla situazione finanziaria e sull'accesso al credito delle imprese (*Survey on the access to finance of enterprises*, SAFE). L'ultima rilevazione, condotta tra settembre e ottobre del 2020, include le opinioni delle imprese relative al periodo aprile-settembre 2020 e le prospettive per il periodo ottobre 2020-marzo 2021. Per maggiori dettagli, cfr. BCE, *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area: small businesses report strong declines in turnover and profits but improved access to finance*, comunicato stampa del 24 novembre 2020.

Figura 1.11

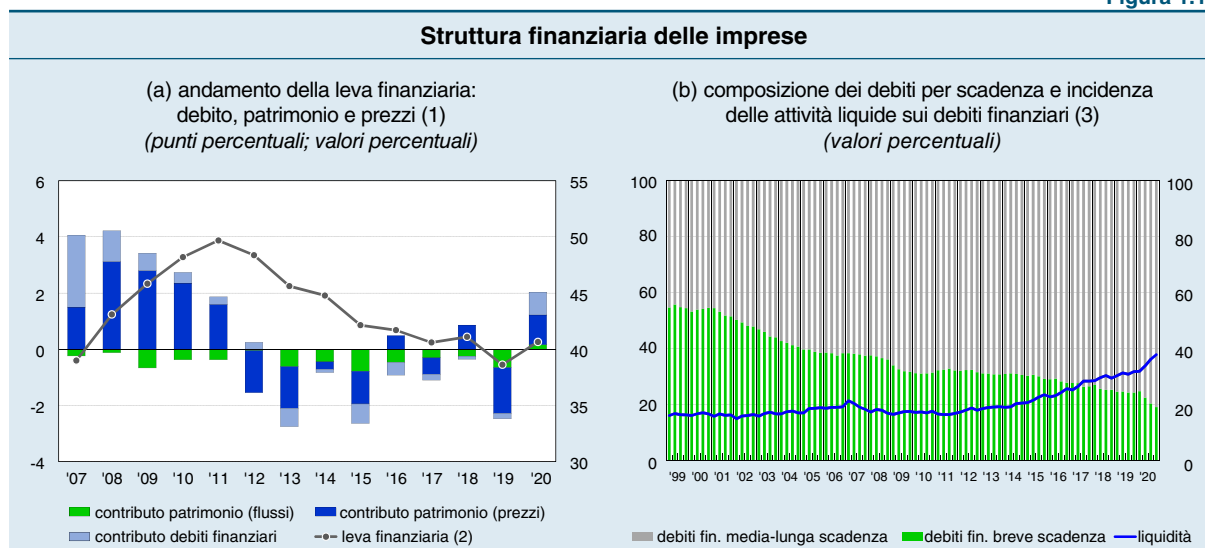


Fonte: SAFE e Bloomberg.

(1) Opinioni delle imprese relative all'andamento dei ricavi previsti (nel periodo ottobre 2020-marzo 2021) ed effettivi (nel periodo aprile-settembre 2020). I valori rappresentati si riferiscono al saldo tra le imprese che riportano, rispettivamente, un aumento e una diminuzione dei ricavi. Dati riferiti a un campione rappresentativo di oltre 11.000 imprese europee stratificato per classe dimensionale (assegnata sulla base del numero di addetti: tra 1 e 9 per le micro, tra 10 e 49 per le piccole, tra 50 e 249 per le medie e più di 249 per le grandi) e settore economico incluse nel sondaggio SAFE. – (2) Variazioni dell'indice degli utili attesi dagli analisti per il 2021 rispetto al 2020. Il totale include anche i comparti dell'energia e servizi di pubblica utilità. Elaborazioni su un campione chiuso di 133 imprese quotate a marzo 2020, rappresentative del 95 per cento della capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie.

Nel 2020 la leva finanziaria (misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto) è salita di circa 2 punti percentuali, raggiungendo il 41 per cento (fig. 1.12.a); l'aumento è di intensità inferiore nel confronto con quello verificatosi nella crisi finanziaria dello scorso decennio (circa 4 punti percentuali). La crescita è stata determinata sia dall'andamento della patrimonializzazione, che ha risentito della riduzione delle quotazioni azionarie, sia dall'incremento dell'indebitamento.

Figura 1.12



(1) Gli istogrammi scompongono la variazione annuale della leva finanziaria nel contributo di 3 fattori: debiti finanziari, flussi netti di azioni e partecipazioni, andamento del valore di mercato del patrimonio. I dati relativi al 2020 sono preliminari. – (2) Scala di destra. – (3) Incidenza sui debiti finanziari totali dei debiti a breve (scadenza entro un anno), medio-lungo termine (scadenza oltre l'anno) e delle attività liquide. I dati relativi al 2020 sono preliminari.

Gli effetti negativi dell'espansione della leva finanziaria sono stati in parte mitigati dalla composizione per scadenze dell'indebitamento e dall'aumento delle riserve di liquidità; anche per effetto degli schemi pubblici di garanzia, l'incidenza dei finanziamenti a breve termine sui debiti finanziari totali, pari al 19 per cento, ha infatti raggiunto un minimo storico, attenuando così il rischio collegato al rinnovo dei prestiti in scadenza (fig. 1.12.b). Le attività liquide, rappresentate prevalentemente dai depositi delle imprese presso il sistema bancario, sono aumentate di 6 punti percentuali in rapporto ai debiti finanziari, raggiungendo circa il 38 per cento. Il rinvio dei piani di investimento e la maggiore propensione a detenere liquidità a fronte dell'incertezza congiunturale hanno determinato l'accumulo di significative riserve, che potranno limitare le conseguenze di eventuali restrizioni degli standard creditizi.

Al netto della liquidità, la leva finanziaria per il complesso del settore è rimasta sostanzialmente al livello osservato prima della pandemia.

I dati aggregati non consentono tuttavia di valutare le implicazioni dell'ampia eterogeneità della situazione finanziaria delle imprese operanti nei diversi settori economici, che si traduce in un significativo incremento della quota di imprese più rischiose (cfr. il riquadro: *Gli effetti della pandemia sui bilanci e sulla rischiosità delle imprese nei diversi settori di attività economica*).

GLI EFFETTI DELLA PANDEMIA SUI BILANCI E SULLA RISCHIOSITÀ DELLE IMPRESE NEI DIVERSI SETTORI DI ATTIVITÀ ECONOMICA¹

La disponibilità dei dati contabili riferiti al 2019 per circa 730.000 società di capitali non finanziarie, unitamente alle variazioni settoriali del fatturato e a quelle del credito osservate a livello di singola impresa per tutto il 2020, consentono di aggiornare le stime relative all'impatto della pandemia sui bilanci e sulla rischiosità delle imprese fornite lo scorso anno². Queste informazioni permettono di tenere conto sia dell'ulteriore calo dell'attività economica verificatosi negli ultimi mesi dello scorso anno, sia delle disposizioni contenute nei cosiddetti decreti "ristori"³.

Secondo le stime gli effetti della crisi pandemica sui conti economici delle società attive alla fine del 2020 sono stati consistenti. A seguito di un calo del fatturato complessivo dell'11 per cento, la redditività operativa – misurata dal rapporto tra il margine operativo lordo (MOL) e il totale dell'attivo – si è ridotta di 2 punti percentuali, al 5 per cento; l'utile netto è comunque rimasto

¹ A cura di Antonio De Socio, Simone Narizzano e Tommaso Orlando.

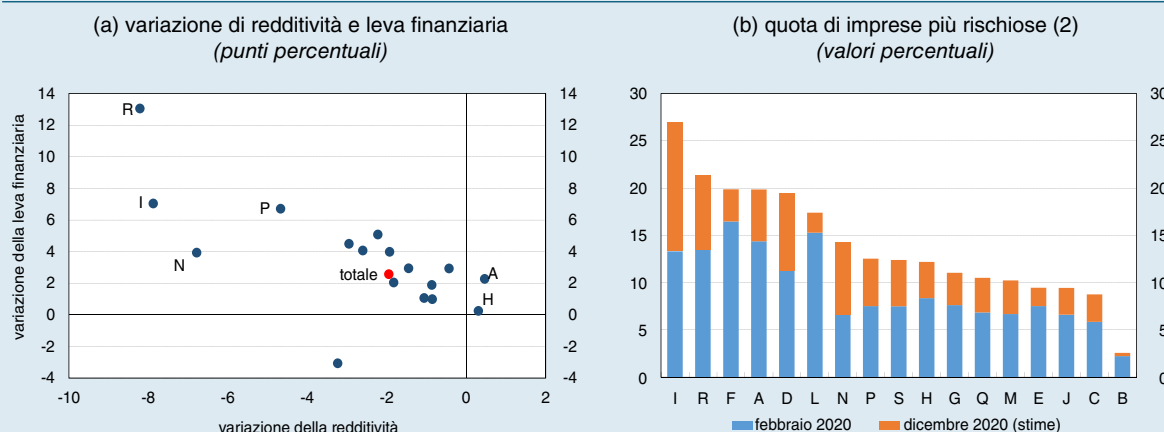
² Le elaborazioni aggiornano i risultati contenuti in A. De Socio, S. Narizzano, T. Orlando, F. Parlapiano, G. Rodano, E. Sette e G. Viggiano, *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 13 novembre 2020; cfr. anche i riquadri: *Il fabbisogno di liquidità delle imprese*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020, e *L'impatto della pandemia sulla rischiosità delle imprese*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020. Le variazioni del fatturato sono determinate per ciascun mese a livello di settore di attività economica (classificazione Ateco a due cifre); quelle del credito sono basate sulla Centrale dei rischi (CR). Le principali voci di bilancio considerate sono: fatturato, redditività operativa, utile netto, totale attivo e debiti finanziari. Sono esclusi tra l'altro investimenti, variazioni del capitale circolante e distribuzioni di dividendi. La stima tiene conto inoltre delle uscite dal mercato delle imprese nel corso del 2020: sono escluse circa 11.000 società che, pur avendo presentato il bilancio relativo al 2019, risultano avere cessato la propria attività. L'uscita dal mercato delle società di capitali è identificata con l'apertura di una procedura concorsuale liquidatoria o con l'annotazione presso il registro delle imprese di un evento di "uscita formale" (ad es. scioglimento o liquidazione volontaria). Si tratta principalmente di microimprese fragili, che già prima della pandemia mostravano difficoltà economiche e patrimoniali: il 63 per cento riportava una perdita di esercizio e il 37 per cento presentava un patrimonio netto inferiore ai limiti legali.

³ Le misure dei DD.LL. 137/2020, 149/2020, 154/2020, 157/2020 (decreti "ristori") si aggiungono agli interventi a sostegno della liquidità e dell'accesso al credito precedentemente adottati dal Governo (Cassa integrazione guadagni, moratoria sui prestiti alle piccole e medie imprese, posticipo degli adempimenti fiscali, trasferimenti a fondo perduto, contributo affitti).

positivo. L'eterogeneità degli effetti della crisi tra i diversi settori di attività economica risulta marcata: nei settori meno colpiti (agricoltura, trasporti e logistica; figura, pannello a)⁴ la sostanziale tenuta del fatturato ha lievemente aumentato la redditività; nei settori relativamente più interessati dalle misure di contenimento dei contagi (alloggio e ristorazione, intrattenimento) il drastico calo del fatturato (-40 per cento) ha determinato un MOL negativo e una notevole flessione della redditività.

Figura

Effetti settoriali della pandemia sui bilanci e sulla rischiosità delle imprese alla fine del 2020 (1)



(1) I settori di attività economica sono identificati attraverso la lettera Ateco 2007 (A: agricoltura, silvicoltura e pesca; B: estrazione di minerali da cave e miniere; C: attività manifatturiere; D: fornitura di energia e gas; E: fornitura di acqua, reti fognarie; F: costruzioni; G: commercio all'ingrosso e al dettaglio; H: trasporti e logistica; I: alloggio e ristorazione; J: informazione e comunicazione; L: attività immobiliari; M: attività professionali, scientifiche e tecniche; N: noleggio, agenzie di viaggio e servizi alle imprese; P: istruzione; Q: sanità e assistenza sociale; R: attività artistiche, sportive e di intrattenimento; S: altre attività di servizi). – (2) Quota di imprese con probabilità di default superiore al 5 per cento sul totale del settore.

Si osservano rilevanti effetti sulla struttura finanziaria, in ragione della crescita del debito, in parte necessaria per coprire i fabbisogni di liquidità derivanti dal calo dell'attività economica⁵. La correlazione settoriale della leva finanziaria, misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto al valore di bilancio, con gli andamenti della redditività risulta negativa; in particolare gli incrementi maggiori della leva si hanno nei due settori più colpiti.

L'impatto della recessione ha aumentato inoltre la rischiosità delle aziende ancora attive alla fine del 2020. Secondo il modello per la valutazione del merito creditizio delle imprese non finanziarie della Banca d'Italia (*In-house Credit Assessment System, ICAS*), disponibile per un sottoinsieme di circa 240.000 società, la probabilità media di insolvenza a un anno alla fine del 2020 è pari al 3,7 per cento, in aumento di 0,7 punti percentuali rispetto a febbraio del 2020. La crescita è più pronunciata nel settore dell'alloggio e ristorazione e in quello dell'intrattenimento (1,9 e 1,4 punti percentuali, rispettivamente, al 5,5 e al 5,3 per cento).

Il peggioramento delle condizioni economico-finanziarie indotto dalla pandemia si è riflesso in un significativo incremento della quota di imprese più rischiose (con probabilità di default superiore

⁴ In questo comparto si rileva un andamento differenziato: logistica e trasporto merci hanno registrato incrementi di fatturato nel 2020, mentre il settore dei trasporti di persone ha fortemente risentito delle restrizioni agli spostamenti.

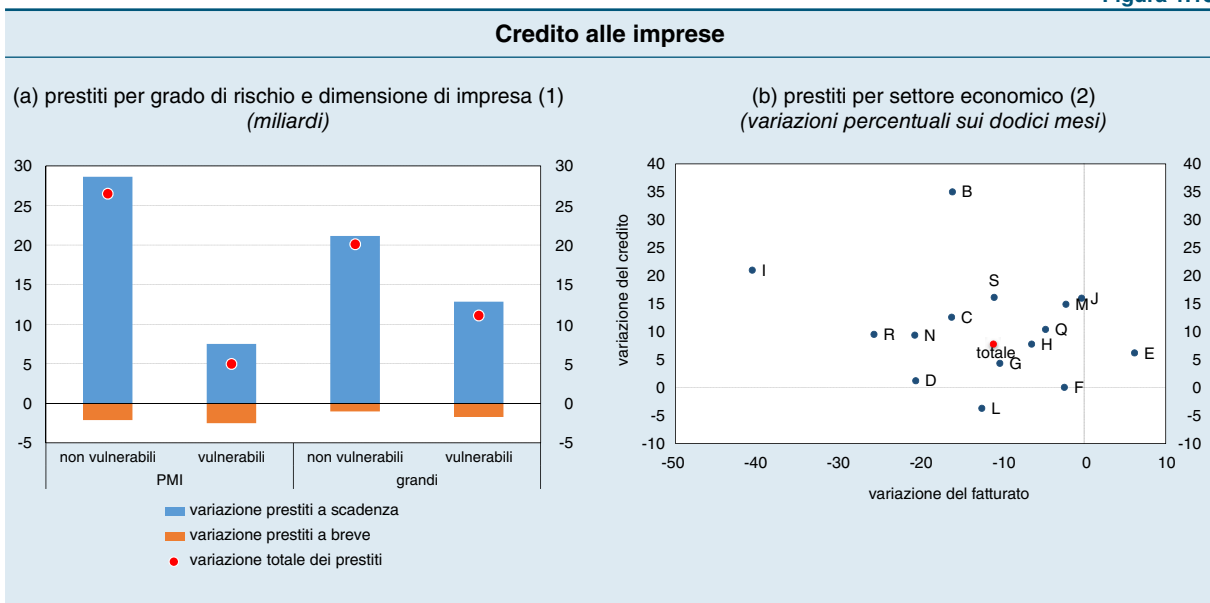
⁵ La variazione del debito è pari a quella registrata nella CR. Per le società che non presentavano un fabbisogno di liquidità, una crescita dei prestiti produce un analogo incremento della cassa. Per le imprese in deficit di liquidità, anche considerando l'effetto delle misure di sostegno e dell'aumento del credito evidenziato dalla CR, il debito viene ulteriormente incrementato dell'ammontare necessario per colmare tale deficit.

al 5 per cento), passata dal 10 al 14 per cento; parte di queste aziende potrebbe avere difficoltà a proseguire l'attività nel corso dei prossimi anni. L'aumento è particolarmente marcato nei due settori più colpiti, in cui la quota era relativamente elevata già prima della pandemia, oltre che nel comparto del noleggio, agenzie di viaggio e servizi alle imprese⁶ e in quello relativo alla fornitura di energia e gas (figura, pannello b).

⁶ Il comparto noleggio, agenzie di viaggio e servizi alle imprese è penalizzato prevalentemente dal settore agenzie di viaggio, per il quale si rileva un incremento della probabilità di insolvenza di circa 4 punti percentuali.

La crescita del credito alle società non finanziarie si è mantenuta robusta (cfr. il riquadro: *I prestiti alle imprese durante la pandemia in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro*), a causa sia del fabbisogno di liquidità connesso con l'emergenza sanitaria, sia dell'accumulo di risorse a scopo precauzionale. Analisi condotte sui finanziamenti accordati alle società di capitale tra marzo e dicembre del 2020 mostrano che i prestiti, in particolare alle piccole e medie imprese (PMI), hanno riguardato soprattutto quelle più solide; complessivamente la quota destinata alle imprese vulnerabili è contenuta e rappresenta circa un quarto dei finanziamenti complessivi (fig. 1.13.a).

Figura 1.13

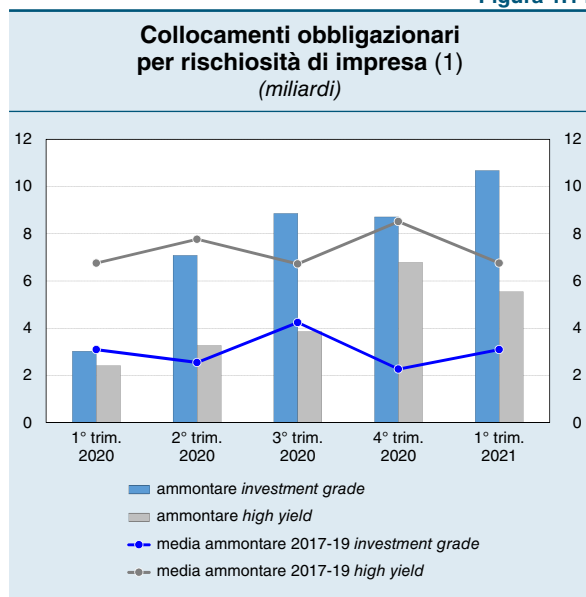


Fonte: Centrale dei rischi, Cerved e Dipartimento delle Finanze.

(1) Variazione del credito accordato nel periodo marzo-dicembre 2020. Sono definite vulnerabili le imprese che alla fine del 2020 avrebbero presentato un MOL negativo o un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento (cfr. la nota 13). Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza. Elaborazioni su un campione di circa 400.000 società di capitali. – (2) Il tasso di variazione del fatturato si riferisce all'andamento nel periodo gennaio-dicembre 2020 dell'imponibile IVA rilevato tramite la fatturazione elettronica. Il tasso di variazione del credito è calcolato per un campione di circa 450.000 società di capitale. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie, tengono conto delle cartolarizzazioni e comprendono anche i finanziamenti classificati in sofferenza. I settori di attività economica sono identificati attraverso la lettera Ateco 2007 (A: agricoltura, silvicoltura e pesca; B: estrazione di minerali da cave e miniere; C: attività manifatturiere; D: fornitura di energia e gas; E: fornitura di acqua, reti fognarie; F: costruzioni; G: commercio all'ingrosso e al dettaglio; H: trasporti e logistica; I: alloggio e ristorazione; J: informazione e comunicazione; L: attività immobiliari; M: attività professionali, scientifiche e tecniche; N: noleggio, agenzie di viaggio e servizi alle imprese; P: istruzione; Q: sanità e assistenza sociale; R: attività artistiche, sportive e di intrattenimento; S: altre attività di servizi).

La natura asimmetrica degli effetti della pandemia tra settori economici e imprese si è riflessa anche nella dinamica del credito. L'incremento dei prestiti è stato pronunciato per le aziende operanti nei comparti in cui il calo del fatturato è stato più forte (alloggio e ristorazione, intrattenimento, energia e gas, servizi di noleggio e viaggi; fig. 1.13.b); il peso dei finanziamenti erogati ai settori maggiormente colpiti dalla crisi sul totale di quelli erogati nel 2020 è tuttavia modesto (13 per cento).

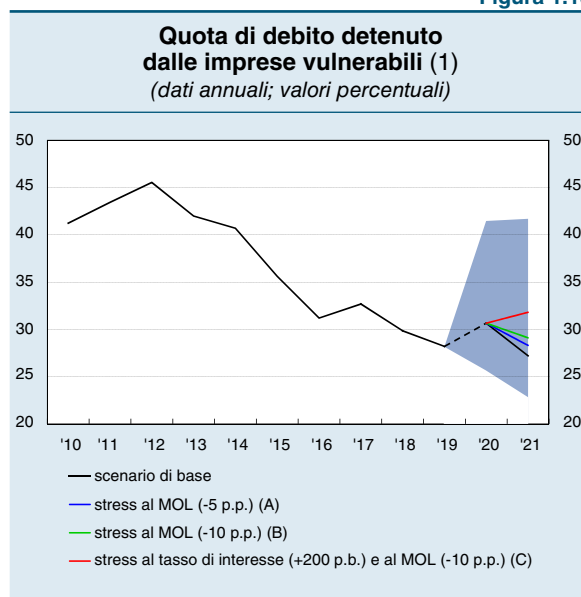
Figura 1.14



Fonte: Anagrafe titoli, Dealogic e Cerved.

(1) Ammontare lordo di obbligazioni emesse da imprese e gruppi non finanziari italiani. La classe di rischio *investment grade* include emittenti con rating Cebi Score da 1 a 4, mentre quella *high yield* gli emittenti con rating superiori a 4. Sono esclusi i collocamenti obbligazionari per cui non è disponibile la classe di rischio; la loro incidenza sul totale delle emissioni è tuttavia limitata (4 per cento nel periodo 2017-2021).

Figura 1.15



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) Sono definite vulnerabili le imprese con MOL negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza. Gli ultimi bilanci disponibili per l'intero campione di imprese sono relativi al 2019. La zona ombreggiata indica un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base. Rispetto allo scenario di base, nel 2021: (A) la variazione del MOL nominale è più bassa di 5 punti percentuali; (B) la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali; (C) il tasso di interesse è più elevato di 200 punti base e la variazione del MOL nominale è più bassa di 10 punti percentuali.

Le condizioni di offerta del credito bancario si sono mantenute distese: a partire da marzo dello scorso anno il tasso applicato alle nuove erogazioni si è ridotto, di circa 90 punti base, e la durata media è aumentata. Secondo gli intermediari, l'allentamento dei criteri di offerta dei finanziamenti riguarderebbe principalmente i prestiti garantiti e tale dinamica sarebbe proseguita nei primi mesi dell'anno in corso¹⁰. La qualità del credito ha registrato primi segnali di peggioramento. Nel quarto trimestre del 2020 si è osservato un lieve incremento del tasso di deterioramento, soprattutto nei settori più colpiti dalle misure restrittive; questa tendenza è continuata anche nei primi mesi dell'anno (cfr. il par. 2.2).

Il miglioramento della situazione sui mercati finanziari nazionali ha favorito la ripresa delle quotazioni in borsa, il cui numero è stato tuttavia significativamente inferiore rispetto a quello medio dell'ultimo triennio. La maggior parte degli emittenti ha scelto il segmento di mercato Alternative Investment Market (AIM) dedicato alle PMI. Recenti analisi¹¹ indicano che un'ampia platea di PMI presenterebbe caratteristiche economico-finanziarie idonee alla quotazione sull'AIM.

Il ricorso al finanziamento obbligazionario è ripreso in misura consistente a partire dal secondo trimestre dello scorso anno. L'ammontare dei collocamenti lordi ha raggiunto nel 2020 i 47 miliardi, un valore prossimo a quello rilevato nel 2019. Le emissioni da parte delle imprese finanziariamente più solide sono state superiori alla media dell'ultimo triennio; l'ammontare dei titoli collocati dalle aziende più rischiose è invece diminuito (fig. 1.14).

¹⁰ BCE, *January 2021 euro area Bank Lending Survey*, comunicato stampa del 19 gennaio 2021.

¹¹ G. Buscemi, S. Narizzano, F. Savino e G. Viggiano, *L'impatto della crisi da Covid-19 sull'accesso al mercato dei capitali delle PMI italiane*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 12 gennaio 2021.

Le misure di sostegno alla liquidità e la moratoria sui fallimenti (in vigore dall'inizio di marzo alla fine di giugno del 2020) hanno limitato il numero di aziende uscite dal mercato. Per l'anno in corso ci si aspetta che le crisi di impresa supereranno quelle osservate nel 2019, in ragione degli effetti ritardati della pandemia sull'emersione delle situazioni di insolvenza¹².

L'andamento della vulnerabilità delle imprese dipenderà soprattutto dall'evoluzione del quadro economico: le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia indicano che, in uno scenario di base coerente con la ripresa nella seconda parte del 2021 incorporata nelle più recenti previsioni macroeconomiche, la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili si ridurrebbe al 27 per cento alla fine dell'anno (fig. 1.15); la fragilità rimarrebbe più elevata nel settore delle costruzioni¹³. Nel caso di andamenti sfavorevoli della redditività rispetto allo scenario base, il debito a rischio salirebbe al 28 per cento del totale¹⁴. In uno scenario particolarmente avverso, caratterizzato da variazioni della redditività e del costo del debito molto negative e in assenza di ulteriori misure di sostegno, la quota si porterebbe al 32 per cento, un valore comunque nettamente inferiore rispetto a quello raggiunto nelle precedenti crisi (2008-09 e 2011-12).

¹² S. Giacomelli, S. Mocetti e G. Rodano, *Fallimenti d'impresa in epoca Covid*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 27 gennaio 2021.

¹³ 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.

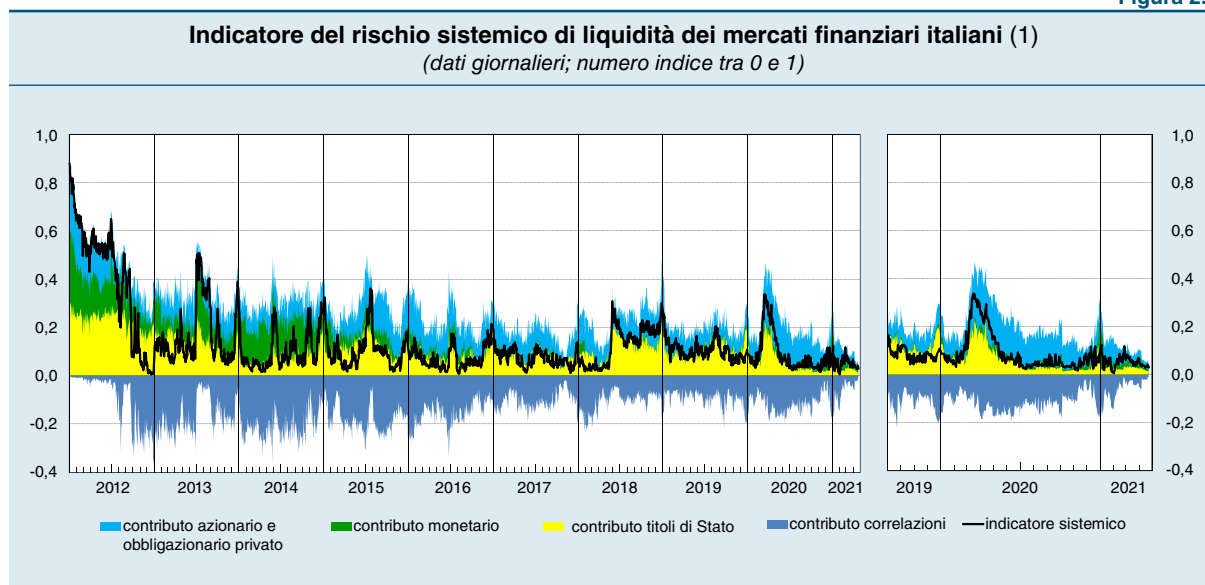
¹⁴ Rispetto allo scenario di base, in quello sfavorevole si assume una riduzione del tasso di crescita del MOL nominale di 5 punti percentuali, pari a circa una deviazione standard delle rispettive variazioni annuali registrate nel periodo 2003-2020.

2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO

2.1 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Le condizioni di liquidità sui mercati finanziari italiani sono rimaste distese, favorite dai programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema; l'indicatore del rischio sistemico di liquidità è tornato sui livelli precedenti la pandemia (fig. 2.1). La possibilità di repentini aumenti della volatilità, anche a livello globale (cfr. il par. 1.1), può tuttavia rappresentare un fattore di rischio per la liquidità dei mercati finanziari italiani.

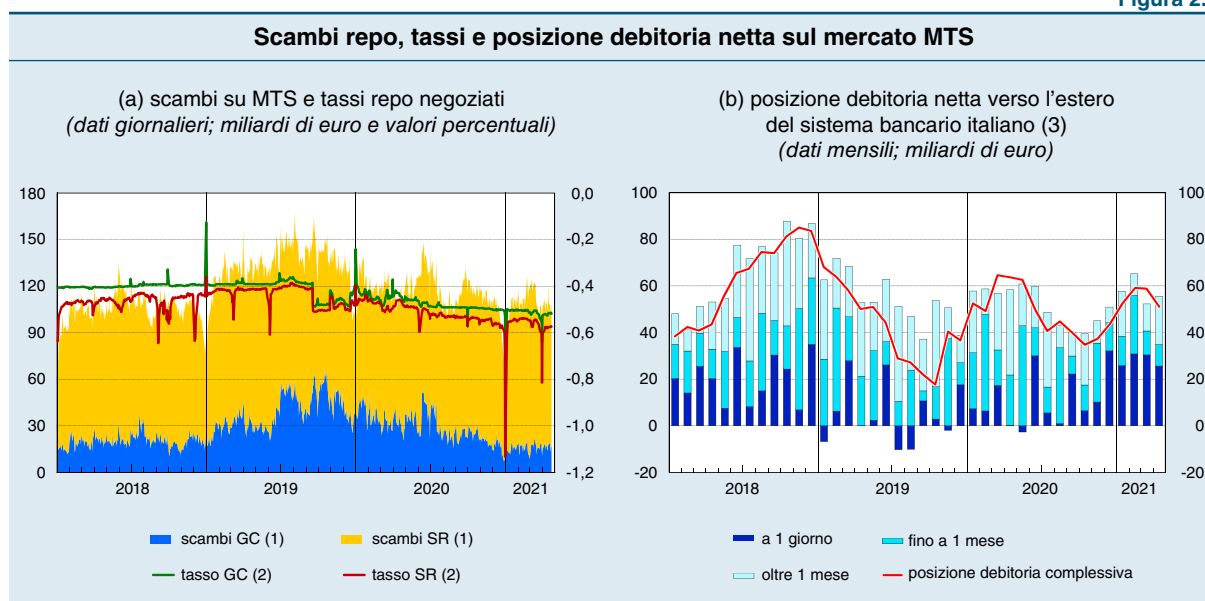
Figura 2.1



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

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

Sul mercato monetario l'attività nel comparto *general collateral* si è gradualmente ridotta a partire dall'estate (fig. 2.2.a), riflettendo l'abbondante liquidità in circolazione e le minori esigenze di provvista da parte delle banche; nello stesso periodo le negoziazioni sul segmento *special repo* sono state elevate, in parte per effetto della robusta attività sul mercato secondario dei titoli di Stato. I rendimenti si sono collocati attorno al tasso della *deposit facility*. La posizione debitoria netta verso l'estero delle banche italiane su MTS repo è progressivamente cresciuta per poi arrestarsi in marzo (fig. 2.2.b), anche in relazione alla liquidità ricevuta con la settima asta della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO 3; cfr. il par. 2.2). Il costo medio delle operazioni di prestito titoli (*specialness*), che misura la scarsità delle singole emissioni, è rimasto contenuto, anche grazie al contributo dei programmi di prestito titoli condotti dalla Banca d'Italia per favorire la liquidità del mercato.



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

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

Prosegue a livello internazionale la preparazione alla transizione dagli attuali tassi benchmark del mercato monetario verso i nuovi tassi di interesse privi di rischio, in linea con il programma indicato dall'FSB¹. È stato di recente annunciato che i tassi Libor nelle principali valute internazionali e il tasso Eonia nell'area dell'euro non verranno più pubblicati alla fine del 2021². L'assenza in alcuni contratti in essere di clausole relative all'eventuale indisponibilità degli indici preesistenti (*fall-back provisions*) e lo sviluppo ancora limitato dei mercati derivati sui nuovi tassi privi di rischio rappresentano le principali vulnerabilità per il sistema finanziario durante la transizione. Al contenimento dei rischi potranno contribuire i nuovi poteri previsti dalla revisione della normativa europea in materia di benchmark finanziari³.

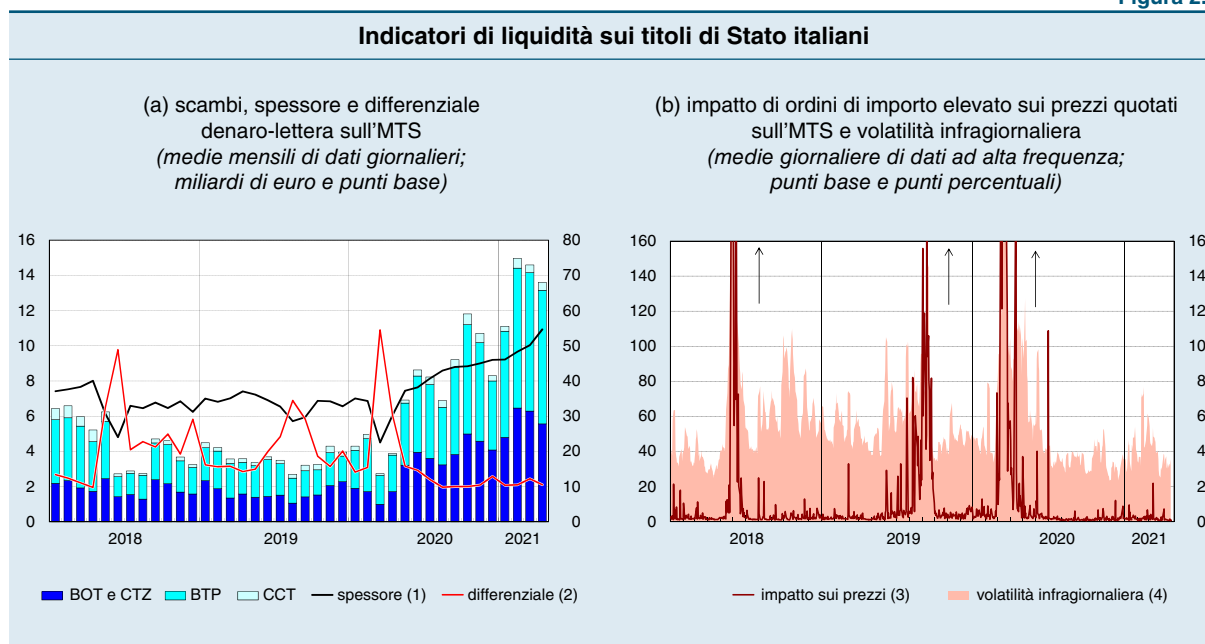
Nei primi mesi del 2021 le condizioni di liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato sono ulteriormente migliorate rispetto ai già favorevoli livelli osservati negli ultimi mesi dello scorso anno. Le quantità quotate dai *market makers* sul mercato MTS hanno raggiunto massimi storici e il differenziale denaro-lettera è risultato particolarmente contenuto (in media poco sopra i 10 punti base; fig. 2.3.a); la capacità del mercato di assorbire ordini di ammontare elevato senza significativi impatti sui prezzi è stata buona, nonostante una leggera crescita della volatilità infragiornaliera (fig. 2.3.b).

¹ FSB, *Global transition roadmap for Libor*, ottobre 2020.

² Lo scorso 5 marzo è stato annunciato che i tassi Libor in yen, sterlina, euro e franco svizzero cesseranno ufficialmente alla fine di dicembre del 2021. Per quelli in dollari il termine per le scadenze più liquide (overnight, uno, tre, sei e dodici mesi) è stato esteso a giugno del 2023, mentre la dismissione delle rimanenti scadenze avverrà a partire dalla fine del 2021 (cfr. Financial Conduct Authority, *FCA announcement on future cessation and loss of representativeness of the Libor benchmarks*, 5 marzo 2021). Nell'area dell'euro lo European Money Market Institute (EMMI) ha ribadito la dismissione dell'Eonia alla fine del 2021 (cfr. EMMI, *Public statement. Planned cessation of Eonia® on 3 January 2022*, 12 febbraio 2021).

³ La Commissione europea può designare un indice sostitutivo di quello dismesso (*statutory replacement rate*) da utilizzare qualora non siano incluse idonee previsioni nei contratti in essere. Il 23 marzo del 2021 la Commissione ha avviato una consultazione pubblica per potersi avvalere per la prima volta di tali poteri in relazione alla cessazione del Libor in franchi svizzeri.

Figura 2.3



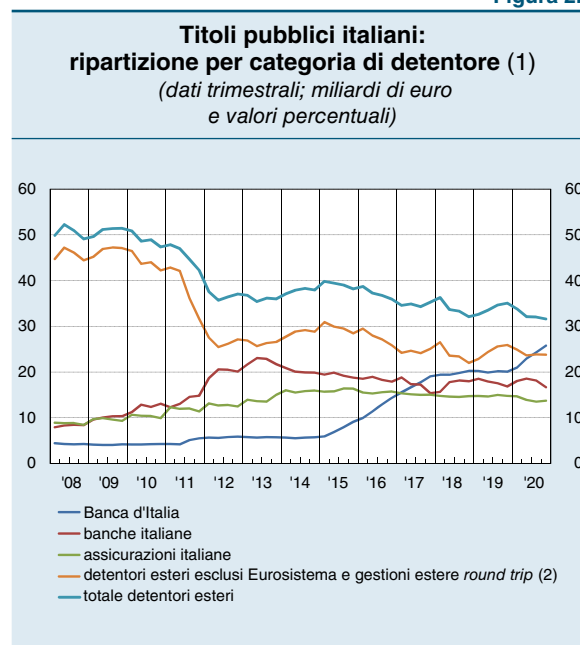
Fonte: elaborazioni su dati MTS.

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

Le negoziazioni sono aumentate significativamente nel corso dell'ultimo anno, raggiungendo nel mese di febbraio un turnover medio giornaliero di quasi 15 miliardi, un valore oltre quattro volte superiore al dato del 2019. L'ingente attività di collocamento sul mercato primario e i crescenti acquisti dell'Eurosistema hanno incentivato l'attività degli operatori specialisti in titoli di Stato (*primary dealers*) sul mercato secondario. È aumentata la quota delle negoziazioni condotte sui mercati elettronici.

Nel secondo semestre del 2020 la quota di titoli di Stato italiani detenuta da banche con sede in Italia è diminuita di circa 2 punti percentuali, al 16,7 per cento, mentre quella delle assicurazioni si è mantenuta stabile al 13,7 per cento. Nello stesso periodo la percentuale detenuta dagli investitori esteri è rimasta invariata al 23,8 per cento, mentre quella della Banca d'Italia è salita al 25,8 per cento (fig. 2.4); secondo nostre stime le operazioni di acquisto di titoli pubblici da parte dei non residenti sono aumentate dall'inizio di quest'anno. Gli investimenti sono in larga parte riconducibili al risparmio gestito

Figura 2.4



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

che, dopo le vendite durante le fasi di turbolenza dello scorso anno (cfr. il riquadro: *Il comportamento degli investitori nel mercato dei titoli di Stato italiani*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020), ha ripreso gli acquisti.

Sul mercato primario dei titoli di Stato l'attività di emissione è stata regolare: nei primi mesi del 2021 sono stati collocati in asta volumi consistenti e, attraverso sindacato, sono stati emessi nuovi titoli benchmark sulle scadenze a più lungo termine, la cui domanda è risultata elevata. Nel semestre terminante a marzo del 2021 il rapporto tra domanda e offerta (*cover ratio*) nelle aste si è mantenuto in media su valori in linea con quelli del semestre precedente. All'inizio di marzo è stato emesso il primo BTP Green i cui fondi sono destinati al finanziamento delle spese per la transizione ecologica dell'Italia (cfr. il riquadro: *La prima emissione di BTP Green*).

LA PRIMA EMISSIONE DI BTP GREEN¹

All'inizio di marzo è stato emesso in Italia il primo BTP Green dedicato al finanziamento delle spese per la transizione ecologica volta a conseguire la neutralità climatica entro il 2050 e a raggiungere gli obiettivi del Green Deal europeo. L'emissione italiana è stata preceduta dalla pubblicazione del *Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di Stato Green*, documento con il quale è stato comunicato il piano per la realizzazione di una trasformazione "verde" delle aree strategiche dell'economia italiana².

Attraverso questo primo collocamento il Tesoro italiano entra nel mercato dei green bond, che è rapidamente cresciuto negli ultimi anni – in particolare dopo la sottoscrizione dall'Accordo di Parigi sul clima nel 2015 – e ha raggiunto un valore complessivo di oltre 800 miliardi di euro a livello globale³. Nel settore del risparmio gestito, nei primi sei mesi dello scorso anno il valore dei fondi globali dedicati ai green bond è salito del 30 per cento, raggiungendo l'ammontare di 14 miliardi di euro ripartito tra 63 fondi (di cui 42 lanciati a partire dal 2017)⁴.

Negli anni la presenza degli emittenti sovrani in questo mercato è aumentata, anche in relazione alla definizione di prassi standardizzate per l'emissione di tali strumenti da parte delle istituzioni e delle autorità internazionali⁵. I green bond sovrani si differenziano dalle obbligazioni governative convenzionali solo per la destinazione vincolata dei fondi, che sono indirizzati verso settori che richiedono investimenti di importo rilevante e con impatti positivi sull'ambiente. Con le emissioni di BTP Green saranno finanziate le spese per la realizzazione di progetti per la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici, l'uso sostenibile e la protezione delle risorse idriche e dell'ambiente marino, la transizione a un'economia circolare, la prevenzione e il controllo dell'inquinamento, la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi⁶.

¹ A cura di Stefano Antonelli e Vittorio Siracusa.

² Il *Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di Stato Green* è allineato ai *Green Bond Principles* emanati dall'International Capital Market Association (ICMA); cfr. inoltre sul sito dell'Unione europea: *EU Green Bond Standard*, dove viene presentata l'ultima bozza disponibile degli standard. Tutti questi principi, attualmente in discussione in sede comunitaria, stabiliranno le prassi di riferimento nell'Unione per l'emissione di green bond.

³ Per maggiori informazioni sui green bond sovrani, cfr. R. Doronzo, V. Siracusa e S. Antonelli, *Green bonds: the sovereign issuers' perspective*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, 3, 2021.

⁴ Fitch Ratings, *Global green bond fund dashboard: 1H20*, 2020.

⁵ In particolare la Commissione europea ha elaborato una tassonomia delle attività sostenibili per definire gli strumenti e le pratiche finanziarie idonee a realizzare gli obiettivi delineati nell'Accordo di Parigi. Parallelamente sono stati avviati i lavori per definire gli *EU Green Bond Standard*.

⁶ Per maggiori informazioni, cfr. sul sito del Ministero dell'Economia e delle finanze: *BTP Green*.

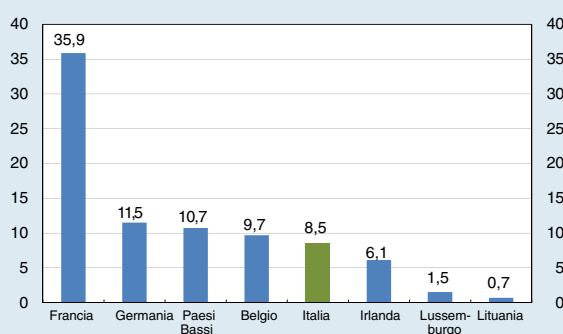
A livello globale i sei più importanti emittenti sovrani di green bond appartengono all'area dell'euro⁷. Tra questi la Francia è stato il primo a entrare nel comparto, emettendo dal 2017 circa 29 miliardi di euro di *obligations assimilables du Trésor* (OAT) verdi con scadenza nel 2039 e inaugurando nel 2021 un nuovo titolo a lungo termine per 7 miliardi (figura A). La Germania ha fatto il suo ingresso nel comparto più di recente, mettendo in circolazione nel 2020 green Bund con scadenza a 5 e a 10 anni per circa 12 miliardi complessivi; il modello applicato prevede che ciascun green bond abbia le stesse caratteristiche di un titolo convenzionale già esistente – chiamato gemello – e che l'emittente possa disporre concambi tra il green Bund e il titolo gemello⁸.

Il BTP Green italiano ha scadenza 2045 ed è stato accolto favorevolmente dal mercato. L'importo collocato con la prima tranche è stato di 8,5 miliardi, valore che rende l'Italia il quinto emittente sovrano di green bond nell'area dell'euro e a livello globale. Rispetto ai più recenti collocamenti di BTP comparabili, è stata significativa la partecipazione di investitori di lungo termine e di operatori che nelle proprie strategie di investimento adottano criteri ambientali, sociali e di governance (*environmental, social and governance*, ESG). La presenza di questi ultimi – cui è stata assegnata oltre la metà del quantitativo emesso – ha permesso di ampliare la base degli investitori.

Sul mercato secondario nelle prime sette settimane di negoziazione il BTP Green ha registrato un andamento analogo a quello dei BTP convenzionali con simile scadenza. Tuttavia, aggiustando per la diversa durata finanziaria, il rendimento del BTP Green è stato inferiore di circa 5 punti

Figura A

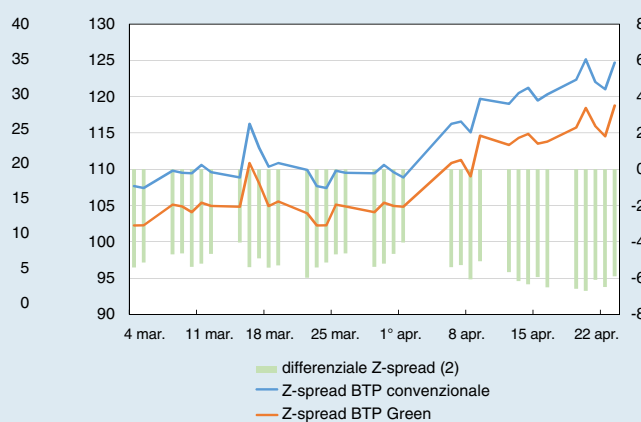
Volume di green bond emessi dagli emittenti sovrani dell'area dell'euro
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv. Dati aggiornati al 23 aprile 2021.

Figura B

Rendimento del BTP Green e dei titoli convenzionali (Z-spread) (1)
(punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv. I dati si riferiscono al periodo 4 marzo-23 aprile 2021.

(1) Lo Z-spread rappresenta lo spread creditizio che, aggiunto al tasso di interesse privo di rischio sulla curva zero-coupon, eguaglia il valore attuale dei flussi dell'obbligazione al prezzo di mercato. – (2) Differenza tra lo Z-spread del green bond e quello risultante dall'interpolazione dei rendimenti dei BTP convenzionali più vicini in termini di scadenza al titolo green. Scala di destra.

⁷ Alcuni tra i maggiori emittenti di obbligazioni governative, come gli Stati Uniti e il Giappone, non sono ancora entrati nel comparto dei green bond.

⁸ Tale approccio mira a migliorare la liquidità del titolo green e consente di valutarne la performance legata alla componente verde. L'emittente tedesco ha manifestato l'intenzione di applicare questo meccanismo per collocare altri green Bund, su scadenze da 2 a 30 anni, con l'obiettivo di costruire una curva di rendimenti verdi che funga da riferimento per l'area dell'euro.

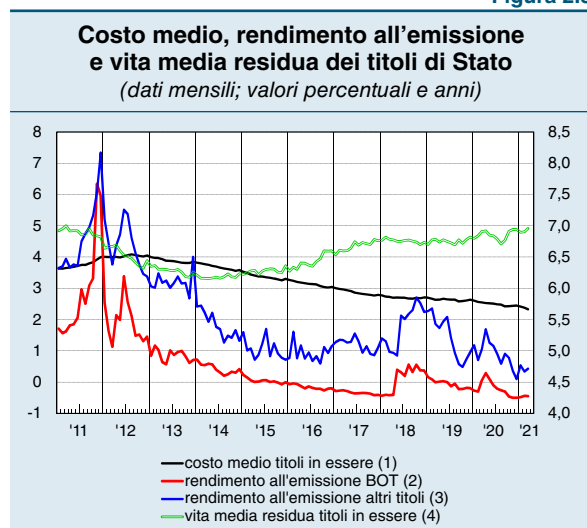
base rispetto a quello dei BTP con scadenza ravvicinata (cosiddetto *greenium*⁹; figura B) e il differenziale denaro-lettera molto contenuto, simile a quello dei titoli tradizionali, nonostante il minore importo in circolazione. L'esito del collocamento e l'andamento sul mercato secondario sembrano confermare l'esistenza di un'estesa base di investitori e un significativo interesse per il comparto dei green bond sovrani. In generale, la crescente adozione di strategie ESG da parte di numerosi operatori di mercato e il rapido sviluppo del settore dei green bond confermano l'interesse sempre maggiore da parte degli investitori per la finanza sostenibile.

⁹ Con il termine *greenium* si intende il differenziale tra il rendimento del titolo green e quello del titolo convenzionale di simile scadenza.

In febbraio i rendimenti all'emissione hanno toccato il minimo storico nella parte intermedia della curva. Il costo medio dei titoli di Stato in circolazione, pari al 2,3 per cento alla fine del mese di marzo, continua a diminuire. Nello stesso periodo la vita media residua dei titoli in circolazione era circa 7 anni (fig. 2.5).

Le esigenze di finanziamento del Tesoro per l'anno in corso rimangono elevate, anche se l'Italia beneficerà delle risorse europee: i prestiti nell'ambito dello strumento di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione legati all'emergenza (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE) e il prefinanziamento previsto dal programma di rilancio dell'economia *Next Generation EU* ammonterebbero nel 2021 a quasi 36 miliardi⁴. Il totale dei titoli a medio e a lungo termine in scadenza è pari a 218 miliardi nel 2021, 219 nel 2022 e 245 nel 2023 (fig. 2.6). Per ridurre i rimborsi attesi in quest'ultimo anno sono state effettuate operazioni di acquisto e concambio (8 miliardi nel 2020).

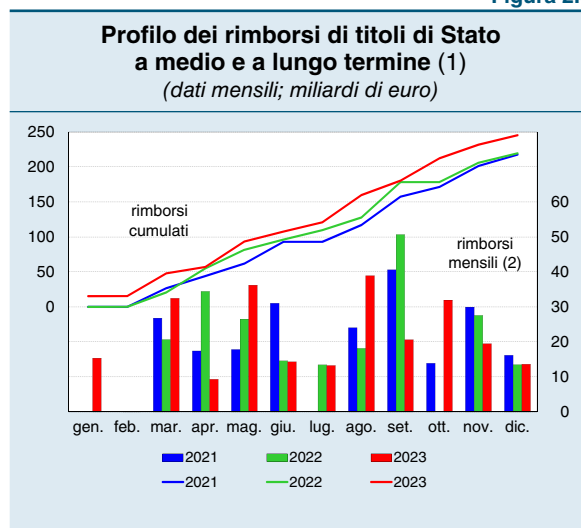
Figura 2.5



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia. Dati aggiornati al 31 marzo 2021.

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

Figura 2.6

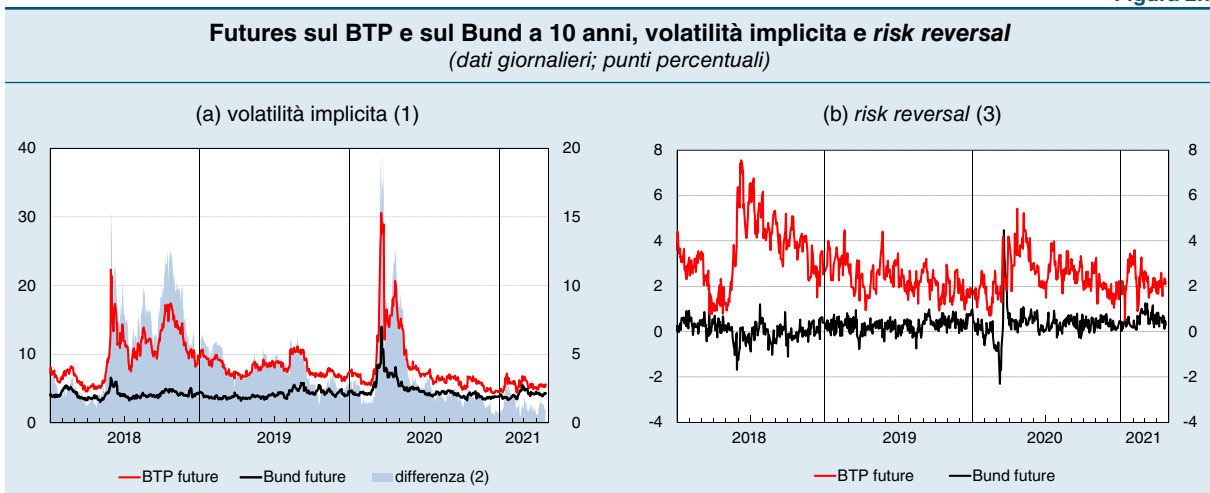


Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia. Dati aggiornati al 23 aprile 2021.

(1) Titoli di Stato (inclusi quelli collocati sui mercati internazionali) con scadenza all'emissione superiore a un anno. I rimborsi dei BTP indicizzati non sono rivalutati per l'inflazione. – (2) Scala di destra.

⁴ In particolare, i prestiti residui previsti nell'ambito dello strumento SURE ammonterebbero a 10,8 miliardi di euro. In merito al programma *Next Generation EU* è previsto per il 2021 un prefinanziamento del 13 per cento dell'ammontare di risorse introdotte dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza*.

Figura 2.7



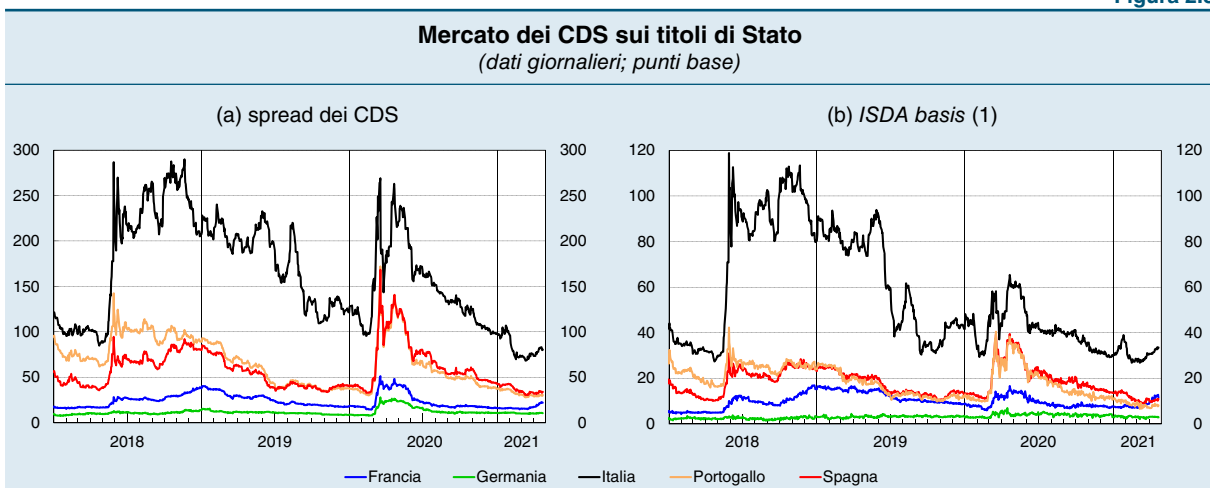
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni *at-the-money* sui futures sul BTP e sul Bund a dieci anni con scadenza a 30 giorni. – (2) Scala di destra. – (3) Differenza delle volatilità implicite dei prezzi delle opzioni put e call sul contratto attivo dei futures a 10 anni sui titoli di Stato che presentano il medesimo scostamento relativo del prezzo di esercizio rispetto al prezzo del sottostante (*moneyness*) e pari scadenza (un mese).

Nel mercato delle opzioni sui titoli di Stato italiani, il costo necessario per assicurarsi contro variazioni dei corsi, misurato dalla volatilità implicita, si è portato su valori molto contenuti, pur manifestando alcuni segnali di tensione in coincidenza con il brusco rialzo dei rendimenti sui titoli statunitensi; lo scarto rispetto ai titoli tedeschi si è ulteriormente ridotto (fig. 2.7.a). La differenza tra il prezzo delle opzioni che proteggono da una discesa del valore dei futures sul BTP decennale e il prezzo di quelle che traggono profitto da un suo incremento (*risk reversal*) indica un sostanziale equilibrio fra le attese di flessione e quelle di aumento dei corsi italiani (fig. 2.7.b).

Dalla fine di novembre il premio per il rischio di insolvenza sui titoli di Stato italiani osservato sul mercato dei credit default swap (CDS) ha continuato a diminuire, portandosi al di sotto dei livelli precedenti la pandemia (fig. 2.8.a). Il divario tra il premio sui contratti CDS che offrono protezione

Figura 2.8



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) è un'organizzazione di partecipanti al mercato dei derivati *over-the-counter* (OTC). L'*ISDA basis* misura la differenza tra il premio CDS su contratti in dollari statunitensi con scadenza a 5 anni sottoscritti con il protocollo ISDA 2014 e il premio CDS sugli stessi contratti sottoscritti con il protocollo ISDA 2003.

nel caso di ridenominazione del debito e quello sui contratti che non proteggono da tale rischio (*ISDA basis*) è rimasto sostanzialmente invariato (fig. 2.8.b).

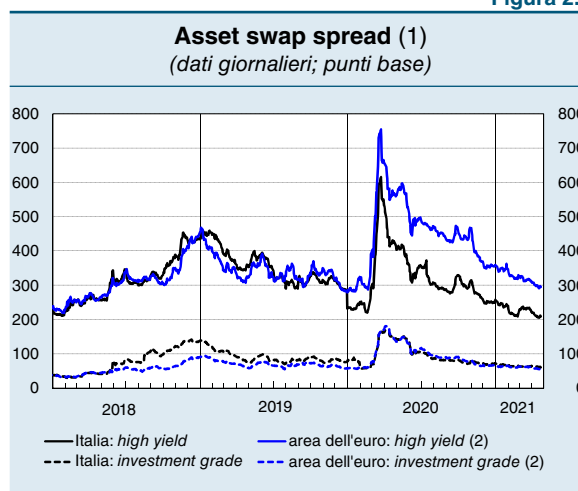
Nel mercato delle obbligazioni private sono diminuiti i differenziali di rendimento tra i titoli emessi dalle imprese e i tassi privi di rischio, approssimati dalla curva dei tassi swap (asset swap spread; fig. 2.9), risentendo solo temporaneamente delle tensioni derivanti dal rialzo dei tassi statunitensi. I differenziali si sono portati su livelli prossimi ai valori precedenti alla pandemia sia per gli emittenti a minore merito di credito (*high yield*) sia per quelli con rating più elevati (*investment grade*).

Il numero e l'entità dei declassamenti da parte delle agenzie di rating, pur rimanendo nel complesso elevati, si sono fortemente ridotti negli ultimi mesi sia in Italia sia nel resto dell'area dell'euro. Dall'inizio di novembre alla fine di marzo il 5 per cento del valore nominale dei titoli italiani in circolazione ha subito una revisione al ribasso del merito di credito da parte delle tre maggiori agenzie di rating (Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings), contro l'8 per cento circa nel periodo tra marzo e ottobre del 2020 (10 per cento per gli altri paesi dell'area dell'euro, contro il 17 per cento nel periodo tra marzo e ottobre)⁵.

Alla fine dello scorso marzo la quota delle emissioni con merito di credito pari a BBB-, livello minimo dell'*investment grade*, era circa il 15 per cento sia in Italia sia nell'area dell'euro. Permane il rischio che l'incertezza sulle prospettive economiche comporti un declassamento di queste obbligazioni a *speculative grade*, corrispondente a un rating BB+ o inferiore, con possibili effetti negativi sul costo della raccolta obbligazionaria.

Sui mercati azionari la volatilità implicita e il costo della protezione contro forti ribassi dei corsi (*risk reversal*) hanno raggiunto sia in Italia sia nell'area dell'euro valori prossimi a quelli precedenti la pandemia (fig. 2.10.a e 2.10.b)⁶. È tornato inoltre negativo, dopo più di un anno, il differenziale di volatilità fra le opzioni a due e a dodici mesi, segnalando una minore incertezza degli investitori sulle prospettive a più breve termine (fig. 2.10.b). Gli episodi di elevata volatilità che hanno interessato singoli titoli, specie nel mercato statunitense (cfr. il par. 1.1), non si sono diffusi in misura significativa sul mercato italiano.

Figura 2.9

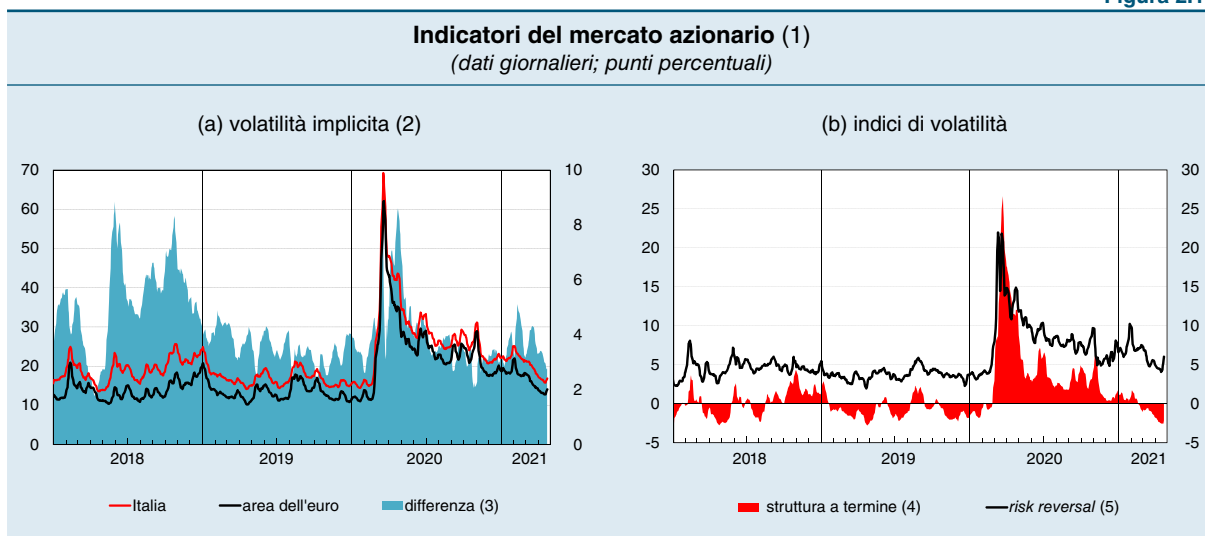


Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch (BofAML).
 (1) Asset swap spread ponderati per le capitalizzazioni di mercato dei singoli titoli di società non finanziarie. – (2) Gli indici BofAML per l'area dell'euro sono stati rielaborati escludendo l'Italia.

⁵ Si fa riferimento al rating sintetico attribuito da ICE, calcolato come media delle valutazioni di Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings. Il campione preso a riferimento è costituito da 1.939 obbligazioni societarie emesse da 400 imprese non finanziarie dell'area dell'euro, per un ammontare nominale complessivo di 1.330 miliardi di euro. I titoli considerati sono quelli inclusi negli indici *ICE BofA euro corporate investment grade* e *ICE BofA euro corporate high yield*, largamente rappresentativi delle emissioni obbligazionarie scambiate in totale sui mercati. Il sottoinsieme delle imprese italiane è composto da 179 titoli di 42 emittenti, per un ammontare nominale complessivo di 122 miliardi.

⁶ In ragione dell'allentamento delle tensioni sui mercati finanziari, la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) ha deciso di non prorogare ulteriormente il regime temporaneo di trasparenza rafforzata sulle variazioni delle partecipazioni rilevanti e sulle dichiarazioni degli obiettivi di investimento. Il regime era stato introdotto ad aprile del 2020 per fronteggiare le turbolenze sui mercati dopo la pandemia; la normativa ordinaria è tornata in vigore il 14 aprile 2021 (cfr. Consob, comunicato stampa del 12 aprile 2021).

Figura 2.10

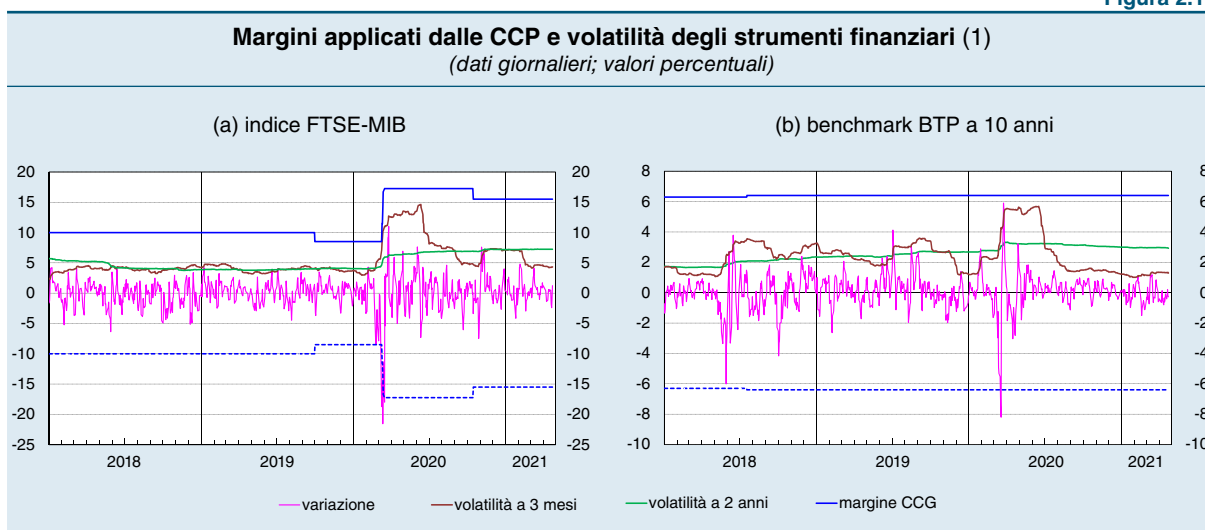


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

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

La controparte centrale italiana (Cassa di compensazione e garanzia, CCG) ha mantenuto inalterato il livello dei margini applicati sia al mercato azionario sia a quello dei titoli di Stato italiani (fig. 2.11). In risposta alle raccomandazioni emanate lo scorso maggio dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) sui rischi di liquidità derivanti dalle richieste di margini delle controparti centrali (*central counterparties*, CCP), la CCG ha indicato che il livello dei parametri adottati, superiori ai minimi regolamentari, e l'approccio graduale nella variazione dei margini hanno

Figura 2.11



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Refinitiv e CCG.

(1) Variazioni a 3 giorni dell'indice FTSE-MIB e variazioni a 5 giorni del prezzo del BTP benchmark a 10 anni. Gli indicatori di volatilità sono basati sulla metodologia di *Value at Risk* (VaR) e calcolati rispetto a un periodo di 3 mesi e di 2 anni con un intervallo di confidenza al 99 per cento. I margini unitari per il BTP sono quelli riferiti alla relativa classe di durata finanziaria. Le linee tratteggiate, speculari a quelle dei margini, sono riportate per indicare l'adeguatezza dei livelli dei margini a fronte delle variazioni negative dei prezzi effettivamente registrate sul mercato.

contribuito a evitare repentini e significativi aumenti delle richieste di garanzie rivolte ai partecipanti anche nei momenti di maggiore tensione dello scorso anno⁷.

2.2 LE BANCHE

Le condizioni di raccolta delle banche italiane sono distese, per effetto dell'ampia disponibilità di depositi, della liquidità fornita dall'Eurosistema e dei bassi rendimenti sui mercati obbligazionari. La pandemia non ha rallentato i piani di dismissione dei crediti deteriorati; la patrimonializzazione si è ulteriormente rafforzata, beneficiando da un lato del programma di garanzie pubbliche e della ricomposizione delle attività in portafoglio verso esposizioni meno rischiose (che hanno permesso una riduzione delle attività ponderate per il rischio), dall'altro, in misura minore, della crescita del capitale di migliore qualità.

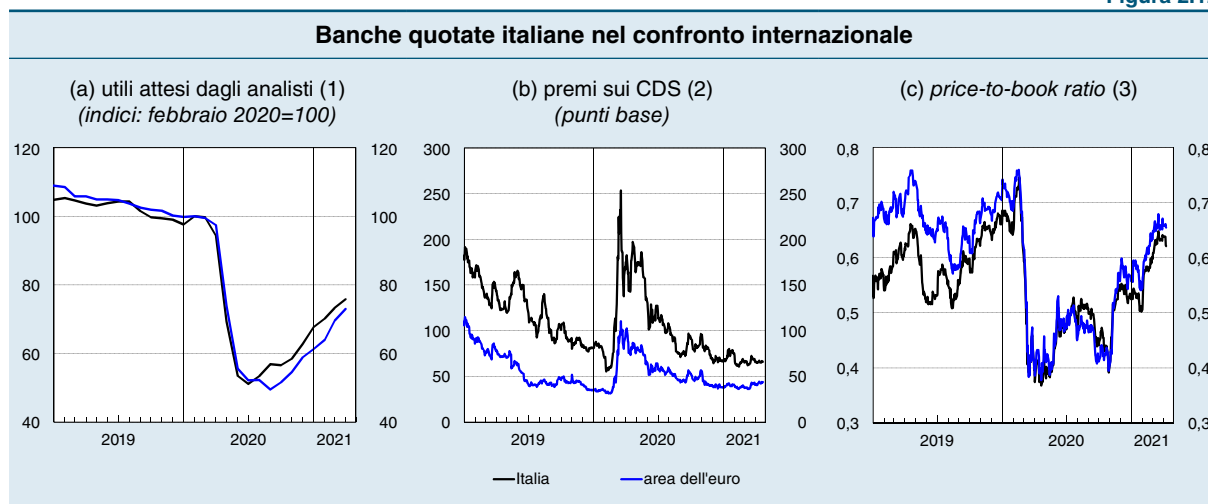
I principali rischi per le banche restano legati a un peggioramento della qualità del credito e alle pressioni sulla redditività; vi concorre l'incertezza sull'evoluzione del quadro macroeconomico. Il tasso di deterioramento dei prestiti, rimasto pressoché stabile nel corso del 2020, mostra segnali di aumento, in particolare per i prestiti alle imprese operanti nei settori più esposti agli effetti della crisi sanitaria e delle connesse misure di contenimento. La quota di finanziamenti *in bonis* per i quali le banche hanno riscontrato un significativo incremento del rischio di credito è relativamente elevata nel confronto internazionale.

È verosimile che le moratorie ancora in essere, la cui incidenza è più alta della media europea, stiano ritardando l'emersione di difficoltà nel rimborso dei prestiti. Le banche devono valutare con attenzione, caso per caso, la posizione delle imprese, attivandosi per sostenere quelle con prospettive di ripresa ed effettuando le necessarie riclassificazioni prudenziali e contabili. La situazione di incertezza richiede notevole prudenza e il rafforzamento delle decisioni di accantonamento; ciò vale in particolare per le banche meno significative: l'incidenza delle posizioni per cui è stato rilevato un incremento significativo del rischio di credito (classificate nello stadio 2 secondo il principio contabile IFRS 9) è infatti per questi intermediari inferiore alla media di sistema, nonostante la quota di moratorie ancora in essere sul totale dei prestiti sia maggiore.

Nel 2020 il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve è sceso poco sotto il 2 per cento. Ha inciso in misura rilevante l'aumento delle rettifiche su crediti *in bonis* effettuate dagli intermediari per anticipare probabili perdite future, anche su impulso delle autorità di supervisione. La flessione dei profitti ha inoltre risentito di poste straordinarie e non ricorrenti contabilizzate da alcuni grandi intermediari.

Prosegue da novembre il graduale miglioramento delle aspettative degli analisti sugli utili bancari, che si mantengono tuttavia significativamente inferiori rispetto ai livelli – già contenuti – osservati prima della pandemia (fig. 2.12.a). Nello stesso periodo attese più favorevoli sulla redditività hanno determinato una riduzione sia del premio per il rischio di insolvenza dei principali gruppi bancari italiani, misurato dai prezzi dei CDS, sia del loro differenziale rispetto al valore medio relativo agli altri principali intermediari europei (fig. 2.12.b). Nel complesso tuttavia la redditività strutturalmente bassa delle banche dell'area dell'euro si riflette in livelli ampiamente inferiori all'unità del rapporto tra il valore di mercato e quello contabile delle banche quotate (*price-to-book ratio*), pari in media a 0,62 per gli intermediari italiani e a 0,65 per quelli dell'area (fig. 2.12.c).

⁷ Raccomandazione ESRB/2020/6 sui rischi di liquidità derivanti da richieste di margini.



Fonte: elaborazioni su dati CMA e Refinitiv.

(1) Stime sugli utili netti per i successivi 12 mesi espressi in euro. Dati relativi alle banche incluse nell'indice Euro Stoxx Banks. Per le banche dell'area dell'euro, sono state escluse le banche italiane. – (2) Media semplice dei premi sui CDS a 5 anni. I dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit e Intesa Sanpaolo; per l'area dell'euro, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, Deutsche Bank, Commerzbank, Banco Santander e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. – (3) Media ponderata per il valore di mercato. Per le banche incluse nel campione, cfr. la nota 1.

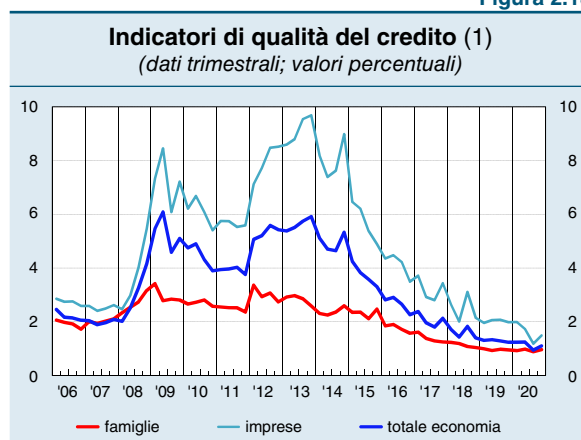
I rischi dell'attivo

Il flusso di nuovi crediti deteriorati in rapporto ai prestiti *in bonis*, rimasto pressoché stabile allo 0,9 per cento fino a settembre del 2020, è cresciuto nel quarto trimestre all'1,1 per cento (fig. 2.13). L'incremento ha riguardato sia i prestiti alle famiglie (dallo 0,9 all'1,0 per cento) sia quelli alle imprese (dall'1,2 all'1,5 per cento). L'indicatore è aumentato principalmente nei settori più esposti agli effetti della crisi sanitaria e delle misure di contenimento della diffusione del virus, come quello dei servizi.

Nel secondo semestre del 2020 il perdurare dell'incertezza sull'evoluzione del contesto macroeconomico ha comportato un ulteriore incremento, sebbene meno intenso rispetto alla prima metà dell'anno, dell'ammontare dei prestiti *in bonis* per i quali le banche hanno riscontrato un significativo aumento del rischio di credito (a seguito del quale avviene il passaggio dallo stadio 1 allo stadio 2 della classificazione prevista dal principio contabile IFRS 9). L'incidenza dei prestiti classificati nello stadio 2 sul totale dei crediti *in bonis* è passata, al lordo delle rettifiche di valore, dal 10,2 al 10,7 per cento. A dicembre del 2020 il tasso di copertura del complesso dei crediti *in bonis* ha raggiunto lo 0,6 per cento (in aumento nell'anno di 9 punti base).

I finanziamenti classificati nello stadio 2 sono cresciuti quasi dell'11 per cento (tav. 2.1); l'incremento è stato più sostenuto per le banche meno significative (18 per cento), che avevano invece registrato un aumento inferiore alla media di sistema nella prima parte dell'anno. Tuttavia per queste banche

Figura 2.13



Fonte: Centrale dei rischi.

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

l'incidenza delle posizioni in stadio 2 sul totale dei crediti *in bonis* rimane ben al di sotto di quanto si osserva per quelle significative (7,5 contro 11,7 per cento al lordo delle rettifiche di valore) ed è maggiore la quota di moratorie ancora in essere sul totale dei prestiti a imprese e famiglie (12,4 contro 9,1 per cento; cfr. il riquadro: *La gestione e la misurazione del rischio di credito per i prestiti in moratoria*).

Tavola 2.1

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

VOCI	Banche significative					Banche meno significative					Totale (1)				
	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura (2)	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura (2)	esposizioni lorde	esposizioni nette	composizione percentuale lorda	composizione percentuale netta	tasso di copertura (2)
Dicembre 2020 (3)															
Finanziamenti (4)	1.872,1	1.820,3	100,0	100,0	2,8	227,8	221,2	100,0	100,0	2,9	2.345,6	2.279,4	100,0	100,0	2,8
<i>In bonis</i>	1.794,8	1.784,3	95,9	98,0	0,6	213,6	212,5	93,8	96,1	0,5	2.242,1	2.228,9	95,6	97,8	0,6
<i>di cui: stadio 2 (5)</i>	209,6	202,3	11,2	11,1	3,5	16,1	15,6	7,1	7,0	3,3	239,3	230,7	10,2	10,1	3,6
Deteriorati	77,3	36,0	4,1	2,0	53,5	14,2	8,7	6,2	3,9	38,9	103,6	50,5	4,4	2,2	51,2
sofferenze (6)	32,6	11,0	1,7	0,6	66,4	7,5	4,2	3,3	1,9	44,2	47,2	18,0	2,0	0,8	61,8
inadempienze probabili (6)	42,4	23,3	2,3	1,3	45,0	6,1	4,0	2,7	1,8	34,8	52,9	29,9	2,3	1,3	43,4
scaduti (6)	2,4	1,7	0,1	0,1	28,3	0,6	0,5	0,3	0,2	13,1	3,5	2,5	0,2	0,1	27,4
Giugno 2020															
Finanziamenti (4)	1.804,7	1.737,3	100,0	100,0	3,7	207,4	200,5	100,0	100,0	3,4	2.255,0	2.172,2	100,0	100,0	3,7
<i>In bonis</i>	1.695,0	1.685,3	93,9	97,0	0,6	192,7	191,8	92,9	95,7	0,5	2.117,3	2.105,2	93,9	96,9	0,6
<i>di cui: stadio 2 (5)</i>	191,9	185,4	10,6	10,7	3,3	13,7	13,2	6,6	6,6	3,4	216,5	208,8	9,6	9,6	3,5
Deteriorati	109,7	52,0	6,1	3,0	52,6	14,7	8,7	7,1	4,3	40,8	137,7	67,0	6,1	3,1	51,4
sofferenze (6)	54,8	19,9	3,0	1,1	63,8	7,6	3,8	3,7	1,9	49,5	70,4	26,8	3,1	1,2	61,9
inadempienze probabili (6)	50,9	29,1	2,8	1,7	42,8	6,1	4,0	2,9	2,0	34,4	61,6	35,8	2,7	1,7	41,9
scaduti (6)	4,0	3,0	0,2	0,2	25,1	1,0	0,9	0,5	0,4	12,0	5,8	4,4	0,3	0,2	24,3

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

(1) Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative italiane né come meno significative italiane e rappresentano circa il 11 per cento del totale dei crediti lordi verso la clientela. Sono escluse le filiali di banche estere. – (2) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (3) Dati provvisori. – (4) Includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. L'aggregato comprende tutte le esposizioni creditizie classificate al costo ammortizzato e al *fair value*, con l'esclusione di quelle detenute per la negoziazione o classificate nel portafoglio contabile delle attività non correnti e dei gruppi di attività in via di dismissione. Eventuali mancate quadrature sono dovute ad arrotondamenti. La composizione percentuale è calcolata sulla base degli importi espressi in milioni di euro. – (5) In base al principio contabile IFRS 9, sono compresi nello stadio 2 i finanziamenti per i quali si è osservato un significativo incremento del rischio di credito rispetto al momento di erogazione. – (6) Le sottocategorie di crediti deteriorati riflettono la definizione non armonizzata della Banca d'Italia, che si affianca a quella europea; essa consente la distinzione delle esposizioni per classi di rischio decrescenti: sofferenze, inadempienze probabili ed esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, in continuità storica con la definizione precedente.

LA GESTIONE E LA MISURAZIONE DEL RISCHIO DI CREDITO PER I PRESTITI IN MORATORIA¹

In risposta all'emergenza provocata dall'epidemia di Covid-19, il DL 18/2020 (decreto "cura Italia") ha introdotto la possibilità per famiglie e imprese di richiedere agli intermediari finanziari

¹ A cura di Giacomo Ceccobelli e Laura Coppola.

una moratoria sui prestiti *in bonis*; gli intermediari hanno ampliato la platea dei beneficiari promuovendo iniziative di moratoria individuali o per il tramite di associazioni di categoria. A dicembre del 2020 le moratorie ancora in essere e concesse dalle banche sulla base di previsioni legislative o di iniziative di categoria² erano pari a 41 miliardi per i prestiti alle famiglie, 106 per quelli alle imprese³; i crediti per i quali la moratoria risultava scaduta erano complessivamente pari a 66 miliardi. I finanziamenti interessati dalle misure ancora in essere rappresentavano il 9,3 per cento del totale dei crediti verso il settore privato non finanziario (tavola).

Tavola

Crediti verso famiglie e imprese delle banche italiane (1)
(valori percentuali)

	Banche significative	Banche meno significative	Totale (2)
Crediti con moratoria in essere			
Incidenza sul totale dei finanziamenti	9,1	12,4	9,3
Incidenza S2 su totale dei crediti <i>in bonis</i> con moratoria in essere	32,0	21,7	29,1
Incidenza S3 sul totale dei crediti con moratoria in essere	1,5	1,5	1,5
Crediti con moratoria scaduta			
Incidenza sul totale dei finanziamenti	4,6	2,1	4,2
Incidenza S2 su totale dei crediti <i>in bonis</i> con moratoria scaduta	25,7	15,1	24,9
Incidenza S3 sul totale dei crediti con moratoria scaduta	2,9	2,1	2,7
Totale crediti			
Incidenza S2 sul totale dei crediti <i>in bonis</i>	16,3	9,7	14,4
Incidenza S3 sul totale dei crediti	5,9	8,2	6,2

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

(1) Dati a dicembre 2020. In base al principio contabile IFRS 9 i crediti valutati al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva e quelli valutati al costo ammortizzato sono ripartiti in stadi di rischio: stadio 1 (crediti per cui non si è verificato un significativo aumento del rischio di credito rispetto alla data di erogazione; S1); stadio 2 (crediti che hanno subito un significativo aumento del rischio; S2); stadio 3 (crediti *impaired*; S3). – (2) Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative né come meno significative italiane.

Per i crediti sottoposti a moratoria ancora in essere verso famiglie e imprese l'incidenza di quelli classificati nello stadio 2 secondo il principio contabile IFRS 9 sul totale dei crediti *in bonis* concessi a questi settori era pari al 29,1 per cento, circa 15 punti percentuali in più rispetto al complesso dei prestiti al settore privato non finanziario. Anche per le esposizioni la cui moratoria è scaduta, la quota dei crediti classificati nello stadio 2 risultava più alta (al 25 per cento). Il divario è attribuibile sia alla maggiore incertezza sull'evoluzione del merito creditizio dei finanziamenti che beneficiano di una moratoria, sia alla loro composizione, maggiormente concentrata verso quei settori che più hanno risentito della crisi pandemica. Per le imprese che hanno beneficiato di moratorie, la riduzione media del fatturato dall'inizio della pandemia, ponderata per le rispettive esposizioni bancarie, risulta infatti superiore a quella riferita al complesso dei finanziamenti (17 contro 15 per cento). Sebbene il calo del fatturato sia stato maggiore, in media, per le imprese che hanno

² Si fa riferimento alle moratorie che soddisfano i requisiti definiti dagli orientamenti dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) e a cui è riconosciuto un trattamento segnalitico e prudenziale favorevole; cfr. EBA, *Orientamenti sulle moratorie legislative e non legislative relative ai pagamenti dei prestiti applicate alla luce della crisi Covid-19*, aprile 2020, secondo cui l'attribuzione della qualifica di moratoria generale di pagamento non comporta necessariamente la riclassificazione dell'esposizione tra quelle oggetto di concessione (sia essa deteriorata o non deteriorata), diversamente da quanto previsto per le iniziative individuali.

³ Gli importi si riferiscono alle sole moratorie generali segnalate da intermediari bancari e pertanto differiscono da quelli riportati periodicamente dall'indagine settimanale presso un ampio campione di banche (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Task force per assicurare l'efficiente e rapido utilizzo delle misure di supporto alla liquidità*).

beneficiario delle moratorie e che sono state affidate dalle banche meno significative (19 per cento), per queste banche la quota di moratorie in essere classificate nello stadio 2 era inferiore di 10 punti percentuali rispetto a quanto registrato per le banche significative (32 contro 22 per cento).

I crediti classificati nello stadio 3 (aggregato che approssima i crediti deteriorati) rappresentavano una quota alquanto modesta sul totale, pari al 2,7 per cento per le moratorie già scadute (1,5 per quelle ancora in essere). Questo dato tuttavia potrebbe non costituire un indicatore affidabile della qualità del credito delle moratorie ancora in essere. È infatti possibile che le moratorie già scadute facciano capo a debitori relativamente solidi che potrebbero avere chiesto la moratoria prevalentemente a scopo precauzionale. Per le banche significative l'incidenza di crediti con moratorie scadute e classificati nello stadio 3 era maggiore rispetto a quella delle banche meno significative (il 2,9 per cento contro il 2,1).

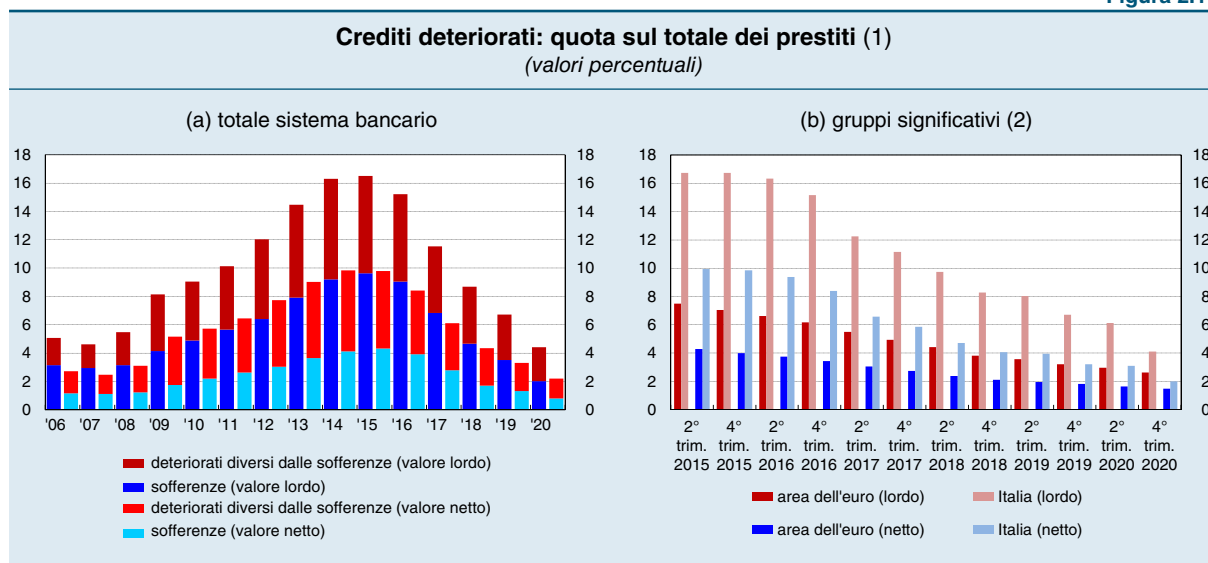
La quota di crediti classificati negli stadi 2 e 3 è verosimilmente destinata a crescere ulteriormente nei prossimi mesi, comportando la necessità di aumentare le rettifiche di valore. Nostre stime indicano che il deterioramento della qualità del credito nel biennio 2021-22 potrebbe generare perdite su crediti per circa 9 miliardi (lo 0,8 per cento delle attività ponderate per il rischio complessivo del sistema bancario).

Rilevazioni qualitative svolte presso le banche indicano che gli intermediari hanno avviato iniziative volte a rafforzare i processi di gestione del credito in risposta all'emergenza epidemiologica. Sia le banche significative sia quelle meno significative hanno aggiornato le strategie creditizie e i sistemi di reporting interni; al fine di evitare una possibile amplificazione degli effetti legati alle scadenze delle moratorie (cosiddetto *cliff effect*), presso molte banche sono in corso interventi per identificare precocemente situazioni di difficoltà finanziaria strutturale. Alcuni intermediari hanno anche predisposto piani operativi per rafforzare l'organico nell'ottica di una gestione proattiva dei debitori in difficoltà.

Per le banche significative italiane l'incidenza dei crediti classificati nello stadio 2 sul totale dei crediti *in bonis* alla fine del 2020 era superiore di circa 4 punti percentuali rispetto a quella media delle banche significative dell'area dell'euro; il tasso di copertura del complesso dei crediti *in bonis* era più elevato di un decimo di punto. La maggiore prudenza dei gruppi significativi italiani può essere spiegata dal fatto che la quota di crediti al settore privato non finanziario che beneficiano di una moratoria sul totale dei prestiti a queste controparti è relativamente elevata e superiore alla media delle banche significative dell'area dell'euro (9,1 e 2,6 per cento, rispettivamente).

La consistenza dei crediti deteriorati ha continuato a ridursi in maniera marcata anche nella seconda parte del 2020; al netto delle rettifiche, il relativo ammontare era sceso a 51 miliardi (104 al lordo delle rettifiche), circa il 25 per cento in meno rispetto a sei mesi prima. Anche l'incidenza al netto delle rettifiche sul totale dei finanziamenti (incluse le esposizioni interbancarie e verso banche centrali) era diminuita, al 2,2 per cento (fig. 2.14.a). Per il complesso delle banche il tasso di copertura (misurato dal rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare dei crediti deteriorati lordi) è rimasto sostanzialmente invariato, al 51,2 per cento; risulta tuttavia significativamente più basso della media per quelle meno significative (38,9 per cento). Il divario con le banche significative è in parte spiegato dalla presenza di intermediari specializzati nella gestione dei crediti deteriorati, i quali acquistano queste posizioni e le iscrivono in bilancio al netto delle svalutazioni; escludendo tali banche il tasso di copertura degli intermediari meno significativi sarebbe del 48,8 per cento.

Nel secondo semestre si è ulteriormente ridotto il divario tra il peso dei crediti deteriorati netti sul totale dei finanziamenti dei gruppi significativi italiani e quello delle banche significative europee (da 1,4 a 0,5 punti percentuali; fig. 2.14.b).



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

(1) I prestiti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere. Le quote sono calcolate al netto e al lordo delle relative rettifiche di valore. I dati di dicembre 2020 sono provvisori. – (2) Il perimetro delle banche significative e di quelle meno significative non è omogeneo tra le date esposte in figura: a partire da giugno del 2019, con il perfezionamento della riforma del settore del credito cooperativo, Cassa Centrale Banca è diventata un gruppo significativo ai fini di vigilanza e nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, sono confluite 143 banche di credito cooperativo (BCC).

Il calo delle esposizioni deteriorate è stato trainato dalle cessioni. Nel 2020 i crediti ceduti e cancellati dai bilanci bancari sono stati circa 33 miliardi. Alla riduzione ha contribuito la cessione di ulteriori 5 miliardi non ancora completata; la pandemia non ha rallentato i piani di dismissione delle banche italiane, anche grazie alla misura introdotta dal DL 18/2020 (decreto “cura Italia”) che, a fronte di cessioni di crediti deteriorati, ha consentito di convertire parte delle imposte anticipate (*deferred tax assets*) in crediti di imposta.

Circa il 70 per cento del valore delle sofferenze finora cedute dalle banche per mezzo di cartolarizzazioni era assistito dalla garanzia pubblica sui titoli di classe *senior* (garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, Gacs; cfr. il riquadro: *La performance delle operazioni assistite dalla garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*).

LA PERFORMANCE DELLE OPERAZIONI ASSISTITE DALLA GARANZIA SULLA CARTOLARIZZAZIONE DELLE SOFFERENZE¹

Le operazioni di cartolarizzazione sono state lo strumento principale utilizzato dalle banche per cedere i crediti in sofferenza; la Gacs si è dimostrata un valido strumento per realizzare queste operazioni.

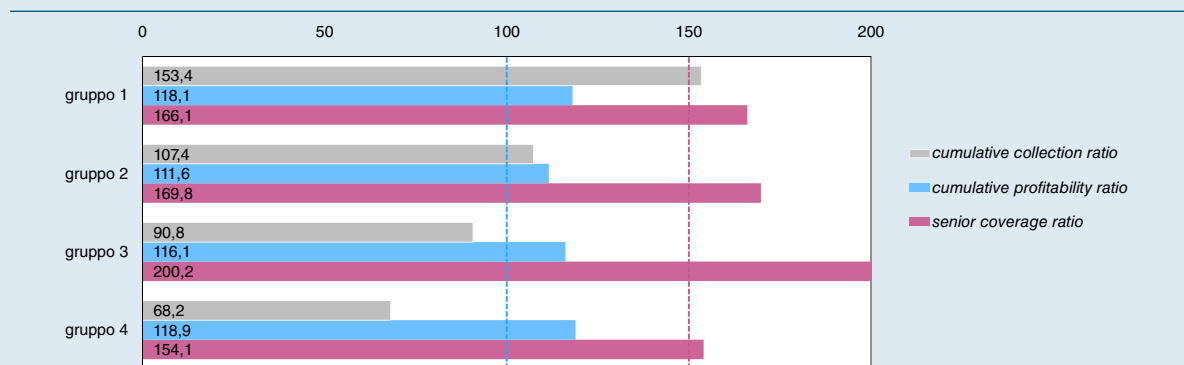
Da febbraio del 2016 (data di attivazione della Gacs) e fino al 31 dicembre 2020 il Ministero dell'Economia e delle finanze ha concesso la Gacs sulla tranche *senior* di 27 operazioni di cartolarizzazione, a fronte delle quali sono stati emessi titoli per 17,7 miliardi (14,4 di tranche *senior*, 2,1 di *mezzanine* e 1,2 di *junior*). I rimborsi sinora effettuati sulle tranche *senior* hanno notevolmente ridotto l'esposizione dello Stato, che alla fine dello scorso anno ammontava a 10,4 miliardi. Sulla base delle informazioni fornite dai *servicers* nessuna operazione ha registrato perdite.

¹ A cura di Giulia Mele e Daniele Piras.

Per valutare la performance delle operazioni sono stati presi in considerazione tre indicatori. Il primo è il *cumulative collection ratio*² (CCR; figura), previsto dalla disciplina della Gacs, nonché il più utilizzato dagli operatori di mercato: è pari al rapporto tra l'ammontare complessivo recuperato all'ultima data di pagamento dei titoli emessi e gli incassi previsti dal piano di recupero alla stessa data. Sulla base di questo indicatore 16 operazioni presentano un ritardo rispetto a quanto programmato (ossia un CCR inferiore al 100 per cento) per un importo di circa 550 milioni.

Figura

Valutazione delle performance in base agli indicatori CCR, CPR e SCR (1)
(valori percentuali)



(1) Il grafico è stato realizzato dividendo le operazioni in 4 gruppi costruiti rispetto al CCR (gruppo 1: CRR \geq 120 per cento; gruppo 2: 120 per cento $>$ CRR \geq 100 per cento; gruppo 3: 100 per cento $>$ CRR \geq 80 per cento; gruppo 4: CRR $<$ 80 per cento). Per ogni gruppo viene riportata la media semplice di CCR, CPR e SCR. Il numero di operazioni in ciascun gruppo è pari rispettivamente a 4, 7, 11 e 5.

Il CCR tuttavia offre una valutazione solo parziale della performance delle operazioni, in quanto è influenzato dalla distribuzione nel tempo delle attese di recupero, che può rendere poco confrontabile l'andamento di operazioni con profili di rischio simili.

Il secondo indicatore è il *cumulative profitability ratio* (CPR), che fornisce un'indicazione del rendimento delle posizioni già chiuse (quelle per cui non si attendono ulteriori flussi di cassa): è dato dal rapporto tra gli incassi effettivi e il corrispondente valore indicato nel piano di recupero. Sulla base del CPR quasi tutte le operazioni mostrano una buona profittabilità, con un livello pari o superiore al 100 per cento.

Il terzo indicatore è il *senior coverage ratio* (SCR), che indica la capacità dei flussi di cassa attesi dai piani di recupero di ripagare i titoli *senior*: è pari al rapporto tra i rimanenti incassi attesi dal piano (sulle posizioni ancora aperte) e l'ammontare corrente dei titoli *senior*. Valori dell'indicatore inferiori al 100 per cento segnalano che i flussi di cassa attesi dal portafoglio non sarebbero in grado di ripagare interamente i titoli *senior*. Valori superiori al 150 per cento sono in genere considerati come un segnale di buone aspettative di recupero dell'operazione, dal momento che i flussi di cassa attesi sarebbero ragionevolmente sufficienti per ripagare interamente i titoli *senior* dopo aver tenuto conto dei costi dell'operazione (spese legali, commissioni, ecc.), nonché di eventuali revisioni del piano di recupero; solo cinque cartolarizzazioni presentano valori dell'indicatore SCR inferiori a questa soglia.

Nel complesso l'analisi congiunta dei tre indicatori mostra una buona redditività delle posizioni già chiuse e un adeguato grado di copertura dei titoli *senior* derivante dai flussi di cassa attesi per la gran parte delle operazioni.

² Il CCR è il parametro in base al quale devono essere calcolati gli obiettivi di performance ai sensi del DL 18/2016, come successivamente modificato dal DL 22/2019.

Nel periodo compreso tra settembre del 2020 e marzo del 2021 le banche hanno effettuato vendite nette di titoli pubblici per 25 miliardi (fig. 2.15), riducendo prevalentemente l'ammontare delle obbligazioni allocate nel portafoglio delle attività valutate al *fair value*. La quota media di titoli valutati al costo ammortizzato è cresciuta di circa mezzo punto percentuale (al 63,5 e al 78,2 per cento, rispettivamente per le banche significative e per quelle meno significative). L'incidenza dei titoli pubblici sul totale delle attività è diminuita di un punto percentuale, al 10,1 per cento.

Nostre simulazioni, basate sulla situazione patrimoniale delle banche e sulla durata finanziaria dei singoli titoli in portafoglio al 31 gennaio 2021, indicano che un innalzamento di 100 punti base dell'intera curva dei rendimenti dei titoli di Stato ridurrebbe mediamente il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*common equity tier 1 ratio*, *CET1 ratio*) in misura contenuta, di 18 punti base (17 per le banche significative, 27 per quelle meno significative)⁸. Tale impatto è inferiore a quello stimato a settembre del 2020 (27 punti base) per via della riduzione dei titoli valutati al *fair value* e in particolare di quelli classificati nel portafoglio con impatto sulla redditività complessiva. Gli intermediari potranno attenuare gli effetti di un eventuale aumento dei rendimenti dei titoli di Stato ricorrendo al filtro prudenziale per sterilizzare gli impatti sul patrimonio delle variazioni di valore delle esposizioni verso le Amministrazioni pubbliche⁹.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

Da settembre le famiglie e le imprese hanno continuato ad accumulare liquidità sotto forma di depositi bancari (tav. 2.2; cfr. il par. 1.2). La crescita dei depositi ha ulteriormente ridotto il *funding gap*¹⁰ di 3 punti percentuali (a -10 per cento), 7,1 punti percentuali in meno rispetto a febbraio dello scorso anno.

Nel mese di dicembre il coefficiente di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR), che diventerà un requisito vincolante per le banche europee a partire da giugno di quest'anno, ammontava in media al 124 per cento per le banche italiane significative, in aumento di 3 punti percentuali rispetto a giugno del 2020; nessuno di questi intermediari presentava un valore inferiore al minimo regolamentare, pari al 100 per cento.

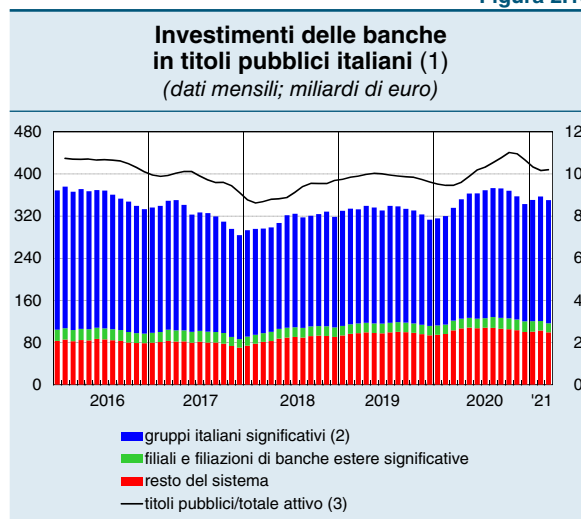
Grazie all'incremento dei depositi e all'abbondante disponibilità di risorse messe a disposizione dall'Eurosistema, le banche hanno fatto limitato ricorso ai mercati obbligazionari all'ingrosso, nonostante

⁸ Le stime da un lato non considerano i titoli di Stato detenuti dalle controllate estere e dalla componente assicurativa dei gruppi bancari italiani (il cui ammontare in alcuni casi è rilevante), dall'altro non tengono conto di elementi che potrebbero attenuare l'impatto, quali la presenza di operazioni di copertura (*hedging*) e gli effetti di natura fiscale.

⁹ Tale possibilità è stata introdotta con il regolamento UE/2020/873 (CRR *quick-fix*).

¹⁰ Il *funding gap* è il differenziale tra il valore dei prestiti e la raccolta al dettaglio espresso in rapporto ai prestiti.

Figura 2.15



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

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

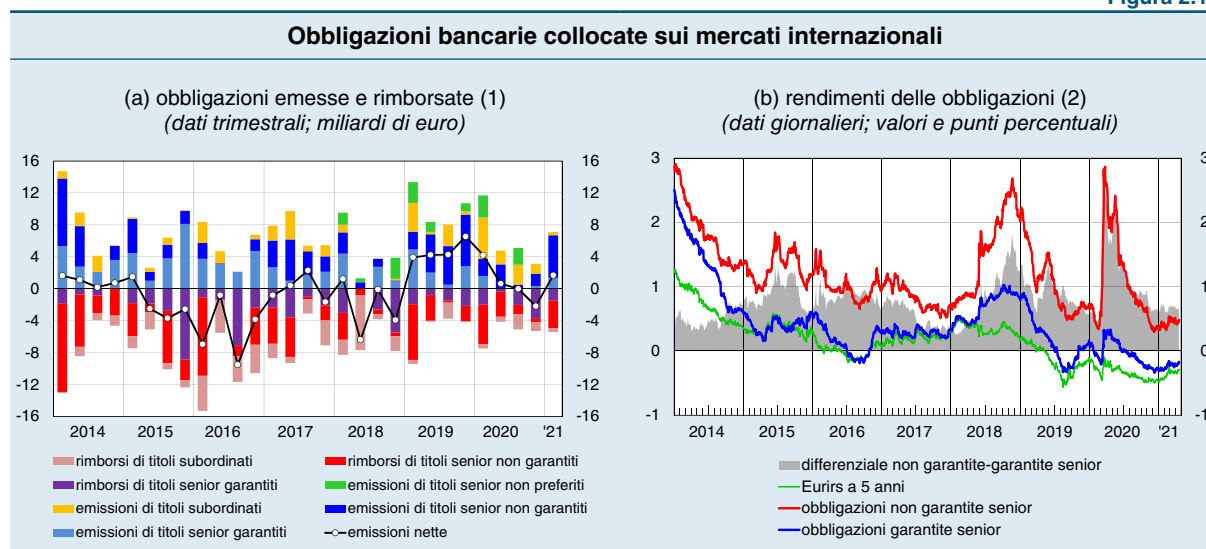
VOCI	Attività		VOCI	Passività	
	Consistenze (quote)	Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)		Consistenze (quote)	Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)
Prestiti a residenti in Italia	46,4	4,5	Depositi da residenti in Italia	43,6	7,0
Titoli di debito (3)	13,3	7,7	Depositi da non residenti	8,3	3,0
Attività sull'estero	11,4	7,9	Obbligazioni (8)	5,7	-3,0
Attività verso l'Eurosistema (4)	8,4	150,8	Passività verso l'Eurosistema (4)	10,9	-11,3
Attività verso controparti centrali (5)	1,4	-37,7	Passività verso controparti centrali (5)	2,5	-18,2
Azioni e partecipazioni	1,8	18,0	Capitale e riserve	9,4	0,4
Attività verso IFM residenti (6)	8,4	19,0	Passività verso IFM residenti (9)	9,2	6,0
Altre attività (7)	8,9	-10,5	Altre passività (10)	10,5	1,4

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali. È esclusa CDP.

(1) Dati a febbraio 2021. Le voci escludono tutte le passività verso altre banche residenti in Italia. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a variazione del cambio per le poste di bilancio espresse in valute diverse dall'euro. – (3) Include le sole operazioni di pronti contro termine; rappresenta la raccolta estera effettuata mediante controparti centrali. – (4) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. *Banche e moneta: serie nazionali*, Banca d'Italia, Statistiche, tavv. 3.3a e 3.3b. – (5) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (6) Include le obbligazioni emesse da istituzioni finanziarie e monetarie (IFM) residenti e i prestiti a IFM residenti. – (7) Include: cassa, quote di fondi comuni monetari, derivati, beni mobili e immobili, altre voci di minore entità. – (8) L'aggregato non include le obbligazioni detenute da IFM residenti. – (9) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti e depositi di IFM residenti. – (10) Include i derivati, i depositi oltre i due anni di società veicolo e altre voci residuali.

le favorevoli condizioni di mercato. Nel primo trimestre dell'anno le emissioni nette di questi titoli sono state circa un miliardo (fig. 2.16.a), con tassi di interesse molto contenuti (fig. 2.16.b). Entro la fine del 2021 scadrà l'11 per cento dell'ammontare delle obbligazioni bancarie in essere, pari a 26 miliardi, un valore in linea con quelli osservati negli anni recenti.

Figura 2.16



Fonte: Dealogic e Bloomberg.

(1) I dati si riferiscono all'emissione di titoli di banche italiane sui mercati internazionali. Non sono incluse le emissioni trattenute a bilancio, né quelle destinate al mercato al dettaglio. Sono incluse le obbligazioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione. – (2) I dati si riferiscono ai rendimenti a scadenza di titoli di banche italiane con vita residua pari a 5 anni.

Nel corso del 2020 il rapporto tra gli strumenti idonei a soddisfare il requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) e le attività ponderate per il rischio delle banche significative è cresciuto in media di due punti percentuali, al 27 per cento. Nel complesso la dotazione di strumenti ammissibili è adeguata al rispetto dei nuovi requisiti MREL che entreranno in vigore nel 2022.

Nel periodo compreso tra la fine di settembre dello scorso anno e quella di febbraio l'indice medio di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*, LCR) per il totale del sistema bancario è lievemente sceso, al 197 per cento, un valore ampiamente superiore al limite regolamentare del 100 per cento (tav. 2.3).

Tavola 2.3

Indicatori di liquidità delle banche italiane (1) (valori percentuali)			
VOCI	Indicatore di copertura della liquidità (2)	Posizione netta di liquidità a 1 mese (3)	Posizione netta di liquidità a 3 mesi (3)
Banche significative	182,8	22,2	22,0
Banche meno significative	318,3	24,0	25,2
Totale sistema	197,4	23,2	24,0

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

(1) Dati a febbraio 2021. – (2) L'indicatore di copertura della liquidità è dato dal rapporto tra il totale delle attività liquide di elevata qualità e il totale dei deflussi di cassa netti calcolato per un orizzonte futuro di 30 giorni di calendario (cfr. Comitato di Basilea, *Basilea 3. Il liquidity coverage ratio e gli strumenti di monitoraggio del rischio di liquidità*, Banca dei regolamenti internazionali, gennaio 2013). – (3) La posizione netta di liquidità è pari alla somma delle attività prontamente liquidabili e dei deflussi netti in rapporto al valore totale delle attività. Per il gruppo di banche significative e meno significative il dato è calcolato come media semplice delle posizioni di liquidità riferite ai singoli intermediari.

Nel periodo si è osservata una ricomposizione delle attività prontamente liquidabili: è diminuita l'incidenza dei titoli di Stato (dal 55 al 42 per cento) a favore di un aumento della liquidità detenuta sotto forma di riserve di banca centrale (dal 37 al 50 per cento). Tale evoluzione è stata favorita dalla crescita del rifinanziamento netto nei mercati all'ingrosso, dove i titoli di Stato sono utilizzati come garanzia. La posizione netta di liquidità a un mese è rimasta sostanzialmente invariata sia per le banche significative sia per quelle meno significative. I valori assoluti di questo indicatore restano elevati nel confronto storico.

Sulla base della situazione in essere a dicembre del 2020, nel caso in cui si verificasse uno scenario molto avverso, con ingenti deflussi di depositi e una riduzione del valore delle attività prontamente liquidabili, il sistema bancario sarebbe in grado di mantenere una posizione di liquidità positiva per una durata di tre mesi (*survival period*); l'analogo esercizio condotto a giugno del 2020 mostrava risultati simili.

La liquidità in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria depositata presso la Banca d'Italia è aumentata a 305 miliardi nel periodo di mantenimento terminato in marzo, 94 miliardi in più nel confronto con novembre del 2020 (fig. 2.17). Tale andamento riflette principalmente la liquidità immessa dall'Eurosistema attraverso i programmi di acquisto di titoli pubblici e privati¹¹ e il miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti europeo TARGET2. Al momento le banche italiane non subiscono nel complesso costi associati ai tassi

¹¹ Si tratta in particolare del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie (*Expanded Asset Purchase Programme*, APP) e del programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP).

di rendimento negativi applicati ai conti di riserva: il sistema di remunerazione a due livelli introdotto a ottobre del 2019 esclude una quota delle riserve in eccesso dal pagamento dei tassi negativi (107 miliardi nel periodo di mantenimento terminato in marzo)¹², mentre i fondi ottenuti tramite le operazioni TLTRO3 prevedono nel periodo compreso tra giugno del 2020 e giugno del 2022 una remunerazione più favorevole di quella riconosciuta alle riserve.

Tra novembre dello scorso anno e marzo del 2021 il rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia è aumentato di 81 miliardi, a 448, in larga parte per effetto della partecipazione alla settima asta delle TLTRO3 regolata in marzo e dell'incremento degli importi disponibili stabilito nel mese di dicembre dalla BCE.

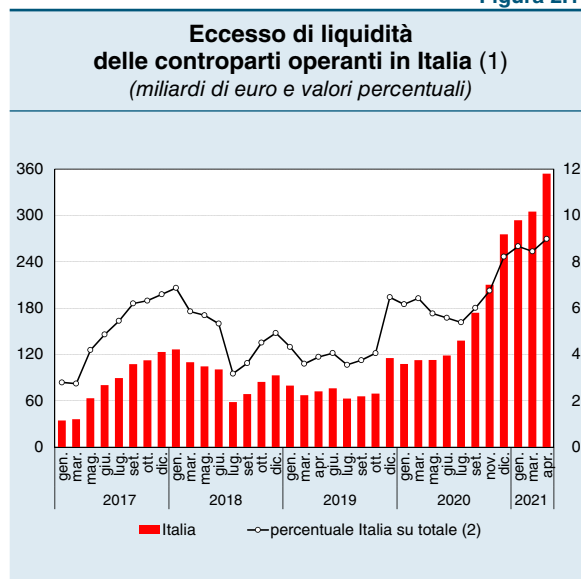
Nello stesso periodo, a fronte del più elevato ricorso al rifinanziamento, le attività conferite come garanzia nelle operazioni presso l'Eurosistema sono cresciute di 64 miliardi, a 496 (fig. 2.18.a). I titoli di Stato sono la principale classe di attività stanziata (35 per cento; fig. 2.18.b), seguiti dai prestiti bancari (30 per cento), con una prevalenza relativa dei crediti conferiti in base al regime temporaneo dei prestiti bancari aggiuntivi (*additional credit claims*)¹³. Da aprile del 2020 la quota di utilizzo di tali prestiti sul totale del collaterale è aumentata di 9 punti percentuali; a seguito delle nuove misure adottate dalla Banca d'Italia in risposta all'emergenza sanitaria (cfr. il riquadro: *Le misure di ampliamento delle garanzie adottate dalla BCE e dalla Banca d'Italia in risposta all'emergenza Covid-19*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020), 15 ulteriori controparti hanno iniziato a conferire in garanzia prestiti bancari. L'incidenza delle attività utilizzate come garanzia sul totale (*asset encumbrance*) è rimasta sostanzialmente stabile al 29 per cento.

Il volume delle attività che possono essere impegnate come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema rimane elevato. Le banche italiane dispongono infatti di circa 245 miliardi di titoli stanziabili al di fuori del *collateral pool* (fig. 2.18.c), costituiti per l'85 per cento da titoli di Stato. In prospettiva le banche italiane potrebbero inoltre sfruttare maggiormente la possibilità di conferire i prestiti assistiti dalle garanzie pubbliche rilasciate ai sensi delle recenti misure di sostegno.

¹² In base a questo sistema, parte delle riserve in eccesso detenuta dalle banche, calcolata come multiplo della riserva obbligatoria, è esentata dal pagamento del tasso negativo della *deposit facility* (attualmente pari a -0,50 per cento). Il Consiglio direttivo della BCE ha fissato l'ammontare massimo di riserve cui si applica l'esenzione in sei volte il requisito di riserva obbligatoria minima per ciascuna banca; il tasso di interesse per le riserve esentate è pari allo 0,00 per cento. Entrambi i parametri possono essere modificati.

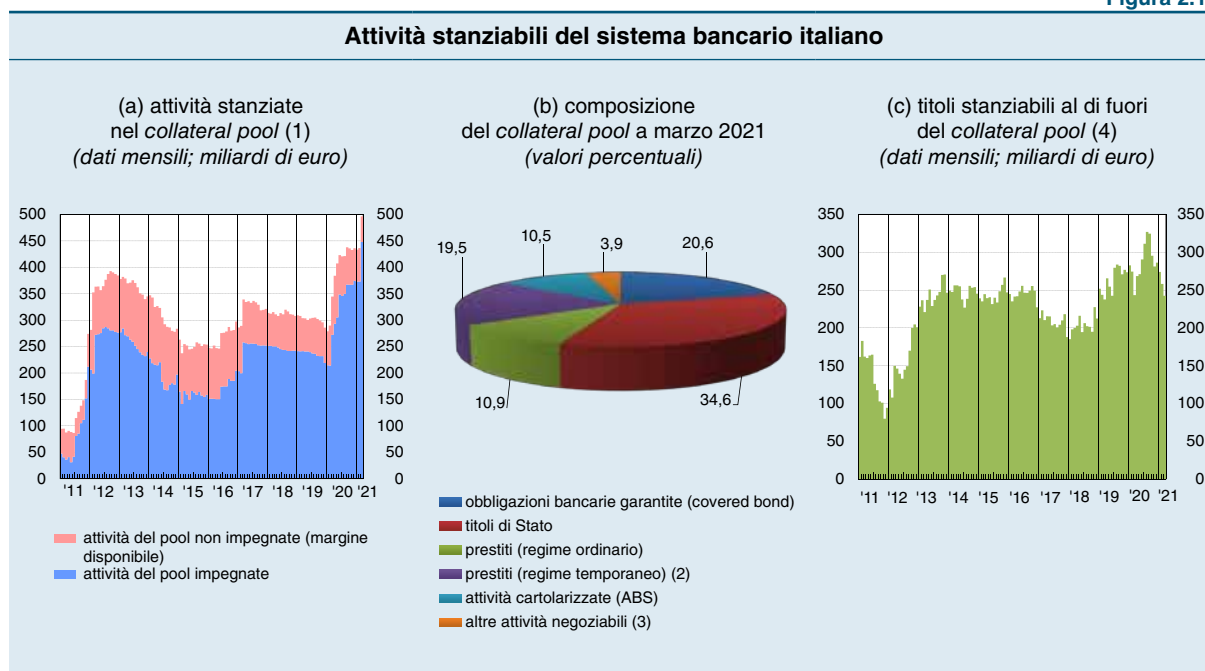
¹³ Nel regime temporaneo i criteri di idoneità delle attività conferibili in garanzia, che nel regime ordinario sono definiti sulla base di regole comuni a tutto l'Eurosistema, sono stabiliti dalle singole banche centrali nazionali nel rispetto di regole dettate dal Consiglio direttivo della BCE.

Figura 2.17



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

(1) La data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento; per il valore di aprile 2021 i dati si fermano al 23 aprile. L'eccesso di liquidità è calcolato come somma del saldo medio sui conti di riserva delle banche, al netto dell'obbligo di riserva, e del ricorso medio alla *deposit facility*. - (2) Scala di destra.



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

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

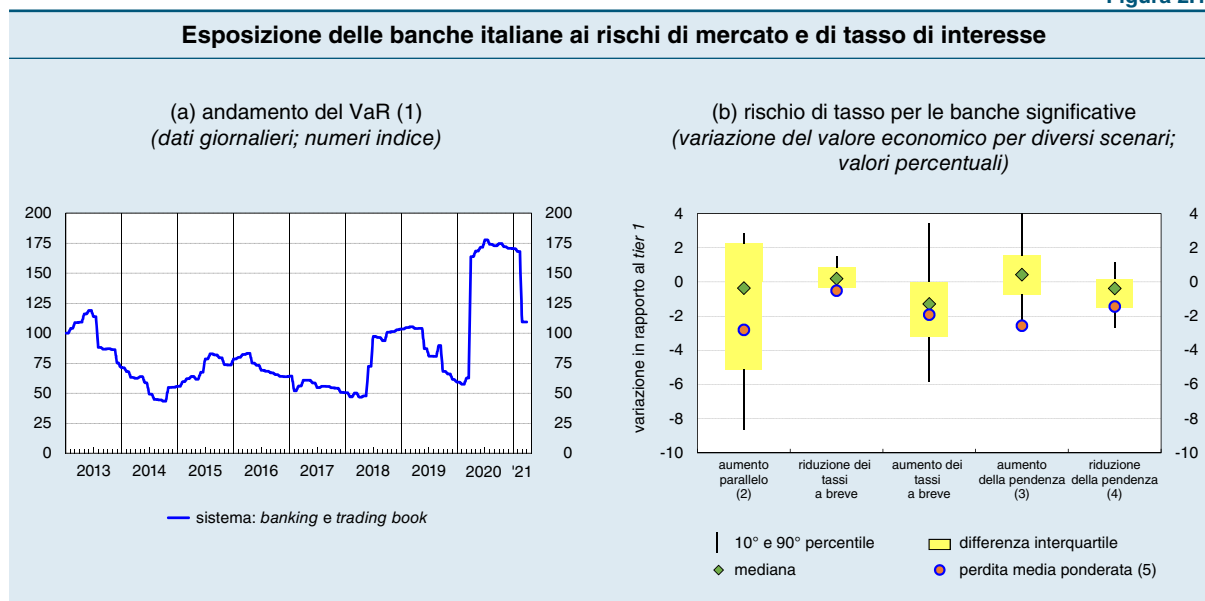
I rischi di mercato e di tasso di interesse

Nostre stime indicano che nei primi mesi del 2021 il *Value at Risk* (VaR) relativo all'intero portafoglio titoli (*banking e trading book*) delle banche è diminuito rispetto ai picchi raggiunti nel 2020, ma resta su livelli superiori a quelli osservati prima della pandemia (fig. 2.19.a). La flessione è attribuibile principalmente alla riduzione della volatilità sui mercati e, in misura minore, al calo dell'esposizione degli intermediari.

L'esposizione dei gruppi significativi al rischio di tasso di interesse si mantiene nel complesso contenuta e molto inferiore alle soglie stabilite dalle linee guida dell'EBA¹⁴. Sulla base dei dati riferiti al mese di dicembre dello scorso anno, le riduzioni medie ponderate del valore del portafoglio bancario¹⁵ sarebbero comprese tra lo 0,5 e il 2,8 per cento del *tier I* (fig. 2.19.b), a seconda degli scenari indicati dalle linee

¹⁴ L'esposizione al rischio di tasso di interesse a fini prudenziali è calcolata dalle banche secondo le linee guida dell'EBA (cfr. EBA, *Orientamenti sulla gestione del rischio di tasso di interesse derivante da attività diverse dalla negoziazione (non-trading activities)*, luglio 2018); 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*). I supervisori possono adottare misure di vigilanza nel caso in cui negli scenari considerati le perdite superino il 20 per cento del capitale complessivo o il 15 per cento di quello di classe 1 (*tier I*).

¹⁵ La riduzione media è calcolata considerando solo le banche che registrerebbero riduzioni del valore del portafoglio bancario.



Fonte: per il VaR, elaborazioni su dati Matrice dei conti, Anagrafe titoli e Refinitiv; per il rischio di tasso, dati *Short Term Exercise* al 31 dicembre 2020 relativi agli 11 gruppi bancari significativi.

(1) Medie ponderate per la dimensione dei portafogli dei singoli intermediari. Il VaR rappresenta la perdita di valore del portafoglio che in un giorno non sarà superata nel 99 per cento dei casi. L'indicatore relativo all'intero sistema bancario è calcolato sulla base di informazioni granulari sulle consistenze e sulle caratteristiche dei titoli in portafoglio di ciascuna banca italiana, alla fine di ogni mese, tenendo conto delle variazioni dei fattori di rischio relative agli ultimi 250 giorni lavorativi. – (2) Aumento di 200 punti base su tutta la curva dei rendimenti privi di rischio. – (3) Riduzione dei tassi a breve e aumento dei tassi a lunga scadenza. – (4) Aumento dei tassi a breve scadenza e riduzione dei tassi a lunga scadenza. – (5) Media delle variazioni del valore economico, ponderata per il tier 1, calcolata considerando solo le banche con variazioni negative in ciascuno degli scenari.

guida dell'EBA sull'evoluzione dei tassi di interesse¹⁶. Nel caso di un innalzamento di 200 punti base dell'intera curva dei rendimenti, circostanza che allo stato attuale appare assai poco probabile, la perdita media sarebbe pari al 2,8 per cento del tier 1.

Il patrimonio e la redditività

Nel secondo semestre dello scorso anno l'adeguatezza patrimoniale delle banche italiane è migliorata. Alla fine di dicembre il CET1 dell'intero sistema¹⁷ era mediamente il 15,5 per cento delle attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA), in aumento di circa 70 punti base rispetto al valore di giugno.

Il miglioramento ha riguardato sia le banche significative sia quelle meno significative (rispettivamente 70 e 130 punti base, al 15,5 e al 18,7 per cento) e riflette in larga misura la diminuzione delle RWA, scese del 3,7 e dell'1,4 per cento¹⁸. Il calo ha risentito della ricomposizione delle attività in

¹⁶ I principali scenari considerati sono: (a) un aumento parallelo della curva dei rendimenti di 200 punti base; (b) una riduzione dei tassi sulle scadenze a breve termine; (c) un aumento dei tassi sulle scadenze a breve termine; (d) un aumento della pendenza della curva (dovuta all'effetto combinato di una riduzione dei tassi a breve e da un aumento dei rendimenti sulle scadenze più lunghe); (e) una diminuzione della pendenza della curva (dovuta all'effetto combinato di un aumento dei tassi a breve e di un calo dei rendimenti sulle scadenze più lunghe).

¹⁷ Il dato riferito al sistema bancario comprende anche le banche filiazioni di intermediari esteri, che rappresentano circa il 9 per cento del totale degli attivi. Per le filiazioni di banche estere il CET1 ratio era pari al 12,3 per cento, in aumento di 30 punti base rispetto al dato di fine giugno 2020.

¹⁸ Per le banche meno significative il miglioramento dell'adeguatezza patrimoniale è dipeso per quasi due terzi dalla crescita del CET1, mentre per le istituzioni significative il contributo del capitale è stato meno di un terzo.

portafoglio verso esposizioni meno rischiose da parte di alcuni dei maggiori gruppi, nonché degli effetti delle garanzie pubbliche concesse per favorire l'accesso al credito di famiglie e imprese, che hanno contribuito a ridurre la ponderazione media delle attività di rischio. Alla fine di dicembre il divario tra il grado medio di patrimonializzazione delle banche significative dei paesi partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) e quello delle banche significative italiane si era pressoché azzerato. Il rapporto di leva finanziaria (*leverage ratio*), che misura l'adeguatezza del capitale rispetto alle attività non ponderate per il rischio ed entrerà in vigore il prossimo mese di giugno, è migliore per gli intermediari italiani (6,6 per cento) rispetto alla media europea (6,0 per cento).

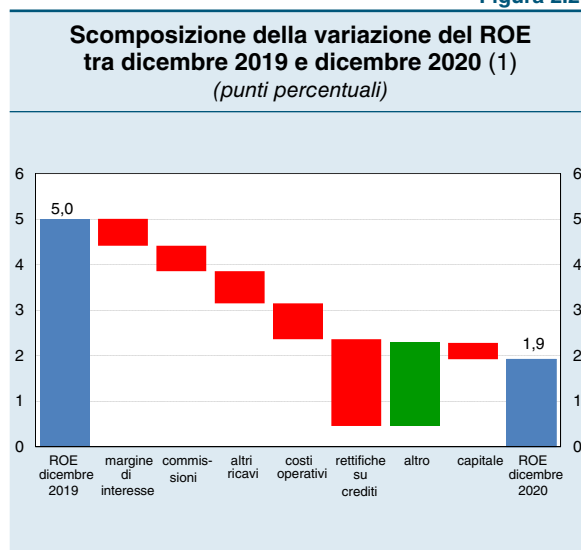
La pandemia ha significativamente ridotto la redditività nel 2020. Il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), al netto delle componenti straordinarie, è diminuito dal 5,0 all'1,9 per cento (fig. 2.20). Il margine di interesse, seppure in riduzione nella media dell'anno (-3,3 per cento), ha registrato un parziale recupero nel secondo semestre. La flessione del margine unitario, ascrivibile sia ai bassi rendimenti di mercato sia all'aumento della quota di prestiti che beneficiano di una garanzia pubblica e che prevedono tassi di interesse inferiori a quelli medi applicati alla clientela, è stata parzialmente compensata dall'incremento del volume di prestiti alle famiglie e alle imprese non finanziarie.

Anche gli altri ricavi sono diminuiti, in particolare quelli derivanti dall'attività di negoziazione e dalla cessione di attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva. Il margine di intermediazione è sceso del 5,1 per cento; la complessiva flessione dei ricavi ha inciso negativamente sul ROE per circa 1,8 punti percentuali. I costi operativi sono aumentati del 3,3 per cento, principalmente a causa di oneri non ricorrenti connessi con l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro. Al netto di queste spese i costi operativi si sarebbero ridotti del 2 per cento. Il risparmio sui costi indiretti del personale, sulle spese di comunicazione e marketing e su quelle relative agli immobili è stato più che compensato dagli oneri di integrazione derivanti da un'importante operazione di concentrazione del settore e dall'incremento delle contribuzioni ai fondi di risoluzione¹⁹ e agli schemi di garanzia dei depositi²⁰. Sulla redditività ha infine inciso in maniera rilevante l'aumento delle rettifiche di valore su crediti, cresciute del 33,1 per cento, determinando una riduzione del ROE pari a 2 punti percentuali. Hanno invece avuto un effetto positivo la diminuzione delle imposte e gli utili derivanti dalla contabilizzazione dell'avviamento negativo originato dalla citata operazione di concentrazione.

¹⁹ Ci si riferisce alle contribuzioni ordinarie al Fondo di risoluzione unico e alle contribuzioni straordinarie (310 milioni) al Fondo nazionale di risoluzione.

²⁰ Si tratta di contribuzioni ordinarie al Fondo interbancario di tutela dei depositi e di contribuzioni aggiuntive (pari a 285 milioni) destinate al reintegro delle risorse utilizzate per gli interventi attuati nel periodo 2015-2020.

Figura 2.20



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

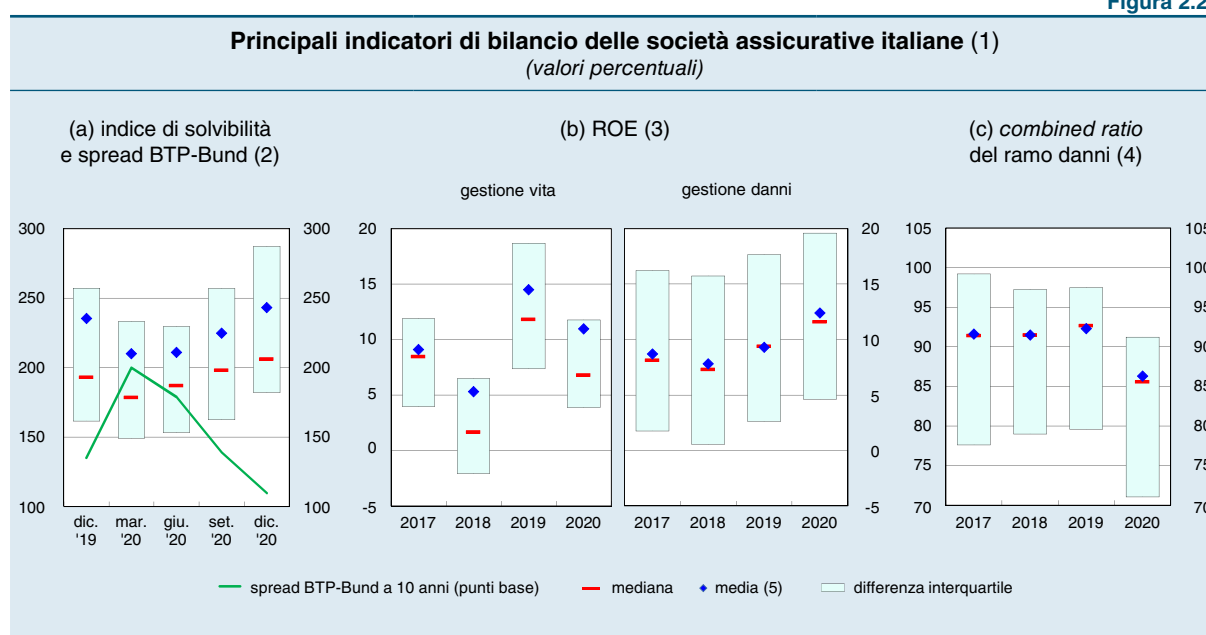
(1) Le variazioni sono riportate in rapporto al capitale proprio e alle riserve e contribuiscono positivamente (barra in verde) o negativamente (barra in rosso) al ROE di partenza del 2019, determinando il valore finale del ROE del 2020. I dati del 2020 sono provvisori.

2.3 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Le assicurazioni

Nella seconda metà del 2020 il mercato assicurativo italiano ha mostrato segnali di ripresa rispetto a quanto osservato nei primi mesi della crisi generata dalla pandemia. L'indice di solvibilità medio²¹ delle compagnie è salito al 243 per cento, raggiungendo un livello superiore rispetto a quello della fine del 2019 (235 per cento; fig. 2.21.a). Il miglioramento per lo più deriva dall'incremento di valore degli attivi dovuto alla ripresa del corso dei titoli; la dotazione patrimoniale delle compagnie ha beneficiato anche del contenimento della distribuzione dei dividendi conseguente alle raccomandazioni dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) di adottare politiche prudenti in materia²².

Figura 2.21



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) I dati relativi al 2020 sono preliminari. – (2) L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale Solvency II. I dati provengono dalle segnalazioni trimestrali di vigilanza Solvency II (*Quantitative reporting template*). Lo spread BTP-Bund si riferisce alla fine di ciascun periodo. – (3) Rapporto tra utile e patrimonio netto. – (4) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (5) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

Alla fine del 2020 la redditività era circa il 12 per cento, in leggera diminuzione rispetto al 2019. Il ROE nel settore vita era l'11 per cento, in calo di oltre 3 punti percentuali rispetto all'anno precedente (fig. 2.21.b); la minore redditività è stata principalmente causata dalla flessione della raccolta premi, solo in parte controbilanciata dalle riprese di valore degli attivi. La riduzione del rapporto tra oneri e spese di gestione e premi di competenza (*combined ratio*; fig. 2.21.c), dovuta anche agli effetti delle misure restrittive conseguenti all'emergenza sanitaria, si è riflessa positivamente sul ROE del settore

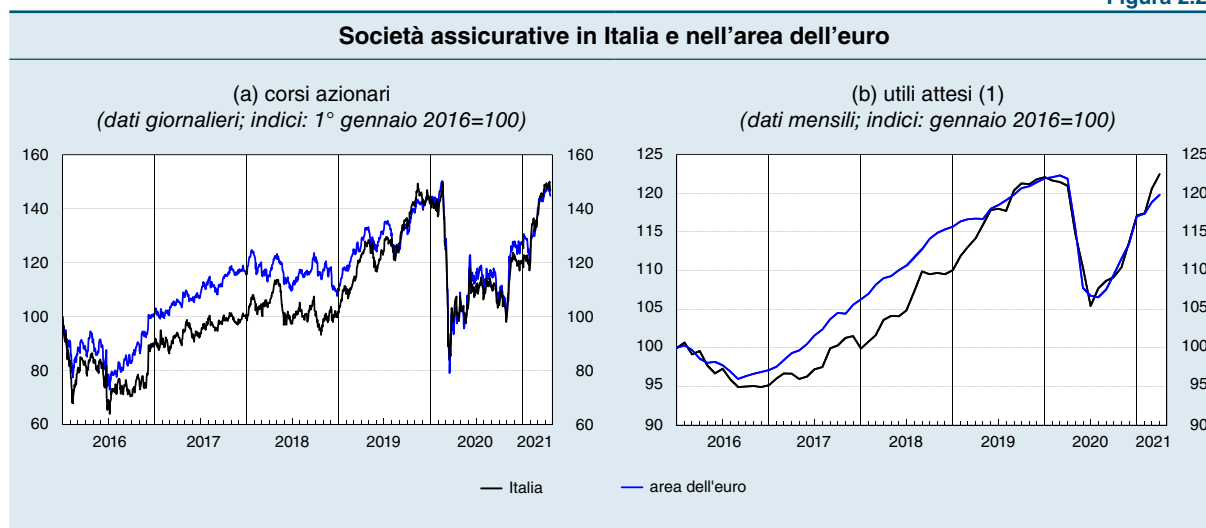
²¹ Per la definizione dell'indice di solvibilità, cfr. la nota 2 della fig. 2.21. La normativa prevede che tale indice sia pari o superiore al 100 per cento.

²² L'Ivass ha fatto proprie le rinnovate raccomandazioni dell'ESRB e dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) in tema di distribuzioni dei dividendi fino al 30 settembre 2021 (cfr. la raccomandazione ESRB/2020/7; Ivass, [avviso](#) del 30 luglio 2020, che aggiorna le raccomandazioni sulla distribuzione dei dividendi e sulle politiche di remunerazione; la raccomandazione ESRB/2020/15; EIOPA, *Financial stability report*, dicembre 2020; Ivass, [comunicato stampa](#) del 29 dicembre 2020).

danni (pari al 12 per cento) in aumento di 3 punti percentuali rispetto alla fine del 2019; gli oneri per i sinistri non hanno risentito dell'amplificazione dei rischi determinata dalla pandemia, data la limitata diffusione in Italia di contratti che forniscono tali coperture assicurative²³.

Gli utili attesi dagli analisti per il mercato assicurativo, italiano ed europeo, ad aprile del 2021 sono in linea con i livelli precedenti la pandemia; in rialzo anche i corsi azionari delle compagnie assicurative che risultano superiori a quelli della fine del 2019 (fig. 2.22).

Figura 2.22



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

A dicembre del 2020 gli investimenti con rischi di mercato a carico delle compagnie italiane erano aumentati del 7 per cento rispetto a giugno, arrivando a 834 miliardi; i portafogli rimanevano concentrati soprattutto in titoli pubblici, in misura largamente superiore alla media europea (52 per cento del portafoglio, a fronte del 28 a livello europeo; fig. 2.23.a).

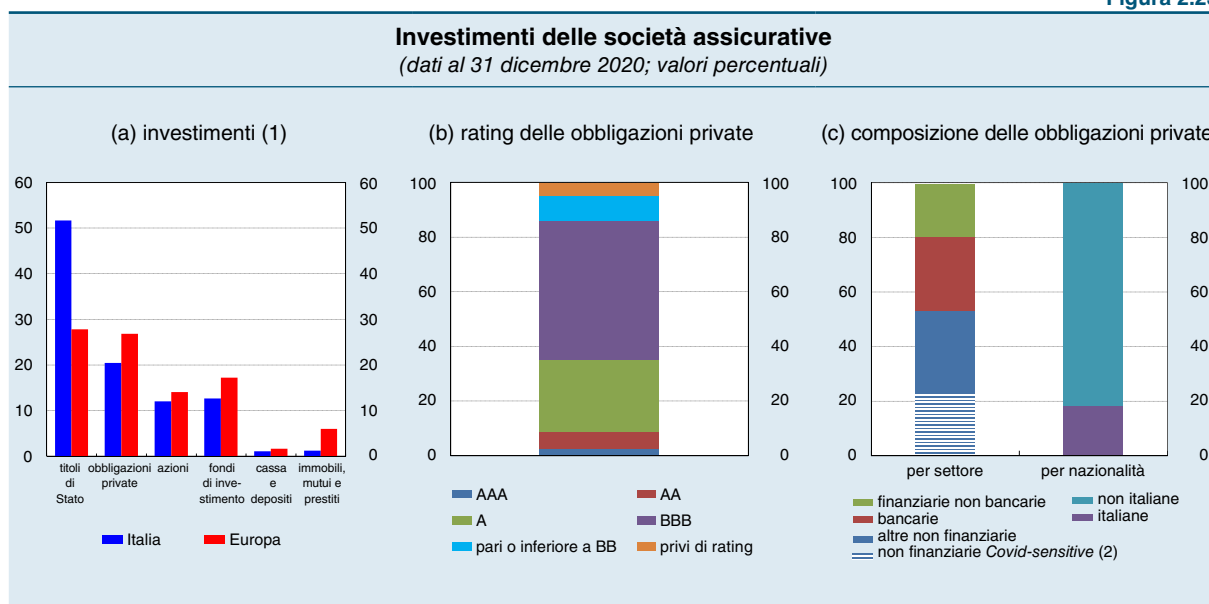
Gli investimenti in obbligazioni private, pari al 20 per cento del portafoglio, erano costituiti in prevalenza da titoli emessi da imprese non finanziarie estere (fig. 2.23.b). Il 23 per cento delle esposizioni in obbligazioni private era verso settori particolarmente colpiti dalla pandemia²⁴ (fig. 2.23.c); per tali investimenti, più esposti agli effetti della crisi, nel secondo semestre del 2020 la quota di esposizioni con rating BBB si è ridotta di 2 punti percentuali (al 47 per cento, dal 49 di giugno del 2020) e sono aumentate di un punto percentuale le quote sia dei titoli *high yield* sia dei titoli privi di rating; è rimasta stabile quella delle esposizioni con rating A o superiore (38 per cento).

La contrazione dello spread BTP-Bund si è riflessa positivamente sulle plusvalenze latenti nette delle compagnie, che a marzo del 2021 ammontavano a 86 miliardi, in crescita di 15 miliardi rispetto ai valori di fine 2019 (fig. 2.24).

²³ In particolare i contratti che risarciscono i contraenti per le perdite generate da interruzione dell'attività di impresa.

²⁴ I settori maggiormente colpiti dalla pandemia sono alloggio e ristorazione, trasporti e magazzinaggio, manifatturiero (cfr. BCE, *Bollettino economico*, 5, 2020).

Figura 2.23



Fonte: Ivass ed EIOPA.

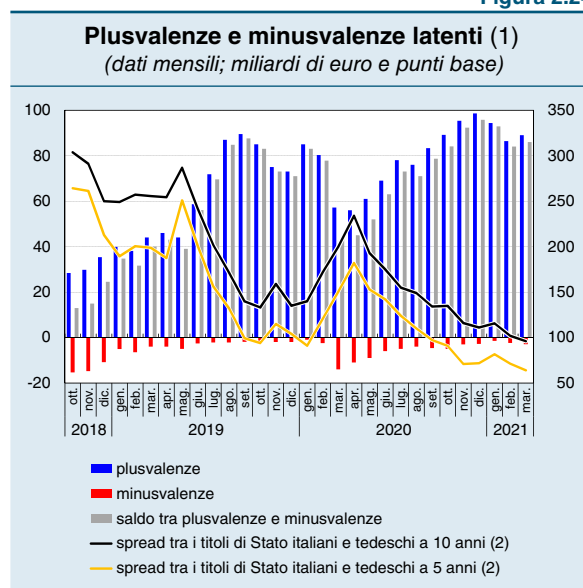
(1) I dati per l'Europa, aggiornati al 30 settembre 2020, sono riferiti allo Spazio economico europeo. – (2) Per obbligazioni non finanziarie Covid-sensitive si intendono quelle appartenenti ai settori maggiormente colpiti dalla pandemia di Covid-19.

Il grado di liquidabilità degli attivi del settore assicurativo italiano resta adeguato: l'indicatore dato dal rapporto tra gli attivi liquidi e il totale delle attività (*liquid asset ratio*)²⁵ a dicembre del 2020 era pari al 64 per cento, stabile rispetto a giugno.

Nel comparto vita il rapporto tra l'onere per riscatti e i premi²⁶ si è mantenuto su valori storicamente contenuti; a marzo del 2021 è leggermente diminuito nel confronto con l'anno precedente, passando dal 44 al 43 per cento, per effetto di una maggiore crescita della raccolta premi rispetto all'aumento dei riscatti (fig. 2.25.a).

Dal monitoraggio sulla posizione di liquidità condotto dall'Ivass (cfr. il riquadro: *L'avvio del monitoraggio sui rischi di liquidità del settore assicurativo*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020) non emergono tensioni nelle previsioni delle compagnie italiane sui flussi netti per orizzonti temporali a breve termine.

Figura 2.24

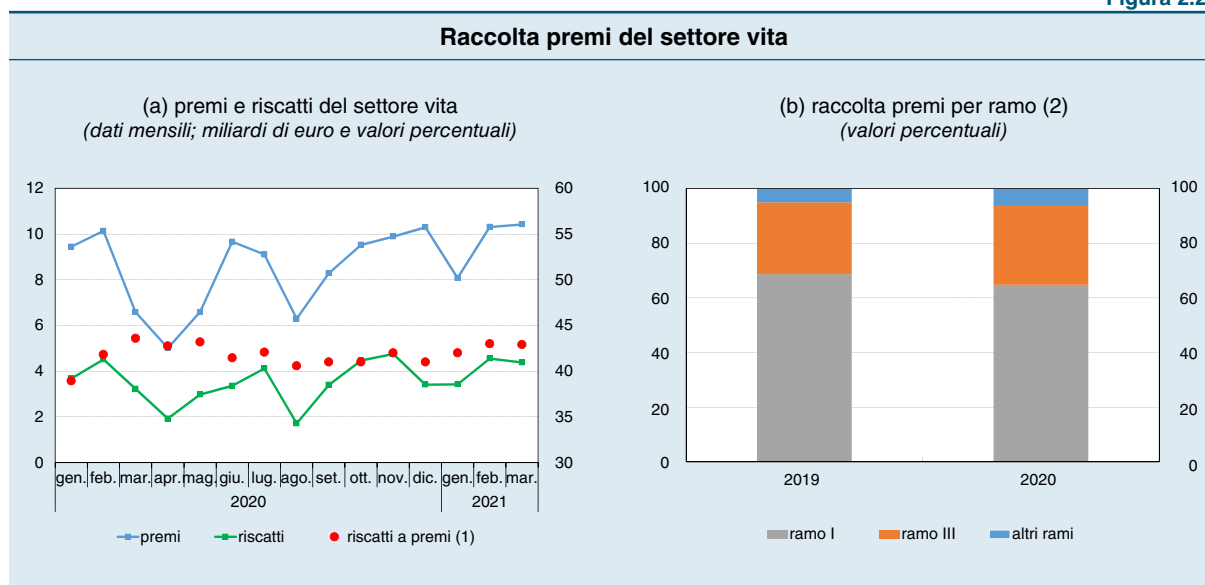


Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

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

²⁵ Gli attivi liquidi sono determinati applicando *haircuts* alle diverse tipologie di attivo, in analogia con le disposizioni previste per il settore bancario dal regolamento di esecuzione UE/2016/322 della Commissione europea del 10 febbraio 2016.

²⁶ Il rapporto è un indicatore di potenziali tensioni di liquidità per le compagnie di assicurazione vita.



Fonte: Ivass.

(1) L'indicatore riscatti a premi è calcolato come rapporto tra gli oneri per i riscatti e i premi. I dati sono cumulati. Scala di destra. – (2) Il ramo I include in prevalenza polizze rivalutabili (prodotti vita tradizionali garantiti); il ramo III include in prevalenza polizze unit e index linked (prodotti vita con rischio a carico degli assicurati); gli altri rami includono tutti gli altri prodotti vita.

Le imprese di assicurazione rimangono tuttavia esposte ai rischi derivanti dal perdurare di bassi tassi di interesse²⁷. A livello nazionale le compagnie del settore vita hanno reagito riducendo gradualmente le garanzie offerte (cfr. il riquadro: *Gli effetti dei bassi tassi di interesse sulle compagnie italiane*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2019). Nel 2020 la quota della raccolta dei prodotti vita tradizionali con un rendimento minimo garantito è diminuita di 4 punti percentuali rispetto all'anno precedente, mentre è aumentata di 3 punti percentuali quella dei prodotti per i quali il rischio di investimento ricade tutto o in parte sui contraenti (fig. 2.25.b). L'incidenza sulle riserve matematiche delle polizze vita con garanzia di rendimento pari o inferiore all'1 per cento è salita al 72 per cento, dal 67 del 2019.

Approfondimenti sui principali rischi del mercato assicurativo saranno oggetto dell'esercizio di stress test condotto dall'EIOPA, che coinvolgerà da maggio a dicembre di quest'anno i principali gruppi assicurativi europei. Le analisi hanno l'obiettivo di verificare la resilienza del settore assicurativo a uno scenario avverso²⁸ applicato ai dati di fine 2020. Gli shock saranno di natura finanziaria e assicurativa; per la prima volta verrà valutato anche l'impatto sulla posizione di liquidità prospettica a breve termine.

Nei pareri per la revisione della direttiva Solvency II²⁹, trasmessi nel 2020 alla Commissione europea, l'ESRB³⁰ e l'EIOPA³¹ hanno incluso proposte che sottolineano l'importanza di un ampliamento degli

²⁷ EIOPA, *Supervisory statement on the impact of the ultra-low/negative interest rate environment*, 20 febbraio 2020, con cui l'EIOPA ha sensibilizzato il mercato sulle vulnerabilità che la ridotta profittabilità degli investimenti produce nel settore assicurativo, sollecitando l'adozione di misure per monitorarne e contenerne gli effetti negativi.

²⁸ Gli shock di mercato sono stati definiti in collaborazione con l'ESRB.

²⁹ La direttiva Solvency II prevede la possibilità di una revisione della normativa dopo cinque anni dalla sua entrata in vigore. A tal fine la Commissione europea ha acquisito pareri tecnici dalle autorità di settore e nel 2021 presenterà una proposta legislativa al Consiglio e al Parlamento europeo.

³⁰ ESRB, *Solvency II review*, 16 ottobre 2020.

³¹ EIOPA, *Opinion on the 2020 review of Solvency II*, 17 dicembre 2020.

strumenti di contrasto ai rischi sistemici e la definizione di un quadro normativo per il risanamento e la risoluzione delle crisi delle compagnie (cfr. il riquadro: *Le misure macroprudenziali proposte dall'EIOPA nella revisione del regime Solvency II*).

LE MISURE MACROPRUDENZIALI PROPOSTE DALL'EIOPA NELLA REVISIONE DEL REGIME SOLVENCY II¹

A dicembre del 2020 l'EIOPA ha trasmesso il proprio parere sulla revisione della normativa del regime Solvency II², in risposta alle specifiche richieste della Commissione europea. L'EIOPA ha proposto, fra l'altro, di integrare l'attuale quadro normativo microprudenziale del settore assicurativo con una prospettiva macroprudenziale e di dotare le autorità di vigilanza nazionali di poteri idonei ad affrontare le fonti di rischio sistemico e a favorire la stabilità finanziaria³.

Le misure indicate dall'EIOPA riguardano interventi sul capitale e sulla liquidità, presidi sulle esposizioni delle compagnie e forme di pianificazione preventiva per la gestione dei rischi. Alcune delle proposte sono volte ad ampliare i poteri discrezionali delle autorità di vigilanza per: (a) richiedere alle compagnie temporanei supplementi di capitale con lo scopo di attenuare il rischio sistemico; (b) limitare o sospendere, al verificarsi di casi eccezionali, la distribuzione dei dividendi, delle remunerazioni variabili e il riacquisto di azioni proprie, al fine di rafforzare la posizione finanziaria delle assicurazioni; (c) bloccare temporaneamente i diritti di riscatto, come misura estrema⁴; (d) richiedere alle imprese di assicurazione l'elaborazione di piani preventivi per la gestione del rischio sistemico (nel caso in cui i soggetti vigilati possano creare o amplificare tale rischio), per l'attenuazione del rischio di liquidità (laddove venissero identificate vulnerabilità) e per la gestione dell'eventuale risanamento e risoluzione.

L'EIOPA ha inoltre raccomandato di attribuire alle autorità nazionali il potere discrezionale di intervenire per contenere i rischi dovuti alle concentrazioni di esposizioni⁵, anche prima del manifestarsi di una situazione di crisi, e di integrare con prospettive di carattere macroprudenziale sia la valutazione del rischio e della solvibilità (*own risk and solvency assessment*, ORSA) sia l'applicazione del principio della persona prudente⁶.

L'Autorità europea ha proposto infine di ampliare l'attuale quadro normativo microprudenziale con una disciplina di armonizzazione minima per la gestione della crisi in ambito europeo, volta a facilitare la cooperazione tra i diversi Stati membri.

¹ A cura di Federica Pallante (Ivass).

² EIOPA, *Opinion on the 2020 review of Solvency II*, 17 dicembre 2020.

³ Le misure macroprudenziali, nell'intento di favorire la stabilità finanziaria, perseguono l'obiettivo intermedio di attenuare sia la probabilità sia l'impatto del rischio sistemico. A tal fine sono stati definiti cinque obiettivi operativi che le autorità rilevanti dovrebbero perseguire nella definizione delle politiche macroprudenziali per il mercato assicurativo: (a) garantire una sufficiente capacità di assorbimento delle perdite; (b) disincentivare l'eccessivo coinvolgimento in specifici prodotti e attività; (c) scoraggiare livelli eccessivi di concentrazione diretta e indiretta; (d) limitare la prociclicità; (e) dissuadere da comportamenti rischiosi (cfr. EIOPA, *Background document on the opinion on the 2020 review of Solvency II*, 17 dicembre 2020).

⁴ La misura potrà essere adottata solo al verificarsi di casi eccezionali e previa sospensione della distribuzione dei dividendi, delle remunerazioni variabili e del riacquisto di azioni proprie; questo requisito è stato introdotto dopo la diffusione della pandemia di Covid-19.

⁵ Nel parere l'EIOPA osserva che le concentrazioni di esposizioni non rappresentano di per sé un rischio alla stabilità finanziaria.

⁶ Il principio della persona prudente, disciplinato dall'art. 37-ter del D.lgs. 209/2005 (Codice delle assicurazioni private), richiede alle compagnie di essere consapevoli dei rischi dei propri investimenti: devono valutarli, gestirli, controllarli e tenerne conto nella valutazione del proprio fabbisogno di solvibilità. Nelle scelte degli attivi le imprese devono anche rispettare criteri di sicurezza, qualità, liquidità, profittabilità e diversificazione del portafoglio.

L'industria del risparmio gestito

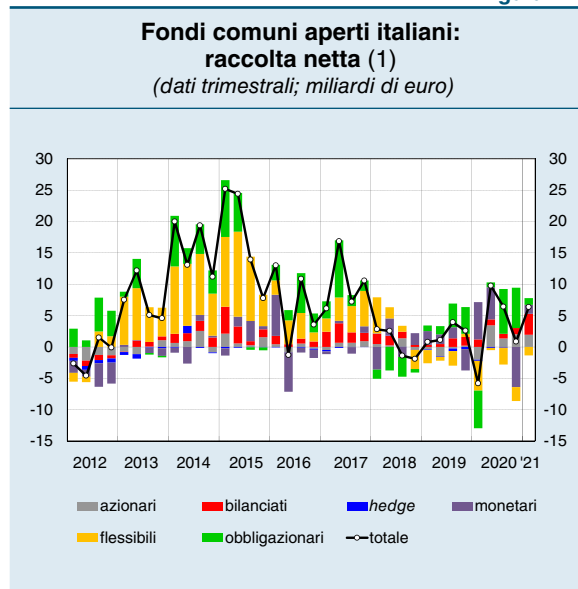
Nel 2020 e nel primo trimestre del 2021 la raccolta netta dei fondi comuni aperti italiani è risultata nel complesso positiva (fig. 2.26); dalla ripresa delle sottoscrizioni iniziata ad aprile del 2020 si sono verificati riscatti netti di quote unicamente nei comparti flessibili e *hedge*. La gestione della liquidità dei fondi comuni aperti italiani non ha registrato tensioni significative.

Il grado di liquidità³² (6,7 per cento in marzo) rimane su valori elevati nel confronto storico. Non si osservano variazioni di rilievo nelle linee di credito disponibili e nell'indebitamento³³.

La quota di fondi italiani vulnerabili a richieste di rimborso particolarmente elevate (con un indicatore di liquidità inferiore all'unità)³⁴ è aumentata da settembre, ma resta comunque ridotta (si tratta di fondi cui faceva capo il 4,1 per cento del patrimonio complessivo del settore a gennaio del 2021; fig. 2.27.a)³⁵. Nel complesso i fondi comuni aperti italiani hanno un'esposizione contenuta in strumenti derivati e il rischio di liquidità connesso con le variazioni dei margini di garanzia è diminuito negli ultimi mesi: in gennaio i fondi vulnerabili a questa specifica tipologia di rischio di liquidità rappresentavano l'1,2 per cento del patrimonio complessivo del comparto (fig. 2.27.b).

A livello internazionale è stato avviato un programma di lavori per rafforzare la stabilità degli intermediari non bancari alla luce delle aree di vulnerabilità emerse in seguito alle tensioni sui mercati finanziari di marzo del 2020 (cfr. il riquadro: *Le tensioni sui mercati finanziari nel 2020: le indicazioni per l'intermediazione non bancaria e la stabilità finanziaria*).

Figura 2.26



Fonte: Assogestioni.

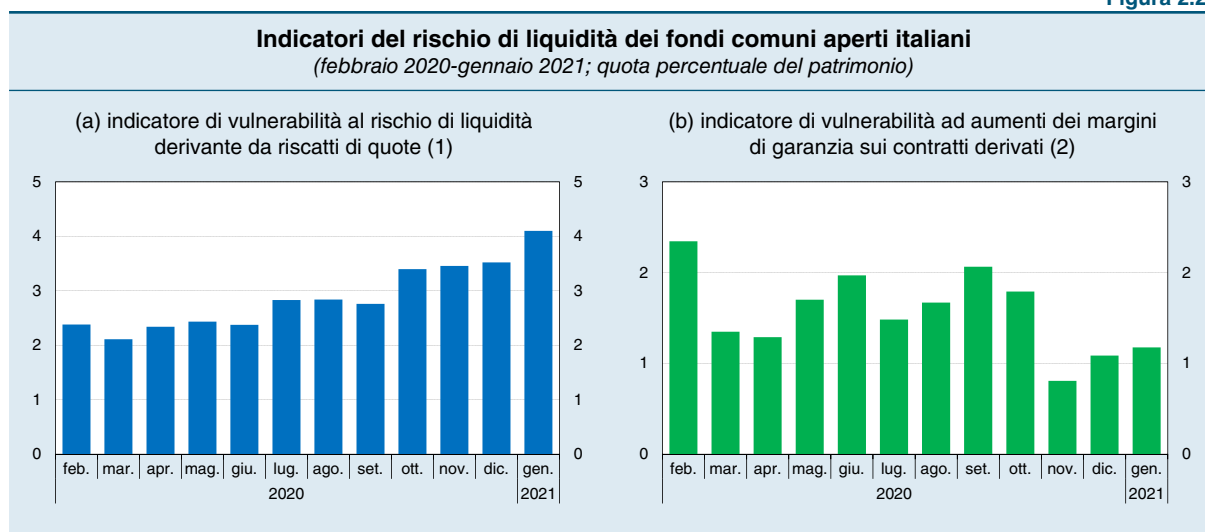
(1) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi italiani. I dati relativi al comparto monetario per i primi 2 trimestri del 2016 e per il 1° trimestre del 2018 riflettono alcune operazioni di ammontare elevato effettuate da investitori istituzionali. I dati relativi al 1° trimestre del 2021 sono provvisori.

³² Il grado di liquidità è definito come il rapporto tra la giacenza sui conti correnti – al netto delle operazioni di acquisti, vendite e sottoscrizioni da regolare – e il patrimonio netto.

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

³⁴ L'indicatore di liquidità è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità delle sue componenti e i riscatti netti in uno scenario di stress (cfr. la nota 1 della fig. 2.27).

³⁵ I fondi vulnerabili sono specializzati principalmente nei comparti internazionale, *high yield* e dei mercati emergenti. La Banca d'Italia esamina periodicamente l'esposizione al rischio di liquidità dei fondi e i presidi di gestione di tale rischio adottati dalle società di gestione del risparmio.



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

(1) Patrimonio dei fondi con indicatore del rischio di liquidità inferiore a 1 in rapporto al patrimonio complessivo del comparto. Sono inclusi i fondi comuni aperti appartenenti ai comparti obbligazionario, flessibile e misto. L'indicatore del rischio di liquidità è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità di ciascuna esposizione e i riscatti netti in uno scenario di stress. Gli scenari di stress sono pari alla media dei valori superiori al 99° percentile delle distribuzioni dei riscatti netti mensili in rapporto al patrimonio relativi a ciascuno dei comparti analizzati tra gennaio 2008 e novembre 2020 (*high yield* e paesi emergenti: 14 per cento; area dell'euro: 30 per cento; Stati Uniti e globale: 24 per cento; fondi misti: 24 per cento). – (2) Patrimonio dei fondi vulnerabili in rapporto al patrimonio complessivo del comparto. I fondi vulnerabili sono quelli per i quali il rapporto tra le attività liquide e i margini di garanzia, applicati alle posizioni future e determinati nello scenario di stress, è inferiore a 1. Lo scenario di stress è pari al 1° percentile della distribuzione dei margini di variazione nel periodo compreso tra gennaio 2008 e novembre 2020. Tra le attività liquide sono inclusi i conti correnti bancari, i titoli governativi dei paesi dell'area dell'euro e quelli di paesi non appartenenti all'area dell'euro con rating uguale o superiore alla categoria AA.

LE TENSIONI SUI MERCATI FINANZIARI NEL 2020: LE INDICAZIONI PER L'INTERMEDIAZIONE NON BANCARIA E LA STABILITÀ FINANZIARIA¹

Le tensioni sui mercati finanziari di marzo del 2020 hanno evidenziato significativi squilibri tra domanda e offerta di liquidità nel settore degli intermediari non bancari, squilibri che a loro volta hanno contribuito ad amplificare la volatilità dei mercati². In particolare si sono registrate ingenti richieste di rimborso nel comparto dei fondi monetari che investono in titoli non governativi; una parte di questi riscatti potrebbe essere stata favorita dalla struttura e dalla regolamentazione di alcune tipologie di questi fondi³. Elevati deflussi hanno riguardato anche alcune categorie di fondi aperti che investono in attivi meno liquidi, a causa sia della maggiore esposizione al rischio di liquidità di tali fondi sia dell'incertezza sul valore dei loro investimenti in un periodo di forte volatilità dei mercati. La domanda di liquidità degli intermediari è aumentata anche per effetto dei significativi incrementi dei margini di garanzia sui derivati. Infine nei mercati dei titoli governativi a lunga scadenza e delle obbligazioni societarie la domanda di liquidità, in particolare da parte degli investitori che fanno uso della leva finanziaria, ha determinato vendite elevate, contribuendo a una crescita dei costi di finanziamento per gli emittenti. Le condizioni dei mercati sono poi migliorate a partire dalla fine di marzo, soprattutto in seguito agli interventi delle autorità monetarie (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020).

¹ A cura di Raffaele Gallo e Dario Portioli.

² FSB, *Holistic review of the March market turmoil*, novembre 2020.

³ Ad esempio, la struttura dei fondi comuni monetari che mantengono stabile in tempi normali il valore delle quote per effetto dei criteri di valorizzazione del portafoglio (*constant net asset value e low volatility net asset value*) può creare l'aspettativa che le loro quote siano attività prive di rischio. Nelle fasi di stress tuttavia, quando il valore di mercato delle quote dei fondi diminuisce, i sottoscrittori potrebbero chiederne il riscatto nel timore che non siano più rimborsate alla pari. In Italia invece i fondi comuni monetari, che non utilizzano tali criteri di valorizzazione del portafoglio e investono quasi esclusivamente in titoli di Stato a breve termine, non hanno registrato significativi problemi di liquidità.

Gli eventi di marzo del 2020 hanno mostrato la necessità di valutare l'introduzione di misure regolamentari volte a prevenire l'eccessiva assunzione di rischi da parte degli intermediari non bancari e a evitare significativi squilibri tra domanda e offerta di liquidità nel settore. A tale scopo l'FSB ha avviato un programma di lavori per rafforzare la stabilità degli intermediari non bancari⁴. Il programma prevede la definizione di specifiche misure e di approfondimenti sui principali fattori di vulnerabilità del settore. Le aree di intervento comprendono: (a) la definizione di misure per rafforzare la resilienza dei fondi monetari; (b) l'analisi dell'efficacia degli strumenti di gestione del rischio di liquidità per i fondi aperti; (c) la verifica della capacità degli operatori di mercato di gestire il rischio di liquidità derivante da incrementi nei margini di garanzia; (d) la valutazione dell'impatto dell'operato degli investitori che fanno uso della leva finanziaria sul funzionamento dei mercati obbligazionari. Il programma propone inoltre di rafforzare l'analisi dei rischi sistemici derivanti dalla finanza non bancaria e di valutare misure regolamentari per un'adeguata gestione di tali rischi.

Quest'anno la presidenza italiana del G20 promuove l'attuazione del programma di lavoro dell'FSB attraverso la definizione di misure relative ai fondi monetari⁵, l'avanzamento degli approfondimenti sui principali fattori di vulnerabilità individuati e lo sviluppo di un orientamento macroprudenziale della regolamentazione degli intermediari non bancari.

Per quanto riguarda gli intermediari non bancari italiani, dal marzo 2020 la Banca d'Italia esamina le condizioni di liquidità dei fondi aperti mediante la raccolta di dati su base settimanale. L'industria italiana del risparmio gestito non ha registrato complessivamente condizioni critiche di liquidità associate al diffondersi della pandemia; nessun intermediario ha attivato strumenti di gestione del rischio di liquidità. Inoltre nel corso del 2020 è stata condotta un'iniziativa specifica di vigilanza sui rischi di liquidità dei fondi comuni aperti, nell'ambito di un'azione comune coordinata dall'ESMA⁶. I risultati suggeriscono una buona adeguatezza dei presidi di gestione di tali rischi da parte dei fondi italiani. Tuttavia, in linea con quanto evidenziato dall'ESMA a livello europeo, sono stati individuati ambiti di miglioramento per quanto concerne la documentazione, le procedure e le metodologie adottate per la gestione dei rischi di liquidità; in alcuni casi risultano anche necessari rafforzamenti in materia di valutazione preliminare degli investimenti, verifica della qualità dei dati e meccanismi di controllo di tali rischi.

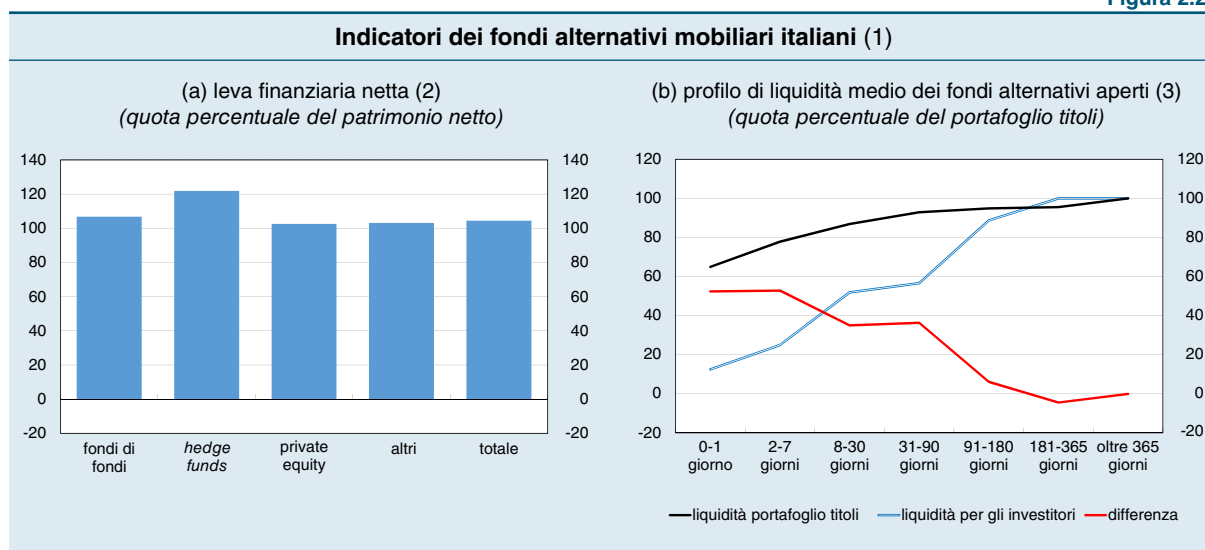
⁴ FSB, *FSB Work Programme for 2021*, gennaio 2021.

⁵ N. Branzoli, A. Miglietta e L. Zucchelli, *Areas of reform of the MMFs regulatory framework: an overview and potential options*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, di prossima pubblicazione.

⁶ Per ulteriori approfondimenti, cfr. sul sito dell'ESMA: *ESMA launches a Common Supervisory Action with NCAs on UCITS liquidity risk management*.

Il patrimonio dei fondi alternativi mobiliari è cresciuto del 12 per cento nel 2020, soprattutto per l'espansione del comparto dei fondi che investono nel capitale di rischio delle imprese (private equity) e di quelli specializzati nell'erogazione diretta di finanziamenti o nell'acquisto di crediti originati da altri intermediari (che hanno raggiunto alla fine dell'anno un patrimonio rispettivamente pari a 16 e a 4 miliardi). Nel secondo semestre del 2020 sono stati autorizzati i primi sei fondi specializzati prevalentemente nell'investimento in strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese italiane che rispettano la normativa dei nuovi piani individuali di risparmio a lungo termine (i cosiddetti PIR alternativi)³⁶.

³⁶ Il DL 34/2020 (decreto "rilancio") ha esteso i benefici fiscali previsti dalla normativa sui PIR ordinari ai piani di risparmio che investano almeno il 70 per cento del valore complessivo degli attivi in strumenti finanziari, anche non quotati, emessi da società non incluse negli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap di Borsa italiana o in indici equivalenti (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020).



Fonte: segnalazioni di vigilanza e dati trasmessi ai sensi della direttiva AIFMD.

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

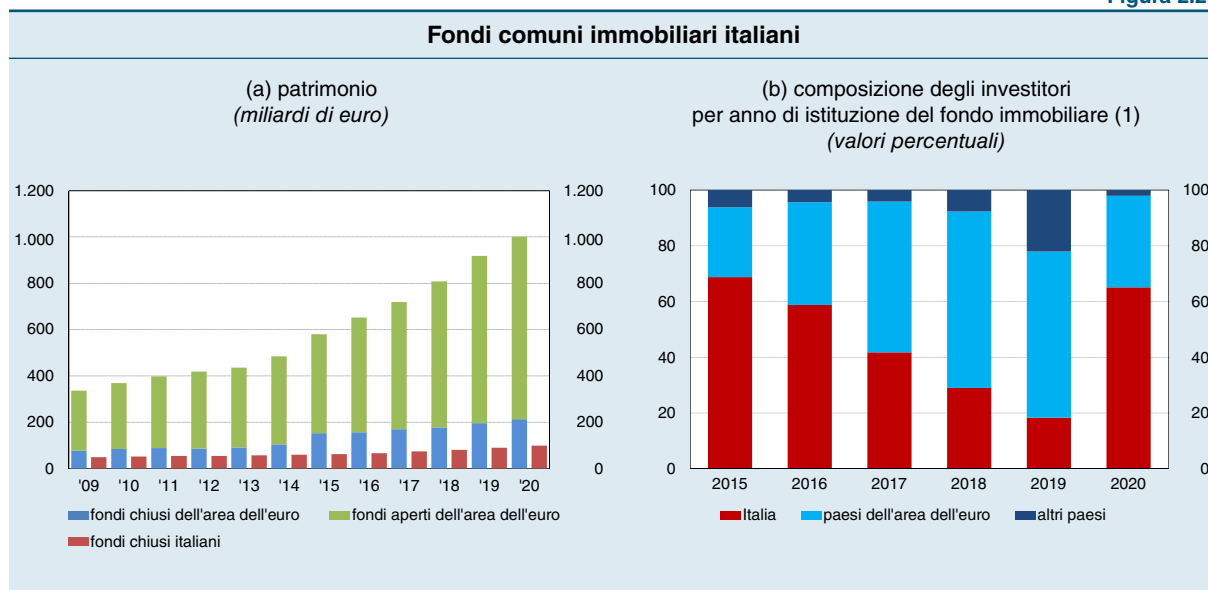
I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi alternativi mobiliari, che alla fine del 2020 rappresentavano il 9 per cento del patrimonio netto complessivo dei fondi italiani, rimangono contenuti. I potenziali rischi connessi con la scarsa liquidità degli attivi sono attenuati dalla normativa: quest'ultima impone ai fondi che investono una quota superiore al 20 per cento del proprio patrimonio in attività illiquide di costituirsi in forma chiusa. La leva è nel complesso modesta (104 per cento del patrimonio netto; fig. 2.28.a) e inferiore alla media europea (182 per cento nel 2019). Non emergono rischi di liquidità a breve termine per i fondi alternativi aperti (fig. 2.28.b); solo in caso di persistenti deflussi su un orizzonte temporale tra sei mesi e un anno si potrebbe verificare un lieve disallineamento tra la liquidità dell'attivo e il profilo di rimborso degli investitori, di circa il 4 per cento del portafoglio titoli³⁷.

Nel secondo semestre del 2020 è ripresa l'espansione del comparto dei fondi immobiliari italiani: a dicembre il patrimonio ha raggiunto 98 miliardi, con un aumento del 10 per cento rispetto a quello della fine del 2019, in linea con i comparti degli altri paesi dell'area dell'euro (fig. 2.29.a). La crescita, che ha riguardato esclusivamente i fondi riservati a investitori professionali, è stata sostenuta principalmente da investitori italiani³⁸ (fig. 2.29.b) e si è concentrata nelle province di Milano e di Roma, dove sono stati effettuati circa due terzi degli investimenti dei fondi istituiti nell'anno.

³⁷ Il disallineamento medio di liquidità in ogni periodo è calcolato come la differenza tra la quota media del portafoglio titoli che i fondi possono liquidare entro quella data e la quota media dell'attivo che gli investitori di tali fondi possono riscattare nello stesso periodo (cfr. la nota 3 della fig. 2.28). La stima non tiene conto di eventuali giacenze sui conti correnti.

³⁸ A giudizio degli operatori le condizioni di incertezza originate dalla pandemia hanno incentivato gli investitori esteri di tipo istituzionale, quali i fondi pensione e i fondi sovrani, a rinviare le decisioni di investimento.

Figura 2.29

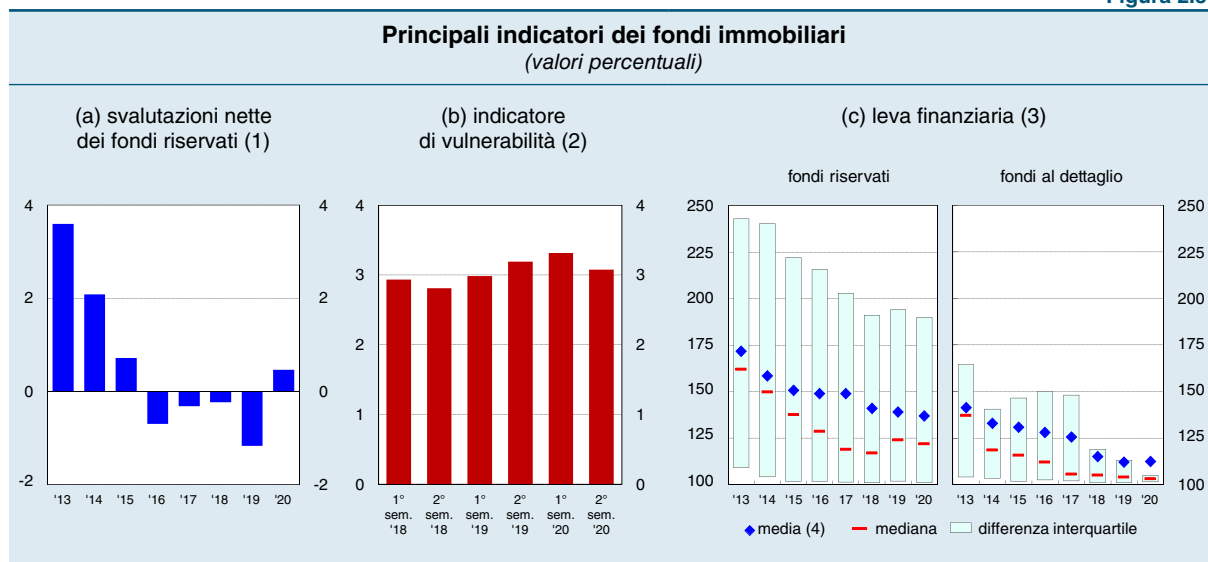


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

Il segmento dei fondi immobiliari quotati offerti alla clientela al dettaglio, che rappresenta il 2 per cento del patrimonio netto complessivo del comparto, è stato interessato sul finire dell'anno da un provvedimento legislativo che ha permesso di prorogare in via straordinaria, non oltre il 31 dicembre 2022,

Figura 2.30



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

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

la durata dei fondi più vicini alla scadenza³⁹. L'esercizio di questa facoltà consente ai gestori di fondi di distribuire su un più ampio orizzonte temporale i programmi di vendita dei beni ancora in portafoglio, che in alcuni casi hanno risentito dei riflessi negativi dell'emergenza sanitaria sul mercato immobiliare. Tre fondi si sono avvalsi della facoltà accordata, per un patrimonio netto complessivo inferiore a 500 milioni.

I rischi per la stabilità finanziaria connessi con l'attività dei fondi immobiliari restano limitati. I fondi italiani non sono soggetti al rischio di liquidità derivante da elevate richieste di rimborso, in quanto la normativa prevede che siano costituiti in forma chiusa. Gli effetti negativi della pandemia hanno determinato svalutazioni nette dei portafogli complessivamente contenute (fig. 2.30.a). Nel 2020 i fondi che hanno registrato perdite superiori al patrimonio netto, il cui attivo rappresenta una quota inferiore al 2 per cento del comparto, sono tutti riservati a investitori professionali.

Il rischio che alla scadenza le valutazioni del portafoglio immobiliare contabilizzate nei rendiconti dei fondi divergano in modo significativo dai valori di mercato rimane ridotto: a dicembre i fondi per cui si stima una differenza tra il valore contabile e quello di mercato dell'attivo superiore al patrimonio netto rappresentavano il 3,1 per cento del patrimonio complessivo dei fondi esaminati (fig. 2.30.b). La leva finanziaria si mantiene su livelli storicamente bassi (fig. 2.30.c); l'esposizione del sistema finanziario nei confronti del settore resta moderata (circa l'1 per cento dei prestiti totali).

³⁹ L'art. 19 del DL 157/2020 (decreto "ristori quater") subordina l'esercizio dei poteri di proroga a tre condizioni: (a) la preventiva approvazione da parte dell'assemblea dei partecipanti dei fondi; (b) la riduzione delle commissioni di gestione annue di due terzi rispetto alle commissioni originarie; (c) il divieto di prelevare provvigioni di incentivo.

3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI

Il ciclo macrofinanziario in Italia risente delle conseguenze economiche dell'epidemia di Covid-19 e degli interventi adottati dalle autorità per favorire l'afflusso di liquidità alle imprese. Nel quarto trimestre del 2020 il *credit-to-GDP gap* (cfr. il par. 1.1) è divenuto positivo, per effetto non solo della forte crescita del credito bancario sospinto dalle garanzie pubbliche, ma anche della nuova contrazione del PIL a seguito della seconda ondata pandemica. Inoltre gli indicatori reali connessi con l'evoluzione delle condizioni macroeconomiche e finanziarie, seppure influenzati dalle misure adottate per contrastare la crisi, segnalano la sottostante debolezza del ciclo macrofinanziario: l'incidenza dei prestiti deteriorati alle imprese beneficia ancora delle misure di moratoria, mentre l'aumento del tasso di disoccupazione è frenato dall'ampio ricorso agli ammortizzatori sociali e dal permanere del blocco dei licenziamenti.

La Banca d'Italia ha pertanto mantenuto allo zero per cento il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) nei primi due trimestri del 2021 (tav. 3.1)¹.

Tavola 3.1

Recenti decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia (1)			
DATA	Decisione	Coefficiente della riserva di capitale per l'anno in corso (valori percentuali)	Coefficiente della riserva di capitale a regime (valori percentuali) (2)
30.11.2020	Identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia e determinazione dei relativi coefficienti della riserva di capitale:		
	UniCredit	1,00	1,00
	Intesa Sanpaolo	0,75	0,75
	Banco BPM	0,19	0,25 (2022)
	Monte dei Paschi di Siena	0,19	0,25 (2022)
4.12.2020	Identificazione del gruppo bancario UniCredit come istituzione a rilevanza sistemica globale e determinazione del relativo coefficiente della riserva di capitale (3)	1,00	1,00 (2022)
18.12.2020	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il 1° trimestre del 2021	0,00	–
26.3.2021	Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il 2° trimestre del 2021	0,00	–

(1) La data riportata si riferisce a quella di pubblicazione della decisione. Per un elenco completo, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia*. – (2) Tra parentesi, l'anno di entrata a regime. – (3) Al gruppo bancario UniCredit si applicherà, secondo quanto stabilito dalla normativa europea, soltanto il maggiore tra il requisito per le G-SII e quello per le O-SII.

¹ Per informazioni sui principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario, cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A8. Per un confronto internazionale sui livelli delle riserve macroprudenziali di capitale, cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A9.

Lo scorso dicembre la Banca d'Italia ha confermato la designazione del gruppo bancario UniCredit come istituzione a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institution*, G-SII). La metodologia di identificazione e classificazione, stabilita dalla normativa europea sulla base degli standard internazionali², si basa su una pluralità di indicatori, tra cui la dimensione, la complessità delle banche e il loro grado di interconnessione e internazionalizzazione. Tenuto conto dei dati riferiti al 31 dicembre 2019, il gruppo UniCredit è rimasto nella prima sottocategoria di rilevanza sistemica globale (quella che prevede il requisito più contenuto). Pertanto dal 1° gennaio 2022 il gruppo dovrà continuare a mantenere una riserva di capitale aggiuntiva pari all'1 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio.

La Banca d'Italia ha anche confermato l'identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) per il 2021. Gli indicatori utilizzati, previsti dalle linee guida dell'EBA, tengono conto di quattro caratteristiche: la dimensione, la rilevanza per l'economia nazionale, la complessità e l'interconnessione con il sistema finanziario³. Per i quattro gruppi bancari è stato confermato il periodo transitorio fissato in precedenza, che prevedeva di raggiungere il livello di riserva a regime il 1° gennaio 2021 per Unicredit e Intesa Sanpaolo (rispettivamente pari a 1,00 e a 0,75 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio) e il 1° gennaio 2022 per Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena (pari per entrambi a 0,25 per cento degli attivi ponderati per il rischio; tav. 3.1). L'impatto della riserva di capitale aggiuntiva per le banche O-SII è nullo per UniCredit, che deve rispettare anche la riserva di capitale per le banche G-SII⁴.

La pandemia ha evidenziato l'importanza di disporre di sufficienti riserve di capitale nel settore bancario che possono essere rilasciate dalle autorità se e quando ritenuto necessario. Alla fine del 2019 le autorità macroprudenziali europee avevano poco margine per liberare tali riserve: solo 12 paesi dell'Unione europea⁵ avevano introdotto o annunciato l'introduzione di una riserva di capitale anticiclica positiva. Nell'area dell'euro in particolare tale riserva rappresentava solo lo 0,2 per cento delle attività ponderate per il rischio, mentre i buffer strutturali⁶, in principio non rilasciabili, si collocavano al 3,4 per cento⁷. Lo squilibrio esistente tra i buffer ciclici e quelli strutturali indica la necessità di ampliare il cosiddetto spazio macroprudenziale, ossia la disponibilità di riserve rilasciabili da parte delle autorità macroprudenziali per fare fronte a shock avversi (cfr. il riquadro: *La creazione di nuovo spazio macroprudenziale*).

² Per maggior dettagli, cfr. il regolamento delegato UE/2014/1222 della Commissione europea, che contiene previsioni coerenti con quanto stabilito dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) e dall'FSB.

³ EBA, *Guidelines on the criteria to determine the conditions of application of article 131(3) of directive 2013/36/EU (CRD) in relation to the assessment of other systemically important institutions (O-SIIs)*, 16 dicembre 2014. La Banca d'Italia ha deciso di non utilizzare indicatori opzionali, né di modificare la soglia prevista dall'EBA per l'identificazione delle O-SII (pari a 350 punti).

⁴ In base a quanto stabilito dalla normativa europea, nel caso in cui a una banca sia richiesto un requisito per le G-SII e uno per le O-SII, si applicherà solo il maggiore tra i due.

⁵ Belgio, Bulgaria, Danimarca, Francia, Germania, Irlanda, Lituania, Lussemburgo, Regno Unito, Repubblica Ceca, Slovacchia, Svezia.

⁶ I buffer strutturali comprendono la riserva di conservazione del capitale, le riserve di capitale per le banche a rilevanza sistemica (G-SII e O-SII) e la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico.

⁷ Per ulteriori approfondimenti, cfr. L. de Guindos, *Macprudential policy after the Covid-19 pandemic*, 1° marzo 2021.

LA CREAZIONE DI NUOVO SPAZIO MACROPRUDENZIALE¹

Durante una crisi è fondamentale che il sistema bancario nel suo complesso mantenga un'adeguata offerta di credito, anche al fine di prevenire effetti prociclici. Allo scoppio dell'emergenza sanitaria il sistema si è trovato ad affrontarne le conseguenze da una posizione di maggiore forza rispetto alla crisi finanziaria del 2008, beneficiando dei presidi prudenziali da allora introdotti. Per sostenere l'offerta di credito all'economia reale diverse autorità sono intervenute rilasciando buffer di capitale accumulati in precedenza, in particolare la riserva di capitale anticiclica, o invitando le banche a utilizzare² buffer che – ancorché tecnicamente non rilasciabili – potevano essere comunque erosi, almeno in via transitoria, come la riserva di conservazione del capitale (cfr. i riquadri: *Le misure macroprudenziali adottate nell'Unione europea in risposta al diffondersi del Covid-19* e *Le misure internazionali a sostegno della stabilità finanziaria*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2020).

A livello internazionale sono state avviate analisi per valutare l'efficacia delle misure intraprese, con una particolare attenzione ai disincentivi all'utilizzo degli attuali buffer di capitale da parte delle banche.

Tra i fattori che potrebbero indurre gli intermediari a un limitato utilizzo di tali buffer vi sono: (a) le conseguenze del mancato rispetto del requisito combinato di riserva di capitale (*combined buffer requirement*, CBR) in termini di limiti alla distribuzione di dividendi agli azionisti, di corresponsione delle cedole sugli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 (*additional tier 1*, AT1) e di riconoscimento della componente variabile sulla remunerazione dei dipendenti; (b) la reazione avversa dei mercati, che potrebbero interpretare il mancato rispetto dei limiti prudenziali come una situazione di grave difficoltà della banca (*market stigma*); (c) la sovrapposizione con altre previsioni regolamentari come il *leverage ratio* e il requisito MREL che, in occasione della riduzione del CBR, potrebbero divenire vincolanti per le banche.

Nelle diverse sedi della cooperazione e della regolamentazione internazionale si è quindi iniziato a valutare l'eventualità di espandere lo spazio macroprudenziale esistente, con l'obiettivo di ampliare il novero di strumenti a disposizione delle autorità per diminuire i rischi di prociclicità. Un'opzione potrebbe essere quella di intervenire sull'attuale assetto regolamentare, rivedendo il bilanciamento tra i buffer strutturali e quelli rilasciabili, mantenendo al contempo inalterati i requisiti patrimoniali complessivi. Il rilascio di un buffer eviterebbe l'applicazione di quelle restrizioni – relative alla distribuzione dei dividendi, alla corresponsione delle cedole sugli strumenti AT1 e al pagamento della componente variabile delle remunerazioni – che potrebbero costituire un disincentivo all'utilizzo della riserva di capitale.

Per accrescere l'attuale spazio macroprudenziale è stata di recente formulata l'ipotesi di rendere rilasciabile in tutto o in parte la riserva di conservazione del capitale (*capital conservation buffer*, CCB) nelle situazioni di grave recessione economica o di crisi del settore bancario³. La decisione circa il rilascio del buffer e la sua successiva ricostituzione sarebbe accentrata a livello europeo, al fine di garantire omogeneità di intervento nell'utilizzo dello strumento.

¹ A cura di Maddalena Galardo e Giacomo Manzelli.

² Per "utilizzo" di un buffer di capitale si fa riferimento alla circostanza nella quale la posizione patrimoniale della banca scende al di sotto dei requisiti minimi previsti per il rispetto di quel buffer, al fine di assorbire le perdite occorse e/o di mantenere una stabile offerta di credito all'economia.

³ Per ulteriori approfondimenti, cfr. L. de Guindos, *Macroprudential policy after the Covid-19 pandemic*, 1° marzo 2021.

La modifica del vigente quadro regolamentare richiede attente valutazioni. La revisione del complessivo assetto macroprudenziale da parte della Commissione europea, prevista per il 2022, potrebbe rappresentare l'occasione idonea per introdurre nuove norme volte ad aumentare gli strumenti a disposizione delle autorità macroprudenziali.

Al fine di accrescere gli strumenti disponibili per tutelare la stabilità finanziaria a prescindere dall'attuale crisi pandemica, in linea con le raccomandazioni del Fondo monetario internazionale⁸ e con quanto già stabilito negli altri paesi della UE, la Banca d'Italia ha deciso di introdurre nella regolamentazione sulle banche la possibilità di attivare la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB) e gli strumenti macroprudenziali basati sulle caratteristiche dei debitori o dei prestiti (*borrower based*; cfr. il riquadro: *L'introduzione di nuovi strumenti macroprudenziali in Italia*). La Banca d'Italia attiverà il SyRB e le misure *borrower based* in caso di necessità.

L'INTRODUZIONE DI NUOVI STRUMENTI MACROPRUDENZIALI IN ITALIA¹

Il SyRB è stato introdotto nell'ordinamento europeo con la direttiva UE/2013/36 (Capital Requirements Directive, CRD4) per fronteggiare rischi sistemici di natura non ciclica, anche nei confronti di gruppi di intermediari.

La direttiva UE/2019/878 (CRD5) ha previsto nuove norme sugli strumenti macroprudenziali, la maggior parte delle quali è entrata in vigore già da quest'anno. In particolare la CRD5 amplia la flessibilità di utilizzo del SyRB, permettendone inoltre l'applicazione a sottoinsiemi di esposizioni² ed estendendone l'impiego per fronteggiare qualunque rischio di natura macroprudenziale, anche ciclico, che non sia già coperto dal CCyB o dai buffer per le G-SII o le O-SII³. Con l'introduzione dell'uso settoriale del SyRB aumenta di fatto il numero di strumenti macroprudenziali armonizzati utilizzabili per affrontare i rischi derivanti dal settore immobiliare.

La normativa europea lascia la facoltà di introdurre il SyRB negli ordinamenti nazionali alla discrezionalità degli Stati membri. Nell'ambito del recepimento della CRD5, per la quale è stata avviata una consultazione pubblica⁴, la Banca d'Italia ha deciso di adottare anche il SyRB, che verrà attivato se e quando le condizioni macrofinanziarie lo richiederanno⁵.

L'Istituto ha anche stabilito di introdurre nella normativa gli strumenti macroprudenziali *borrower based*⁶. Tali strumenti, non armonizzati a livello europeo, perseguono l'obiettivo di rafforzare la

¹ A cura di Wanda Cornacchia.

² Riguardo all'uso settoriale dello strumento, l'art. 133, comma 5, della CRD5 prevede l'applicabilità del SyRB nei confronti di: (a) due categorie di esposizioni riferite a "settore immobiliare" e "tutto il resto", suddivise a loro volta tra persone fisiche e persone giuridiche; (b) sottoinsiemi delle categorie di cui al punto precedente, per le quali l'EBA ha recentemente emanato linee guida. Per i diversi sottoinsiemi di banche e di esposizioni possono essere introdotti differenti valori del coefficiente.

³ Il SyRB diventa sempre aggiuntivo rispetto a questi ultimi buffer, con una soglia complessiva del 5 per cento superabile solo con l'autorizzazione della Commissione europea.

⁴ Per ulteriori approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Documento di consultazione sulle disposizioni della Banca d'Italia in materia di "Riserve di capitale e strumenti macroprudenziali basati sulle caratteristiche dei clienti e dei finanziamenti"*.

⁵ In forza del combinato disposto degli artt. 5, 53 e 53-ter del Testo unico bancario (TUB), la Banca d'Italia può introdurre il SyRB nell'ordinamento giuridico senza la necessità di ulteriori interventi legislativi, integrando le disposizioni di vigilanza.

⁶ Gli artt. 5, 53, 53-ter e 67 del TUB consentono l'adozione delle misure macroprudenziali *borrower-based* da parte della Banca d'Italia.

⁸ FMI, *Italy. Financial system stability assessment*, IMF Country Report, 20/81, marzo 2020.

resilienza del sistema finanziario attraverso l'imposizione di vincoli all'assunzione di rischio sui prestiti concessi dagli intermediari; tali vincoli possono fare riferimento alla situazione finanziaria dei soggetti che ricevono i finanziamenti oppure alle caratteristiche del prestito accordato⁷, limitando così la crescita eccessiva delle esposizioni più rischiose.

In particolare la Banca d'Italia potrà, se ritenuto necessario per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale, imporre diverse restrizioni ai nuovi finanziamenti: limiti all'importo del mutuo rispetto al valore dell'immobile dato in garanzia (*loan-to-value ratio*, LTV) o al reddito del debitore (*loan-to-income ratio*, LTI); limiti al rapporto tra il debito complessivo o l'importo della rata di rimborso del finanziamento e il reddito del debitore (*debt-to-income ratio*, DTI e *debt service-to-income ratio*, DSTI); limiti al rapporto tra il debito complessivo e la ricchezza del debitore (*leverage*); vincoli alla durata massima e ai requisiti di ammortamento dei prestiti. Per utilizzare misure mirate ad affrontare le specifiche situazioni di vulnerabilità che potrebbero manifestarsi, le restrizioni possono essere applicate: (a) ai prestiti alle famiglie e a quelli alle imprese; (b) con o senza la previsione di soglie di esenzione; (c) in modo uniforme alla totalità dei prestiti oppure differenziando sulla base delle caratteristiche dei debitori e dei prestiti⁸; (d) a livello nazionale o per specifiche aree geografiche; (e) singolarmente o in combinazione tra di loro; (f) se ritenuto opportuno, anche simultaneamente ad altri tipi di strumenti macroprudenziali.

La Banca d'Italia può, in qualsiasi momento, integrare o modificare la lista delle misure *borrower based* nell'ordinamento nazionale, in considerazione degli sviluppi del mercato immobiliare e della capacità delle misure macroprudenziali esistenti di prevenire eventuali vulnerabilità sistemiche.

⁷ Per una descrizione dei diversi strumenti adottati nella UE, cfr. il riquadro: *Le misure macroprudenziali rivolte ai debitori adottate nell'Unione europea*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2019.

⁸ In particolare si possono applicare misure specifiche in base: (a) al tipo di debitore (famiglie e imprese); (b) alle finalità del finanziamento; (c) al settore di attività economica nel caso di persone giuridiche; (d) alle classi di rischio del soggetto; (e) al tipo di garanzie (immobile residenziale o commerciale o altro tipo di garanzia); (f) ad altra caratterizzazione dei prestiti.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

INDICE

A1	Indicatori di sostenibilità finanziaria	69
A2	Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte	70
A3	Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte	71
A4	Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza	72
A5	Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza	73
A6	Composizione delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (<i>collateral pool</i>)	74
A7	Posizione netta di liquidità delle banche italiane	75
A8	Principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario	76
A9	Riserve macroprudenziali di capitale nei paesi dello Spazio economico europeo	77

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

PAESI	PIL (1) (tasso di crescita annuo)		Caratteristiche del debito pubblico (2)				Avanzo primario delle Amministrazioni pubbliche (2)	Indicatore di sostenibilità delle finanze pubbliche S2 (3)	Debiti finanziari del settore privato (4)		Statistiche verso l'estero (5)	
	2021	2022	livello		vita media residua dei titoli di Stato (anni)	quota detenuta da non residenti (in percentuale del debito)			famiglie	imprese non finanziarie	saldo	posizione netta sull'estero
			2021	2022								
Italia	4,2	3,6	157,1	155,5	6,8	33,9	-5,6	1,1	45,2	76,9	3,6	1,8
Germania	3,6	3,4	70,3	67,3	5,9	57,2	-5,0	2,1	58,8	73,2	7,0	76,3
Francia	5,8	4,2	115,2	114,3	7,8	60,5	-6,0	-1,1	68,8	171,1	-1,9	-26,7
Spagna	6,4	4,7	118,4	117,3	7,5	53,7	-7,0	0,2	62,5	107,7	0,7	-84,3
Paesi Bassi	3,5	3,0	56,1	56,1	7,5	49,5	-4,1	3,3	104,5	152,2	7,8	114,8
Belgio	4,0	3,1	115,9	116,2	10,0	68,6	-5,9	3,7	67,8	166,2	-0,2	45,1
Austria	3,5	4,0	87,2	85,7	10,4	75,3	-5,5	2,4	53,9	99,6	2,5	11,0
Finlandia	2,3	2,5	68,8	69,2	6,3	69,0	-4,3	3,2	69,2	122,9	0,3	1,0
Grecia	3,8	5,0	210,1	200,5	....	....	-6,0	....	60,1	66,1	-6,7	-176,4
Portogallo	3,9	4,8	131,4	125,6	6,4	57,2	-2,4	-1,5	68,3	103,4	-1,2	-105,4
Irlanda	4,2	4,8	63,2	63,2	10,8	74,8	-4,4	2,4	35,3	189,7	4,6	....
Area dell'euro	4,4	3,8	98,2	96,5	....	....	-5,5	1,2	62,7	115,5	2,2	0,8
Regno Unito	5,3	5,1	107,1	109,1	14,8	34,1	-10,6	....	88,9	77,9	-3,9	-24,6
Stati Uniti	6,4	3,5	132,8	132,1	5,8	25,9	-13,3	....	78,0	83,5	-3,9	-66,6
Giappone	3,3	2,5	256,5	253,6	8,2	0,0	-8,9	....	64,3	114,2	3,6	73,0
Canada	5,0	4,7	116,3	112,8	5,4	22,3	-7,0	....	110,4	131,2	-0,8	50,8

Fonte: FMI, BCE, BRI, Commissione europea.

(1) FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2021. – (2) FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2021. – (3) Commissione europea, *Debt Sustainability Monitor 2020*, gennaio 2021. S2 è un indicatore di sostenibilità definito come l'aumento immediato e permanente dell'avanzo primario strutturale necessario perché sia soddisfatto il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche. – (4) Prestiti e titoli. I dati per i paesi dell'area euro sono tratti da BCE, *Statistical Data Warehouse* e sono riferiti alla fine del 4° trimestre 2020; i dati per Regno Unito e i paesi extraeuropei sono tratti dalle statistiche della Banca Internazionale dei Regolamenti (BRI) e sono riferiti alla fine del 3° trimestre 2020. – (5) Dati riferiti al 3° trimestre 2020. I dati per i paesi dell'area euro sono tratti da BCE, *Statistical Data Warehouse*; i dati per per Regno Unito e i paesi extraeuropei sono tratti da *FMI Data Warehouse*.

Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2020)

VOCI	Esposizioni lorde	Quota sul totale dei crediti lordi (2)	Esposizioni nette	Quota sul totale dei crediti netti (2)	Garanzie reali (3)	Garanzie personali (3)	Tasso di copertura crediti non assistiti da garanzia
				imprese (4)			
Crediti deteriorati verso clientela	67	9,6	29	4,4	32	13	64,3
<i>di cui:</i> manifattura	14	6,8	5	2,7	4	3	68,6
costruzioni (5)	17	24,8	7	12,4	10	3	64,3
servizi	33	8,7	15	4,2	16	7	61,8
<i>di cui:</i> sofferenze	33	4,6	10	1,6	15	8	76,2
<i>di cui:</i> manifattura	6	3,2	2	1,0	2	2	77,3
costruzioni (5)	8	12,2	3	4,8	4	2	75,6
servizi	16	4,2	5	1,5	7	4	75,7
				famiglie consumatrici			
Crediti deteriorati verso clientela	20	3,8	10	2,1	13	1	65,7
<i>di cui:</i> sofferenze	9	1,8	4	0,7	6	0	78,3
				totale settori (6)			
Crediti deteriorati verso clientela	93	6,0	42	2,9	47	14	63,2
<i>di cui:</i> sofferenze	43	2,8	15	1,0	21	9	76,4

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

(1) I dati sono tratti dai bilanci non consolidati, che non includono i prestiti erogati dalle società finanziarie appartenenti a gruppi bancari e dalle controllate estere. Sono incluse "le attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione" che a fine dicembre 2020 ammontavano, per il totale dei crediti deteriorati al lordo delle rettifiche, a circa 6 miliardi. Dati provvisori. – (2) Le quote sono calcolate, al lordo e al netto delle relative rettifiche di valore, in rapporto alla corrispondente esposizione lorda e netta verso il singolo settore e sottosettore di riferimento. – (3) L'importo corrisponde all'ammontare dell'esposizione lorda coperto da una garanzia (reale o personale). – (4) Il settore imprese, oltre alla manifattura, costruzioni e servizi, comprende anche agricoltura, silvicoltura, pesca e altre attività industriali diverse dalla manifattura. – (5) Comprende anche le attività immobiliari. – (6) Comprende anche i settori "Amministrazioni pubbliche", "Società finanziarie e assicurative", "Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie" e "Unità non classificabili e non classificate".

Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2020)

PAESI/AREE	Settore pubblico	Banche	Società finanziarie	Famiglie e imprese	Totale	In percentuale del totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2)	In percentuale del totale delle esposizioni (3)
Area euro (esclusa Italia)	201,2	59,5	47,5	206,2	514,4	9,1	18,4
Altri paesi industriali	34,9	18,4	28,0	32,0	113,4	1,0	4,1
<i>di cui:</i> Regno Unito	0,6	8,0	16,1	6,9	31,6	1,5	1,1
Paesi emergenti e in via di sviluppo	54,3	16,2	4,9	86,1	161,5	3,8	5,8
Europa	40,8	8,6	3,7	74,7	127,8	14,2	4,6
<i>di cui:</i> Russia	1,3	3,4	0,3	14,1	19,1	22,6	0,7
Turchia	0,5	2,8	0,3	1,8	5,4	4,5	0,2
Africa e Medio Oriente	10,1	2,1	0,2	6,0	18,4	3,5	0,7
Asia e Pacifico	2,2	3,5	1,0	3,6	10,3	0,5	0,4
Centro e Sud America	1,1	2,0	0,1	1,8	5,0	0,6	0,2
<i>di cui:</i> Argentina	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	–
Brasile	0,1	1,8	0,0	0,5	2,4	0,8	0,1
Messico	0,4	0,0	0,0	1,0	1,4	0,5	0,1
Centri offshore	0,2	0,2	2,1	4,8	7,3	0,3	0,3
Totale	290,6	94,4	82,6	329,1	796,6	3,2	28,6
<i>per memoria:</i>							
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia (4)	7,5	5,2	0,4	17,0	30,0	5,9	1,1

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

(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle rettifiche di valore. Sono esclusi BancoPosta e Cassa depositi e prestiti. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere segnalate alla BRI da un ampio gruppo di intermediari internazionali; numeratore e denominatore si riferiscono al 30 settembre 2020. – (3) Gli impieghi sono dati dal totale delle esposizioni verso residenti e non residenti. Il numeratore e il denominatore sono riferiti al 31 dicembre 2020. – (4) Include: Algeria, Angola, Arabia Saudita, Azerbaigian, Bahrein, Bolivia, Brunei, Ciad, Colombia, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Guinea Equatoriale, Iran, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Repubblica Democratica del Congo, Russia, Sudan, Timor Orientale, Trinidad e Tobago, Turkmenistan, Venezuela, Yemen.

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

PERIODO	Italia (2)			Area dell'euro		
	consistenze	acquisti netti	quota sul totale attivo (3)	consistenze	acquisti netti	quota sul totale attivo
2012	322.686	90.128	8,9	1.251.226	213.410	3,8
2013	375.081	45.331	10,9	1.313.179	46.354	4,3
2014	383.645	-4.299	11,0	1.370.728	6.792	4,4
2015	364.361	-20.898	10,6	1.295.539	-67.495	4,2
2016	333.329	-26.646	9,8	1.205.130	-89.282	3,89
2017 – gen.	336.266	6.586	10,0	1.198.661	1.496	3,9
feb.	339.458	2.996	10,0	1.201.775	1.902	3,8
mar.	349.081	10.286	10,1	1.205.394	4.622	3,8
apr.	350.322	2.508	10,2	1.201.813	-3.846	3,8
mag.	341.318	-9.751	10,1	1.194.047	-8.922	3,8
giu.	323.068	-19.751	9,5	1.160.056	-33.965	3,7
lug.	326.959	3.629	9,6	1.150.184	-10.258	3,7
ago.	325.690	-1.361	9,7	1.155.126	3.749	3,7
set.	319.447	-5.658	9,5	1.144.864	-7.585	3,7
ott.	309.543	-11.993	9,2	1.120.116	-21.698	3,6
nov.	295.727	-14.557	8,7	1.108.684	-13.849	3,6
dic.	283.734	-9.649	8,5	1.074.168	-31.628	3,5
2018 – gen.	293.267	9.483	8,7	1.094.905	20.592	3,6
feb.	295.690	2.591	8,9	1.092.268	-1.692	3,6
mar.	296.365	-1.311	8,8	1.083.121	-13.458	3,5
apr.	298.592	2.074	8,8	1.073.878	-9.494	3,5
mag.	307.126	22.572	9,0	1.085.979	30.517	3,5
giu.	321.700	12.693	9,5	1.093.859	4.581	3,5
lug.	324.557	3.727	9,7	1.088.853	-3.398	3,5
ago.	317.692	559	9,5	1.078.814	359	3,5
set.	320.687	-334	9,5	1.073.697	-9.145	3,5
ott.	323.906	5.530	9,7	1.068.237	-2.849	3,4
nov.	328.468	1.879	9,9	1.073.916	2.522	3,4
dic.	318.441	-15.491	9,7	1.054.143	-26.687	3,4
2019 – gen.	330.049	9.380	10,0	1.086.006	28.727	3,4
feb.	334.307	6.472	10,1	1.104.028	21.349	3,5
mar.	333.046	-3.476	9,9	1.094.497	-13.304	3,4
apr.	339.415	6.267	10,1	1.086.941	-8.084	3,4
mag.	336.450	-936	10,0	1.094.951	9.073	3,3
giu.	330.770	-11.365	9,8	1.071.522	-32.205	3,3
lug.	339.340	3.277	10,0	1.085.098	5.424	3,3
ago.	338.508	-4.867	9,9	1.084.151	-7.732	3,2
set.	333.948	-6.104	9,7	1.085.046	-1.957	3,2
ott.	330.790	-2.154	9,6	1.064.178	-18.524	3,2
nov.	323.092	-4.505	9,5	1.048.164	-10.878	3,1
dic.	313.293	-9.807	9,4	1.030.977	-16.546	3,2
2020 – gen.	315.837	-881	9,5	1.027.968	-9.501	3,1
feb.	320.171	6.873	9,5	1.037.546	13.050	3,1
mar.	335.699	19.784	9,9	1.084.606	55.092	3,1
apr.	351.981	18.988	10,3	1.158.270	77.913	3,3
mag.	362.747	7.712	10,5	1.214.418	50.143	3,5
giu.	363.134	-3.014	10,3	1.224.174	3.949	3,5
lug.	369.127	3.147	10,9	1.210.063	-18.098	3,4
ago.	373.068	4.562	11,1	1.222.794	10.433	3,5
set.	372.544	-2.926	11,0	1.227.113	143	3,5
ott.	368.289	-5.053	10,7	1.201.211	-27.575	3,4
nov.	357.438	-12.566	10,3	1.185.247	-18.704	3,3
dic.	342.813	-14.720	10,0	1.145.233	-40.502	3,3
2021 – gen.	350.768	9.154	10,2	1.154.406	10.800	3,2
feb.	357.316	8.048	10,4	1.174.250	23.621	3,3

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali e BCE.

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

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

DETENTORE	Scadenza					Totale
	entro il 2021	entro il 2022	tra 2023 e 2024	tra 2025 e 2029	oltre il 2030	
Famiglie (2)	5.882	9.885	13.049	16.622	664	46.101
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	8	14	41	2	66
subordinate	941	1.538	933	3.141	249	6.803
Banche del gruppo (3)	1.776	3.618	4.691	10.023	296	20.405
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	–	12	-6	–	6
subordinate	32	60	434	192	294	1.011
Altre banche residenti	2.332	5.349	8.700	8.860	1.195	26.437
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	69	403	739	11	1.222
subordinate	39	59	120	746	171	1.135
Altri investitori	12.417	32.043	42.231	67.614	18.988	173.295
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	758	2.206	4.212	721	7.898
subordinate	973	1.927	3.683	10.703	7.520	24.806
Totale	22.407	50.896	68.672	103.119	21.144	266.238
<i>di cui: senior non preferred</i>	–	836	2.635	4.987	735	9.192
subordinate	1.984	3.584	5.169	14.783	8.235	33.755

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

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

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

VOCI	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020		2021
							giugno	dicembre		marzo
Totale	283,5	253,7	297,3	321,2	310,5	285,8	422,8	436,1	496,5
Titoli di Stato	119,8	97,6	88,8	105,8	78,0	68,1	132,8	129,4	171,5
Titoli di Amministrazioni locali e regionali	2,9	2,6	1,7	1,9	1,3	0,5	0,8	0,8	1,7
Obbligazioni bancarie non garantite	10,4	5,8	5,3	5,4	5,0	3,3	5,0	5,4	6,5
Obbligazioni bancarie garantite dallo Stato	15,0	0,4	0,3	1,3	2,5	1,0	0,9	0,6	0,6
Obbligazioni bancarie garantite (covered bond)	49,8	46,4	76,3	76,8	91,3	86,1	104,4	99,8	102,5
Obbligazioni di emittenti non bancari	1,0	2,5	3,0	3,0	4,3	3,7	5,2	4,9	7,2
Attività cartolarizzate (<i>asset-backed securities</i>)	40,0	35,5	44,0	49,9	49,7	47,7	46,0	45,5	52,0
Altre attività negoziabili	0,4	0,6	0,8	2,8	1,3	1,8	2,9	2,6	3,6
Attività non negoziabili (prestiti bancari)	44,3	62,4	77,1	74,3	77,1	73,6	124,8	147,1	150,9

Fonte: elaborazioni su dati Eurosystem.

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

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

PERIODO	Gruppi significativi			Gruppi non significativi		
	flussi di cassa cumulati (2)	counterbalancing capacity	indicatore di liquidità (3)	flussi di cassa cumulati (2)	counterbalancing capacity	indicatore di liquidità (3)
2017 – gen.	-2,1	14,2	12,1	-5,2	19,3	14,1
feb.	-2,4	14,8	12,4	-5,3	19,3	14,1
mar.	-1,5	13,6	12,1	-2,9	17,6	14,7
apr.	-0,3	13,0	12,7	-5,0	20,6	15,6
mag.	-0,4	13,7	13,3	-4,1	19,5	15,4
giu.	-0,4	14,0	13,6	-3,5	18,8	15,3
lug.	0,0	13,5	13,5	-3,7	18,6	14,9
ago.	0,0	13,9	13,9	-3,4	18,8	15,4
set.	0,6	13,5	14,1	-2,7	18,9	16,2
ott.	0,5	13,2	13,7	-1,1	18,1	17,0
nov.	1,0	13,4	14,4	-0,7	17,3	16,6
dic.	0,2	13,5	13,7	-0,7	16,8	16,1
2018 – gen.	0,8	12,1	12,9	-0,5	16,1	15,6
feb.	0,3	13,2	13,5	-1,0	16,7	15,8
mar.	0,6	13,5	14,1	-2,0	18,7	16,7
apr.	0,7	13,5	14,2	-3,0	19,9	16,8
mag.	-0,2	14,1	13,9	-5,3	21,3	16,0
giu.	-1,2	14,1	12,9	-5,5	20,7	15,2
lug.	-1,3	13,9	12,5	-4,3	20,0	15,7
ago.	-0,9	13,9	13,0	-5,2	20,8	15,6
set.	-0,2	13,7	13,5	-5,9	21,9	16,0
ott.	-0,1	13,4	13,3	-4,9	20,5	15,6
nov.	0,1	13,5	13,6	-4,7	20,0	15,2
dic.	0,1	13,6	13,7	-5,9	20,2	14,3
2019 – gen.	-0,5	13,8	13,3	-6,6	20,2	13,6
feb.	-0,5	14,6	14,1	-5,9	19,1	13,1
mar.	-0,6	15,0	14,4	-5,8	19,5	13,7
apr.	0,2	15,6	15,8	-5,8	19,8	13,9
mag.	0,3	15,8	16,0	-5,5	19,7	14,2
giu.	0,0	15,9	16,0	-5,3	19,8	14,5
lug.	0,5	16,0	16,5	-3,9	19,8	15,9
ago.	0,7	16,3	17,1	-3,5	20,4	16,9
set.	1,6	16,6	18,3	-3,6	21,0	17,4
ott.	1,6	16,7	18,3	-3,2	20,7	17,6
nov.	0,3	18,2	18,5	-3,8	21,5	17,7
dic.	-1,0	19,2	18,2	-5,6	21,9	16,3
2020 – gen.	-1,1	18,6	17,5	-5,9	21,4	15,5
feb.	-0,4	18,7	18,2	-5,9	22,1	16,1
mar.	-0,8	18,5	17,7	-4,8	22,3	17,5
apr.	-1,4	19,6	18,3	-4,4	22,6	18,2
mag.	-2,8	22,6	19,8	-6,5	25,3	18,7
giu.	-4,2	24,4	20,3	-7,3	26,1	18,8
lug.	-0,9	21,9	21,1	-4,5	25,0	20,5
ago.	-0,9	22,4	21,6	-4,0	25,6	21,3
set.	-0,4	22,6	22,1	-3,6	25,1	21,5
ott.	0,1	21,1	21,2	-2,7	23,7	21,0
nov.	0,1	21,9	22,0	-1,9	23,3	21,5
dic.	-0,5	22,0	21,5	-2,1	23,6	21,4
2021 – gen.	-1,0	21,7	20,7	-3,0	23,6	20,6
feb.	-0,7	22,0	21,3	-1,2	23,0	21,8
mar.	0,2	21,6	21,8	-0,2	24,7	24,5

Fonte: dati trasmessi alla Banca d'Italia da un campione di intermediari bancari nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.

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

Principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario (1)

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

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

Riserve macroprudenziali di capitale nei paesi dello Spazio economico europeo

(valori percentuali)

PAESI	Requisito combinato di riserva di capitale (CBR) (1)	Riserva di conservazione del capitale (CCoB)	Riserva di capitale anticiclica (CCyB)		Riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica globale (G-SII)		Riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica nazionale (O-SII)		Riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (SyRB)		
			Data entrata in vigore	Tasso	Data entrata in vigore	Descrizione	Data entrata in vigore	Descrizione	Data entrata in vigore	Descrizione	
Austria	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00				29 dic. 2020	9 banche: 1,00-2,00	29 dic. 2020	11 banche (incluse 7 O-SII): 0,50-2,00
Belgio	2,50-4,00	2,50	1° apr. 2020	0,00				1° gen. 2021	8 banche: 0,75-1,50		
Bulgaria	6,00	2,50	1° apr. 2020	0,50				1° lug. 2020	8 banche: 0,00	15 ott. 2019	3,00 (2)
Cipro	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00				1° gen. 2021	6 banche: 0,25-1,00		
Croazia	4,00-6,00	2,50	1° gen. 2016	0,00				1° gen. 2021	7 banche: 0,50-2,00	29 dic. 2020	1,50
Danimarca	2,50-5,50	2,50	12 mar. 2020	0,00				30 giu. 2020	7 banche (3)	1° gen. 2019	7 O-SII: 1,00-3,00
Estonia	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00				1° gen. 2019	4 banche: 1,00-2,00	1° mag. 2020	0,00
Finlandia	2,50-4,50	2,50	16 mar. 2015	0,00				6 apr. 2020	3 banche: 0,50-2,00	6 apr. 2020	0,00
Francia	2,50-4,00	2,50	1° apr. 2020	0,00	1° gen. 2021	4 banche: 1,00-1,50	1° gen. 2020	6 banche: 0,25-1,50			
Germania	2,50-4,50	2,50	1° apr. 2020	0,00	1° gen. 2021	1 banca: 1,50	1° gen. 2021	13 banche: 0,25-2,00			
Grecia	2,50-3,00	2,50	1° gen. 2016	0,00				1° gen. 2021	4 banche: 0,50		
Irlanda	2,50-3,50	2,50	1° apr. 2020	0,00				1° lug. 2020	6 banche: 0,50-1,00		
Islanda	2,50-7,50	2,50	18 mar. 2020	0,00				8 apr. 2020	3 banche: 2,00	8 apr. 2020	8 banche (incluse le O-SII): 3,00 (2)
Italia	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00	1° gen. 2021	1 banca: 1,00	1° gen. 2021	4 banche: 0,19-1,00			
Lettonia	2,50-4,50	2,50	1° feb. 2016	0,00				8 dic. 2020	4 banche: 1,25-2,00		

Fonte: ESRB e autorità di vigilanza macroprudenziale.

(1) Il CBR è pari, per ciascuna banca, alla somma di CCoB, CCyB, delle riserve per le G-SII e per le O-SII, e del SyRB, ex art. 128(6) della CRD4. Qualora un gruppo sia soggetto, su base consolidata, alle seguenti riserve, si applica soltanto la riserva più elevata: (a) una riserva per le G-SII e una riserva per le O-SII; (b) una riserva per le G-SII, una riserva per le O-SII e un SyRB, ex art. 131(14) della CRD4. Nei casi in cui il SyRB si applichi con riferimento alle sole esposizioni domestiche, questo si cumula con la riserva per le O-SII o le G-SII, ex art. 133(5) della CRD4. Nei paesi in cui le modifiche introdotte dalla CRD5 sono state recepite nella legislazione nazionale, il SyRB è sempre cumulato al maggiore tra i buffer G-SII e O-SII ai sensi degli artt. 131(15) e 133(1), (7) e (8.c) della CRD4. – (2) Il SyRB si applica alle sole esposizioni domestiche. – (3) Alle O-SII non è stata applicata la relativa riserva di capitale.

Riserve macroprudenziali di capitale nei paesi dello Spazio economico europeo

(valori percentuali)

PAESI	Requisito combinato di riserva di capitale (CBR) (1)	Riserva di conservazione del capitale (CCoB)	Riserva di capitale anticiclica (CCyB)		Riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica globale (G-SII)		Riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica nazionale (O-SII)		Riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (SyRB)	
			Data entrata in vigore	Tasso	Data entrata in vigore	Descrizione	Data entrata in vigore	Descrizione	Data entrata in vigore	Descrizione
Liechtenstein	2,50-4,50	2,50	1° lug. 2019	0,00			1° gen. 2021	3 banche: 2,00	1° gen. 2020	6 banche, (include le O-SII): 1,00-2,00
Lituania	2,50-4,50	2,50	1° apr. 2020	0,00			1° gen. 2021	3 banche: 0,50-2,00		
Lussemburgo	3,00-4,00	2,50	1° gen. 2021	0,50			1° gen. 2021	7 banche: 0,50-1,00		
Malta	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2021	4 banche: 0,06-2,00		
Norvegia	6,50-10,00	2,50	13 mar. 2020	1,00			1° gen. 2021	2 banche: 1,00-2,00	31 dic. 2020	3,00-4,50 (2)(4)
Paesi Bassi	2,50-5,00	2,50	1° gen. 2016	0,00	1° gen. 2021	1 banca: 1,00	1° gen. 2021	5 banche: 1,00-2,50	28 dic. 2020	5 O-SII: 0,00
Polonia	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2021	10 banche: 0,10-1,00	16 mar. 2020	0,00
Portogallo	2,50-3,25	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2021	6 banche: 0,19-0,75		
Repubblica Ceca	3,00-6,00	2,50	1° lug. 2020	0,50			1° gen. 2021	6 banche (3)	1° gen. 2021	5 O-SII: 1,00-3,00
Romania	2,50-4,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2020	8 banche: 1,00-2,00	1° gen. 2019	0,00-2,00
Slovacchia	3,50-5,50	2,50	1° ago. 2020	1,00			1° gen. 2021	5 banche: 0,25-1,00	1° gen. 2021	3 O-SII: 1,00 (2)
Slovenia	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° gen. 2021	6 banche: 0,25-1,00		
Spagna	2,50-3,50	2,50	1° gen. 2016	0,00	1° gen. 2021	1 banca: 1,00	1° gen. 2020	5 banche: 0,25-1,00		
Svezia	2,50-6,50	2,50	16 mar. 2020	0,00			1° gen. 2021	4 banche: 0,00-1,00	29 dic. 2020	3 O-SII: 3,00
Ungheria	2,50	2,50	1° gen. 2016	0,00			1° lug. 2020	8 banche (3)	18 mar. 2020	0,00

Fonte: ESRB e autorità di vigilanza macroprudenziale.

(1) Il CBR è pari, per ciascuna banca, alla somma di CCoB, CCyB, delle riserve per le G-SII e per le O-SII, e del SyRB, ex art. 128(6) della CRD4. Qualora un gruppo sia soggetto, su base consolidata, alle seguenti riserve, si applica soltanto la riserva più elevata: (a) una riserva per le G-SII e una riserva per le O-SII; (b) una riserva per le G-SII, una riserva per le O-SII e un SyRB, ex art. 131(14) della CRD4. Nei casi in cui il SyRB si applichi con riferimento alle sole esposizioni domestiche, esso si cumula con la riserva per le O-SII o le G-SII, ex art. 133(5) della CRD4. Nei paesi in cui le modifiche introdotte dalla CRD5 sono state recepite nella legislazione nazionale, il SyRB è sempre cumulato al maggiore tra i buffer G-SII e O-SII ai sensi degli artt. 131(15) e 133(1), (7) e (8.c) della CRD4. – (2) Il SyRB si applica alle sole esposizioni domestiche. – (3) Alle O-SII non è stata applicata la relativa riserva di capitale. – (4) Per le istituzioni che non utilizzano l'approccio IRB avanzato, il buffer è fissato al 3 per cento fino al 31 dicembre 2022. Dopo tale data sarà fissato al 4,5 per cento come per tutte le altre banche.

