



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

aprile 2016

1 | 2016



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 1 / 2016
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 tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2016

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

Giorgio Gobbi (coordinatore), Giorgio Albareto, Piergiorgio Alessandri, Alessio Anzuini, Massimo Argirò, Marcello Bofondi, Pierluigi Bologna, Annalisa Bucalossi, Filippo Calabresi, Mario Cappabianca, Francesco Ciarniello, Carla Desideri (Ivass), Alessio De Vincenzo, Antonio Di Cesare, Roberta Fiori, Cristina Floccari, Antonella Foglia, Andrea Generale, Giovanni Guazzarotti, Francesco Marino, Gaetano Marseglia, Valentina Michelangeli, Stefano Pasqualini (Ivass), Sabrina Pastorelli, Tommaso Perez, Marcello Pericoli, Francesco Piersante, Anna Rendina, Valerio Paolo Vacca, Fabrizio Venditti, Silvia Vori, Francesco Zollino

Riquadri

Domenico Albamonte, Alessandro Allegri, Laura Bartiloro, Michele Leonardo Bianchi, Giuseppe Cascarino, Federica Ciochetta, Luca Colantoni, Alessandro Conciarelli, Alessandra De Aldisio, Paolo Garofalo, Taneli Mäkinen, Giacomo Manzelli, Anna Maria Rinaldi, Andrea Silvestrini, Pietro Tommasino

Aspetti editoriali e grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano, Fabrizio Martello, Silvia Mussolin, Rosanna Visca

Indirizzo

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 15 aprile 2016, salvo diversa indicazione

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

INDICE

| | |
|---|-----------|
| SINTESI | 5 |
| 1 I RISCHI MACROECONOMICI | 7 |
| 1.1 I rischi globali e dell'area dell'euro | 7 |
| 1.2 La condizione macrofinanziaria dell'Italia | 9 |
| 1.3 I mercati immobiliari | 12 |
| 2 I RISCHI SETTORIALI | 15 |
| 2.1 Le famiglie | 15 |
| 2.2 Le imprese | 18 |
| 3 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI | 22 |
| 3.1 Il mercato monetario e le operazioni di politica monetaria | 22 |
| 3.2 Il mercato dei titoli di Stato | 25 |
| 3.3 I mercati delle obbligazioni private e delle azioni | 27 |
| 3.4 Le infrastrutture di mercato | 29 |
| 4 LE BANCHE | 30 |
| 4.1 Gli indicatori di mercato | 30 |
| 4.2 I rischi dell'attivo | 33 |
| 4.3 I rischi di rifinanziamento e di liquidità | 40 |
| 4.4 I rischi di tasso di interesse e di mercato | 44 |
| 4.5 Il patrimonio e la redditività | 45 |
| 5 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO | 50 |
| 5.1 Le assicurazioni | 50 |
| 5.2 L'industria del risparmio gestito | 53 |

INDICE DEI RIQUADRI

| | |
|--|-----------|
| La politica macroprudenziale in Italia e nell'Unione europea | 9 |
| Il mercato immobiliare e la stabilità finanziaria in Italia | 13 |
| Gli strumenti di debito bancario detenuti dalle famiglie e l'esposizione al salvataggio interno (bail-in) | 15 |
| Il ruolo delle controparti centrali nella riduzione del rischio sistemico sul mercato repo | 23 |
| Il recente andamento delle quotazioni di borsa delle banche dell'area dell'euro | 31 |
| L'avvio del fondo Atlante | 32 |
| La gestione dei crediti deteriorati delle banche | 35 |
| La regolamentazione dell'esposizione delle banche verso debitori sovrani | 38 |
| Il liquidity coverage ratio | 43 |
| La recente riforma delle banche di credito cooperativo | 45 |
| Il finanziamento del Fondo di risoluzione unico | 47 |
| I prodotti multiramo | 52 |

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

SINTESI

Aumentano i rischi globali...

Il rallentamento dell'economia mondiale, di entità superiore alle previsioni, aumenta i rischi per la stabilità finanziaria. Il livello storicamente contenuto dei prezzi delle materie prime, in particolare del petrolio, indebolisce le economie emergenti e alimenta pressioni deflazionistiche in quelle avanzate.

...e ne risentono i mercati finanziari

Nei primi mesi dell'anno l'accresciuta incertezza sulle prospettive di crescita ha determinato un forte calo dei corsi e un aumento della volatilità nei mercati dei capitali. La flessione dei prezzi è stata più ampia per i titoli delle banche, soprattutto nell'area dell'euro.

In Italia hanno inciso le valutazioni sul peso dei crediti deteriorati

I corsi azionari delle banche italiane hanno risentito negativamente dell'elevato ammontare di crediti deteriorati, ereditati dalla lunga recessione, e dell'incertezza degli investitori sull'esito di alcune operazioni, già programmate, di rafforzamento del capitale. I mercati hanno accolto con favore l'annuncio dell'avvio del fondo privato Atlante per il sostegno dei prossimi aumenti di capitale delle banche e per l'acquisto di prestiti in sofferenza.

Gli interventi dell'Eurosistema mitigano i rischi

Le misure monetarie espansive dell'Eurosistema, rafforzate in marzo, contribuiscono alla stabilità finanziaria, sostenendo la crescita, riducendo i premi per il rischio richiesti dagli investitori e mantenendo condizioni finanziarie distese. Non vi è evidenza che gli acquisti producano distorsioni al funzionamento del mercato dei titoli di Stato italiani.

Le misure macroprudenziali della Banca d'Italia favoriscono la ripresa del ciclo finanziario

In Italia la ripresa dei prestiti al settore privato procede molto gradualmente e il ciclo finanziario resta ancora debole. Coerentemente, la

Banca d'Italia ha fissato allo zero per cento sia il coefficiente della riserva di capitale anticiclica, sia quello della riserva di capitale per le banche a rilevanza sistemica nazionale.

Il mercato immobiliare mostra segnali di ripresa

Si è interrotta la flessione dei prezzi delle case e il numero di compravendite continua gradualmente ad aumentare. Diversi indicatori segnalano che la ripresa dovrebbe continuare nei prossimi mesi, con effetti positivi per la stabilità finanziaria.

Si rafforza la condizione finanziaria delle famiglie...

La condizione finanziaria delle famiglie beneficia dell'aumento del reddito disponibile e dei bassi tassi di interesse. Il principale rischio è rappresentato da un eventuale indebolimento della ripresa economica.

...e delle imprese, pur con residue tensioni

Migliora gradualmente anche la situazione finanziaria delle imprese. Proseguono la riduzione dell'indebitamento e l'aumento delle disponibilità liquide. Il numero di fallimenti è in calo e gli indicatori di vulnerabilità finanziaria delle imprese dovrebbero continuare a ridursi nei prossimi trimestri, pur rimanendo elevati in alcuni settori.

Migliora la qualità del credito bancario

Le condizioni di offerta del credito bancario, in progressiva distensione, restano improntate a prudenza. Il tasso di deterioramento dei prestiti continua a scendere e il flusso di nuove sofferenze dovrebbe ridursi nei prossimi mesi. Il tasso di copertura dei crediti deteriorati, pari al 45,4 per cento alla fine del 2015, è in linea con quello medio delle principali banche europee; le garanzie sui crediti deteriorati sono superiori al valore a cui tali crediti sono iscritti nei bilanci delle banche.

Sono state avviate iniziative per favorire lo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati

Incentivi allo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati potranno venire dallo schema di garanzia dello Stato sulle cartolarizzazioni di crediti in sofferenza (Gacs) e dall'attività del fondo Atlante.

Rimangono buone le condizioni di liquidità

Sono rientrate le tensioni sulla raccolta di alcuni intermediari registrate all'inizio dell'anno a seguito della risoluzione di quattro banche avvenuta lo scorso novembre. Non vi sono stati deflussi di depositi verso l'estero o altre forme di investimento. La liquidità del sistema bancario italiano è adeguata a fare fronte a eventuali situazioni di stress. Sono invece aumentati i rendimenti delle obbligazioni subordinate, soprattutto per gli intermediari con una quota elevata di crediti deteriorati. Il costo medio della raccolta si è ridotto, riflettendo la politica monetaria espansiva. Le nuove operazioni di rifinanziamento annunciate in marzo garantiranno certezza sul costo e sulla disponibilità della raccolta, riducendo i rischi di ripercussioni sfavorevoli in caso di nuove tensioni sui mercati finanziari.

La redditività, sebbene in aumento, resta bassa

La redditività delle banche è in aumento, ma rimane ancora inferiore a quella

media delle altre banche europee. Alla fine del 2015 il rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per i rischi (CET1 ratio) era pari al 12,3 per cento, con significative differenze tra le diverse classi dimensionali di intermediari. La recente riforma delle banche di credito cooperativo consentirà di rafforzare la loro capacità di accesso al mercato.

Sono contenuti i rischi delle compagnie di assicurazione...

Il basso livello dei tassi di interesse continua ad avere un impatto limitato sulla redditività delle compagnie di assicurazione italiane in virtù del buon allineamento tra la durata finanziaria delle attività e quella delle passività. Le imprese stanno diversificando i propri investimenti, ma non sono in atto strategie volte a innalzare i profili di rischio e di rendimento. È cresciuto il collocamento di prodotti unit-linked e multiramo, per i quali il rischio di mercato è in parte a carico dei contraenti.

...e nell'industria del risparmio gestito

L'industria italiana del risparmio gestito ha continuato a espandersi anche durante la recente fase di volatilità dei mercati. Si è attenuata la tendenza dei gestori a investire in attività con rendimenti attesi elevati ma poco liquide. Migliora la redditività dei fondi immobiliari, che rimane tuttavia negativa ed esposta a incertezze.

1 I RISCHI MACROECONOMICI

1.1 I RISCHI GLOBALI E DELL'AREA DELL'EURO

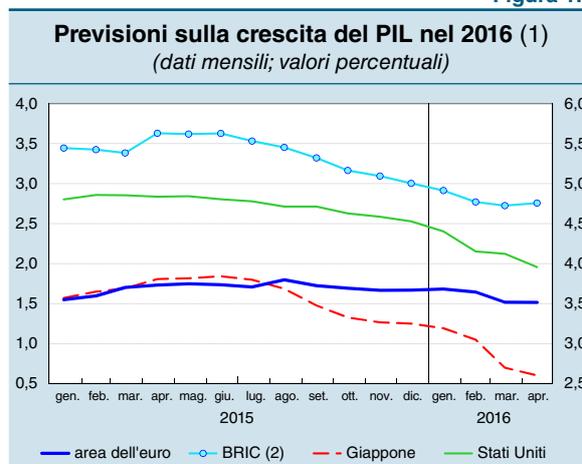
Aumentano i rischi per la crescita mondiale In tutte le principali aree economiche le aspettative di crescita per il 2016 sono state riviste al ribasso (fig. 1.1). Il forte calo dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime alimenta spinte deflative a livello globale e accentua le vulnerabilità economiche e finanziarie dei paesi emergenti (cfr. il riquadro: *Il calo dei corsi del greggio e la crescita globale*, in *Bollettino economico*, 2, 2016).

Rimangono elevati i rischi derivanti dalla bassa inflazione Nell'area dell'euro gli indicatori ricavati dai prezzi delle attività finanziarie rivelano aspettative di tassi di inflazione molto contenuti per i prossimi anni (fig. 1.2). Un prolungato periodo di bassa inflazione rallenta il processo di riassorbimento dei debiti pubblici e privati; può inoltre innescare un circolo vizioso tra la dinamica dei prezzi al consumo e quella delle retribuzioni e determinare uno scostamento duraturo delle attese di inflazione dai valori coerenti con la stabilità dei prezzi (cfr. il riquadro: *Le aspettative di inflazione nell'area dell'euro e le misure di politica monetaria*, in *Bollettino economico*, 1, 2016). Nella riunione del 10 marzo il Consiglio direttivo della BCE ha adottato nuove misure espansive per favorire il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2016).

Il rialzo dei tassi negli Stati Uniti pone rischi principalmente per i paesi emergenti L'aumento dei tassi ufficiali negli Stati Uniti nel dicembre scorso, ampiamente atteso dagli operatori, non ha avuto ripercussioni sui prezzi e sulla

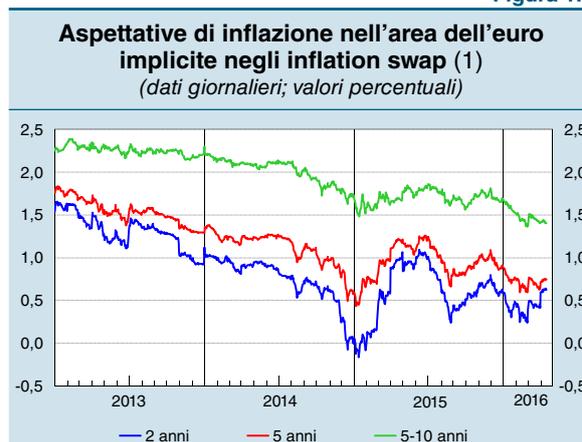
volatilità delle attività finanziarie nei mercati internazionali. Anche in prospettiva, i rendimenti a lungo termine nell'area dell'euro e in Giappone non dovrebbero risentire dell'aumento dei tassi ufficiali negli Stati Uniti, grazie alle misure espansive adottate dalle rispettive Banche centrali. Nei paesi emergenti vi è invece il rischio che si intensifichino i deflussi di capitali con ripercussioni sui cambi e sugli spread dei titoli sovrani.

Figura 1.1



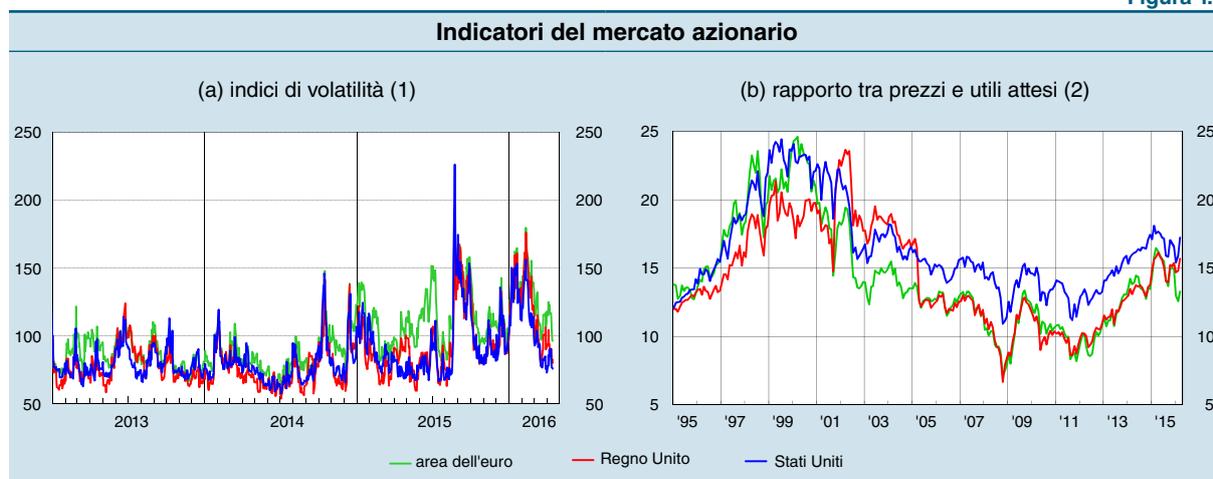
Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics.
(1) Previsioni formulate nel mese indicato sull'asse orizzontale. – (2) Scala di destra. Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India e Cina, ponderata con i corrispondenti PIL nel 2013, valutati alla parità dei poteri d'acquisto.

Figura 1.2



Fonte: Bloomberg.
(1) Tassi di inflazione impliciti nei contratti di inflation swap con durata 2 anni, 5 anni e 5 anni sull'orizzonte a 5 anni in avanti.

Figura 1.3



Fonte: I/B/E/S e Thomson Reuters.

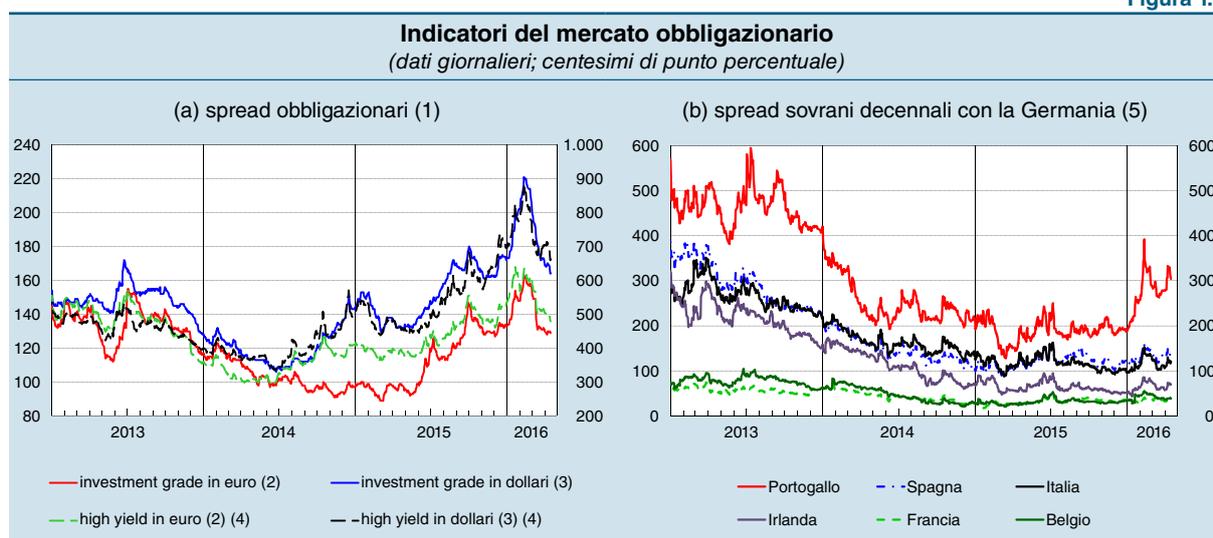
(1) Dati giornalieri. Numeri indice (31 dicembre 2012=100) della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni. – (2) Dati mensili. Rapporto tra capitalizzazione di borsa dell'indice generale e utili attesi nei 12 mesi successivi, censiti dalla società I/B/E/S.

Si sono ampliati i premi per il rischio nell'area dell'euro...

L'aumento dell'incertezza sulla crescita globale ha innescato un incremento generalizzato della volatilità sui mercati finanziari nei primi mesi dell'anno (fig. 1.3.a). I mercati azionari dell'area dell'euro hanno registrato una flessione, particolarmente ampia per i titoli bancari (cfr. il capitolo 4). A livello globale le attuali quotazioni

non si discostano in misura significativa dai fondamentali: il rapporto tra prezzi e utili attesi è prossimo ai valori medi di lungo periodo negli Stati Uniti e nel Regno Unito, inferiore di circa due punti percentuali nell'area dell'euro (fig. 1.3.b). Il calo dei corsi del greggio ha contribuito ai temporanei forti rialzi dei premi per il rischio sulle obbligazioni delle imprese del settore dell'energia, soprattutto statunitensi, che si sono

Figura 1.4



Fonte: Bloomberg, Merrill Lynch e Thomson Reuters.

(1) Le obbligazioni investment grade sono quelle emesse da imprese con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o Baa3); le obbligazioni high yield sono quelle emesse da imprese con rating inferiore a BBB- o Baa3. – (2) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato; i differenziali di rendimento sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. – (3) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sul mercato interno statunitense; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato statunitensi. – (4) Scala di destra. – (5) Differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali dei paesi indicati rispetto a quelli tedeschi.

poi trasmessi al resto del comparto high yield (fig. 1.4.a); a tali rialzi avrebbe concorso anche il deterioramento delle condizioni di liquidità osservato in questi mercati dalla seconda metà del 2015¹.

...in parte ridiscesi dopo le nuove misure dell'Eurosistema

Le nuove misure introdotte in marzo dall'Eurosistema hanno contribuito a comprimere i premi per il rischio sulle obbligazioni investment grade in euro delle imprese, che saranno oggetto di acquisti nell'ambito del Corporate Sector Purchase Programme (CSPP); i premi per il rischio dei titoli di Stato decennali dei paesi dell'area hanno registrato cali solo temporanei (fig. 1.4.b). L'incertezza sulla crescita mondiale e la persistente debolezza dei prezzi al consumo potrebbero favorire nuovi aumenti dei premi per il rischio dei paesi dell'area percepiti come più vulnerabili.

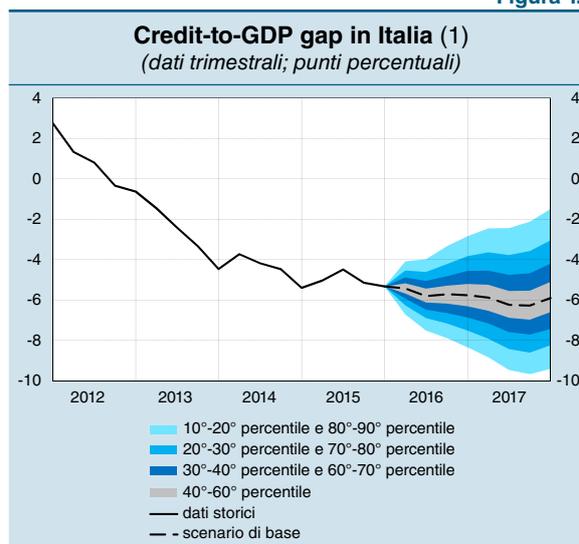
1.2 LA CONDIZIONE MACROFINANZIARIA DELL'ITALIA

Nel nostro paese la dinamica del credito rimane debole

In Italia la ripresa economica si sta riflettendo molto gradualmente sulla crescita del credito al settore privato. Lo scostamento del rapporto tra credito bancario e PIL dal suo trend di lungo periodo (credit-to-GDP gap) è negativo per circa sette punti percentuali se calcolato sulla base dei criteri armonizzati a livello internazionale posti dal Comitato di Basilea, di cinque secondo il modello sviluppato in Banca d'Italia, che tiene conto delle caratteristiche specifiche del ciclo finanziario nel nostro paese². In assenza di rischi per la stabilità finanziaria provenienti dall'espansione del credito, il coefficiente della riserva di capitale anticiclica è stato fissato allo zero per cento per i primi due trimestri del 2016 (cfr. il riquadro: *La politica macroprudenziale in Italia e nell'Unione europea*).

Nostre proiezioni, coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti e con le previsioni di Consensus Economics, indicano che il credito bancario al settore privato non finanziario crescerà moderatamente nell'anno in corso e nel successivo biennio; l'aumento non sarebbe tuttavia tale da determinare un miglioramento del credit-to-GDP gap, il cui calo si interromperebbe soltanto alla fine del 2017 (fig. 1.5). Questo indicatore resterebbe su valori negativi per tutto l'anno prossimo anche qualora la crescita del credito fosse significativamente più rapida di quella dello scenario di base.

Figura 1.5



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

(1) Il credit-to-GDP gap è lo scostamento del rapporto tra credito bancario e PIL dal suo trend di lungo periodo. La distribuzione di probabilità delle proiezioni, rappresentata graficamente per classi di percentili, consente di valutare la dimensione dei rischi che caratterizzano la previsione di base.

LA POLITICA MACROPRUDENZIALE IN ITALIA E NELL'UNIONE EUROPEA

In linea con le regole approvate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria a livello internazionale, la normativa macroprudenziale europea prevede che le autorità nazionali attivino la riserva di capitale anticiclica (countercyclical capital buffer, CCyB) per contrastare la prociclicità del sistema finanziario (cfr. il riquadro: *La funzione macroprudenziale della Banca d'Italia*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2,

¹ FMI, *Global Financial Stability Report*, aprile 2016.

² Per indicazioni sulla metodologia utilizzata per la stima del credit-to-GDP gap, 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.

2015)¹. La riserva deve essere applicata a partire dal 1° gennaio 2016 e rivista trimestralmente. Lo scorso dicembre e in marzo la Banca d'Italia ha deciso di fissare allo zero per cento il coefficiente del CCyB per i primi due trimestri del 2016.

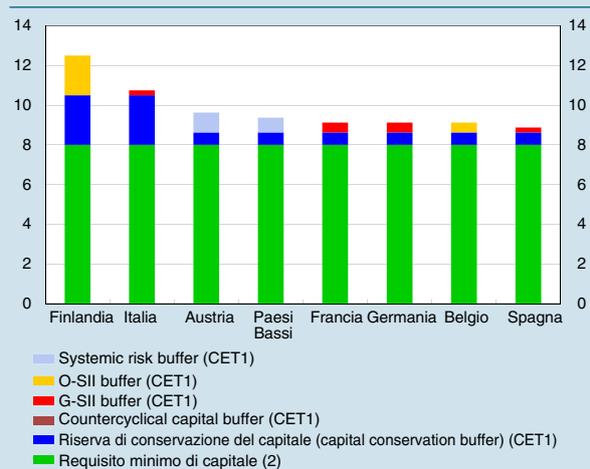
Il quadro normativo stabilisce inoltre presidi a fronte della rilevanza sistemica degli intermediari. In tale ambito dall'inizio dell'anno vengono applicati requisiti patrimoniali più elevati alle banche di rilevanza sistemica globale (global systemically important institutions, G-SII), per tenere conto del loro maggiore contributo ai rischi per la stabilità finanziaria. Nel marzo 2015 la Banca d'Italia identificò, in linea con le indicazioni del Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB), il gruppo bancario UniCredit come G-SII, stabilendo, a partire dal 1° gennaio 2016, una riserva aggiuntiva di capitale pari allo 0,25 per cento delle esposizioni ponderate per il rischio. Lo scorso dicembre il gruppo UniCredit è stato confermato come G-SII e la riserva aggiuntiva è stata portata allo 0,50 per cento a decorrere dal 1° gennaio 2017. È previsto inoltre che la riserva aumenti di 0,25 punti percentuali per ciascuno dei due anni successivi, fino a raggiungere l'1,0 per cento nel 2019.

La normativa europea prevede che da quest'anno vengano anche identificate le banche a rilevanza sistemica nazionale (other systemically important institutions, O-SII), cui possono essere applicate riserve di capitale aggiuntive. Lo scorso gennaio la Banca d'Italia ha identificato i tre principali gruppi bancari italiani (UniCredit, Intesa Sanpaolo e Monte dei Paschi di Siena) come O-SII, fissando allo zero per cento il coefficiente della relativa riserva di capitale per il 2016. La decisione si basa su tre motivi: (a) la Banca d'Italia, a differenza di altre autorità, ha deciso di applicare per intero fin dal 2014 la riserva di conservazione del capitale (capital conservation buffer)²; (b) l'imposizione di una riserva di capitale aggiuntiva alle O-SII avrebbe potuto incidere negativamente sulla ripresa economica in corso; (c) i tre gruppi identificati come O-SII devono già mantenere, come tutte le banche sottoposte nel 2014 all'esercizio di valutazione approfondita (comprehensive assessment), una riserva aggiuntiva di capitale di elevata qualità (common equity tier 1) pari all'1 per cento.

I requisiti patrimoniali in vigore in Italia, tenendo conto sia di quelli minimi obbligatori sia delle riserve introdotte a scopo macroprudenziale, risultano elevati nel confronto internazionale (figura), nonostante il coefficiente del CCyB e quello della riserva di capitale per le O-SII siano allo zero per cento³.

Figura

Requisiti patrimoniali in Italia e in altri paesi dell'area dell'euro al 1° gennaio 2016 (1)
(percentuale delle attività ponderate per il rischio)



Fonte: BCE, *Macroprudential Bulletin*, 1, marzo 2016.

(1) Al netto delle misure di secondo pilastro. Viene considerato il valore più elevato tra G-SII buffer, O-SII buffer e systemic risk buffer (si ricorda comunque che ove il systemic risk buffer si applichi con riferimento alle sole esposizioni situate nello Stato membro che fissa tale riserva, ma non alle esposizioni al di fuori dello Stato membro, tale buffer si cumula con la riserva per G-SII o O-SII). – (2) Il requisito minimo (8 per cento) deve essere costituito per almeno il 4,5 per cento di capitale primario di classe 1 (CET1), per un massimo dell'1,5 per cento di strumenti di capitale aggiuntivi di classe 1 (additional tier 1) e per un massimo del 2 per cento di strumenti di capitale di classe 2 (tier 2).

¹ Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia*.

² L'obiettivo della riserva di conservazione del capitale è la costituzione di adeguate risorse patrimoniali in eccesso rispetto ai requisiti minimi, cui poter attingere nelle fasi di tensione. Le banche che non rispettano il requisito di conservazione di capitale non possono distribuire dividendi, remunerazioni variabili e altri elementi utili a formare il patrimonio regolamentare oltre limiti prestabiliti e devono adottare misure necessarie a ripristinare la riserva.

³ Non è possibile effettuare un confronto tra paesi tenendo conto anche delle misure di secondo pilastro perché non sono sempre rese pubbliche.

Nel complesso dell'Unione europea nel 2015 sono state adottate circa 130 misure macroprudenziali, a fronte di circa 80 nel 2014. L'incremento è in buona parte ascrivibile all'introduzione del CCyB, il cui coefficiente è stato posto pari allo zero per cento nella maggior parte dei casi. Quasi tutti i paesi della UE hanno inoltre proceduto a identificare le istituzioni a rilevanza sistemica globale e nazionale e a fissare i relativi buffer. Alcuni paesi hanno previsto un'introduzione graduale delle misure, mentre altri hanno applicato da subito per intero i nuovi coefficienti. La riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (systemic risk buffer, SRB), un'altra misura macroprudenziale prevista dalla normativa comunitaria, è stata introdotta solo in taluni paesi e con diverse motivazioni: in alcuni casi il buffer è stato adottato a fronte di rischi settoriali (quali quelli verso il settore immobiliare commerciale) o verso particolari aree geografiche, in altri è stato utilizzato in rafforzamento dei buffer applicati alle O-SII, in altri ancora è stato introdotto per accrescere la capacità del sistema finanziario di fronteggiare i rischi connessi con l'elevata dimensione e concentrazione del settore bancario.

Il Governo prevede che il rapporto tra debito pubblico e PIL inizi a scendere quest'anno

Dopo un triennio in cui è aumentata di 16 punti percentuali, nel 2015 l'incidenza del debito sul prodotto è cresciuta solo marginalmente (dal 132,5 al 132,7 per cento). Con il *Documento di economia e finanza 2016* approvato all'inizio di aprile, il Governo ha confermato l'obiettivo di avviare il processo di riduzione del

Tavola 1.1

| Indicatori di sostenibilità finanziaria | | | | | | | | | | | | |
|---|---|------|--|---|--|---|---------------------------|--|--|-------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| <i>(in percentuale del PIL, ove non altrimenti specificato)</i> | | | | | | | | | | | | |
| PAESI | PIL (tasso di crescita annuo) (1) | | Caratteristiche del debito pubblico (2) | | | | Avanzo primario (2) | Indicatore di sostenibilità S2 (3) | Debiti finanziari del settore privato (4) | | Statistiche verso l'estero (5) | |
| | 2016 | 2017 | livello | vita media residua dei titoli di Stato (anni) | quota da non residenti (in percentuale del debito) | detenuta da non residenti (in percentuale del debito) | 2016 | 2015 | famiglie | imprese non finanziarie | saldo di conto corrente | posizione netta sull'estero |
| Italia | 1,0 | 1,1 | 133,0 | 131,7 | 6,4 | 40,0 | 1,4 | -0,9 | 42,6 | 79,3 | 2,2 | -26,7 |
| Germania | 1,5 | 1,6 | 68,2 | 65,9 | 5,9 | 62,0 | 1,1 | 1,7 | 53,9 | 54,4 | 8,5 | 49,2 |
| Francia | 1,1 | 1,3 | 98,2 | 98,8 | 7,0 | 64,8 | -1,6 | 0,6 | 56,5 | 124,6 | 0,0 | -17,4 |
| Spagna | 2,6 | 2,3 | 99,0 | 98,5 | 6,1 | 50,9 | -0,9 | 0,1 | 68,6 | 107,2 | 1,4 | -90,5 |
| Paesi Bassi | 1,8 | 1,9 | 66,6 | 64,9 | 6,3 | 56,6 | -0,7 | 4,5 | 111,5 | 125,6 | 9,1 | 66,7 |
| Belgio | 1,2 | 1,4 | 106,8 | 106,5 | 8,0 | 65,1 | -0,5 | 2,5 | 59,1 | 148,3 | 0,0 | 61,8 |
| Austria | 1,2 | 1,4 | 85,5 | 83,8 | 7,9 | 82,4 | 0,0 | 2,7 | 51,9 | 97,0 | 2,6 | 3,2 |
| Finlandia | 0,9 | 1,1 | 64,3 | 66,2 | 5,7 | 84,3 | -2,6 | 3,9 | 67,2 | 112,3 | 0,1 | -3,9 |
| Grecia | -0,6 | 2,7 | .... | .... | .... | .... | .... | .... | 62,5 | 65,6 | -0,1 | -126,4 |
| Portogallo | 1,4 | 1,3 | 127,9 | 127,3 | 6,8 | 72,4 | 1,1 | 0,7 | 78,0 | 118,5 | 0,5 | -109,4 |
| Irlanda | 5,0 | 3,6 | 88,6 | 84,6 | 11,5 | 66,0 | 2,0 | 1,0 | 73,6 | 183,9 | 4,4 | -70,0 |
| Area dell'euro | 1,5 | 1,6 | 92,5 | 91,3 | .... | .... | 0,1 | 1,7 | 60,9 | 104,0 | 3,2 | -4,0 |
| Regno Unito | 1,9 | 2,2 | 89,1 | 87,9 | 14,8 | 30,0 | -1,6 | 3,2 | 86,1 | 71,2 | -5,2 | -3,5 |
| Stati Uniti | 2,4 | 2,5 | 107,5 | 107,5 | 5,7 | 32,5 | -1,8 | .... | 79,3 | 71,3 | -2,7 | -41,3 |
| Giappone | 0,5 | -0,1 | 249,3 | 250,9 | 7,2 | 9,3 | -4,8 | .... | 63,2 | 101,3 | 3,3 | 69,7 |
| Canada | 1,5 | 1,9 | 92,3 | 90,6 | 5,4 | 22,4 | -1,8 | .... | 97,6 | 112,2 | -3,3 | 23,8 |

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

(1) FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2016. – (2) FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2016. – (3) Commissione europea, *Fiscal Sustainability Report 2015*, gennaio 2016. 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. Fine 3° trimestre 2015 per i paesi europei; fine 4° trimestre 2015 per i paesi extra europei. I dati per i paesi europei sono tratti da BCE, *Statistical Data Warehouse*; i dati per i paesi extra europei sono tratti da fonti nazionali; i dati utilizzati sono redatti secondo il nuovo sistema europeo dei conti (SEC 2010). – (5) I dati per i paesi europei e per il totale dell'area dell'euro sono tratti da Eurostat, *Statistics Database*; i dati per gli altri paesi sono tratti da fonti nazionali.

rapporto fra il debito e il PIL nel 2016, nonostante il peggioramento macroeconomico³. La riduzione programmata sarebbe pari a 0,3 punti percentuali del prodotto nell'anno in corso e più ampia negli anni successivi: complessivamente nel periodo 2016-19 il peso del debito sull'economia si ridurrebbe di quasi nove punti percentuali, al 123,8 per cento.

All'inizio del 2016 la Commissione europea ha aggiornato le stime degli indicatori di sostenibilità dei conti pubblici. Le nuove valutazioni confermano la sostenibilità delle finanze pubbliche italiane⁴: il valore presente scontato delle entrate di bilancio future, al netto di quello delle spese future, è più che sufficiente a ripagare il debito pubblico attuale (cfr. indicatore S2 nella tav. 1.1). La Commissione, sulla base di un'analisi che prende in considerazione i valori di un ampio insieme di variabili macroeconomiche e finanziarie, ritiene inoltre che nel breve periodo i rischi di tensioni sul mercato dei titoli del debito sovrano siano bassi. La Commissione sottolinea, tuttavia, che nel medio periodo il debito rimarrà su livelli elevati in rapporto al PIL.

1.3 I MERCATI IMMOBILIARI

In Europa si consolida il rialzo dei prezzi delle abitazioni

Nel quarto trimestre del 2015 i prezzi delle abitazioni dell'area dell'euro hanno continuato a crescere rispetto al trimestre precedente, sospinti soprattutto dai rialzi in Germania e Francia. Benché non emergano segnali generalizzati di sopravvalutazione delle abitazioni, in alcuni paesi caratterizzati da elevati e crescenti livelli di indebitamento delle famiglie (come Belgio, Finlandia e Paesi Bassi) le autorità hanno mantenuto in vigore o annunciato misure macroprudenziali per prevenire e attenuare i rischi. Al di fuori dell'area prosegue la tendenza al rialzo dei prezzi delle abitazioni anche in Svezia e nel Regno Unito, dove le autorità hanno aumentato il coefficiente della riserva di capitale anticiclica rispettivamente a 1,5 e a 0,5 per cento.

In Italia si è interrotta la prolungata flessione dei prezzi delle case

Nel nostro paese nel secondo semestre 2015 i prezzi delle abitazioni si sono stabilizzati (fig. 1.6.a), dopo aver accumulato una contrazione di quasi il 15 per cento dall'estate del 2011 (fig. 1.6.b). I prezzi dei nuovi fabbricati sono cresciuti. Il numero di compravendite di abitazioni ha continuato ad aumentare, salendo ai livelli massimi dal 2012; la tendenza ha interessato tutte le principali città. Il rapporto tra prezzi e affitti si è stabilizzato su valori storicamente molto bassi. Anche l'indicatore della capacità delle famiglie di accedere al mercato immobiliare segnala condizioni particolarmente favorevoli, in ulteriore miglioramento grazie al recupero del reddito disponibile e al basso costo dei prestiti (fig. 1.7). Nel comparto non residenziale il numero delle compravendite è invece tornato a scendere e i prezzi hanno registrato una lieve diminuzione (fig. 1.6.c).

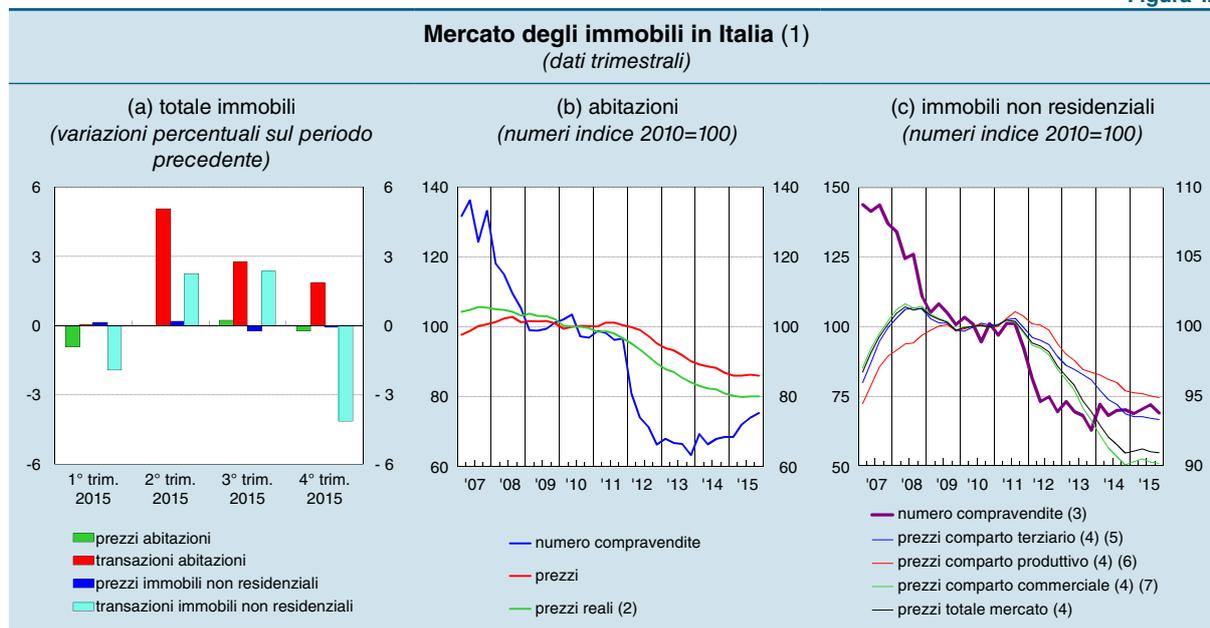
Prosegue il recupero ciclico dell'edilizia...

Diversi indicatori anticipano un rafforzamento della ripresa del settore delle costruzioni e del mercato immobiliare nei prossimi mesi. In dicembre la produzione nei settori industriali che forniscono i principali input al comparto edile è di nuovo aumentata. Anche i dati più recenti relativi ai permessi di costruire anticipano un incremento dell'attività di costruzione, dopo l'aumento segnato alla fine dello scorso anno. In marzo è proseguito il rialzo dell'indice del clima di fiducia delle imprese del comparto.

³ *Audizione preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2016*, testimonianza del Vice Direttore generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Camera dei deputati, Roma, 18 aprile 2016.

⁴ Commissione europea, *Fiscal Sustainability Report 2015*, 2016.

Figura 1.6



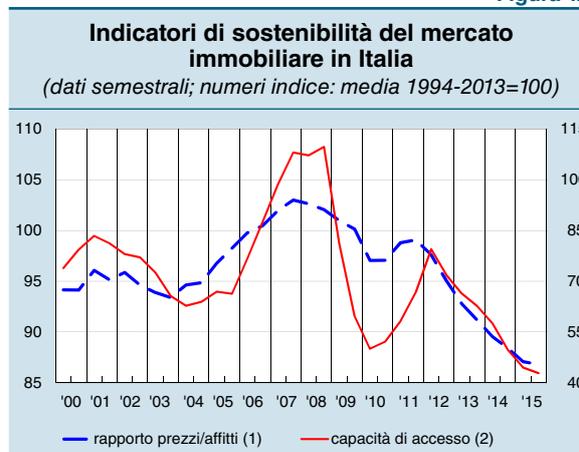
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI, Nomisma e Scenari Immobiliari. (1) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. – (2) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (3) Totale mercato. – (4) Scala di destra. L'indicatore, a carattere sperimentale, utilizza informazioni desunte dalle transazioni effettivamente avvenute sul mercato. – (5) Il comparto terziario include uffici e istituti di credito. – (6) Il comparto produttivo include gli immobili destinati a impieghi industriali. – (7) Il comparto commerciale include negozi, aree commerciali e alberghi.

Sulla base del sondaggio condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, nelle valutazioni delle imprese di costruzione migliorano le condizioni per investire, anche per un allentamento delle restrizioni al credito.

...e del mercato immobiliare

Sono migliorate le attese degli agenti immobiliari, sia nel breve sia nel medio termine. Il numero di potenziali acquirenti ha segnato un forte aumento alla fine dello scorso anno; al contempo si è osservata una riduzione sia dei margini di sconto del prezzo finale rispetto all'offerta iniziale, sia dei tempi di vendita. Il miglioramento delle condizioni cicliche del mercato immobiliare dovrebbe riflettersi in una riduzione dei rischi per le banche (cfr. il riquadro: *Il mercato immobiliare e la stabilità finanziaria in Italia*).

Figura 1.7



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

IL MERCATO IMMOBILIARE E LA STABILITÀ FINANZIARIA IN ITALIA

In tutti i paesi sussiste un forte legame tra evoluzione del mercato immobiliare e stabilità finanziaria. Gli investimenti in immobili hanno orizzonti lunghi e sono finanziati dalle banche attraverso prestiti garantiti dalle stesse proprietà acquistate o costruite. Variazioni negative dei prezzi degli immobili deter-

minano una riduzione del valore delle garanzie prestate e aumentano i rischi per le banche che hanno finanziato gli investimenti. La diminuzione della redditività delle imprese del settore si traduce in un aumento delle insolvenze.

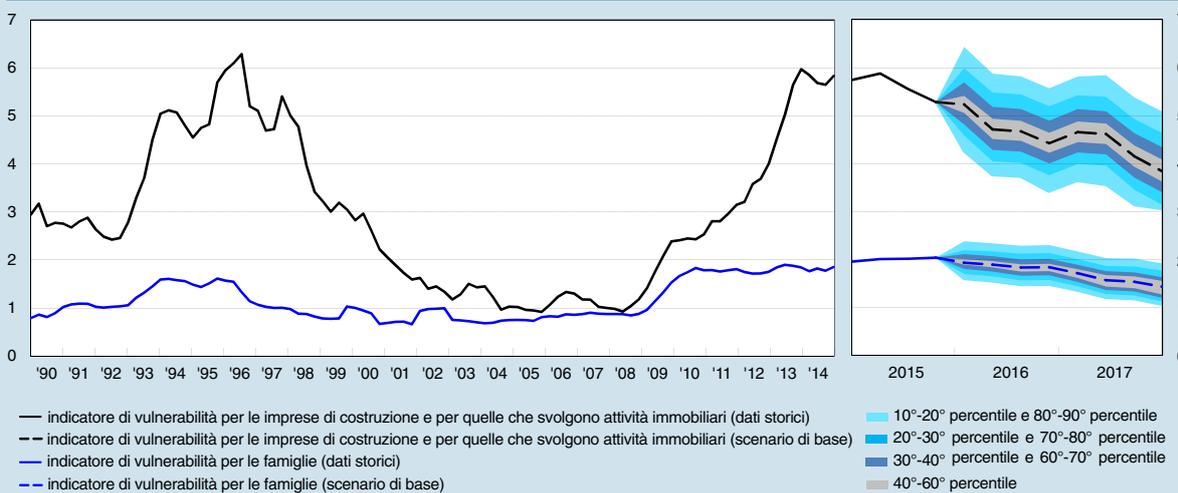
In Italia le attività economiche collegate al settore immobiliare rappresentano poco meno del 40 per cento del PIL. Il 18 per cento del complesso dei prestiti bancari è diretto alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e un ulteriore 14 per cento è concesso alle imprese di costruzione e a quelle che svolgono attività immobiliari.

La prolungata debolezza del settore immobiliare, avviatasi alla fine del 2006 e poi divenuta più intensa, soprattutto per gli effetti recessivi della crisi del debito sovrano, ha avuto un forte impatto sui bilanci bancari. La caduta dei ricavi delle imprese di costruzione e di quelle che operano nel comparto dei servizi immobiliari si è riflessa in un forte incremento dell'incidenza del flusso dei prestiti in sofferenza sul capitale delle banche (figura). È stata invece limitata la crescita delle sofferenze delle famiglie, grazie al loro basso indebitamento e a numerose forme di sostegno concesse negli ultimi anni ai mutuatari in difficoltà¹.

Alcuni indicatori economici e finanziari hanno buone capacità previsive delle perdite per le banche italiane riconducibili al settore immobiliare². Analisi statistiche mostrano che l'andamento dell'incidenza dei flussi di sofferenze può essere anticipato con una buona accuratezza, per le famiglie, dal rapporto tra valore aggiunto delle costruzioni e PIL e dalla componente ciclica del numero di compravendite residenziali; per le imprese del settore, dai rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e dal rapporto tra prezzo delle abitazioni e reddito disponibile. Sulla base di tali indicatori il graduale miglioramento delle condizioni del mercato immobiliare in atto dallo scorso anno dovrebbe portare nei prossimi trimestri a una significativa riduzione dei rischi per il sistema bancario derivanti dal settore immobiliare, sia per le famiglie sia per le imprese del settore stesso (figura).

Figura

Vulnerabilità delle banche derivante dal mercato immobiliare (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



(1) La vulnerabilità delle banche è misurata dal rapporto tra i flussi di prestiti in sofferenza e la somma di capitale e riserve delle banche. La distribuzione di probabilità delle proiezioni, rappresentata graficamente per classi di percentili, consente di valutare la dimensione dei rischi che caratterizzano la previsione di base.

¹ S. Magri e R. Pico, *L'indebitamento delle famiglie italiane dopo la crisi del 2008*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 134, 2012.
² F. Ciocchetta, W. Cornacchia, R. Felici e M. Loberto, *Assessing financial stability risks arising from the real estate market in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 323, 2016.

2 I RISCHI SETTORIALI

2.1 LE FAMIGLIE

Le condizioni finanziarie delle famiglie migliorano

Le condizioni finanziarie delle famiglie si rafforzano con la crescita del reddito disponibile (0,8 per cento in termini reali nel 2015). Gli indicatori sul clima di fiducia, pur risentendo della recente volatilità dei mercati finanziari, si attestano su livelli elevati. Le famiglie indebitate beneficiano dei bassi tassi di interesse.

La ricchezza aumenta e il portafoglio è più diversificato

La ricchezza finanziaria delle famiglie è cresciuta dell'1,8 per cento (oltre 70 miliardi) nei primi nove mesi del 2015, principalmente per effetto dell'aumento del prezzo delle attività. Prosegue la diversificazione dei portafogli, guidata dalla ricerca di combinazioni più efficienti di rischi e rendimenti. Si sta riducendo il possesso diretto di obbligazioni bancarie (cfr. il riquadro: *Gli strumenti di debito bancario detenuti dalle famiglie e l'esposizione al salvataggio interno (bail-in)*) e di titoli pubblici, sostituiti da strumenti del risparmio gestito (tav. 2.1): gli investimenti in quote di fondi comuni e in polizze assicurative sono saliti dal 26,2 al 31,5 per cento del totale tra il 2012 e il 2015; il divario rispetto alla media dell'area dell'euro (42 per cento), pur rimanendo ampio, si sta riducendo.

Tavola 2.1

| VOCI | Portafoglio delle famiglie (1) (milioni di euro e composizione percentuale) | | | | | |
|--------------------------|--|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|
| | 2008 | | 2012 | | 2015 (2) | |
| Totale | 3.770.123 | 100,0 | 3.727.149 | 100,0 | 4.019.397 | 100,0 |
| Depositi e circolante | 1.098.897 | 29,1 | 1.178.199 | 31,6 | 1.241.446 | 30,9 |
| Titoli di Stato italiani | 273.828 | 7,3 | 209.247 | 5,6 | 125.754 | 3,1 |
| Altre obbligazioni | 527.672 | 14,0 | 509.697 | 13,7 | 314.189 | 7,8 |
| Azioni | 917.504 | 24,3 | 731.615 | 19,6 | 954.224 | 23,7 |
| Risparmio gestito (3) | 825.351 | 21,9 | 975.451 | 26,2 | 1.265.203 | 31,5 |
| Altre attività (4) | 126.871 | 3,4 | 122.940 | 3,3 | 118.582 | 3,0 |

Fonte: conti finanziari.

(1) I dati si riferiscono a famiglie consumatrici, produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Dati relativi al 3° trimestre. – (3) Include le quote di fondi comuni e le riserve assicurative e previdenziali. – (4) Include crediti commerciali e altre partite minori.

GLI STRUMENTI DI DEBITO BANCARIO DETENUTI DALLE FAMIGLIE E L'ESPOSIZIONE AL SALVATAGGIO INTERNO (BAIL-IN)

Dall'inizio del 2012 la quota di ricchezza finanziaria investita dalle famiglie in depositi e obbligazioni emessi dalle banche è diminuita di quasi sei punti percentuali (al 23 per cento; tavola). Il calo è stato determinato soprattutto dai mancati rinnovi e dalle vendite di obbligazioni, per le quali è venuto meno il trattamento fiscale di favore rispetto ai depositi bancari e postali. L'aliquota di

imposta sulle obbligazioni bancarie è salita dal 12,5 al 20 per cento nel gennaio 2012 e al 26 per cento nel luglio 2014, come per gli altri strumenti finanziari diversi dai titoli di Stato e dai buoni fruttiferi postali.

Tavola

Investimenti delle famiglie in depositi e obbligazioni emesse dalle banche (1)
(miliardi di euro; in percentuale della ricchezza finanziaria)

| ANNI | Strumenti di debito bancario | | Assoggettabili a bail-in | | | | | | Non assoggettabili a bail-in | | | |
|----------|------------------------------|------|--------------------------|-----|-----------------------------------|-----|-------------------------------------|-----|-------------------------------------|------|-------------------------------|----|
| | | | obbligazioni subordinate | | obbligazioni senior non garantite | | quota depositi sopra i 100.000 euro | | quota depositi sotto i 100.000 euro | | obbligazioni senior garantite | |
| 2008 | 994 | 26,4 | 27 | 0,7 | 330 | 8,7 | 183 | 4,9 | 454 | 12,0 | 0,0 | .. |
| 2011 | 1.017 | 28,6 | 35 | 1,0 | 341 | 9,6 | 184 | 5,2 | 457 | 12,9 | 0,4 | .. |
| 2015 (2) | 921 | 22,9 | 29 | 0,7 | 173 | 4,3 | 225 | 5,6 | 494 | 12,3 | 0,1 | .. |

Fonte: conti finanziari e segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati si riferiscono a famiglie consumatrici, produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Gli strumenti di debito sono quelli emessi da banche operanti in Italia e non comprendono i titoli detenuti indirettamente attraverso forme di risparmio gestito. Le passività della Cassa depositi e prestiti spa non sono incluse. I depositi sopra e sotto i 100.000 euro sono stimati. I numeri pubblicati relativi ai diversi strumenti differiscono da quelli tratti dalle segnalazioni di vigilanza che sono espressi al valore nominale. – (2) Dati relativi al 3° trimestre.

In base alle nuove regole sulla gestione delle crisi bancarie, introdotte dalla direttiva europea UE/2014/59 sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD), alcune passività bancarie possono essere soggette al salvataggio interno (bail-in), ossia svalutate o convertite in capitale in caso di risoluzione della banca emittente¹. I depositi fino a 100.000 euro protetti dal Fondo interbancario di tutela dei depositi (FITD) e le obbligazioni senior garantite (covered bond) sono esclusi dal bail-in. Gli azionisti della banca subiscono per primi la riduzione (o l'azzeramento) del valore delle loro azioni. Se ciò risultasse insufficiente a coprire le perdite o fosse necessario ricapitalizzare la banca, i primi strumenti diversi dalle azioni assoggettabili a bail-in sarebbero le obbligazioni subordinate, che potrebbero subire una riduzione del loro valore e/o essere trasformate in azioni. Solo dopo aver esaurito le obbligazioni subordinate potrebbero essere assoggettati a bail-in le obbligazioni senior non garantite e i depositi per la quota eccedente i 100.000 euro, non protetta dal FITD; ai depositi superiori a 100.000 euro detenuti dalla clientela al dettaglio (famiglie e piccole imprese) viene tuttavia riservato un trattamento preferenziale (sono cioè assoggettabili a bail-in per ultimi).

Si può stimare² che il complesso degli investimenti delle famiglie in strumenti (diversi dalle azioni) che potrebbero essere interessati da misure di bail-in in caso di risoluzione rappresenti poco oltre il 10 per cento delle attività finanziarie delle famiglie italiane: le obbligazioni subordinate pesano per meno dell'1 per cento, quelle senior non garantite per il 4,3 per cento e i depositi superiori a 100.000 euro per il 5,6 per cento. L'importo totale della ricchezza delle famiglie che potrebbe essere effettivamente coinvolto dipende dalle dimensioni della banca in dissesto, dal valore delle perdite, dall'ammontare di capitale detenuto, dalle necessità di ricapitalizzazione e dalle decisioni dell'autorità di risoluzione, che potrebbe escludere alcune passività in via discrezionale al fine di preservare la stabilità finanziaria.

¹ Per ulteriori dettagli sulle nuove regole per la gestione delle crisi bancarie, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie](#).

² Per assenza di dati individuali, l'ammontare massimo dei depositi sopra i 100.000 euro assoggettabile a bail-in viene stimato utilizzando i dati delle segnalazioni di vigilanza per classi di depositi. In particolare, per la classe che comprende i depositi fra 50.000 e 250.000 euro, si stima l'importo massimo eccedente i 100.000 euro per ogni provincia e banca.

In base ai dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane nel 2014³, circa il 6 per cento delle famiglie detiene strumenti assoggettabili a bail-in diversi da azioni. La maggior parte di questi investimenti (86 per cento in termini di valore) fa capo a famiglie appartenenti al decile più elevato della distribuzione della ricchezza finanziaria. Tale quota rappresenta una stima per difetto, poiché le famiglie più ricche tendono, più delle altre, a dichiarare valori di ricchezza finanziaria inferiori a quelli effettivi⁴. Per le famiglie che detengono strumenti assoggettabili a bail-in, l'investimento in queste attività è pari a circa il 40 per cento del loro portafoglio.

³ Nei dati dell'Indagine non è possibile distinguere le obbligazioni bancarie garantite, che tuttavia costituiscono una quota trascurabile del portafoglio delle famiglie; cfr. Banca d'Italia, *I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2014*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 64, 2015.

⁴ G. D'Alessio e I. Faiella, *Non-response behaviour in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 462, 2002.

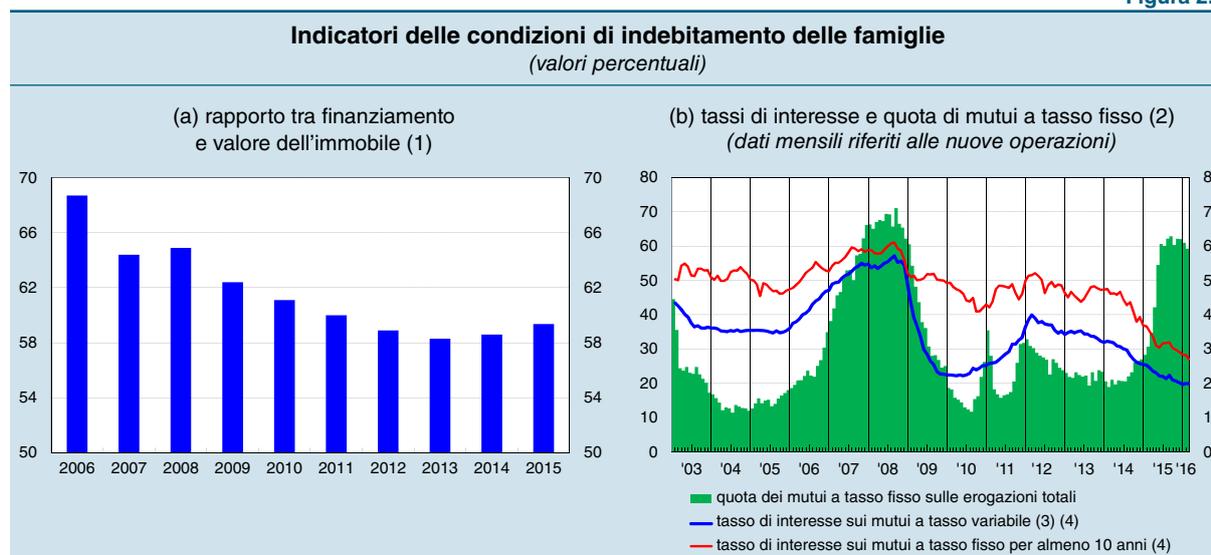
Il rischio legato al debito è contenuto...

I prestiti alle famiglie consumatrici concessi da banche e società finanziarie hanno ripreso a crescere (0,9 per cento nel 2015), ma l'indebitamento in rapporto al reddito disponibile è lievemente diminuito dal 62,9 al 62,6 per cento. Nel 2015 sono stati concessi nuovi mutui per 32 miliardi di euro (23 nel 2014), un valore pari a circa la metà di quelli registrati negli anni precedenti la crisi finanziaria. Il rapporto tra finanziamento e valore dell'immobile (loan-to-value), pari al 59,4 per cento, è di circa dieci punti percentuali inferiore rispetto al 2006 (fig. 2.1.a); è il più basso fra i principali paesi dell'area dell'euro.

...anche grazie ai bassi tassi di interesse e al maggior ricorso ai mutui a tasso fisso

Il calo dei tassi di interesse ha ridotto l'onere del servizio del debito. A febbraio del 2016 il costo medio dei prestiti per l'acquisto di abitazioni si è ridotto di 0,3 punti percentuali rispetto alla fine del 2014, al 2,5 per cento. Vi hanno contribuito sia la flessione dei tassi di riferimento dei mutui a tasso variabile (divenuti negativi,

Figura 2.1



Fonte: *Regional Bank Lending Survey*, segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi, *Rilevazione analitica dei tassi di interesse*.

(1) Valori medi ponderati con l'ammontare di mutui di ciascuna banca in essere alla fine dell'anno. I dati si riferiscono alle sole famiglie consumatrici. – (2) I dati si riferiscono a famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (3) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno. – (4) Scala di destra.

con il tasso Euribor a tre mesi a -0,2 per cento)¹, che rappresentano una quota pari ai tre quarti dei mutui in essere, sia il calo dei margini applicati dagli intermediari sui nuovi prestiti, che è stato più marcato per i mutui a tasso fisso. La quota delle erogazioni a tasso fisso è cresciuta a circa il 60 per cento dal 23 nel 2014 (fig. 2.1.b), riducendo l'esposizione delle famiglie al rischio di futuri rialzi dei tassi. Nel 2015 circa il 7 per cento dei mutui in essere all'inizio dell'anno è stato rinegoziato, surrogato o sostituito.

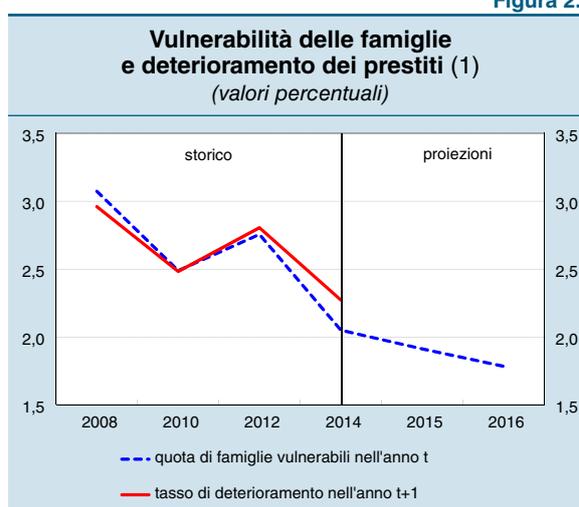
Prosegue il miglioramento della qualità del credito

Il tasso di deterioramento dei prestiti alle famiglie ha raggiunto un livello di poco superiore al periodo precedente la crisi finanziaria (2,3 per cento nel 2015; fig. 2.2) e il tasso di crescita sui dodici mesi dei crediti deteriorati è sceso a uno dei valori più bassi dal 2009 (3,2 per cento nel dicembre scorso). L'incidenza dell'ammontare dei prestiti deteriorati sul totale dei finanziamenti è rimasta pressoché stabile (tav. 2.2). I prestiti scaduti, che costituiscono la prima forma di deterioramento del credito, sono in calo per ogni tipologia di prestito alle famiglie.

La fonte principale di rischio rimane la debole dinamica del reddito

Le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia², coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti e con le previsioni di Consensus Economics, indicano che la quota di famiglie vulnerabili e quella del debito da esse detenuto, su livelli già contenuti, scenderebbero lievemente nel 2016 rispettivamente al di sotto del 2 per cento (fig. 2.2) e del 16 per cento (2,1 e 16,8 per cento nel 2014). Il maggior rischio per le famiglie è rappresentato da un eventuale indebolirsi della ripresa del mercato del lavoro: in uno scenario avverso in cui si verificasse una riduzione annuale del reddito nominale del 3 per cento nel 2016, la quota di famiglie vulnerabili rimarrebbe sui livelli del 2014, mentre la loro quota di debito aumenterebbe di circa un punto percentuale.

Figura 2.2



Fonte: Centrale dei rischi ed elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane.

(1) La linea rossa indica il tasso di deterioramento dei prestiti alle famiglie consumatrici nell'anno t+1, risultante dai dati della Centrale dei rischi. La linea blu tratteggiata indica la quota di famiglie vulnerabili nell'anno t ottenuta partendo dai dati microeconomici. Gli ultimi dati disponibili sono relativi all'anno 2014; si utilizza il modello di microsimulazione per stimare questa quota negli anni 2015 e 2016.

2.2 LE IMPRESE

La situazione finanziaria delle imprese migliora

Con la ripresa economica e l'allentamento delle condizioni monetarie, la situazione finanziaria delle imprese continua a migliorare, seppure a ritmi moderati. La redditività operativa permane su livelli contenuti, ma si riducono gli oneri del debito grazie al calo dei tassi di interesse e al graduale riequilibrio della struttura patrimoniale. A livello aggregato si è attenuata la flessione dei prestiti, ma le condizioni di accesso al credito si sono ulteriormente differenziate in funzione dei livelli di rischio.

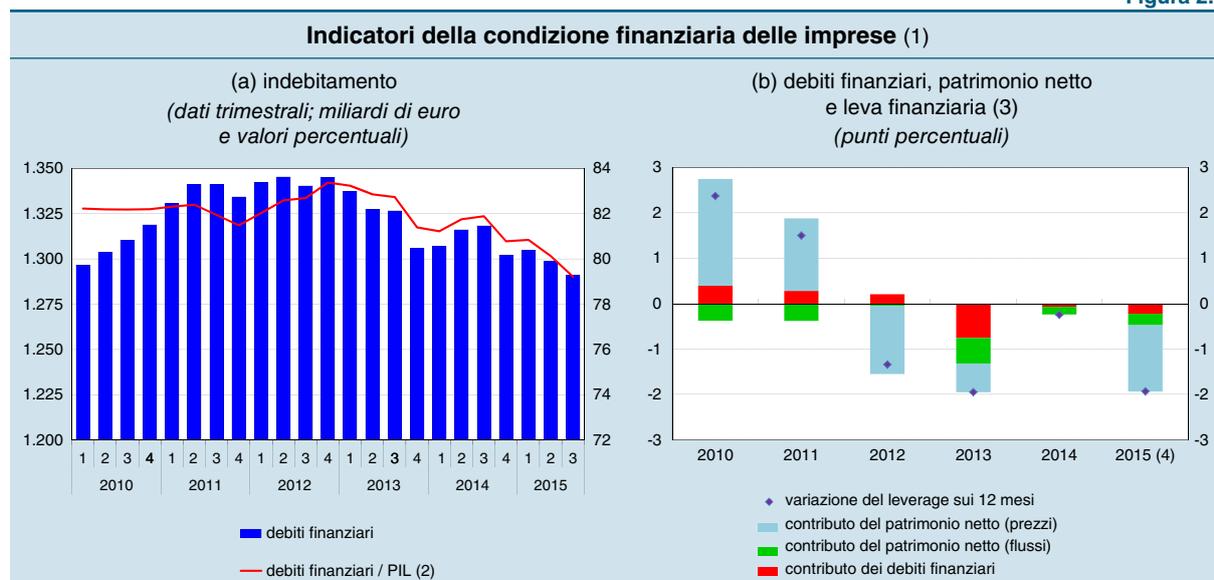
¹ In relazione ai finanziamenti a tasso indicizzato e in presenza di valori negativi dei tassi di indicizzazione, la Banca d'Italia ha recentemente invitato tutti gli intermediari ad astenersi dall'applicare di fatto clausole di "tasso minimo" ("floor clause") non pubblicizzate e non incluse nella documentazione di trasparenza e nella modulistica contrattuale (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Parametri di indicizzazione dei finanziamenti con valori negativi: trasparenza delle condizioni contrattuali e correttezza nei rapporti con la clientela*).

² V. Michelangeli e M. Pietrunti, *A microsimulation model to evaluate Italian households' financial vulnerability*, "International Journal of Microsimulation", 7, 3, 2014, pp. 53-79.

Il processo di riequilibrio della struttura finanziaria continua

La riduzione del livello di indebitamento prosegue con gradualità. Nel corso dei primi nove mesi del 2015 l'ammontare dei debiti finanziari è diminuito, in valore assoluto e in rapporto al PIL (fig. 2.3.a). La leva finanziaria si è ridotta di due punti percentuali dalla fine del 2014: la contrazione è ascrivibile per un quarto all'effetto congiunto di nuovi flussi di capitale e della diminuzione dei debiti finanziari e per tre quarti all'incremento del valore del patrimonio (fig. 2.3.b). La sostenibilità del debito è migliorata soprattutto per il calo degli oneri finanziari netti.

Figura 2.3



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. – (2) Scala di destra. – (3) Contributo dei debiti finanziari e del patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato (effetto flussi ed effetto prezzi) alla variazione della leva finanziaria. – (4) Per il 2015 la variazione è riferita ai primi tre trimestri.

Il credito ha ripreso a crescere soltanto per alcune categorie di imprese

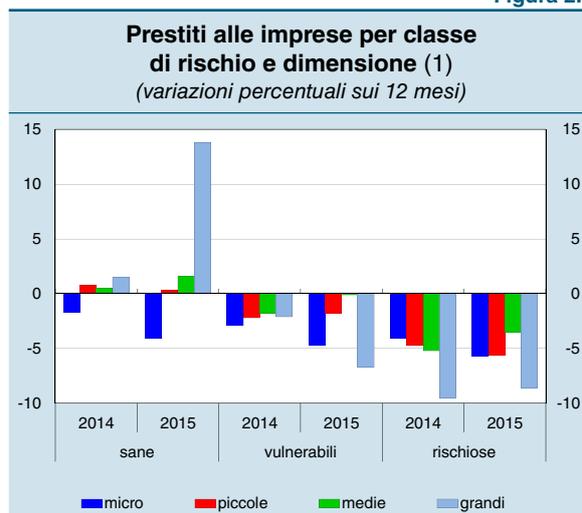
Dopo una prolungata flessione, il credito erogato da banche e società finanziarie mostra segni di stabilizzazione. I prestiti aumentano

per le aziende in condizioni economiche e patrimoniali equilibrate, in particolare per quelle di grande dimensione; sono ancora in diminuzione per le microimprese (fig. 2.4). Sulla base dell'indagine condotta dall'Istat presso le imprese manifatturiere, nel primo trimestre dell'anno la quota di aziende che dichiarano di non aver ottenuto i finanziamenti richiesti è scesa all'8,4 per cento; le difficoltà di accesso al credito si confermano più elevate, anche se in attenuazione, per le imprese di minore dimensione (10,5 per cento).

Il numero degli emittenti di obbligazioni è in diminuzione

Rallenta il processo di diversificazione delle fonti di debito: l'incidenza delle obbligazioni sui debiti finan-

Figura 2.4



Fonte: Banca d'Italia e Cerved.

(1) Prestiti concessi da banche e società finanziarie. I dati relativi al 2014 sono riferiti a un campione di circa 423.000 società di capitale; quelli del 2015 sono relativi a circa 373.000 imprese per le quali sono disponibili i bilanci del 2014. La classificazione per categoria di rischio è basata su un punteggio assegnato da Cerved.

ziari, pur elevata rispetto al periodo precedente la crisi, risulta in lieve contrazione rispetto al valore massimo raggiunto alla fine del 2014 (12,5 per cento nel terzo trimestre 2015, dal 13,0 per cento della fine dell'anno precedente). Nel 2015 le emissioni lorde di obbligazioni delle imprese, pari a 30 miliardi, sono rimaste in linea con l'anno precedente; si è tuttavia ridotto il numero delle società emittenti, in particolare di quelle, soprattutto di piccole e medie dimensioni, che hanno collocato titoli sul mercato per la prima volta. I titoli emessi da imprese italiane, in gran parte denominati in euro, sono detenuti per oltre tre quarti da investitori esteri; è limitata, anche se in crescita, la quota degli investitori istituzionali nazionali, mentre è marginale l'esposizione delle banche.

Prosegue l'aumento delle riserve di liquidità

L'incertezza sulle prospettive dell'attività economica e la dinamica ancora discontinua degli investimenti favoriscono l'aumento delle disponibilità liquide, che hanno raggiunto nel terzo trimestre l'8,3 per cento del totale delle passività delle imprese, un valore storicamente elevato. L'indagine realizzata in marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* segnala che le riserve di liquidità sono particolarmente ampie per le imprese di grande dimensione, ma sono in aumento anche per le altre³.

Diminuisce il numero dei fallimenti per la prima volta dall'inizio della crisi

Si attenuano le difficoltà di rimborso dei debiti. Nel 2015, per la prima volta dopo otto anni, si è ridotto su base annua il numero dei fallimenti, che permane tuttavia su livelli più che doppi rispetto a quelli registrati nel 2008. Il tasso di deterioramento dei prestiti è diminuito di oltre quattro punti percentuali, al 4,9 per cento, riflettendo un miglioramento diffuso in tutti i settori; il tasso di ingresso in sofferenza, sostenuto da un flusso ancora consistente di prestiti già classificati come deteriorati, è rimasto tuttavia elevato (4,1 per cento nel quarto trimestre; cfr. il par. 4.2). L'incidenza dello stock complessivo di prestiti deteriorati sul totale dei finanziamenti alle imprese ha raggiunto quasi il 30 per cento (tav. 2.2).

La vulnerabilità delle imprese tende a ridursi...

Secondo le proiezioni tratte dal modello di microsimulazione della Banca d'Italia⁴, coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti e con le previsioni di Consensus Economics, in un contesto di graduale rafforzamento del quadro congiunturale e di bassi livelli dei tassi di interesse la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili⁵ si ridurrebbe al 36 per cento circa in corso d'anno, dal 42 per cento nel 2014. Il miglioramento sarebbe più rilevante per le aziende della manifattura; la fragilità finanziaria si

Tavola 2.2

Prestiti a famiglie consumatrici e a imprese (1) (milioni di euro e composizione percentuale)

| VOCI | Giugno 2015 | Dicembre 2015 | | |
|------------------------------|----------------|---------------|----------------|--------------|
| Famiglie consumatrici | | | | |
| Totale | 548.507 | 100,0 | 550.812 | 100,0 |
| In bonis | 488.525 | 89,1 | 489.849 | 88,9 |
| Deteriorati (2) | 59.982 | 10,9 | 60.963 | 11,1 |
| sofferenze | 38.536 | 7,0 | 39.327 | 7,1 |
| scaduti | 5.362 | 1,0 | 5.121 | 0,9 |
| altri | 16.084 | 2,9 | 16.515 | 3,0 |
| Imprese | | | | |
| Totale | 983.917 | 100,0 | 960.673 | 100,0 |
| In bonis | 694.913 | 70,6 | 673.169 | 70,1 |
| Deteriorati (2) | 289.004 | 29,4 | 287.504 | 29,9 |
| sofferenze | 166.067 | 16,9 | 169.833 | 17,7 |
| scaduti | 11.366 | 1,2 | 9.043 | 0,9 |
| altri | 111.571 | 11,3 | 108.629 | 11,3 |

Fonte: segnalazioni di vigilanza non consolidate di banche e società finanziarie. (1) I prestiti includono i pronti contro termine e non sono corretti per le cartolarizzazioni. I dati delle imprese si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. - (2) Dal 1° trimestre del 2015 le segnalazioni delle partite deteriorate si basano sulla nuova definizione introdotta dalla European Banking Authority, che suddivide questi prestiti in sofferenze, esposizioni scadute o sconfinanti e altri prestiti deteriorati.

³ Banca d'Italia, *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2016*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 17, 2016.

⁴ A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, "Journal of Policy Modeling", in corso di pubblicazione.

⁵ Ai fini dell'analisi, sono definite vulnerabili le imprese con MOL negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento.

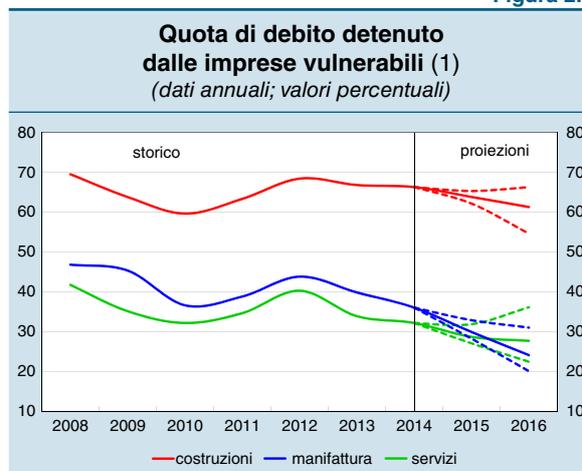
confermerebbe invece elevata, anche se in attenuazione, per le imprese delle costruzioni (fig. 2.5). Le aziende di media dimensione risulterebbero ancora le più solide. In caso di evoluzione meno favorevole del quadro macroeconomico, una riduzione del margine operativo lordo (MOL) del 5 per cento nel 2016 eleverebbe la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili a un valore superiore al 37 per cento, comunque al di sotto di quello del 2014.

...ma permangono rischi legati all'evoluzione della fase ciclica

Nei prossimi mesi i rischi principali restano legati all'evoluzione del quadro macroeconomico. Secondo il recente sondaggio con-

dotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, le condizioni in cui operano le imprese risentirebbero dell'accentuata incertezza imputabile soprattutto ai recenti sviluppi geopolitici e all'accresciuta volatilità del ciclo economico mondiale. Questi fattori si sono già riflessi in un peggioramento dei giudizi delle imprese esportatrici sulle attese di fatturato⁶.

Figura 2.5



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) Gli ultimi dati disponibili sono relativi all'anno 2014; si utilizza il modello di microsimulazione per stimare la quota di debito negli anni 2015 e 2016. Le linee tratteggiate delimitano un intervallo di confidenza del 95 per cento attorno allo scenario di base.

⁶ Istat, *Fiducia dei consumatori e delle imprese*, "Statistiche flash", 29 marzo 2016.

3 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

La liquidità del mercato dei titoli di Stato italiani e del mercato monetario è rimasta su buoni livelli anche durante le fasi di elevata volatilità dei corsi delle azioni e delle obbligazioni private tra la fine del 2015 e l'inizio del 2016 (fig. 3.1). Gli acquisti effettuati dalle banche centrali dell'area dell'euro hanno avuto un effetto stabilizzante, riducendo la trasmissione delle tensioni tra i diversi mercati. Repentini mutamenti delle aspettative degli investitori, indotti dal permanere di elevati fattori di rischio globali (cfr. il capitolo 1), potrebbero tuttavia determinare nuovi forti aumenti della volatilità dei prezzi.

3.1 IL MERCATO MONETARIO E LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

Gli scambi sul mercato monetario sono elevati

I volumi scambiati sul mercato pronti contro termine gestito da MTS spa si collocano su livelli molto elevati. Le consistenze dei contratti in essere hanno raggiunto i mas-

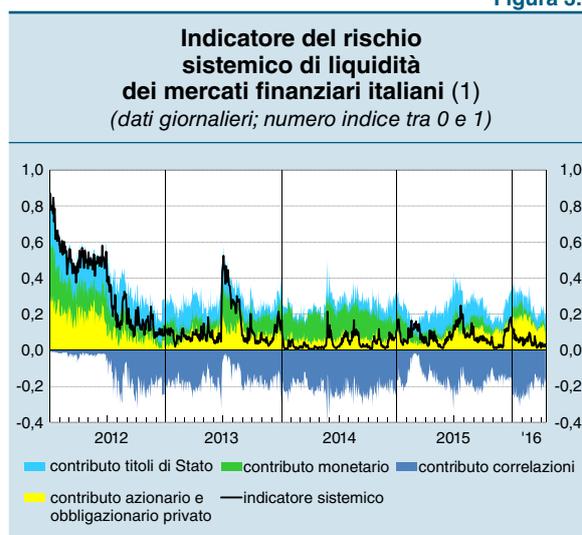
simi storici (circa 250 miliardi alla fine di febbraio). I rischi legati alla concentrazione degli scambi restano bassi (fig. 3.2.a). L'aumento della domanda di fondi da parte di alcune banche italiane nei primi mesi dell'anno (cfr. il par. 4.3) non ha avuto impatti di rilievo sui tassi del mercato, che si mantengono allineati a quelli prevalenti nell'area dell'euro. Restano molto contenuti gli scambi non collateralizzati, sia sul mercato e-MID sia quelli over-the-counter (OTC).

La raccolta dall'estero delle banche italiane sul mercato repo aumenta...

È progressivamente aumentata nei primi mesi dell'anno la posizione debitoria netta verso l'estero del sistema bancario italiano sul mercato MTS repo (fig. 3.2.b), riflettendo le condizioni di finanziamento particolarmente favorevoli rispetto alle altre forme di raccolta. L'elevata quota degli scambi intermediati dalle controparti centrali (central counterparty, CCP)

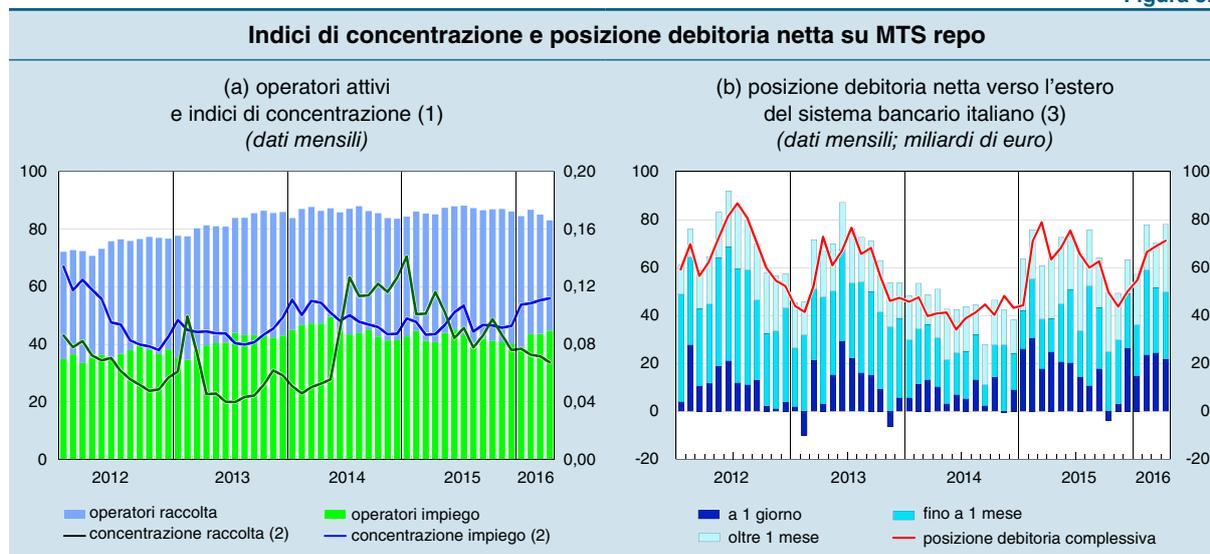
contribuisce all'efficienza e all'ordinato funzionamento di questo segmento di mercato, con effetti positivi in termini di condizioni di accesso e di costo della raccolta degli intermediari italiani (cfr. il riquadro: *Il ruolo delle controparti centrali nella riduzione del rischio sistemico sul mercato repo*).

Figura 3.1



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

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



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) Numero degli operatori attivi sul mercato con una posizione debitoria netta; gli indicatori di concentrazione sono stati rappresentati mediante l'indice di Herfindahl-Hirschman. – (2) Scala di destra. – (3) La posizione debitoria netta è calcolata sul controvalore dei contratti in essere (media mensile di dati giornalieri per la posizione netta complessiva; dati di fine periodo per la disaggregazione per durata).

IL RUOLO DELLE CONTROPARTI CENTRALI NELLA RIDUZIONE DEL RISCHIO SISTEMICO SUL MERCATO REPO

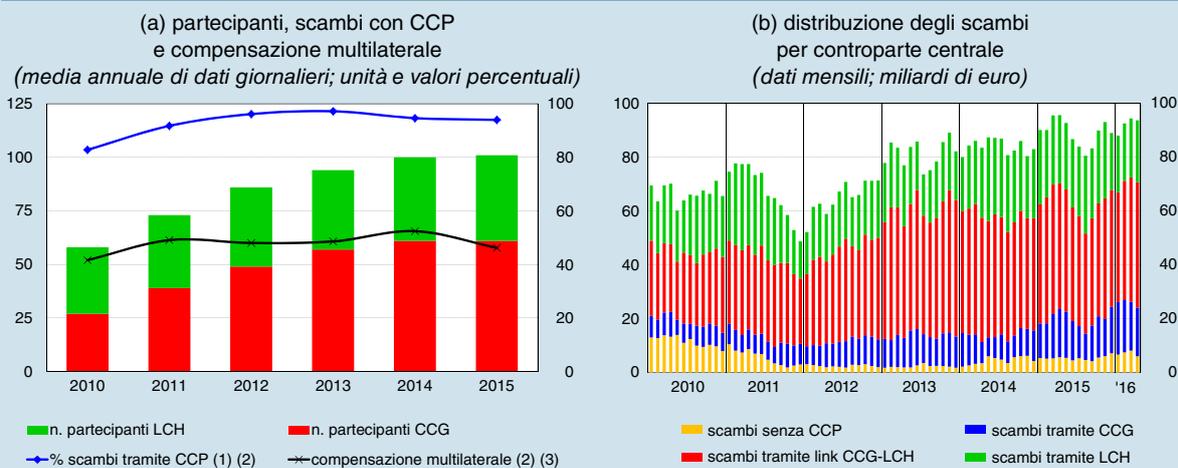
In Italia è possibile avvalersi sin dal 2002 di una controparte centrale (central counterparty, CCP) per le contrattazioni a pronti (cash) e a pronti contro termine (repo) in titoli di Stato italiani. L'utilizzo della CCP sul mercato MTS repo è cresciuto significativamente negli ultimi anni, sia in termini di numero degli aderenti (circa 100, su 130 partecipanti al mercato), sia di volumi scambiati (oltre il 94 per cento nel 2015; figura, pannello a).

La presenza di una CCP permette di ridurre il rischio sistemico del mercato in cui la CCP stessa opera attraverso differenti canali¹. In primo luogo la compensazione multilaterale effettuata dalle CCP permette di contenere le esposizioni creditizie bilaterali e le interconnessioni tra i partecipanti al mercato. I vantaggi sono tanto più significativi quanto più ampie e diversificate sono la platea degli aderenti e le loro finalità di partecipazione al mercato. Secondo nostre stime relative alle negoziazioni sul mercato MTS repo, la compensazione multilaterale riduce del 10 per cento l'esposizione creditizia complessiva dei partecipanti al segmento general collateral, utilizzato per la gestione della liquidità; la riduzione supera il 40 per cento se si considera anche il segmento special repo, orientato maggiormente al prestito titoli². Nel caso italiano ulteriori vantaggi derivano dalla possibilità di includere nella compensazione multilaterale anche le operazioni concluse sul mercato a pronti dei titoli di Stato. A fronte di questi benefici le CCP applicano a entrambe le controparti delle transazioni margini spesso più elevati di quelli bilaterali, che possono in alcuni casi ridurre la convenienza degli intermediari a utilizzare le CCP stesse.

¹ Il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) ha invitato le autorità competenti a valutare i costi e i benefici associati all'utilizzo delle CCP nei mercati repo interdealer (cfr. *Recommendation 10*, in FSB, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, 29 agosto 2013).

² L'esposizione creditizia complessiva è calcolata come somma del valore nominale dei contratti, sia in acquisto sia in vendita, negoziati giornalmente sul mercato da tutti gli operatori.

Andamento e distribuzione degli scambi per controparte centrale nel mercato MTS repo



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

(1) Quota sul totale degli scambi che avvengono utilizzando una controparte centrale. – (2) Scala di destra. – (3) Stima del grado di riduzione delle esposizioni dei partecipanti al mercato che si ottiene mediante la compensazione multilaterale operata dalle CCP.

In secondo luogo sul mercato italiano vi è un collegamento (link di interoperabilità) tra due controparti centrali – l'italiana Cassa di compensazione e garanzia spa (CCG) e la francese LCH.Clearnet SA – che agevola le transazioni cross-border e favorisce l'efficiente e ordinato funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato. Il collegamento facilita l'accesso degli intermediari italiani al finanziamento dall'estero anche durante le fasi di tensioni sui mercati particolarmente acute, come accaduto durante la crisi del debito sovrano. Gli scambi che transitano attraverso tale link rappresentano circa la metà delle transazioni (figura, pannello b).

...e si riduce il ricorso al rifinanziamento Eurosystema

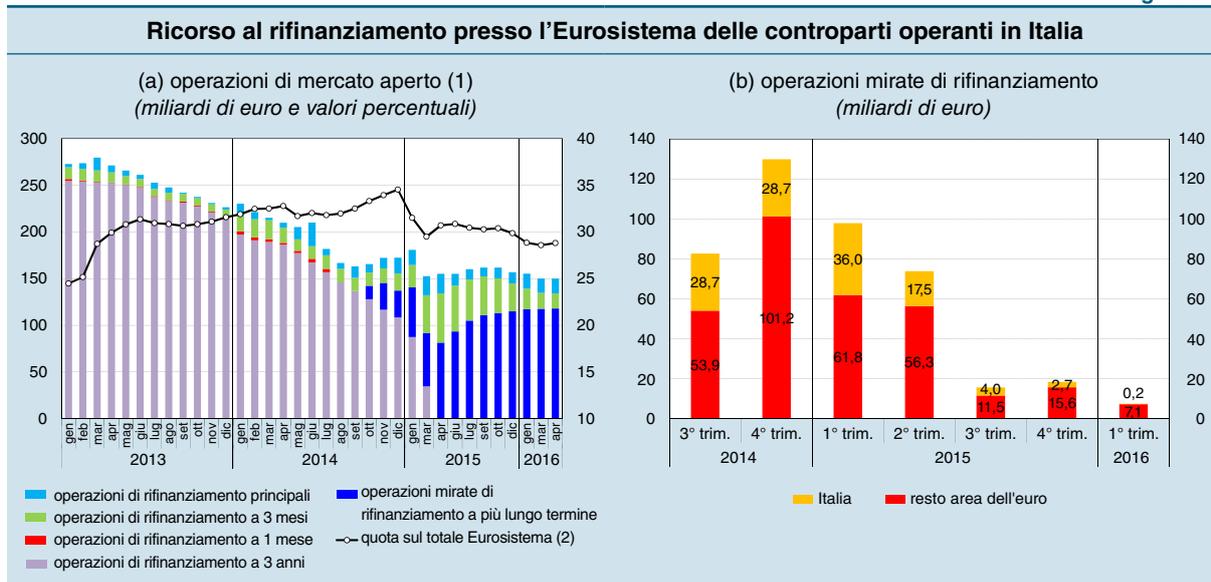
La quota delle controparti operanti in Italia sul totale delle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema è scesa al di sotto del 30 per cento (fig. 3.3.a). Dalla fine di ottobre il rifinanziamento fino a tre mesi si è ridotto del 33 per cento, mentre la ripresa ancora debole del credito all'economia (cfr. il capitolo 4) ha frenato la domanda delle banche italiane per operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (fig. 3.3.b).

Gli acquisti dell'Eurosistema non hanno interferito con il funzionamento del mercato dei titoli di Stato italiani

Dall'avvio del programma di acquisto di titoli pubblici (Public Sector Purchase Programme, PSPP) fino a marzo scorso l'Eurosistema ha acquistato 105 miliardi di titoli italiani (97 la sola Banca d'Italia). La scadenza media dei titoli resta stabile a 9,4 anni (8,1 per il complesso dei titoli pubblici acquistati dall'Eurosistema). Gli acquisti non hanno interferito con il meccanismo di formazione dei prezzi sul mercato a pronti dei titoli di Stato, riflettendosi sull'intera curva delle scadenze, senza determinare effetti distorsivi tra i vari

titoli. L'attuazione del programma non ha generato tensioni neanche sul mercato del prestito titoli, dove i volumi restano elevati e il costo del finanziamento di titoli specifici è in linea con quello prevalente sul segmento general collateral, agevolando la copertura delle posizioni assunte dai market maker sul mercato secondario. L'attività di prestito dei titoli acquistati nell'ambito del PSPP dalla Banca d'Italia contribuisce a mantenere condizioni ordinate sul mercato (cfr. il riquadro: *L'impatto del Public Sector Purchase Programme sul mercato dei titoli di Stato italiani*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2015).

Figura 3.3

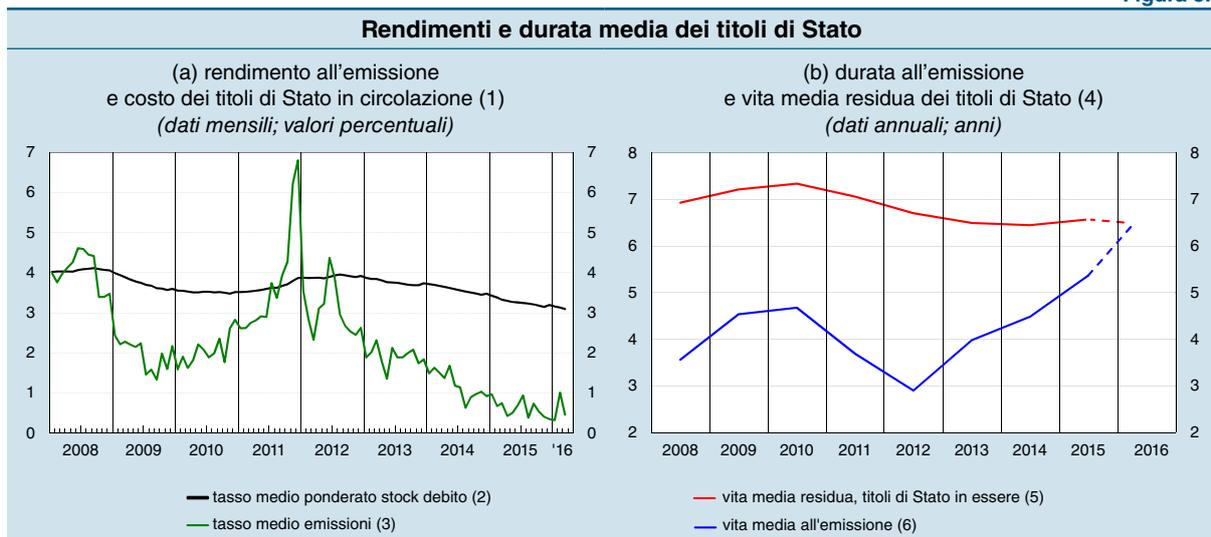


3.2 IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO

Il costo medio del debito continua a ridursi...

Prosegue la discesa dei rendimenti medi all'emissione, che sono saliti sopra l'1 per cento soltanto nel mese di febbraio in occasione del collocamento di un nuovo BTP trentennale (fig. 3.4.a). Anche il costo medio all'emissione dello stock dei titoli in circolazione è in diminuzione e ha raggiunto il 3,1 per cento.

Figura 3.4



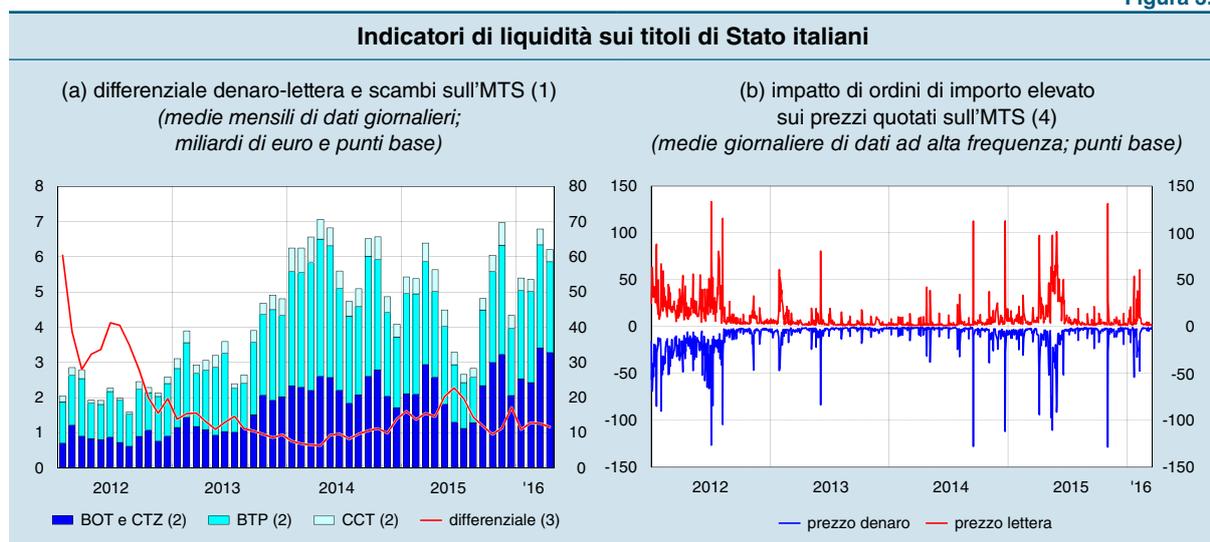
...mentre prosegue l'aumento della vita media all'emissione dei titoli di Stato

Le condizioni di finanziamento distese favoriscono l'ulteriore aumento della vita media all'emissione; a fine marzo la vita media residua dello stock di debito è pari a 6,5 anni (fig. 3.4.b). L'ammontare di titoli a medio e lungo termine in scadenza quest'anno corrisponde a 184 miliardi, un livello inferiore agli impegni previsti per il 2017 (219 miliardi) e in linea con quelli del 2018.

Le condizioni di liquidità sul mercato secondario restano su buoni livelli

Anche le condizioni di liquidità sul mercato secondario si mantengono nel complesso distese (fig. 3.5.a). Nel periodo più recente hanno tuttavia mostrato una maggiore fragilità a livello infragiornaliero (fig. 3.5.b), ascrivibile sia a cambiamenti strutturali in atto nei mercati obbligazionari sia a dinamiche congiunturali legate anche alla maggiore volatilità e al programma di acquisti dell'Euro-sistema. Facendo affidamento sui costanti acquisti giornalieri delle banche centrali i market maker hanno accresciuto la disponibilità a fornire quotazioni in acquisto ma, contestualmente, sono divenuti meno disponibili a fornire quotazioni in vendita. Da alcune simulazioni condotte risulta che, dall'avvio del PSPP, il numero degli ipotetici ordini di acquisto non coperti dal book di negoziazione e il loro impatto sul prezzo (market impact) sarebbero aumentati in misura maggiore di quanto avvenuto nel caso di ordini di vendita.

Figura 3.5



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

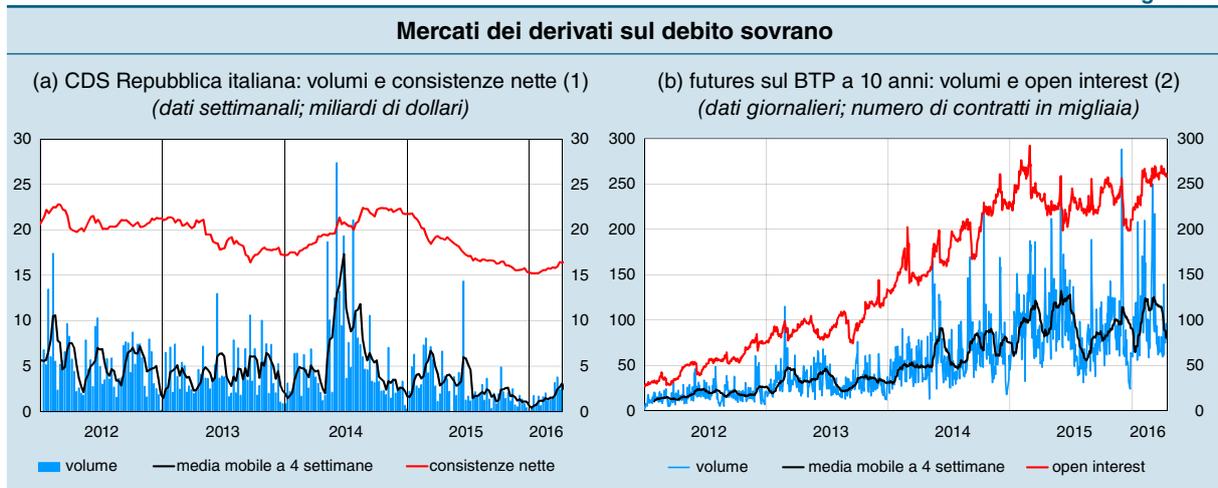
(1) Il differenziale è calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati sui BTP quotati sull'MTS durante l'intera giornata operativa. – (2) Scambi sull'MTS. – (3) Differenziale denaro-lettera; scala di destra. – (4) L'analisi è riferita al BTP benchmark decennale ed è basata su rilevazioni effettuate ogni 5 minuti. Stima dell'impatto sui prezzi denaro e lettera dell'immissione nel book di negoziazione dell'MTS di un ipotetico ordine (di acquisto o vendita) di 50 milioni di euro.

Cresce l'attività sui derivati sul debito sovrano italiano

Le consistenze nette e gli scambi di credit default swap (CDS) sui titoli di Stato italiani, pur restando su livelli storicamente bassi, sono leggermente aumentati nei primi mesi dell'anno, risentendo delle tensioni sui mercati azionari italiani ed europei (fig. 3.6.a). Negli ultimi mesi sono ulteriormente cresciute le negoziazioni sul mercato BTP futures (fig. 3.6.b), anche in relazione a un'intensa attività infragiornaliera. Quest'ultima, insieme alla forte volatilità dei prezzi, rende più difficile l'operatività dei market maker sul mercato secondario dei titoli di Stato italiani (MTS cash)¹.

¹ Ad esempio, in occasione dell'annuncio delle nuove misure di politica monetaria della BCE del 10 marzo, la forte attività sul mercato futures è stata accompagnata da un significativo allargamento dello spread denaro-lettera sul mercato cash.

Figura 3.6

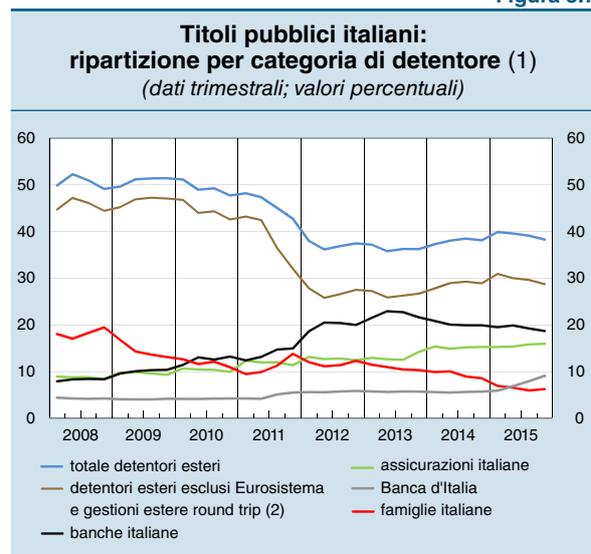


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC).
 (1) Il dato sui volumi si riferisce alla "market risk transaction activity" secondo la terminologia DTCC (cfr. <http://www.dtcc.com/repository-otc-data>). – (2) L'open interest è dato dalla somma di tutti i contratti futures aperti a una certa data; i volumi sono calcolati sul contratto più scambiato nelle singole giornate di contrattazione.

Aumenta la quota di titoli pubblici italiani detenuti dalla Banca d'Italia

Nel dicembre dello scorso anno, a seguito degli acquisti per conto dell'Eurosistema, la quota di titoli pubblici italiani detenuti dalla Banca d'Italia ha raggiunto il 9,2 per cento (fig. 3.7). Dall'avvio del programma di acquisti dell'Eurosistema nel marzo 2015 anche la quota delle assicurazioni è aumentata, mentre si sono ridotte quelle delle banche, degli investitori esteri e, in misura più marcata, delle famiglie.

Figura 3.7



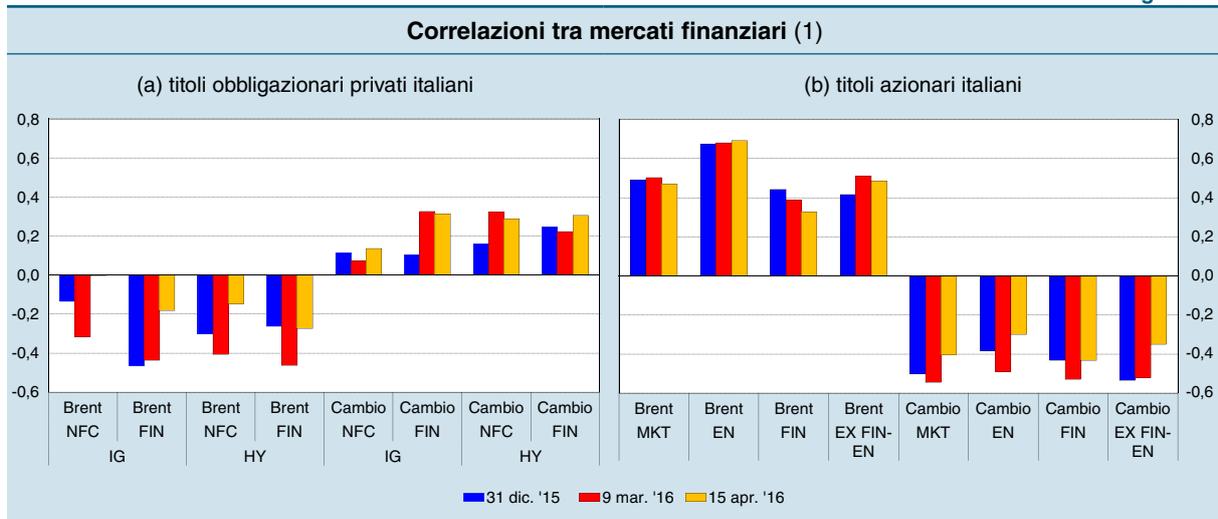
Fonte: conti finanziari.
 (1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme dei detentori. – (2) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la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

3.3 I MERCATI DELLE OBBLIGAZIONI PRIVATE E DELLE AZIONI

I mercati italiani hanno risentito delle tensioni internazionali

L'elevata volatilità registrata nei primi mesi dell'anno dai corsi azionari e obbligazionari italiani è in larga parte attribuibile alle tensioni sui mercati internazionali (cfr. il capitolo 1) e all'incertezza circa le condizioni delle banche (cfr. il capitolo 4). Fra gennaio e febbraio è aumentata la correlazione dei corsi azionari e degli spread obbligazionari privati con il prezzo del petrolio e con il tasso di cambio dell'euro con il dollaro (fig. 3.8). Dopo le decisioni dell'Eurosistema di inizio marzo, i valori delle correlazioni sono scesi, ma rimangono più elevati di quelli prevalenti nello scorcio del 2015. Sull'andamento degli indici azionari italiani ha influito anche il peso elevato dei titoli finanziari ed energetici, generalmente più volatili rispetto a quelli di altri comparti; i prezzi delle azioni delle banche italiane hanno inoltre registrato cali più ampi di quelli degli altri intermediari europei (cfr. il par. 4.1). La rischiosità del mercato azionario italiano percepita dagli operatori negli ultimi mesi è elevata, sia nel confronto storico (fig. 3.9.a) sia rispetto ad altri mercati dell'area dell'euro (fig. 3.9.b).

Figura 3.8



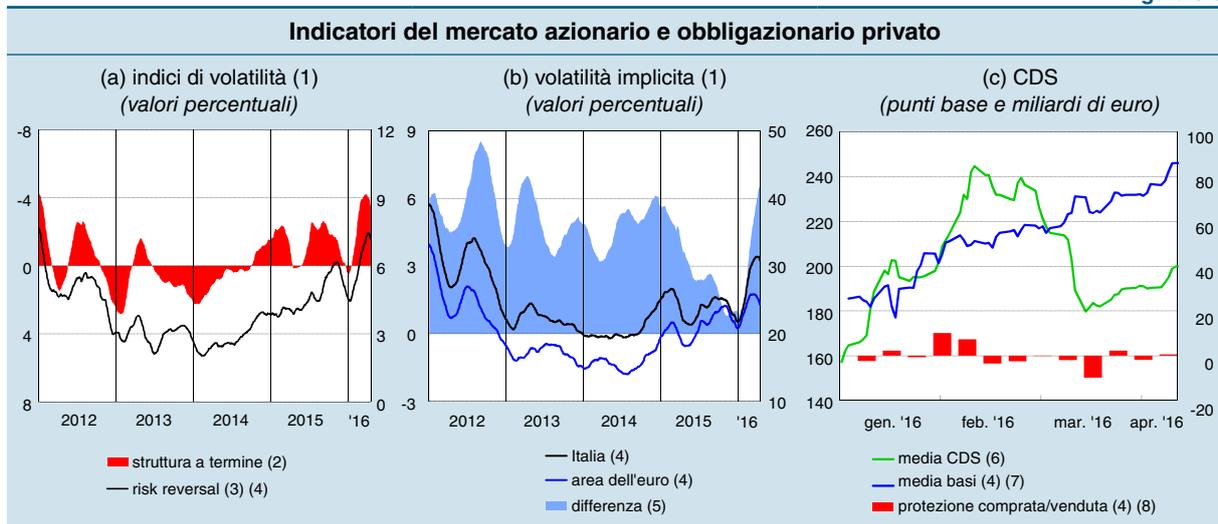
Fonte: elaborazioni su dati Bank of America Merrill Lynch, Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.

(1) Correlazioni a 60 giorni delle variazioni degli spread dei sottoindici obbligazionari privati (a) e dei prezzi dei sottoindici azionari (b) rispetto a petrolio Brent e tasso di cambio euro-dollaro. Variazioni aritmetiche per gli spread e logaritmiche per le altre variabili. I sottoindici sono individuati secondo le caratteristiche riportate in ascissa: IG=investment grade; HY=high yield; NFC=non finanziari; FIN=finanziari; MKT=mercato; EN=energetici; EX FIN-EN=non finanziari non energetici.

Il mercato obbligazionario beneficia delle nuove misure dell'Eurosistema

Le tensioni osservate nei primi mesi dell'anno si sono tradotte in un aumento degli spread dei CDS e delle obbligazioni e in un ampliamento delle differenze fra i due strumenti ("basi"; fig. 3.9.c). A seguito delle misure annunciate dall'Eurosistema in marzo gli spread si sono fortemente ridotti su entrambi i mercati; le basi restano tuttavia su livelli superiori a quelli dell'inizio dell'anno.

Figura 3.9



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, DTCC e Barclays.

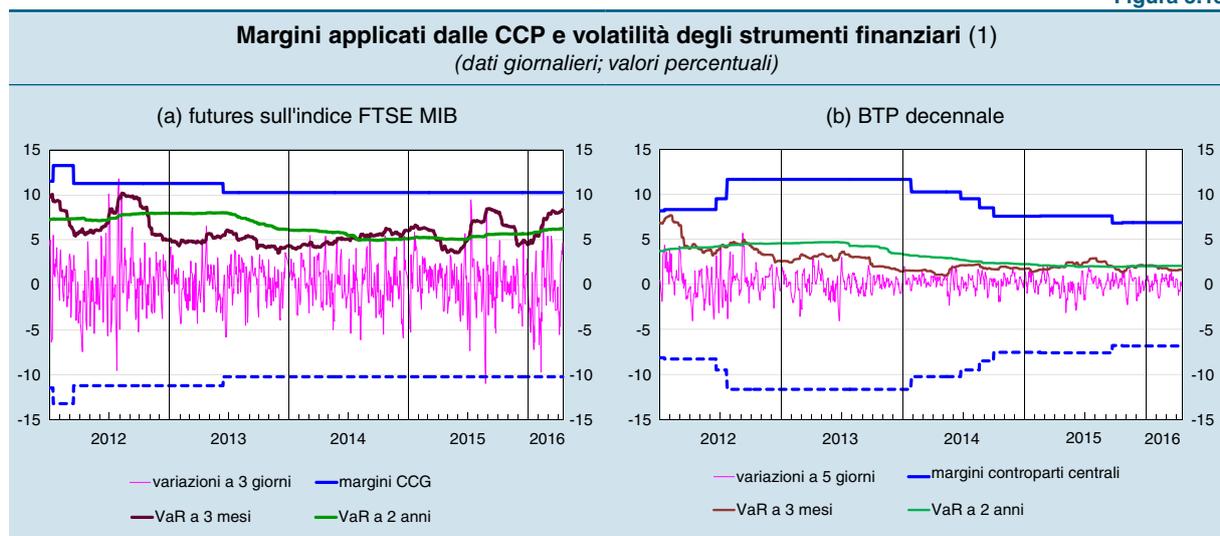
(1) Medie mobili a 60 giorni. – (2) Differenza delle volatilità implicite su opzioni aventi scadenza a 12 e 2 mesi. – (3) Differenza fra la volatilità implicita delle opzioni put e call aventi lo stesso rapporto incrementale rispetto al prezzo del sottostante (delta pari a 0,25) e pari scadenza (2 mesi). – (4) Scala di destra. – (5) Differenza fra le volatilità implicite nei prezzi delle opzioni sull'indice azionario italiano e dell'area dell'euro per opzioni con scadenza a 2 mesi. – (6) Media dei CDS di emittenti non finanziari italiani ricompresi negli indici iTraxx Main e Crossover (dati giornalieri, punti base). – (7) Media delle differenze fra CDS e asset swap spread su titoli obbligazionari riferiti agli stessi emittenti e con scadenze analoghe (dati giornalieri, punti base). – (8) Protezione netta comprata o venduta sull'indice iTraxx Main e Crossover (miliardi di euro; dati settimanali; valori positivi indicano l'acquisto netto di protezione).

3.4 LE INFRASTRUTTURE DI MERCATO

I margini della controparte centrale sono rimasti stabili

I margini richiesti dalla Cassa di compensazione e garanzia spa (CCG) sono rimasti stabili nonostante l'elevata volatilità dei mercati azionari (fig. 3.10), confermando la contenuta prociclicità dei modelli di gestione del rischio utilizzati dalle CCP, in linea con quanto previsto dalle regole introdotte in Europa dalla European Market Infrastructure Regulation (EMIR). Anche il numero di acquisti forzosi dei titoli per mancata consegna da parte del venditore (buy-in) non ha fatto registrare aumenti, pur in presenza di una crescente attività di vendite allo scoperto su alcuni titoli azionari.

Figura 3.10



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Cassa di compensazione e garanzia spa.

(1) La volatilità è misurata dalle variazioni a 5 giorni del prezzo del BTP benchmark a 10 anni e dalle variazioni a 3 giorni del futures sull'indice FTSE MIB. L'indicatore di Value at Risk (VaR) è calcolato con riferimento a un periodo di 3 mesi e di 2 anni con un intervallo di confidenza al 99 per cento. I margini unitari per i BTP sono quelli relativi alla classe di durata finanziaria 7-10 anni. La linea tratteggiata, speculare a quella dei margini, è riportata per mettere in evidenza l'adeguatezza del livello dei margini a fronte delle variazioni negative dei prezzi effettivamente registrate sul mercato.

Gli stress test europei confermano la solidità della controparte centrale italiana

Il prossimo 21 giugno entrerà in vigore in Europa l'obbligo di compensazione accentrata per alcune classi di derivati OTC, accrescendo la rilevanza sistemica delle CCP che offrono tale servizio. Uno stress test condotto dalla European Securities and Markets Authority (ESMA) ha evidenziato la solidità del complesso delle CCP europee, inclusa la CCG che beneficia in particolare di un consistente fondo di garanzia (default fund). Restano tuttavia potenzialmente significative le conseguenze derivanti dall'eventuale insolvenza di grandi intermediari che sono membri di più CCP.

Migliora la gestione della liquidità e il regolamento delle transazioni in T2S

Nel sistema di regolamento dei titoli, dopo la fase di iniziale assestamento alle funzionalità della piattaforma europea di regolamento dei titoli TARGET2-Securities (T2S), la percentuale delle operazioni non regolate nella giornata prevista (fails) è tornata su livelli fisiologici (1,5 per cento). Le nuove modalità operative non hanno determinato un aumento del rischio di liquidità infragiornaliero delle banche italiane, anche grazie ai nuovi meccanismi di ottimizzazione introdotti nella piattaforma e all'abbondante disponibilità di collaterale presso la Banca d'Italia. Ulteriori ritardi nell'adesione a T2S di altri depositari centrali che gestiscono alti volumi di transazioni potrebbero posticipare i benefici derivanti da una maggiore integrazione e fluidità dei flussi transfrontalieri.

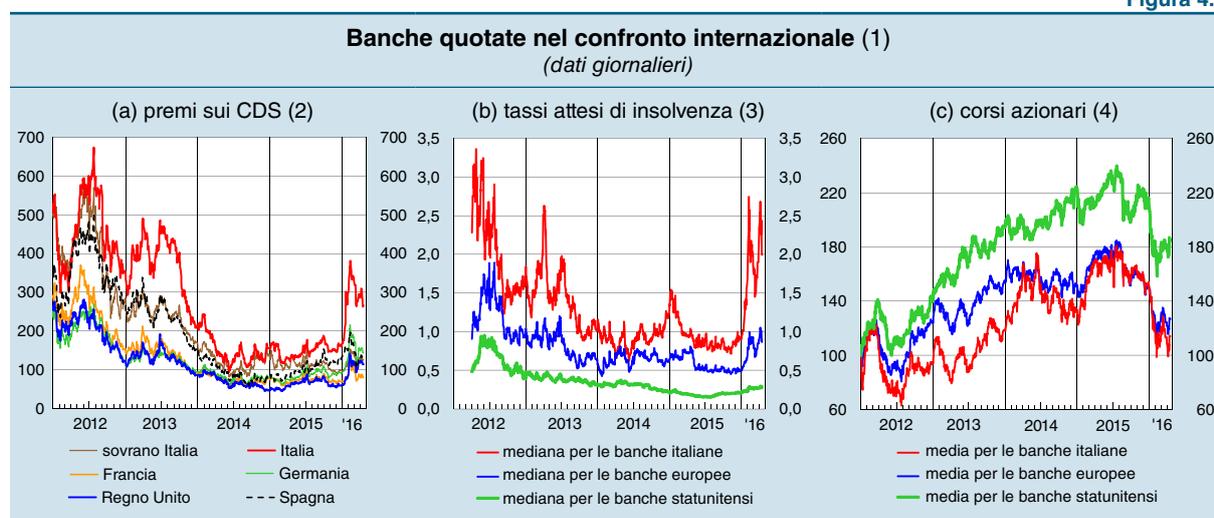
4 LE BANCHE

4.1 GLI INDICATORI DI MERCATO

I corsi azionari delle banche risentono delle incertezze sulla crescita economica

Da novembre scorso gli indicatori di mercato relativi alle maggiori banche sono peggiorati in tutte le principali aree economiche (fig. 4.1), riflettendo in larga misura l'aumento dell'incertezza sulle prospettive di crescita (cfr. il par. 1.1). In Europa il calo delle quotazioni azionarie delle banche è stato amplificato dagli squilibri generati dalla lunga fase di crisi – quali il peso elevato dei prestiti deteriorati nei bilanci degli intermediari più esposti alla recessione – e dagli investimenti di alcuni grandi gruppi in strumenti finanziari strutturati di difficile valutazione (cfr. il riquadro: *Il recente andamento delle quotazioni di borsa delle banche dell'area dell'euro*). Le scelte degli investitori hanno inoltre risentito dell'incertezza su taluni aspetti della regolamentazione, tra cui i limiti alla distribuzione degli utili e, anche a seguito della risoluzione di alcuni intermediari in Portogallo e in Italia alla fine del 2015¹, le modalità di applicazione delle nuove regole sul salvataggio interno (bail-in) entrate pienamente in vigore in Europa all'inizio di quest'anno².

Figura 4.1



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, FTSE, I/B/E/S, Thomson Reuters Datastream e Moody's KMV.

(1) Nel pannello (a) sono incluse le seguenti banche: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena; per la Francia, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole; per la Germania, Deutsche Bank, Commerzbank; per il Regno Unito, Barclays, Royal Bank of Scotland, HSBC, Lloyds; per la Spagna, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. Nei pannelli (b) e (c) i dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena; per l'Europa, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, Deutsche Bank, Commerzbank, ING, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, HSBC, Barclays, Royal Bank of Scotland, Lloyds, UBS, Credit Suisse; per gli Stati Uniti, Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America, Goldman Sachs, Morgan Stanley e Wells Fargo. – (2) Dati giornalieri, in punti base. Premi sui CDS a 5 anni. – (3) Dati giornalieri, in punti percentuali. I tassi attesi di insolvenza (expected default frequencies, EDF), calcolati sulla base del prezzo e della volatilità dei titoli azionari degli intermediari cui si riferiscono, misurano la probabilità che il valore di mercato delle attività risulti inferiore a quello delle passività in un orizzonte di un anno. – (4) Le medie delle quotazioni azionarie sono calcolate facendo riferimento a indici di prezzo; prezzo di chiusura al 31 dicembre 2011=100.

¹ Per maggiori informazioni, cfr. il sito della Banca d'Italia: *L'attività di vigilanza della Banca d'Italia e la risoluzione delle crisi bancarie*.

² Cfr. il riquadro: *La nuova disciplina sulle crisi bancarie: il recepimento della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2015.

IL RECENTE ANDAMENTO DELLE QUOTAZIONI DI BORSA DELLE BANCHE DELL'AREA DELL'EURO

La flessione dei corsi azionari delle banche dell'area dell'euro avviatasi alla fine di ottobre dello scorso anno è stata ampiamente superiore a quella degli indici generali di borsa e si è accentuata nei primi mesi del 2016. La riduzione dei corsi bancari è in larga parte attribuibile al rialzo dei premi per il rischio richiesti dagli investitori, mentre il peggioramento delle aspettative sugli utili ha avuto un ruolo secondario¹.

Al fine di identificare i fattori che hanno determinato il calo delle quotazioni bancarie, per ogni banca inclusa nell'indice Euro Stoxx Banks i rendimenti azionari in eccesso rispetto al tasso privo di rischio (approssimato dal rendimento del Bund decennale) sono stati regrediti sul rendimento del portafoglio di mercato (l'indice Euro Stoxx 50) e su una costante:

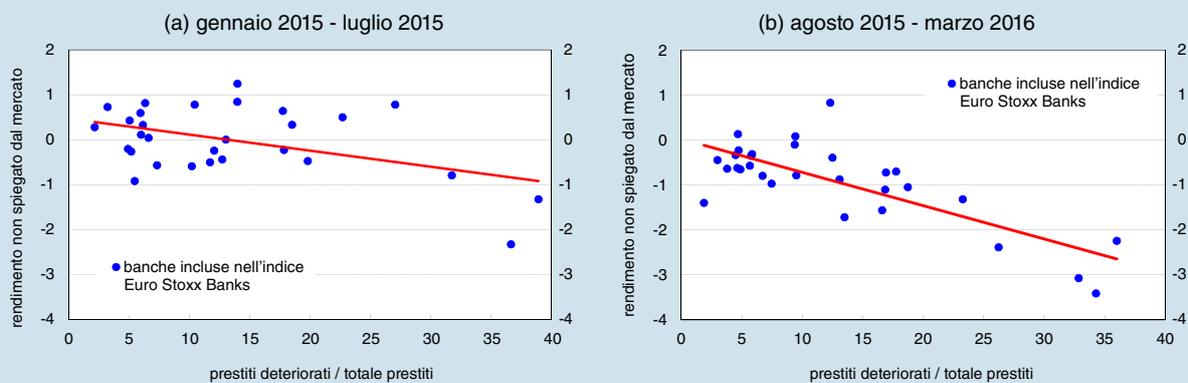
$$r_{it} - r_t^f = \alpha_i + \beta_i(r_t^{mkt} - r_t^f) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

L'equazione è stata stimata con dati settimanali per i periodi gennaio 2015-luglio 2015 e agosto 2015-marzo 2016. Le stime dei coefficienti β_i catturano l'esposizione delle banche al portafoglio di mercato, mentre i termini di intercetta α_i misurano il rendimento medio di ogni singola banca non spiegato dal mercato. Successivamente i termini α_i stimati sono stati regrediti su indicatori di bilancio delle banche, quali il margine di interesse, i ricavi da commissioni e la quota dei prestiti deteriorati sul totale dei finanziamenti (un indicatore della qualità del credito):

$$\alpha_i = c + \gamma_1 MARG_INT_i + \gamma_2 MARG_COM_i + \gamma_3 NPL_i + u_i \quad (2)$$

Figura

Relazione tra rendimenti azionari delle banche non spiegati dal mercato e quota dei prestiti deteriorati (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) I rendimenti non spiegati dal mercato sono rappresentati dai termini di intercetta α_i stimati nell'equazione 1. La linea rossa rappresenta la retta di regressione stimata regredendo i termini α_i sui prestiti deteriorati e misura la relazione media tra i rendimenti non spiegati dal mercato e la quota dei prestiti deteriorati. Nel primo periodo i dati dei prestiti deteriorati in rapporto al totale dei prestiti si riferiscono al 4° trimestre 2014; nel secondo periodo i dati si riferiscono al 2° trimestre 2015. Il rapporto tra i prestiti deteriorati e il totale dei finanziamenti è al lordo delle rettifiche di valore.

¹ Il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e il suo valore contabile (price-to-book ratio, PTB) può essere scomposto nel prodotto di due componenti: $PTB = FROE \times FPE$. Il FROE (forward return-on-equity ratio) è il rapporto tra gli utili attesi (a un anno) per azione e il valore contabile di un'azione e misura il contributo della redditività attesa del capitale proprio nella determinazione del PTB. L'FPE (forward price-to-earnings ratio) è il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e gli utili attesi (a un anno) per azione e approssima il tasso di sconto implicito che gli investitori utilizzano per attualizzare gli utili futuri; quest'ultimo, a sua volta, è la somma di un tasso di interesse privo di rischio (generalmente approssimato dai rendimenti dei titoli di Stato) e di un premio per il rischio.

Nel primo intervallo temporale considerato, i rendimenti delle azioni bancarie non spiegati da quelli dell'indice generale sono correlati positivamente con il margine di interesse e con i ricavi da commissioni. Vi è inoltre una debole correlazione negativa tra i rendimenti e la qualità del credito. I risultati cambiano radicalmente a partire dall'agosto 2015: le correlazioni tra i rendimenti non spiegati dall'indice generale e il margine di interesse e i ricavi da commissioni diventano non significative, mentre aumenta notevolmente la correlazione negativa con la quota dei prestiti deteriorati (figura).

Risultati analoghi si ottengono includendo effetti-paese (variabili dummy) per l'Italia e la Germania, dove i corsi bancari hanno registrato flessioni particolarmente marcate. L'effetto-paese per l'Italia non risulta statisticamente significativo, indicando che sulle valutazioni dei mercati non avrebbero influito in modo rilevante fattori diversi da quelli già inclusi nell'analisi. L'effetto-paese per la Germania risulta invece statisticamente significativo, segnalando la presenza di altri fattori specifici; uno di questi potrebbe essere l'incertezza sulle modalità di applicazione della normativa riguardante l'ammontare massimo degli utili distribuibili².

² Tale incertezza potrebbe essere alla base dei timori riguardo alla sospensione del pagamento delle cedole su strumenti di capitale aggiuntivo di livello 1.

Sulle banche italiane ha influito l'elevato ammontare di prestiti deteriorati

Il peggioramento degli indicatori di mercato è stato particolarmente accentuato per le banche italiane, a seguito di una maggiore attenzione degli operatori all'elevato ammontare dei crediti deteriorati e, nelle settimane più recenti, dell'incertezza sull'esito delle operazioni di aumento di capitale di alcune banche.

Da novembre i corsi azionari degli istituti di credito italiani sono diminuiti del 30 per cento (22 per cento per le banche europee), e la loro volatilità è aumentata, con picchi di oltre il 40. I premi sui credit default swap (CDS) sono cresciuti da 170 a 260 punti base (da 80 a 130 per un campione di grandi banche europee).

L'annuncio del fondo Atlante è stato accolto positivamente dai mercati

In aprile le quotazioni azionarie delle banche italiane sono tornate a crescere, beneficiando dell'annuncio della costituzione del fondo Atlante (cfr. il riquadro: *L'avvio del fondo Atlante*). Il fondo, di natura privata, potrà sostenere i futuri aumenti di capitale delle banche, intervenendo nelle operazioni come compratore di ultima istanza, e investire in crediti deteriorati. Esso contribuirà a evitare che si

inneschi una spirale negativa tra la percezione che i prestiti in sofferenza debbano essere ceduti rapidamente, con ulteriori perdite per gli intermediari, la flessione dei corsi azionari e l'incertezza sull'esito dei prossimi aumenti di capitale.

L'AVVIO DEL FONDO ATLANTE

Lo scorso 11 aprile un ampio numero di banche, assicurazioni, fondi pensione e altri investitori istituzionali ha deciso di aderire al lancio di un fondo di investimento alternativo denominato Atlante. Il fondo sarà gestito da Quaestio Capital Management SGR spa. Tutti gli investitori nel fondo sono operatori privati; ciò esclude il rischio che il suo intervento possa risultare in contrasto con la disciplina sugli aiuti di Stato¹. Il regolamento del fondo assicura l'indipendenza, formale e sostanziale, della SGR dagli investitori; pertanto, qualora il fondo acquisisca il controllo di una o più banche, la società di gestione potrà esercitare con ampia discrezionalità e autonomia i poteri tipici di un azionista.

¹ Cassa depositi e prestiti spa, società controllata dal Ministero dell'economia e delle finanze, non rientra tra le Amministrazioni pubbliche e investe risorse pari a circa un decimo di quelle complessive raccolte dal fondo.

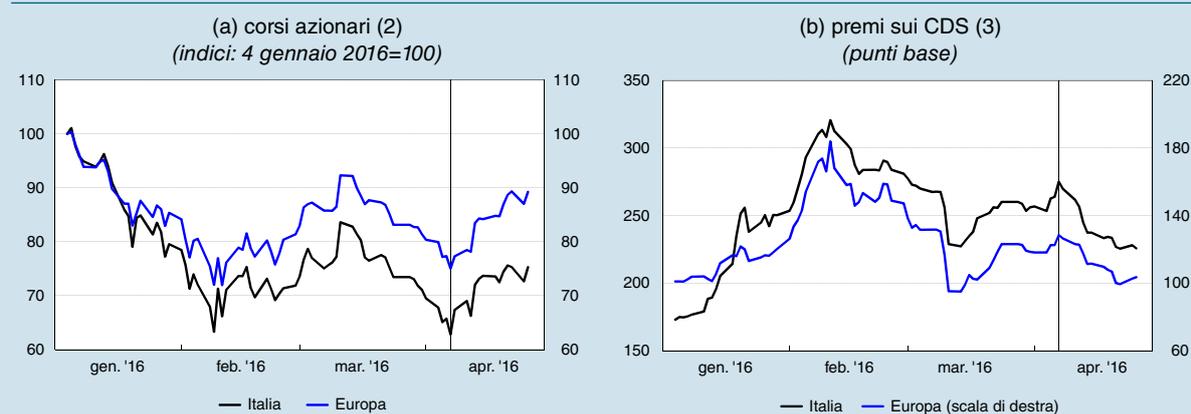
Le risorse che la SGR intende raccogliere con Atlante ammonteranno ad almeno 4 miliardi, che verranno investiti in due tipi di attivi: (a) azioni di banche che debbano effettuare aumenti di capitale su richiesta dell'autorità di vigilanza; (b) tranche di cartolarizzazioni di crediti in sofferenza. Attraverso gli investimenti del primo tipo si realizza una rete di sicurezza in occasione dei futuri aumenti di capitale delle banche, a partire da quelli già programmati dalla Banca Popolare di Vicenza e da Veneto Banca. La seconda componente mira a favorire lo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati, che risente ancora della lunga e profonda fase recessiva attraversata dall'economia italiana. Gli investimenti si concentreranno sulle tranche più rischiose (junior e mezzanine) delle cartolarizzazioni, il cui mercato è particolarmente limitato. Atlante costituisce un importante complemento alle altre iniziative intraprese per ridurre il peso dei prestiti deteriorati nei bilanci bancari.

Il mercato ha accolto positivamente il lancio di Atlante. Dal 7 aprile, giorno in cui sono state diffuse le prime notizie sulla costituzione del fondo, al 26 dello stesso mese le quotazioni azionarie delle banche italiane sono aumentate in media del 20 per cento e i premi medi dei credit default swap (CDS) si sono ridotti di circa 50 punti base (figura).

Figura

Reazione dei mercati all'annuncio del lancio del fondo Atlante (1)

(dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(1) Nel pannello (a) i dati si riferiscono agli indici Euro Stoxx Banks e FTSE Italy Banks. Nel pannello (b) sui CDS sono incluse le seguenti banche: per l'Italia, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Mediobanca, Banco Popolare, Banca Popolare di Milano e UBI Banca; per la Francia, BNP Paribas e Société Générale; per la Germania, Deutsche Bank e Commerzbank; per la Spagna, Banco Santander e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. – (2) Le quotazioni azionarie sono calcolate facendo riferimento a indici di prezzo. – (3) Media dei premi sui CDS sul debito senior a 5 anni.

4.2 I RISCHI DELL'ATTIVO

Il credito

La ripresa del credito è lenta e selettiva

La propensione ad assumere rischi da parte delle banche italiane rimane contenuta, nonostante gli stimoli della politica monetaria fortemente espansiva. Le condizioni alle quali viene offerto il credito, benché in fase di distensione, sono ancora improntate a prudenza. L'aumento dei prestiti è limitato alle fasce di clientela di migliore qualità, quali le famiglie e le imprese in condizioni finanziarie solide, specialmente quelle grandi (cfr. il capitolo 2). Nei prossimi mesi l'attività di prestito trarrà impulso dalle nuove misure espansive decise dal Consiglio direttivo della BCE il 10 marzo scorso (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel marzo 2016*, in *Bollettino economico*, 2, 2016), ma potrebbe essere frenata dall'incertezza sulle prospettive di crescita.

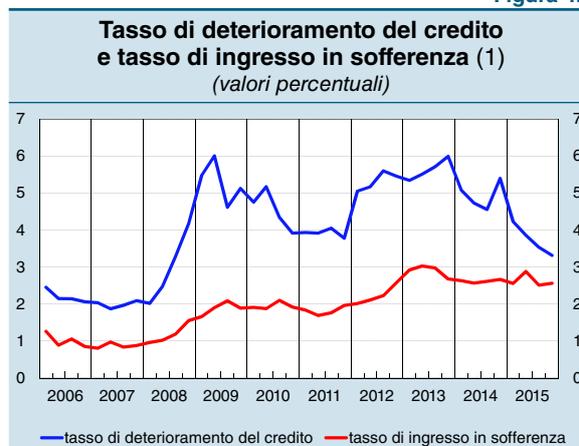
Diminuisce il flusso di nuovi crediti deteriorati...

Prosegue il miglioramento degli indicatori di rischiosità. Già nel quarto trimestre del 2015 il flusso di nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei crediti è sceso al valore più basso (3,3 per cento) dal terzo trimestre del 2008 (fig. 4.2). Secondo nostre proiezioni coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti e in linea con le previsioni di Consensus Economics, il tasso di ingresso in sofferenza si ridurrebbe gradualmente nel corso dell'anno, fino a raggiungere valori di poco superiori al 3 per cento per i prestiti alle imprese (attualmente pari al 4,1 per cento) e all'1 per cento per quelli alle famiglie (attualmente pari all'1,6).

...e si stabilizzano le consistenze

Anche la consistenza dei crediti deteriorati, dopo aver raggiunto un picco in settembre (363 miliardi), si è lievemente ridotta per la prima volta dal 2008. Alla fine del 2015 i crediti deteriorati erano pari a 360 miliardi (il 18,1 per cento del totale dei crediti verso la clientela, tav. 4.1). Al netto delle rettifiche di valore, la loro incidenza sui prestiti è del 10,8 per cento (4,8 per le sole sofferenze). Nel 2015 sono state cedute e cancellate dai bilanci bancari circa 9 miliardi di sofferenze³, il doppio rispetto al 2014. Le cessioni hanno riguardato per oltre l'80 per cento prestiti a imprese.

Figura 4.2



Fonte: Centrale dei rischi.

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

Tavola 4.1

Qualità del credito: importi, incidenze dei crediti deteriorati e tassi di copertura (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2015)

| VOCI | Primi 5 gruppi | | | Banche grandi | | | Banche piccole | | | Banche minori | | | Totale | | |
|-----------------------------------|----------------|--------------------------|--------------------|---------------|--------------------------|--------------------|----------------|--------------------------|--------------------|---------------|--------------------------|--------------------|--------------|--------------------------|--------------------|
| | importo | composizione percentuale | tasso di copertura | importo | composizione percentuale | tasso di copertura | importo | composizione percentuale | tasso di copertura | importo | composizione percentuale | tasso di copertura | importo | composizione percentuale | tasso di copertura |
| Crediti verso clientela: | 1.232 | 100,0 | 9,0 | 430 | 100,0 | 8,2 | 148 | 100,0 | 8,8 | 180 | 100,0 | 8,2 | 1.990 | 100,0 | 8,8 |
| in bonis | 1.007 | 81,7 | 0,7 | 354 | 82,3 | 0,6 | 123 | 82,9 | 0,8 | 147 | 81,3 | 0,7 | 1.630 | 81,9 | 0,7 |
| deteriorati (2) | 225 | 18,3 | 46,5 | 76 | 17,7 | 43,4 | 25 | 17,1 | 47,6 | 34 | 18,7 | 40,8 | 360 | 18,1 | 45,4 |
| sofferenze (3) | 135 | 11,0 | 58,9 | 41 | 9,5 | 58,6 | 15 | 10,4 | 61,5 | 19 | 10,5 | 55,3 | 210 | 10,6 | 58,7 |
| deteriorati diversi da sofferenze | 90 | 7,3 | 27,9 | 35 | 8,2 | 25,6 | 10 | 6,8 | 26,2 | 15 | 8,3 | 22,5 | 150 | 7,6 | 26,7 |

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

(1) I valori sono al lordo delle corrispondenti svalutazioni. Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. Nel caso dei crediti in bonis è calcolato come rapporto tra gli accantonamenti generici e i crediti in bonis stessi. La suddivisione in classi dimensionali è effettuata sulla base della composizione dei gruppi bancari a dicembre 2015 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre 2008. Primi 5 gruppi: banche appartenenti ai gruppi UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, UBI Banca, Banco Popolare. Le categorie "grandi", "piccole" e "minori" comprendono banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati, nell'ordine, superiori a 21,5 miliardi di euro, compresi tra 3,6 e 21,5 miliardi, inferiori a 3,6 miliardi. Sono escluse le filiali di banche estere. Il totale può non corrispondere alla somma delle componenti a causa degli arrotondamenti. La composizione percentuale è calcolata sulla base degli importi espressi in milioni di euro. I dati sono provvisori. - (2) A partire da gennaio 2015 è in vigore una nuova definizione di crediti deteriorati armonizzata a livello europeo. Per una descrizione delle sottoclassi che compongono il totale dei crediti deteriorati cfr. il 7° aggiornamento del 20 gennaio 2015 della circolare della Banca d'Italia n. 272/2008 (Matrice dei conti). - (3) La sottocategoria rappresenta un concetto italiano, non armonizzato, che distingue le esposizioni di qualità creditizia peggiore dalle altre esposizioni deteriorate.

³ Il dato non comprende la cessione delle sofferenze delle banche poste in risoluzione (pari a circa 8,5 miliardi), che si è perfezionata solo nei primi mesi del 2016.

Le cartolarizzazioni delle sofferenze potranno avvalersi di una garanzia pubblica...

In seguito a un accordo raggiunto con la Commissione europea, lo scorso gennaio è stata introdotta la possibilità di avvalersi di una garanzia dello Stato (garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, Gacs) sui titoli meno rischiosi (senior), con un rating investment grade, emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione di prestiti in sofferenza⁴. La garanzia sarà prestata a condizioni di mercato e quindi non costituirà aiuto di Stato. Il suo costo sarà calcolato sulla base dei premi di

panieri di CDS su emittenti italiani con rating analogo a quello dei titoli garantiti e risulterà crescente nel tempo, anche per introdurre un incentivo a concludere rapidamente le procedure di recupero dei crediti cartolarizzati.

...che si aggiunge alle altre misure per lo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati

L'efficacia della Gacs nel favorire lo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati andrà valutata congiuntamente con la costituzione del fondo Atlante e con le iniziative volte a migliorare la gestione, non sempre efficiente, dei prestiti deteriorati da parte delle banche (cfr. il riquadro: *La gestione dei crediti deteriorati delle banche*). Il Governo ha recentemente annunciato ulteriori misure, che rafforzeranno gli effetti degli interventi legislativi adottati la scorsa estate⁵, per ridurre i tempi di recupero dei crediti e allinearli con le migliori prassi internazionali.

LA GESTIONE DEI CREDITI DETERIORATI DELLE BANCHE

Nella seconda metà del 2015 la Banca d'Italia ha condotto un'indagine sull'efficacia delle procedure di gestione dei crediti alle imprese deteriorati presso 25 grandi gruppi bancari italiani volta a raccogliere informazioni su tempi e tassi di recupero, sull'utilizzo delle diverse procedure disponibili e sui principali ostacoli a un efficace recupero del credito¹.

I tassi di recupero delle procedure di liquidazione concluse nel periodo 2011-14 sono stati in media pari al 40 per cento, intorno al 50 per le esecuzioni immobiliari e le procedure stragiudiziali e di poco inferiori al 30 per cento per i fallimenti (figura, pannello a). Dal 2011 al 2014 le percentuali recuperate si sono ridotte per tutte le procedure, verosimilmente per la crescente difficoltà a valorizzare sul mercato gli attivi delle imprese in dissesto in una situazione congiunturale sfavorevole. I tassi medi di recupero, in assenza di informazioni sui singoli prestiti, non possono essere direttamente confrontati con i tassi di copertura.

I recuperi avvengono in larga parte nel corso dei cinque anni successivi all'avvio della liquidazione (figura, pannello b). Considerando le procedure in corso al 31 dicembre 2014, le liquidazioni risultavano aperte mediamente da 3,5 anni; quasi il 60 per cento dei volumi era relativo a procedure aperte da meno di tre anni, una quota verosimilmente resa elevata dalla crisi.

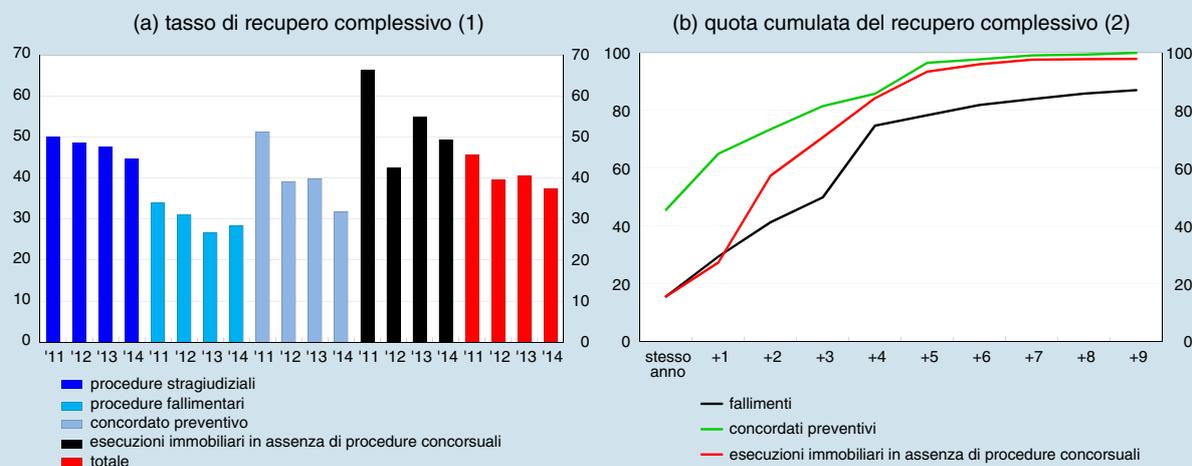
L'indagine ha inoltre raccolto informazioni sulle caratteristiche delle procedure di ristrutturazione, che hanno lo scopo di consentire la continuità aziendale. In media i prestiti a imprese oggetto di ristrutturazione sono assistiti da garanzia reale per circa il 50 per cento del credito, otto punti percentuali in più rispetto a quelli verso imprese liquidate: ciò suggerisce che la disponibilità dei debitori a raggiungere accordi che preservano la continuità aziendale cresce all'aumentare del grado di copertura delle garanzie.

¹ L. Carpinelli, G. Cascarino, S. Giacomelli e V. Vacca, *La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 311, 2016.

⁴ DL 18/2016, convertito con modificazioni dalla L. 49/2016.

⁵ M. Marcucci, A. Pischedda e V. Profeta, *The changes of the Italian insolvency and foreclosure regulation adopted in 2015*, Banca d'Italia, Notes on Financial Stability and Supervision, 2, 2015.

Tassi di recupero sulle procedure di liquidazione (valori percentuali)



(1) Tassi di recupero complessivi delle procedure chiuse nel periodo 2011-14. – (2) Procedure concluse nel 2014.

L'età media delle procedure alla fine del 2014 era di 1,8 anni; quasi il 90 per cento degli importi riguardava procedure avviate da meno di tre anni. Le ristrutturazioni risultano essere raramente risolutive: a quattro anni dal loro avvio, il 62 per cento era ancora in corso e il 23 si era trasformato in liquidazione; poco più del 10 per cento si era concluso con il rientro in una situazione di riequilibrio finanziario e il restante 5 con l'acquisizione o con l'incorporazione dell'impresa da parte di altre aziende.

Le banche hanno indicato il sovraccarico degli uffici giudiziari e la complessità delle procedure quali principali ostacoli a un efficace recupero del credito. Le ristrutturazioni sarebbero ostacolate principalmente dalle criticità riscontrate nell'erogazione di nuovo credito dopo l'avvio della procedura, dal costo dei professionisti e dalle difficoltà di coordinamento con i creditori non finanziari. Le modifiche alla legge fallimentare e al Codice di procedura civile introdotte dalla L. 132/2015 potranno contribuire a ridurre significativamente i tempi di recupero dei crediti deteriorati (cfr. il riquadro: *Le recenti misure in tema di procedure di recupero dei crediti e di deducibilità fiscale di svalutazioni e perdite su crediti*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2015).

Nel 2014 la gestione dei crediti deteriorati ha assorbito il 2,8 per cento dei costi operativi delle banche, un valore in crescita rispetto al 2008 e a quello rilevato in indagini precedenti. I crediti deteriorati sono stati gestiti principalmente attraverso la cessione a terzi o mediante strutture interne dedicate a tale attività, mentre per il recupero di crediti di importo contenuto si è spesso fatto ricorso a società esterne specializzate.

L'indagine ha evidenziato un'elevata eterogeneità tra banche per quanto concerne gli assetti organizzativi adottati per la gestione dei crediti deteriorati. Alcuni gruppi si sono dotati di unità specializzate, tipicamente distinte per gestire le liquidazioni e le ristrutturazioni; altri presentano assetti maggiormente frammentati. La Banca d'Italia ha di recente avviato una rilevazione statistica finalizzata a raccogliere dati dettagliati sui prestiti deteriorati, sulle garanzie che li assistono e sullo stato delle procedure di recupero in corso. Tali dati, oltre a consentire una più efficace azione di vigilanza, permetteranno alle banche di gestire in modo più efficiente questa categoria di attività.

I crediti deteriorati sono coperti dal capitale e dalle rettifiche di valore

Negli ultimi tre anni le svalutazioni effettuate dalle banche hanno comportato un aumento di circa otto punti percentuali del tasso di copertura dei crediti deteriorati (rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare lordo dei crediti deteriorati), che alla fine del 2015 era pari al 45,4 per cento, un valore in linea con quello medio delle principali banche europee (fig. 4.3). I crediti deteriorati sono di poco superiori alla somma del capitale di migliore qualità e delle rettifiche di valore: il Texas ratio⁶, benché relativamente elevato nel confronto internazionale, è infatti soltanto di poco superiore al 100 per cento.

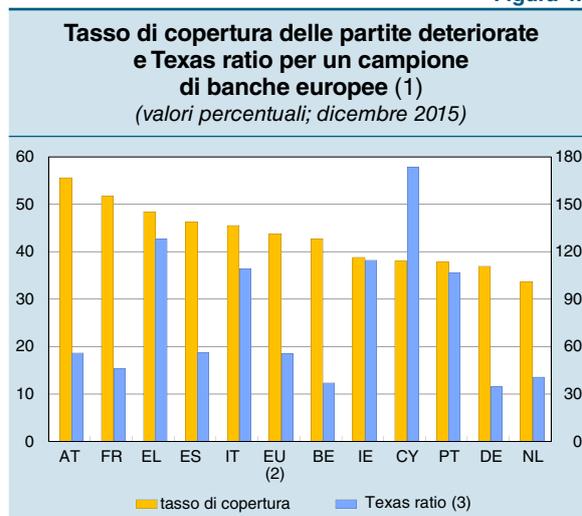
La metà dei crediti deteriorati è assistita da garanzie reali

Le banche detengono garanzie reali per un ammontare pari a 160 miliardi (tav. 4.2), circa il 50 per cento del totale delle esposizioni deteriorate lorde (67 per cento considerando anche le garanzie personali). Le garanzie reali sui prestiti in sofferenza sono superiori al valore di bilancio dei prestiti stessi.

Permangono divari tra le valutazioni di banche e investitori

Differenze tra le valutazioni delle banche e quelle degli investitori continuano a rappresentare un ostacolo allo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati. Tra i fattori che contribuiscono a determinare i divari due sono riconducibili all'applicazione di diversi criteri valutativi. Nel rispetto dei principi contabili IAS/IFRS le banche

Figura 4.3



Fonte: elaborazioni su dati European Banking Authority.
(1) Il tasso di copertura è dato dal rapporto tra le rettifiche sui crediti deteriorati e l'ammontare lordo delle corrispondenti esposizioni. Il Texas ratio è dato dal rapporto tra i crediti deteriorati lordi e la somma del capitale di migliore qualità e delle rettifiche sui crediti deteriorati. Il campione comprende 151 intermediari europei di cui 15 italiani. – (2) Media europea. – (3) Scala di destra.

Tavola 4.2

Crediti deteriorati e garanzie per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2015)

| VOCI | Esposizioni lorde | Esposizioni nette | Garanzie reali | Garanzie personali | Tasso di copertura | Tasso di copertura crediti non assistiti da garanzia |
|-------------------------------------|-------------------|-------------------|----------------|--------------------|--------------------|--|
| imprese | | | | | | |
| Crediti deteriorati verso clientela | 250 | 136 | 119 | 49 | 45,5 | 57,7 |
| di cui: sofferenze | 144 | 58 | 62 | 35 | 59,7 | 74,5 |
| famiglie consumatrici | | | | | | |
| Crediti deteriorati verso clientela | 54 | 32 | 36 | 2 | 41,3 | 66,0 |
| di cui: sofferenze | 34 | 17 | 22 | 1 | 52,0 | 76,5 |
| totale settori (2) | | | | | | |
| Crediti deteriorati verso clientela | 317 | 175 | 160 | 52 | 44,7 | 58,6 |
| di cui: sofferenze | 184 | 76 | 85 | 37 | 58,5 | 74,8 |

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. L'importo delle garanzie, inoltre, non corrisponde necessariamente al fair value della garanzia stessa, bensì all'ammontare del credito coperto da una garanzia reale: ad esempio, nel caso di un credito assistito da una garanzia il cui fair value è superiore al credito, l'importo segnalato è pari a quello del credito stesso. – (2) 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".

⁶ Il Texas ratio è dato dal rapporto tra i crediti deteriorati lordi e la somma del capitale di migliore qualità e delle rettifiche sui crediti deteriorati.

scontano i flussi futuri di cassa con il tasso di interesse effettivo originario su tali attivi, mentre gli investitori utilizzano il tasso di rendimento che si propongono di ottenere con l'investimento, verosimilmente molto più elevato⁷. I principi contabili internazionali richiedono inoltre alle banche di contabilizzare nel bilancio dell'esercizio di competenza i costi indiretti di gestione dei crediti deteriorati (ad es. spese legali e amministrative), mentre i potenziali acquirenti li deducono immediatamente dal valore attuale delle sofferenze, riducendone, di conseguenza, il prezzo di acquisto.

Le esposizioni al rischio sovrano e le attività sull'estero

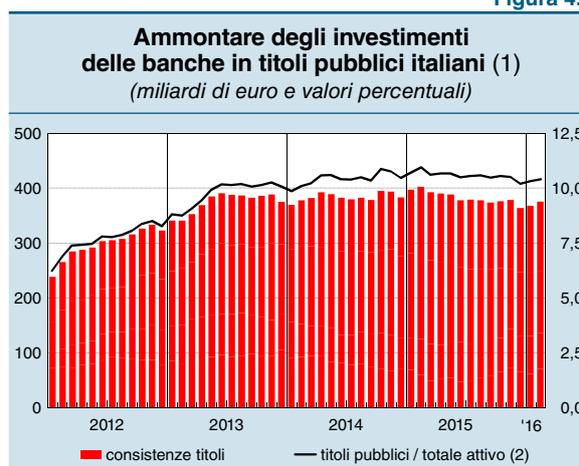
Si riducono i titoli pubblici in portafoglio

Con il venire meno delle tensioni sui mercati del debito sovrano e il restringimento del differenziale di

rendimento corretto per il rischio tra i prestiti e i titoli, le banche hanno ridotto i titoli pubblici italiani in portafoglio. Nei dodici mesi terminanti in febbraio i titoli pubblici sono diminuiti di 27 miliardi, a 375 (dal 10,9 al 10,5 per cento del totale delle attività; fig. 4.4). Come per le altre banche europee, la riduzione degli investimenti si è arrestata nei primi mesi del 2016 in concomitanza con le tensioni sui mercati finanziari.

Presso il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e il Comitato economico e finanziario dell'Unione europea è in atto una valutazione della regolamentazione prudenziale sulle esposizioni degli intermediari ai titoli pubblici. Eventuali interventi di modifica dovranno evitare, con un disegno appropriato, ricadute negative sulla stabilità finanziaria (cfr. il riquadro: *La regolamentazione dell'esposizione delle banche verso debitori sovrani*).

Figura 4.4



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici italiani, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. È esclusa la Cassa depositi e prestiti spa (CDP). – (2) Scala di destra.

LA REGOLAMENTAZIONE DELL'ESPOSIZIONE DELLE BANCHE VERSO DEBITORI SOVRANI

Le tensioni sui debiti sovrani di alcuni paesi europei hanno messo in evidenza gli stretti legami che intercorrono tra la solidità delle banche e quella delle finanze pubbliche, sollevando dubbi sull'effettiva rischiosità delle esposizioni sovrane e, di conseguenza, sull'adeguatezza dell'attuale disciplina prudenziale. La regolamentazione riserva infatti un trattamento preferenziale alle esposizioni delle banche verso i soggetti sovrani di economie avanzate, prevedendo che esse abbiano un requisito di capitale sostanzialmente nullo a fronte del rischio di credito e siano esenti dalla disciplina sulla concentrazione dei rischi (grandi fidi)¹.

I benefici di una riforma appaiono tuttavia incerti. La solidità delle banche infatti continuerà a essere influenzata dalla condizione delle finanze pubbliche del paese di riferimento, a causa della molteplicità

¹ M. Lanotte, G. Manzelli, A.M. Rinaldi, M. Taboga e P. Tommasino, *Easier said than done? Reforming the prudential treatment of banks' sovereign exposures*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 326, 2016.

⁷ L.G. Ciavoliello, F. Ciocchetta, F.M. Conti, I. Guida, A. Rendina e G. Santini, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 3, 2016.

dei possibili canali di contagio². Forti tensioni sul mercato dei titoli sovrani si ripercuotono, ad esempio, anche sull'attività economica, sui bilanci di famiglie e imprese e, per questa via, sui bilanci bancari. Le regole in vigore prevedono inoltre già importanti misure di salvaguardia a fronte delle esposizioni sovrane detenute dalle banche: il rischio sovrano è preso in considerazione sia negli stress test europei coordinati dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA), che concorrono alla valutazione dell'adeguatezza patrimoniale delle principali banche della UE, sia nell'indicatore prudenziale di leva finanziaria che si tradurrà, in concreto, nell'applicazione di un requisito patrimoniale su tali esposizioni.

I costi microeconomici e macroeconomici derivanti da una possibile revisione normativa potrebbero essere notevoli. Dal punto di vista microeconomico, analisi condotte sui dati desumibili dallo EU-wide Transparency Exercise dell'EBA permettono di valutare l'impatto di alcune ipotesi di revisione regolamentare su un ampio campione di grandi banche europee³. Con riferimento alle esposizioni sovrane detenute nel portafoglio bancario, sono state esaminate due opzioni alternative: (a) la ponderazione delle esposizioni con pesi coerenti con le valutazioni assegnate agli emittenti sovrani dalle agenzie di rating; (b) l'applicazione di una ponderazione fissa pari al 10 per cento per tutte le esposizioni sovrane, indipendentemente dall'emittente.

Nel primo caso sarebbero penalizzati gli intermediari con elevati investimenti in titoli sovrani con rating più bassi, come le banche portoghesi, italiane e spagnole, i cui tier 1 ratio medi si ridurrebbero, rispettivamente, di 130, 120 e 80 punti base. Nel secondo caso gli effetti più rilevanti riguarderebbero le banche che detengono una quota elevata di esposizioni sovrane in percentuale del totale attivo, indipendentemente dal rating della controparte: le banche tedesche e italiane registrerebbero la riduzione di tier 1 ratio medio più consistente, pari, rispettivamente, a 50 e 30 punti base.

La possibile revisione della disciplina sulla concentrazione dei rischi determinerebbe effetti complessivi più rilevanti, comportando in talune circostanze l'esigenza di cedere importi elevati di titoli sovrani. Nel caso di un'applicazione immediata di un limite del 100 per cento del capitale tier 1, le banche tedesche, italiane e spagnole dovrebbero ridurre le proprie esposizioni sovrane per un ammontare pari al 7,2, 4,7 e 5,5 per cento delle consistenze di debito pubblico dei rispettivi paesi di insediamento; tali quote scenderebbero al 3,7, 1,6 e 0,4 per cento rispettivamente se il limite di concentrazione fosse pari al 200 per cento del tier 1.

Dal punto di vista macroeconomico, gli effetti sul mercato dei titoli pubblici potrebbero essere destabilizzanti. L'introduzione di un limite vincolante alla quota di esposizioni sovrane detenibili potrebbe limitare in misura significativa il ruolo di ammortizzatore delle tensioni finanziarie svolto dalle banche di alcuni paesi, che hanno agito in controtendenza con l'andamento prevalente dei mercati nel corso della crisi del debito sovrano. Un sistema di ponderazione basato sui giudizi delle agenzie di rating presenterebbe inoltre diverse limitazioni⁴: in particolare un tardivo e brusco aggiustamento nelle valutazioni tenderebbe a esacerbare la prociclicità della regolamentazione sul capitale e, specialmente per gli strumenti finanziari non più inclusi nella categoria investment grade, potrebbe ingenerare tensioni sui mercati. Se nelle sedi internazionali, quali il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e le istituzioni europee, si decidesse di procedere a una revisione dell'attuale assetto, sarebbe preferibile l'utilizzo di una metodologia basata su indicatori di sostenibilità delle finanze pubbliche elaborati da primarie istituzioni internazionali e pubblicati regolarmente.

² F. Panetta, *The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions: report submitted by a study group established by the Committee on the global financial system*, Bank for International Settlements, CGFS Papers, 43, 2011.

³ Si tratta di un campione di 39 banche, appartenenti a 8 paesi europei (Austria, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna).

⁴ FMI, *Global Financial Stability Report*, ottobre 2010.

Diminuisce l'esposizione verso i paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia

L'esposizione delle banche italiane verso i paesi emergenti e quelli in via di sviluppo è bassa e concentrata nei confronti di quelli europei (tav. 4.3). Sulla base di dati comparabili a livello internazionale diffusi dalla BRI, queste esposizioni rappresentano il 6 per cento del totale dei prestiti, un valore inferiore rispetto a quello registrato dalle banche spagnole (16 per cento) e del Regno Unito (14 per cento). Nel secondo semestre del 2015 i crediti nei confronti di residenti nei paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia, pari a meno dell'1 per cento del totale, sono diminuiti del 9 per cento.

Tavola 4.3

**Esposizioni dei gruppi e delle banche italiane verso residenti esteri
con dettaglio per settore di controparte (1)**
(miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2015)

| PAESI/AREE | Settore pubblico | Banche | Società finanziarie | Famiglie e imprese | Totale | Variazione percentuale del totale rispetto al precedente semestre | In percentuale del totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2) | In percentuale del totale dei prestiti verso residenti e non (3) |
|--|------------------|--------------|---------------------|--------------------|--------------|---|--|--|
| Area dell'euro | 104,3 | 71,5 | 46,5 | 184,8 | 407,1 | -0,8 | 7,7 | 15,6 |
| Altri paesi industriali | 18,2 | 26,1 | 23,0 | 29,1 | 96,4 | 8,5 | 1,1 | 3,4 |
| Paesi emergenti e in via di sviluppo | 45,9 | 14,4 | 4,6 | 105,6 | 170,5 | -0,4 | 4,1 | 6,3 |
| Europa | 42,2 | 7,8 | 4,1 | 95,7 | 149,7 | -1,0 | 15,1 | 5,6 |
| di cui: Russia | 1,3 | 1,5 | 0,3 | 12,4 | 15,5 | -8,9 | 14,4 | 0,6 |
| Africa e Medio Oriente | 2,9 | 0,7 | 0,1 | 5,2 | 8,9 | 7,4 | 1,8 | 0,3 |
| Asia e Pacifico | 0,4 | 3,1 | 0,4 | 2,8 | 6,6 | -13,2 | 0,4 | 0,2 |
| Centro e Sud America | 0,5 | 2,8 | 0,0 | 1,9 | 5,2 | 27,7 | 0,6 | 0,2 |
| Centri offshore | 0,2 | 0,5 | 1,4 | 5,1 | 7,2 | 8,4 | 0,3 | 0,2 |
| Totale | 168,6 | 112,5 | 75,4 | 324,5 | 681,1 | 0,6 | 3,2 | 25,5 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | | |
| Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia (4) | 1,5 | 2,1 | 0,4 | 14,6 | 18,6 | -8,6 | 4,1 | 0,7 |

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari; segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a un gruppo e BRI.
(1) Esposizione verso il "debitore ultimo", al lordo delle sofferenze e al netto delle svalutazioni. Sono esclusi BancoPosta e CDP spa. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere verso ciascun paese a settembre 2015, segnalate alla BRI da un ampio gruppo di intermediari internazionali. – (3) Dati BRI a settembre 2015. – (4) Include: Algeria, Angola, Arabia Saudita, Azerbaigian, Bahrein, Bolivia, Brunei, Ciad, Colombia, Congo, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Guinea Equatoriale, Iran, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Russia, Sudan, Timor Orientale, Trinidad e Tobago, Turkmenistan, Venezuela, Yemen.

4.3 I RISCHI DI RIFINANZIAMENTO E DI LIQUIDITÀ

La provvista rimane stabile e se ne riduce il costo

Le condizioni di liquidità dell'industria bancaria italiana nel suo complesso si sono mantenute stabili anche dopo le incertezze generate dalla risoluzione delle quattro banche dello scorso novembre e durante le fasi più acute delle turbolenze sui mercati nei primi mesi dell'anno. Alcune tensioni hanno riguardato un numero ristretto di intermediari, ma sono state limitate nel tempo; non si sono

registrati deflussi di depositi verso operatori esteri o altre forme di investimento. Tra la fine di settembre e febbraio, in presenza di una debole dinamica dei prestiti, anche la raccolta è rimasta stabile (tav. 4.4); il suo costo medio è sceso di 20 punti base, allo 0,5 per cento, seguendo l'andamento dei tassi di mercato monetario. Il ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema è diminuito. I depositi hanno continuato a crescere, sostituendo per quasi due terzi il calo delle obbligazioni detenute dalle famiglie, in forte diminuzione dall'inizio del 2012 (cfr. il par. 2.1). È aumentata la provvista estera, in particolare quella in pronti contro termine (cfr. il par. 3.1).

Tavola 4.4

| Raccolta delle banche italiane (1) (miliardi di euro) | | | | |
|---|--------------------------|---------------|---------------|---|
| VOCI | Consistenze di fine mese | | | Variazioni settembre 2015 - febbraio 2016 (2) |
| | Settembre 2015 | Dicembre 2015 | Febbraio 2016 | |
| Raccolta al dettaglio (a) | 1.592 | 1.583 | 1.584 | -9 |
| Depositi da residenti (3) | 1.371 | 1.373 | 1.386 | 15 |
| Obbligazioni (4) | 222 | 209 | 197 | -25 |
| Raccolta all'ingrosso (b) | 559 | 579 | 584 | 19 |
| Depositi da non residenti | 311 | 323 | 322 | 11 |
| Passività nette verso controparti centrali (5) | 57 | 59 | 74 | 17 |
| Obbligazioni | 192 | 197 | 188 | -9 |
| Rifinanziamento presso Eurosistema (c) (6) | 164 | 158 | 152 | -12 |
| Raccolta complessiva (a+b+c) | 2.316 | 2.320 | 2.318 | -2 |

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali; inclusa la CDP spa.

(1) Esclude tutte le passività verso altre banche residenti in Italia. I dati di febbraio 2016 sono provvisori. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Obbligazioni detenute da famiglie. – (5) Include le sole operazioni di pronti contro termine; rappresenta la raccolta estera effettuata tramite controparti centrali. – (6) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. *Indicatori monetari e finanziari. Moneta e banche*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, tavv. 1.4a e 1.4b.

Le emissioni nette sui mercati obbligazionari restano negative

L'abbondante liquidità sul mercato monetario e l'elevata volatilità dei premi al rischio hanno ridotto la convenienza a emettere obbligazioni non garantite: nel semestre conclusosi in marzo le banche italiane hanno sostituito soltanto per un terzo i titoli in scadenza sui mercati internazionali (fig. 4.5.a). Anche gli intermediari degli altri maggiori paesi dell'area dell'euro hanno effettuato rimborsi netti. Nel comparto garantito, meno costoso e per il quale si è registrata una minore volatilità dei rendimenti (fig. 4.5.b), le emissioni nette sono state positive per 2 miliardi; nel primo trimestre 2016 sono stati collocati titoli anche da parte di banche di media dimensione.

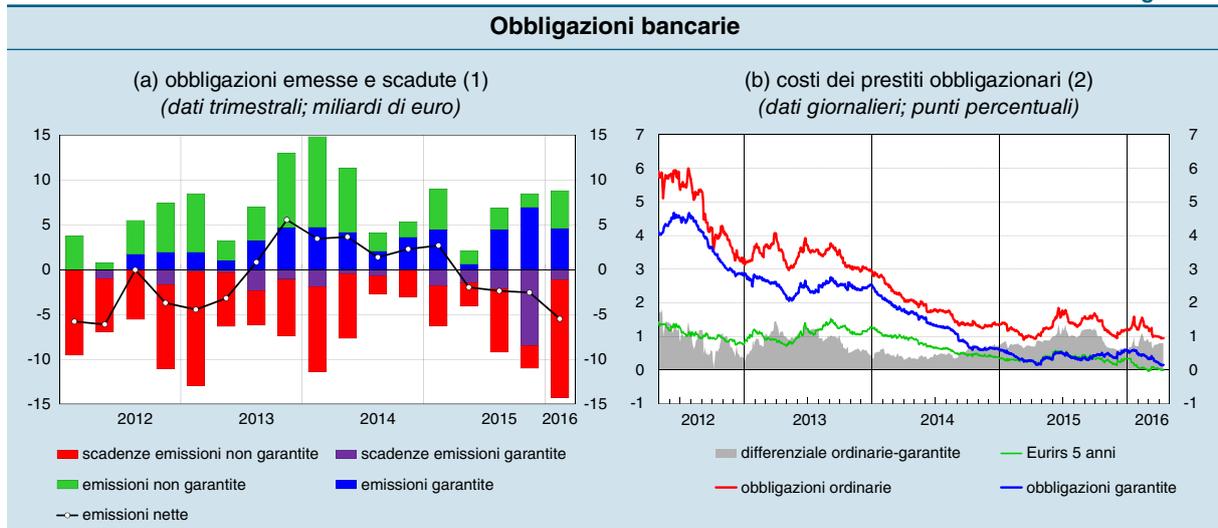
Sono aumentati i rendimenti delle obbligazioni subordinate

Le turbolenze sui mercati hanno causato un notevole rialzo dei rendimenti sulle obbligazioni subordinate, in parte rientrato nel mese di marzo. L'aumento, comune alle banche degli altri paesi europei, è stato significativamente maggiore per gli intermediari caratterizzati da un'elevata quota di crediti deteriorati. Lo scorso febbraio l'ammontare complessivo delle obbligazioni subordinate emesse da banche italiane era pari a 66 miliardi, l'11 per cento del totale delle obbligazioni bancarie in circolazione.

Le riserve di liquidità sono ampie

Il sistema bancario italiano dispone di riserve di liquidità ampie e in grado di far fronte a eventuali deflussi netti in situazioni di stress. A marzo del 2016 la posizione netta di liquidità rilevata settimanalmente dalla Banca d'Italia era pari al 10 per cento dell'attivo per le banche significative (vigilate direttamente dalla BCE) e al 17 per quelle meno significative (vigilate dalla Banca d'Italia in stretta collaborazione con la BCE; fig. 4.6). La flessione avvenuta

Figura 4.5

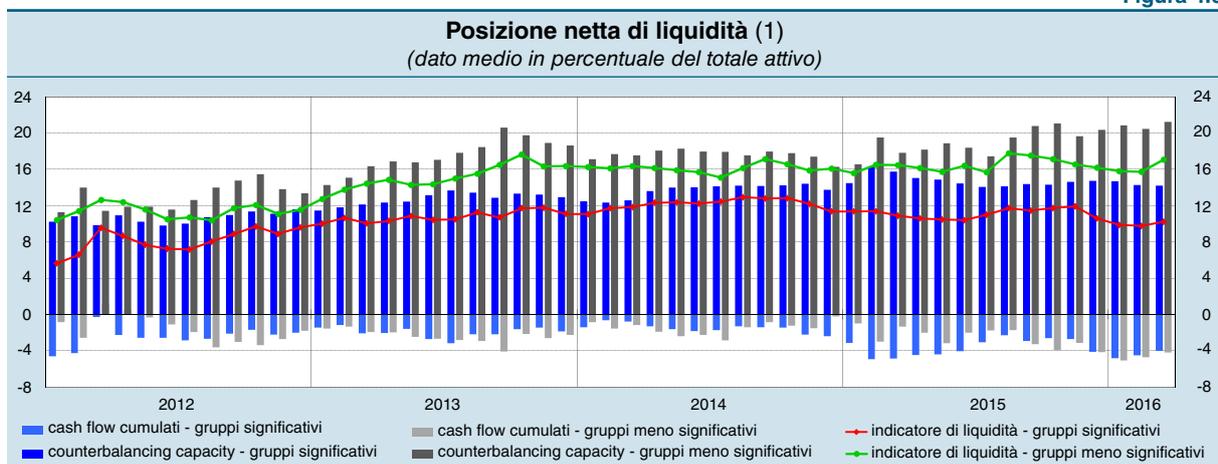


Fonte: Dealogic e Bloomberg.

(1) I dati si riferiscono all'emissione di titoli di banche italiane sui mercati internazionali con taglio superiore a 200 milioni di euro. Non sono incluse le emissioni trattenute a bilancio, quelle destinate al mercato al dettaglio e quelle di controllate estere di banche italiane. Sono incluse le obbligazioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione. - (2) I dati si riferiscono ai rendimenti a scadenza di titoli di banche italiane con vita residua pari a 5 anni.

tra novembre del 2015 e l'inizio del 2016, da ricondurre a un calo della raccolta da clientela registrato da un numero ristretto di banche, è stata temporanea. In marzo la posizione di liquidità è migliorata anche per gli istituti di credito interessati dalle riduzioni della raccolta. Il requisito di copertura della liquidità (liquidity coverage ratio, LCR) era ampiamente superiore al minimo regolamentare a dicembre del 2015, ultima data per la quale sono disponibili informazioni⁸ (cfr. il riquadro: *Il liquidity coverage ratio*).

Figura 4.6



Fonte: dati trasmessi alla Banca d'Italia da un campione di 29 gruppi bancari nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.

(1) La figura riporta medie semplici per 14 banche significative (vigilate direttamente dalla BCE) e 15 banche meno significative (vigilate dalla Banca d'Italia in stretta collaborazione con la BCE). Dati medi mensili di rilevazioni settimanali. La posizione netta di liquidità è calcolata come somma algebrica tra le riserve di attività stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema e i flussi di cassa cumulati attesi; l'orizzonte temporale è di un mese; in via precauzionale tutte le scadenze con controparti istituzionali si assumono come non rinnovate.

⁸ L'LCR regolamentare si differenzia dalla posizione netta di liquidità rilevata dalla Banca d'Italia in quanto nella seconda i deflussi netti vengono stimati dalle tesorerie delle banche. I deflussi utilizzati per l'LCR sono invece calcolati a partire dai dati di bilancio, ai quali sono applicati coefficienti regolamentari finalizzati a quantificare riduzioni di valore degli attivi e deflussi di passività sotto ipotesi di stress predefinite.

IL LIQUIDITY COVERAGE RATIO

Il 1° ottobre 2015 è entrato in vigore il regolamento UE/2015/61, che ha introdotto il liquidity coverage ratio (LCR), finalizzato a garantire che le istituzioni creditizie mantengano liquidità sufficiente a fronteggiare i deflussi di cassa attesi in un orizzonte temporale di 30 giorni.

L'LCR è dato dal rapporto tra la riserva di liquidità e i deflussi netti attesi nei 30 giorni in ipotesi di stress. La prima componente è costituita da attività finanziarie non impegnate e prontamente liquidabili. La normativa individua le categorie di attivi (cassa, titoli di Stato, obbligazioni bancarie garantite e titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione con determinate caratteristiche) che possono essere incluse nella riserva di liquidità; indica inoltre le percentuali di riduzione del valore di mercato (haircut) da applicare alle diverse categorie di attività, in ragione della loro liquidabilità. I deflussi netti attesi nei 30 giorni in ipotesi di stress sono pari alla somma algebrica delle entrate e delle uscite attese nell'orizzonte mensile, calcolate applicando coefficienti fissati dalla normativa alle diverse categorie di attività e passività.

Il livello di LCR richiesto dalla regolamentazione è pari al 70 per cento dal 1° gennaio 2016 e aumenterà progressivamente fino a raggiungere il 100 per cento dal 1° gennaio 2018.

Alla fine dello scorso anno l'LCR, per il complesso del sistema bancario, era pari al 155 per cento (tavola); per i primi cinque gruppi era pari al 147 per cento, un valore superiore a quello medio rilevato a giugno del 2015 per un campione di 36 banche europee attive sul mercato internazionale (121 per cento). Le attività incluse nella riserva di liquidità sono di elevata qualità: il 98 per cento è costituito da titoli qualificati dalla normativa come "di primo livello", ovvero più prontamente trasformabili in liquidità in ipotesi di stress.

Tavola

Liquidity coverage ratio delle banche italiane
(dati al 31 dicembre 2015; valori percentuali)

| | LCR | Deflussi attesi a 30 giorni in rapporto al totale attivo | Riserva di liquidità in rapporto al totale attivo | Attività di 1° livello in rapporto alla riserva di liquidità (1) |
|--------------------------------|------------|---|---|---|
| Primi 5 gruppi (2) | 147 | 9 | 13 | 97 |
| Altre banche significative (2) | 113 | 8 | 9 | 96 |
| Banche meno significative (3) | 217 | 6 | 13 | 100 |
| Totale sistema | 155 | 8 | 13 | 98 |

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

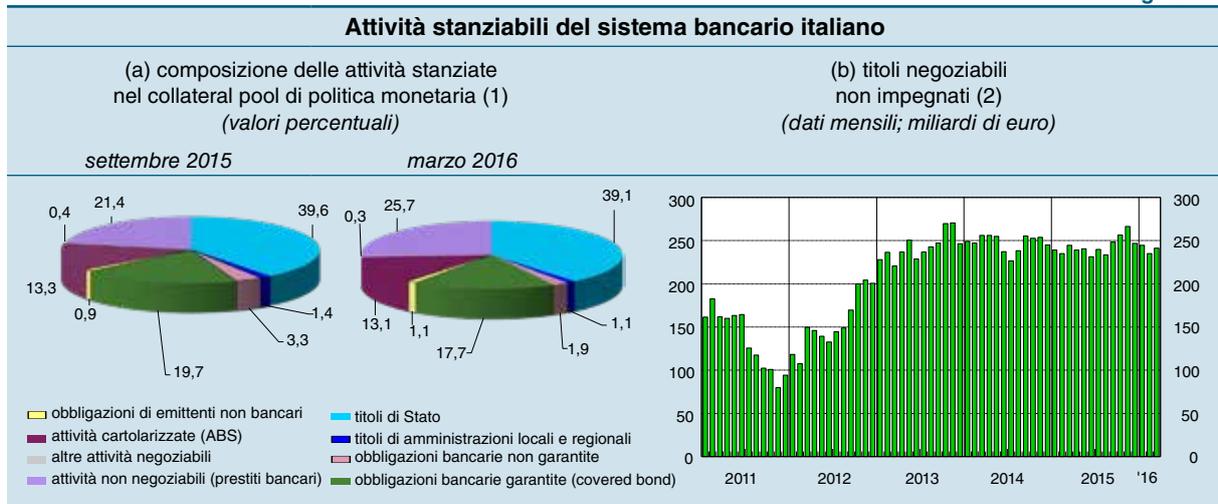
(1) Regolamento delegato UE/2015/61, art. 10. – (2) Banche vigilate direttamente dalla BCE. – (3) Banche vigilate dalla Banca d'Italia in stretta collaborazione con la BCE.

Aumenta la quota dei prestiti bancari stanziati presso la Banca d'Italia...

Da settembre 2015 a marzo scorso il valore delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (collateral pool) è sceso di 5 miliardi, a 252. A fronte di un calo del rifinanziamento pari a 13 miliardi, la quota di attività disponibili a copertura di ulteriori prestiti (overcollateralization) è aumentata dal 36 al 40 per cento. Continua l'incremento

della componente rappresentata dai prestiti bancari, cresciuta al 26 per cento del totale (fig. 4.7.a), un valore tra i più alti nell'area dell'euro.

Figura 4.7



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. Il collateral pool è valutato ai prezzi rilevati dal Common Eurosystem Pricing Hub (CEPH), al netto degli haircut. – (2) Dati di fine periodo riferiti all'intero sistema bancario, esclusa la CDP spa. Sono considerati negoziabili i titoli stanziabili presso l'Eurosystem. Gli importi sono espressi al valore di mercato segnalato dalle banche, al netto degli haircut applicati dall'Eurosystem.

...e le riserve di liquidità disponibili si mantengono elevate

L'ammontare dei titoli negoziabili disponibili fuori dal collateral pool, per larga parte titoli di Stato, si mantiene elevato (241 miliardi, fig. 4.7.b), il 164 per cento dell'esposizione presso l'Eurosystem e il 95 per cento di quella sui mercati dei pronti contro termine.

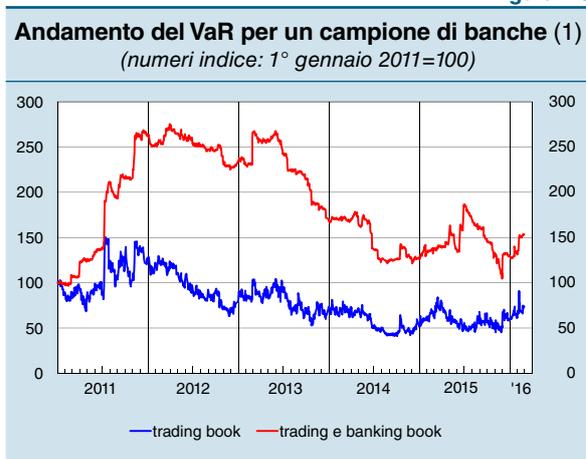
4.4 I RISCHI DI TASSO DI INTERESSE E DI MERCATO

L'esposizione al rischio di tasso di interesse è bassa e in calo...

La prolungata fase di bassi tassi di interesse non ha indotto le banche ad assumere un maggiore rischio di tasso di interesse, che è diminuito. Un rialzo di 200 punti base della curva dei rendimenti priva di rischio determinerebbe, per i 13 principali gruppi bancari italiani, una riduzione del valore economico delle attività al netto delle passività pari in media al 4,1 per cento del patrimonio di vigilanza a dicembre 2015, a fronte del 4,8 per cento registrato in giugno⁹. Per tutti i principali gruppi l'esposizione risulta ampiamente al di sotto dell'attuale soglia di attenzione definita dalla regolamentazione internazionale nella misura del 20 per cento del patrimonio di vigilanza. Considerando uno scenario opposto, di ridu-

⁹ La variazione del valore economico delle attività al netto delle passività viene calcolata sulla base delle stime effettuate dalle 13 banche partecipanti alla rilevazione, avvalendosi di modelli comportamentali con riferimento in particolare al rimborso anticipato dei mutui e alla reattività dei tassi sui depositi a vista.

Figura 4.8



Fonte: dati relativi a un campione di 6 gruppi bancari che utilizzano modelli interni per la quantificazione dei rischi di mercato.
 (1) Medie ponderate per la dimensione dei portafogli dei singoli intermediari. Il VaR rappresenta la perdita di valore del portafoglio che in un dato intervallo temporale (10 giorni) non sarà superata con un certo livello di confidenza (il 99 per cento). Gli indici riflettono l'andamento dei VaR riferiti a tutte le posizioni (titoli e derivati) iscritti in bilancio al fair value (linea rossa) e alla sola componente iscritta nel portafoglio di trading (linea blu). Una diminuzione segnala una riduzione del rischio.

zione dei tassi tale da portare la curva dei rendimenti a zero sulle scadenze per le quali si registravano a dicembre del 2015 tassi positivi, lasciando invece invariati i tassi negativi, il valore economico netto dei maggiori gruppi bancari italiani aumenterebbe in media del 2,8 per cento del patrimonio di vigilanza (3,9 per cento a giugno del 2015).

...ma aumentano i rischi di mercato

Il Value at Risk (VaR) relativo al complesso dei portafogli valutati al fair value (banking e trading book) e quello relativo al solo portafoglio di negoziazione sono aumentati a partire da dicembre, risentendo della maggiore volatilità dei principali mercati finanziari (fig. 4.8).

4.5 IL PATRIMONIO E LA REDDITIVITÀ

Prosegue il rafforzamento patrimoniale

Alla fine dello scorso anno il capitale di migliore qualità (common equity tier 1, CET1) delle banche italiane era pari in media al 12,3 per cento delle attività ponderate per i rischi. Per quelle significative il CET1 ratio era pari all'11,5 per cento, un valore inferiore di circa due punti percentuali alla media rilevata dall'EBA per un campione di grandi banche europee¹⁰. Per due banche italiane significative sono in corso aumenti di capitale per 2,5 miliardi di euro. Tali aumenti consentiranno a questi intermediari, come già avviene per tutte le altre banche significative italiane, di rispettare le richieste formulate dalla BCE a seguito del processo di revisione e valutazione prudenziale (supervisory review and evaluation process) concluso alla fine dello scorso anno. Al buon esito di tali operazioni contribuirà la recente costituzione del fondo Atlante. In occasione di un'importante operazione di aggregazione, un'altra banca significativa ha annunciato un aumento di capitale per un miliardo, in modo da consentire al nuovo gruppo di essere sin dall'inizio fortemente patrimonializzato.

Il livello medio di patrimonializzazione è eterogeneo tra le diverse classi dimensionali di banche: alla fine del 2015 il CET1 ratio medio dei cinque maggiori gruppi era pari all'11,8 per cento, mentre quello delle banche più piccole, in particolare delle banche di credito cooperativo (BCC), era del 16,6 per cento. Il divario a favore delle BCC si è quasi dimezzato dal 2007, quando era pari a quasi nove punti percentuali. Per un numero crescente di questi intermediari i flussi di autofinanziamento non sono più sufficienti a fronteggiare l'adeguamento del livello di copertura dei crediti deteriorati e lo sviluppo dell'attività. La capacità delle BCC di rafforzare il patrimonio è infatti limitata dai vincoli connessi con la forma cooperativa, che condizionano la capacità di accedere al mercato dei capitali. Tali caratteristiche rendono difficoltoso, in caso di necessità, l'adeguamento del capitale di singole BCC nella misura e con la rapidità imposte dal nuovo contesto regolamentare e istituzionale. La riforma recentemente varata, nel preservare la natura mutualistica dell'attività, consentirà di rafforzare la solidità del sistema e di migliorarne gli assetti del governo societario (cfr. il riquadro: *La recente riforma delle banche di credito cooperativo*).

LA RECENTE RIFORMA DELLE BANCHE DI CREDITO COOPERATIVO

Il settore del credito cooperativo è stato riformato dal DL 18/2016 convertito, con modificazioni, dalla L. 49/2016, allo scopo di accrescere l'integrazione del comparto, favorirne il rafforzamento patrimoniale, agevolare la soluzione di eventuali situazioni di difficoltà nel contesto delle nuove regole europee e dell'Unione bancaria; al contempo, la riforma preserva i caratteri essenziali di mutualità e localismo di questa categoria di banche.

¹⁰ Per maggiori dettagli, cfr. EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q4 2015* (<http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>).

La riforma introduce nel Testo unico bancario (TUB) l'istituto del gruppo bancario cooperativo, composto da una capogruppo in forma di società per azioni avente un patrimonio netto di almeno un miliardo di euro e dalle BCC affiliate alla capogruppo attraverso un contratto di coesione, nonché dalle altre società bancarie, finanziarie e strumentali controllate dalla capogruppo.

Il contratto di coesione disciplina, fra l'altro: (a) i poteri di direzione e coordinamento della capogruppo sulle BCC aderenti, che devono essere proporzionati alla rischiosità delle stesse; (b) la garanzia in solido delle obbligazioni assunte dalla capogruppo e dalle altre banche del gruppo; (c) le condizioni di ammissione al gruppo. Nei casi di deviazione dagli indirizzi strategici e operativi definiti dalla capogruppo, quest'ultima può porre in atto interventi correttivi e misure sanzionatorie, comprese la rimozione e la sostituzione degli organi aziendali, nonché l'esclusione della BCC dal gruppo.

Il capitale della capogruppo è detenuto, di norma, in misura maggioritaria dalle BCC aderenti al gruppo; tuttavia, in casi di necessità, è previsto che il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), sentita la Banca d'Italia, possa fissare una soglia di capitale diversa, così da rendere possibile l'ingresso di altri azionisti anche in misura tale da far scendere la quota delle BCC sotto la soglia della maggioranza.

Lo strumento con cui la capogruppo potrà intervenire per ripatrimonializzare BCC in difficoltà è costituito dalle azioni di finanziamento, speciale categoria di azioni pienamente computabile come common equity tier 1 (CET1) della BCC emittente e sottoscrivibile in precedenza solo da determinate categorie di operatori (sistemi di garanzia e fondi mutualistici della categoria). Per consentire un investimento ingente rispetto al capitale della BCC e per accompagnare l'intervento finanziario con adeguati diritti di governance, l'intervento della capogruppo è svincolato dalle limitazioni quantitative, territoriali e di voto che caratterizzano normalmente la partecipazione del socio cooperatore della BCC. Per favorire la patrimonializzazione delle singole BCC, sono innalzati l'ammontare massimo di capitale detenibile da un socio (da 50.000 a 100.000 euro) e il numero minimo di soci di una BCC (da 200 a 500). A tutela della mutualità viene confermato che ciascuna BCC deve operare prevalentemente con i soci e nell'ambito territoriale di competenza e che il rispetto di tali regole costituisce condizione per la qualifica della BCC come cooperativa a mutualità prevalente anche ai fini del regime fiscale agevolato.

Per l'attuazione della riforma sono attribuite competenze normative secondarie al MEF e alla Banca d'Italia. In particolare è rimessa al MEF, sentita la Banca d'Italia, l'eventuale definizione di: una misura minima di patrimonio netto della capogruppo maggiore di un miliardo; una soglia di capitale della capogruppo detenuta dalle BCC inferiore alla maggioranza; modalità e criteri per salvaguardare le peculiarità linguistiche e culturali delle BCC insediate in Regioni a statuto speciale e nelle Province autonome di Trento e di Bolzano. Alla Banca d'Italia compete, invece, dettare disposizioni concernenti: i requisiti minimi organizzativi e operativi della capogruppo; il contenuto minimo del contratto di coesione; le caratteristiche della garanzia in solido; il procedimento per la costituzione del gruppo e l'adesione allo stesso.

È previsto un periodo transitorio per l'avvio a regime del nuovo assetto, di durata non superiore a 18 mesi dall'entrata in vigore delle norme secondarie di attuazione. L'appartenenza a un gruppo bancario cooperativo è condizione per ottenere o mantenere l'autorizzazione a esercitare l'attività bancaria in forma di BCC; per quelle BCC che non vogliono far parte di un gruppo della specie sono state peraltro introdotte norme volte a salvaguardare la facoltà di non aderirvi, purché siano rispettate talune condizioni (way out). La facoltà di uscita può essere esercitata da una o più BCC, tra cui almeno una avente patrimonio netto superiore a 200 milioni di euro al 31 dicembre 2015, che presentino alla Banca d'Italia, entro 60 giorni dalla conversione del decreto legge, istanza per la cessione dell'azienda bancaria a una banca in forma di società per azioni, anche neocostituita. La BCC che esercita la facoltà del way out deve versare al bilancio dello Stato un importo pari al 20 per cento del patrimonio netto; le rimanenti

riserve patrimoniali rimangono in capo al soggetto che cede l'azienda bancaria, il quale diviene una cooperativa non bancaria e si obbliga a mantenere in statuto le clausole di prevalenza mutualistica, incluse quelle che sanciscono l'indivisibilità delle riserve tra i soci. In caso di mancato ottenimento delle autorizzazioni di vigilanza, la BCC può, entro i successivi 90 giorni, aderire a uno dei gruppi bancari cooperativi costituitisi o, in mancanza, trasformarsi in una banca con la forma giuridica di società per azioni o sciogliersi; in entrambi i casi devolgerà integralmente il patrimonio ai fondi mutualistici per la cooperazione.

In sede di conversione del decreto legge sono state introdotte anche previsioni volte a costituire un fondo temporaneo con finalità di mutua assicurazione e di consolidamento del settore, che opererebbe nel periodo precedente la costituzione dei gruppi bancari cooperativi. Il fondo, promosso dall'associazione di categoria delle BCC, sarebbe costituito con strumento di natura privatistica e determinerebbe autonomamente i propri sistemi di contribuzione e i limiti di impegno delle aderenti.

Il leverage ratio è elevato nel confronto internazionale

Il leverage ratio, un indicatore prudenziale di leva finanziaria che rispetto ai tradizionali coefficienti patrimoniali coglie la dimensione complessiva del bilancio dell'intermediario¹¹, è più elevato rispetto alla media europea. Per i primi cinque gruppi bancari esso è pari al 4,9 per cento, un valore superiore sia a quello minimo del 3 per cento¹², sia a quello medio rilevato lo scorso giugno per un campione di 36 grandi banche europee attive internazionalmente (4,2 per cento).

Migliora la redditività delle banche italiane...

La redditività delle banche sta beneficiando della ripresa ciclica. Nel 2015 il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), al netto delle svalutazioni sugli avviamenti, è stato pari al 3,1 per cento (4,6 per cento per i cinque maggiori gruppi). I ricavi sono cresciuti di poco meno del 2 per cento, soprattutto per il forte aumento delle commissioni sull'attività di gestione del risparmio. I contributi versati in dicembre dagli istituti di credito al Fondo nazionale di risoluzione (2,3 miliardi)¹³ per la risoluzione delle quattro banche hanno comportato un aumento dei costi operativi del 4,8 per cento. In assenza di nuovi interventi, la contribuzione annuale al Fondo a carico delle banche italiane (prevista per i prossimi otto anni) si dovrebbe ridurre a circa un terzo dell'ammontare versato nel 2015 (cfr. il riquadro: *Il finanziamento del Fondo di risoluzione unico*).

IL FINANZIAMENTO DEL FONDO DI RISOLUZIONE UNICO

Il Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism, SRM), operativo nell'area dell'euro dall'inizio del 2016, prevede la compartecipazione delle banche ai costi delle eventuali crisi dei principali intermediari dell'area, al fine di contenere fenomeni di azzardo morale e accrescere, per questo canale, la stabilità finanziaria (cfr. il riquadro: *La nuova disciplina sulle crisi bancarie, il recepimento della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2015).

¹¹ Il leverage ratio è calcolato come rapporto tra il capitale tier 1 e una misura dell'attivo non ponderata per il rischio. Nel confronto internazionale riportato successivamente è stata utilizzata la definizione di capitale tier1 che sarà in vigore alla fine del periodo transitorio previsto dal regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR).

¹² Il minimo del 3 per cento è una misura indicativa fissata dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nel 2010 a soli fini di monitoraggio, con l'obiettivo di introdurre una misura obbligatoria a partire dal 2018, dopo aver valutato la congruità del valore minimo.

¹³ L'importo si riferisce ai contributi ordinari e straordinari versati dalle banche individuali aventi sede in Italia; non comprende i contributi versati dalle componenti estere dei gruppi bancari italiani, versati ai rispettivi fondi di risoluzione nazionali.

La compartecipazione si realizza attraverso la contribuzione al Fondo di risoluzione unico (Single Resolution Fund), effettuata, in via ordinaria, mediante versamenti su base annuale¹ che, entro il 1° gennaio 2024, dovranno raggiungere l'1 per cento dei depositi protetti di tutte le banche dell'area euro (circa 55 miliardi di euro). I contributi sono versati alle autorità di risoluzione nazionali e saranno gradualmente mutualizzati all'interno dell'area, secondo le modalità indicate nell'accordo intergovernativo del maggio 2014. Quest'ultimo prevede: (a) la costituzione in seno al Fondo di comparti nazionali separati; (b) l'assegnazione transitoria a tali comparti dei contributi raccolti presso i singoli Stati; (c) il parallelo trasferimento, in via progressiva, delle risorse dai comparti nazionali al Fondo unico in modo che, a regime (1° gennaio 2024), le risorse stesse siano definitivamente messe in comune per sostenerne le operazioni e il funzionamento.

Concorrono ad alimentare le dotazioni finanziarie del Fondo gli attivi derivanti dalle azioni di risoluzione e i proventi dagli investimenti delle risorse. Nel caso in cui i contributi dovuti non siano immediatamente accessibili o non siano sufficienti, il Comitato di risoluzione può contrarre prestiti o altre forme di finanziamento presso terzi, alle migliori condizioni finanziarie offerte dal mercato. Ove le risorse siano insufficienti, è ammesso anche il ricorso a forme di finanziamento pubblico. In quest'ultimo caso è previsto un finanziamento-ponte, approvato nel dicembre 2015 dagli Stati membri partecipanti all'Unione bancaria, per un importo massimo di 55 miliardi di euro; a partire dal 2016 ciascuno Stato membro fornisce infatti al Comitato una linea di credito per sostenere il proprio comparto nazionale nel Fondo, con l'obiettivo di assicurare la pronta disponibilità delle risorse necessarie. Le linee di credito nazionali saranno utilizzate in ultima istanza, una volta esaurite le altre fonti di finanziamento già disponibili e gli Stati avranno il diritto di rivalersi sul settore bancario nazionale per l'importo dei contributi anticipati. Tale soluzione consente di contenere l'onere per le finanze pubbliche nel medio termine e rispettare le regole del mercato interno in materia di aiuti di Stato.

Le decisioni sull'utilizzo del Fondo sono di competenza del Comitato di risoluzione unico. La partecipazione del Fondo al finanziamento delle misure di risoluzione avviene solo dopo l'applicazione dello strumento del salvataggio interno (bail-in), in misura almeno pari all'8 per cento del totale delle passività della banca sottoposta a risoluzione; il suo contributo non può comunque superare il 5 per cento delle passività.

¹ La misura dei contributi è calcolata annualmente dall'organo di governo dell'SRM ossia dal Comitato di risoluzione unico (Single Resolution Board, SRB), previa consultazione della BCE o dell'autorità nazionale competente e in stretta cooperazione con le autorità nazionali di risoluzione. La contribuzione annuale è determinata in base alla quota del complesso delle passività (esclusi i fondi propri e i depositi protetti) facente capo a ciascuna banca. La contribuzione base è poi corretta in ragione del profilo di rischio della banca; la correzione può determinare uno sconto (entro il 20 per cento) ovvero una penalizzazione (sino al 50 per cento) rispetto alla contribuzione base. Data la bassa probabilità di accesso alle risorse del Fondo di risoluzione, le banche di minore dimensione corrispondono un contributo fisso che varia tra 1.000 e 50.000 euro. Laddove i mezzi finanziari derivanti dai contributi ordinari ex ante fossero insufficienti per coprire le perdite e i costi del Fondo, possono essere raccolte ex post contribuzioni straordinarie addizionali; l'ammontare annuo dei contributi ex post non può superare il triplo dell'importo annuo dei contributi ordinari.

Prosegue la contrazione del numero degli sportelli e di quello dei dipendenti. Alla crescita degli utili ha contribuito in misura determinante la flessione delle rettifiche di valore (-34,8 per cento), la cui incidenza sul risultato di gestione si è ridotta al 65,4 per cento (fig. 4.9). La riduzione è stata più marcata per le banche di maggiore dimensione.

...che si avvicina a quella di altre banche europee...

La redditività delle banche italiane, benché in miglioramento, è ancora inferiore a quella delle altre banche europee. Con la ripresa economica il divario si sta riducendo. La differenza è in larga parte spiegata dall'entità della contrazione della produzione durante gli anni della crisi e dai modelli di attività. Le banche che

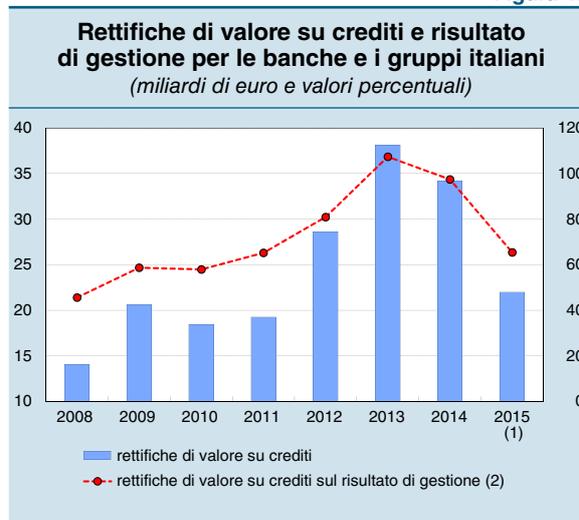
ottengono quote elevate dei loro ricavi dai prestiti alle famiglie e alle piccole e medie imprese hanno subito gli effetti della recessione in misura maggiore delle altre, sia per la riduzione del margine di interesse sia per l'aumento delle rettifiche di valore sui crediti¹⁴. Nel 2015 il rapporto tra costi e ricavi delle banche italiane (65 per cento) era superiore di soli due punti percentuali rispetto a quello degli altri intermediari dell'Unione europea. Il differenziale di ROE era pari a 1,6 punti, contro 7,1 dell'anno precedente¹⁵.

...e continuerà a crescere, seppure a passo moderato

Secondo nostre stime, coerenti con gli scenari macroeconomici più recenti e in linea con le previsioni di

Consensus Economics, gli utili delle banche italiane continueranno a crescere, seppure a passo moderato, anche nell'anno in corso. L'aumento sarebbe in larga parte attribuibile alla ripresa dell'economia che determinerebbe una nuova riduzione delle perdite su crediti. All'aumento della redditività contribuirebbe anche la contrazione dei costi.

Figura 4.9



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Dati provvisori. - (2) Scala di destra.

¹⁴ E. Bonaccorsi di Patti, R. Felici e F.M. Signoretti, *Euro area significant banks: main differences and recent performances*, Questioni di economia e finanza, 306, 2016.

¹⁵ Per maggiori dettagli, cfr. EBA, *Risk Dashboard. Data as of Q4 2015* (<http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>).

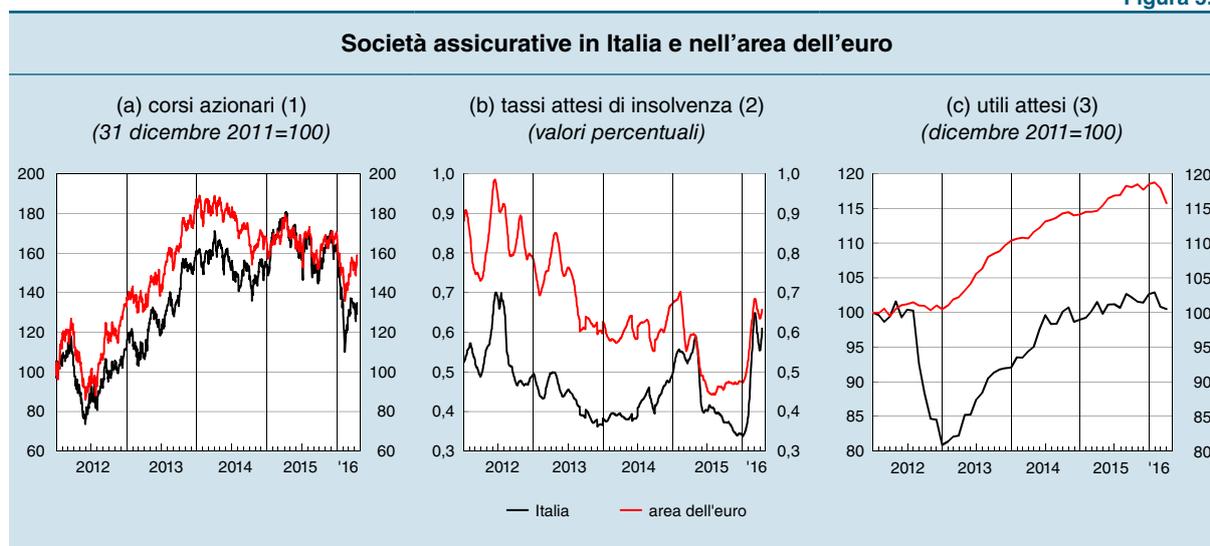
5 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

5.1 LE ASSICURAZIONI

Gli indicatori di mercato sono peggiorati...

I corsi azionari delle compagnie di assicurazione italiane sono scesi in misura rilevante (fig. 5.1.a), risentendo delle tensioni sui mercati internazionali (cfr. il capitolo 1); la flessione dei corsi e l'aumento della loro volatilità hanno determinato un repentino aumento dei tassi attesi di insolvenza impliciti nelle quotazioni (fig. 5.1.b). Gli utili attesi delle compagnie italiane, nonostante una riduzione in febbraio, si mantengono in linea con i valori medi del 2015 (fig. 5.1.c).

Figura 5.1



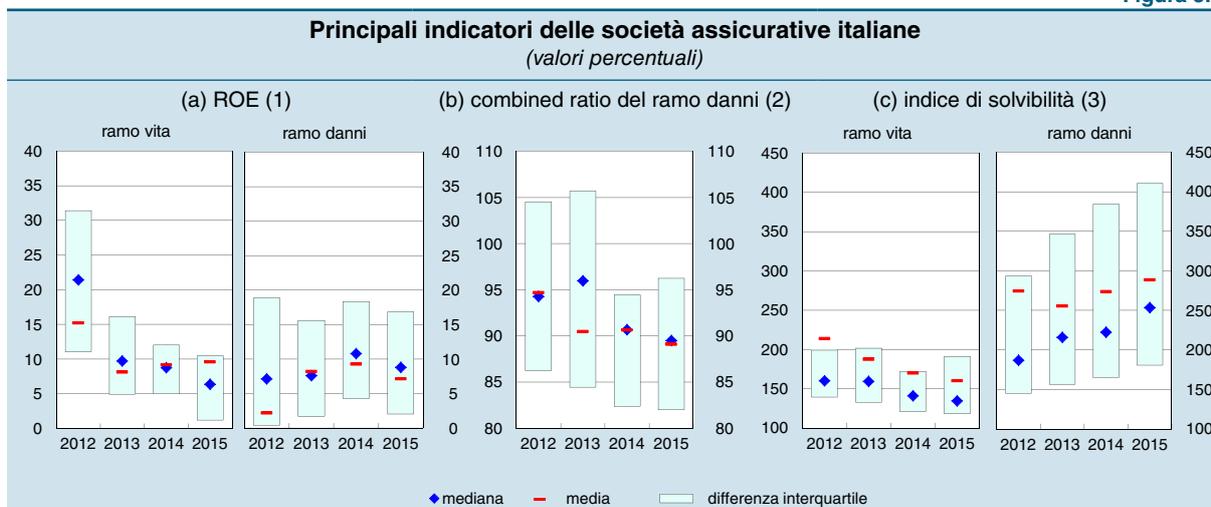
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Moody's KMV.

(1) Dati giornalieri. Indici dei corsi azionari delle società assicurative. – (2) Medie a 30 giorni di dati giornalieri. I tassi attesi di insolvenza (expected default frequencies, EDF), calcolati sulla base del prezzo e della volatilità dei titoli azionari delle società cui si riferiscono, misurano la probabilità che il valore di mercato delle attività risulti inferiore a quello delle passività in un orizzonte di un anno. Il grafico mostra la media degli EDF ponderata per i valori di bilancio dell'attivo delle società assicurative considerate. L'Italia comprende Assicurazioni Generali, Mediolanum Assicurazioni, Società Cattolica Assicurazioni, UGF Assicurazioni, Vittoria Assicurazioni; l'area dell'euro comprende le società incluse nell'indice Moody's KMV del settore assicurativo europeo. – (3) Media ponderata (per il numero di azioni in circolazione a marzo 2016) degli utili attesi per azione nei 12 mesi successivi alla data di riferimento delle società assicurative italiane considerate (cfr. nota 2) e di un campione delle principali società assicurative dell'area dell'euro.

...ma la redditività rimane positiva e la situazione patrimoniale solida

La redditività effettiva delle compagnie di assicurazione italiane è rimasta elevata (fig. 5.2.a): nel 2015 il rendimento medio del capitale e delle riserve (ROE) è stato del 9,6 per cento nel ramo vita e del 7,2 nel ramo danni. Nel primo comparto la redditività ha continuato a beneficiare dell'andamento positivo della raccolta, mentre nel secondo è stata sostenuta dalla minore incidenza dei sinistri (fig. 5.2.b), pur risentendo dell'ulteriore calo dei premi (-2,4 per cento rispetto al 2014). I fondi propri delle compagnie rimangono ampiamente sopra i valori richiesti dalla normativa prudenziale (fig. 5.2.c).

Figura 5.2



Si riduce il rischio di liquidità del ramo vita

Nel primo trimestre dell'anno il rapporto tra riscatti e premi del ramo vita – un indicatore del rischio di liquidità – è sceso di circa tre punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, al 30,2 per cento, portandosi sui livelli minimi dal 2012 (fig. 5.3). Il miglioramento è riconducibile principalmente al calo delle richieste di riscatto.

L'investimento in titoli di Stato italiani resta elevato

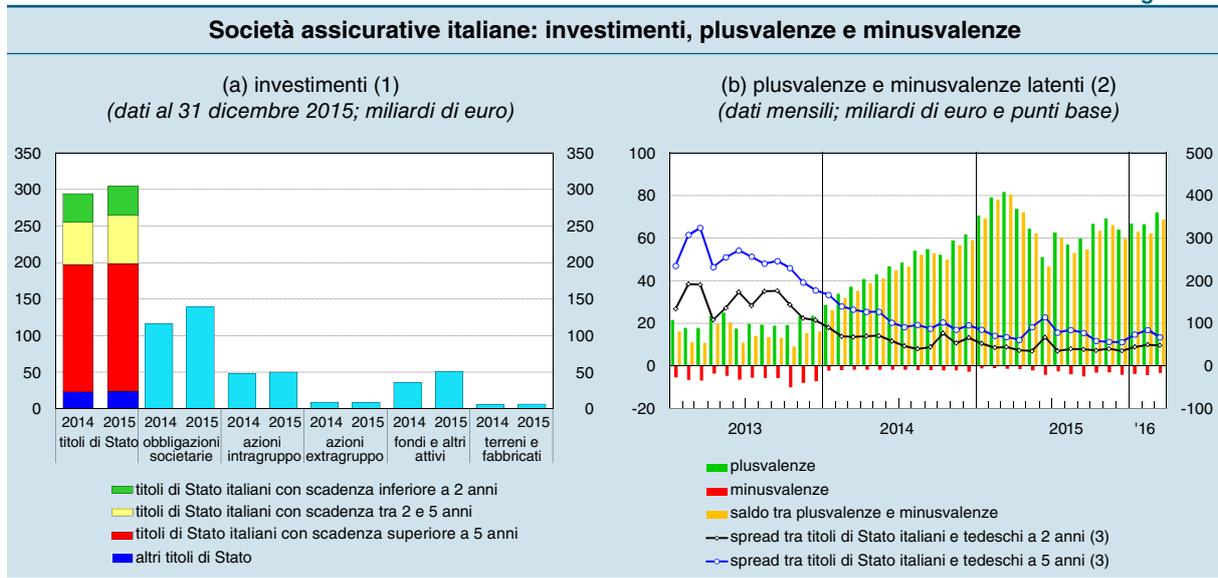
Gli investimenti rimangono concentrati nei titoli di Stato, in prevalenza italiani (fig. 5.4.a). Le plusvalenze nette si mantengono elevate, pur mostrando negli ultimi mesi un aumento della volatilità legato agli andamenti dei mercati finanziari (fig. 5.4.b). Le indagini condotte periodicamente dall'Ivass per valutare le politiche di investimento dei principali gruppi indicano che le compagnie stanno diversificando i propri investimenti mediante l'acquisto di titoli obbligazionari privati e quote di fondi comuni, ma non sono in atto strategie volte a innalzare i profili di rischio e di rendimento dei portafogli. Gli investimenti diretti in obbligazioni emesse da imprese non quotate (minibond) e in titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione di tali strumenti rimangono su livelli assai contenuti (rispettivamente, 13 e 10 milioni di euro nel 2015)¹. Nessuna compagnia ha concesso finanziamenti diretti.

Figura 5.3



¹ Tali importi sono ampiamente sotto i limiti previsti dalla normativa in vigore sino alla fine del 2015. La nuova disciplina prudenziale (il regime Solvibilità II) non prevede limiti quantitativi espliciti.

Figura 5.4

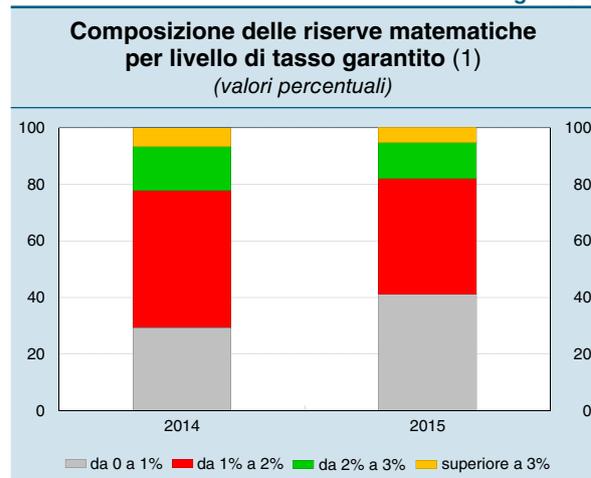


I rischi derivanti dai bassi tassi di interesse sono contenuti

Il basso livello dei tassi di interesse ha un impatto limitato sulla redditività del comparto vita, in virtù del buon allineamento dei rendimenti e della durata finanziaria delle attività e delle passività di bilancio. Ciò riflette sia politiche di investimento che in passato hanno privilegiato i titoli di Stato italiani, con rendimenti relativamente elevati, sia politiche di offerta volte a contenere le garanzie di rendimento. Oltre il 95 per cento delle riserve matematiche complessive si riferisce a prodotti con garanzia di rendimento inferiore al 3 per cento e negli ultimi dodici mesi è significativamente aumentata la quota delle riserve matematiche relative a prodotti con tasso garantito inferiore all'1 per cento (fig. 5.5). Per contenere ulteriormente l'impatto dei bassi tassi sulla redditività, nel corso del 2015 le compagnie hanno accresciuto la quota di prodotti unit-linked e multiramo, per i quali il rischio di investimento ricade del tutto o in parte sugli assicurati (cfr. il riquadro: *I prodotti multiramo*). L'indagine condotta periodicamente dall'Ivass sui contratti vita con garanzia di rendimento indica che la riserva aggiuntiva necessaria a fronteggiare il rischio di inadempimento delle obbligazioni verso gli assicurati rimane su livelli contenuti (poco più dello 0,3 per cento delle riserve matematiche).

Il basso livello dei tassi di interesse ha un impatto limitato sulla redditività del comparto vita, in virtù del buon allineamento dei rendimenti e della durata finanziaria delle attività e delle passività di bilancio. Ciò riflette sia politiche di investimento che in passato hanno privilegiato i titoli di Stato italiani, con rendimenti relativamente elevati, sia politiche di offerta volte a contenere le garanzie di rendimento. Oltre il 95 per cento delle riserve matematiche complessive si riferisce a prodotti con garanzia di rendimento inferiore al 3 per cento e negli ultimi dodici mesi è significativamente aumentata la quota delle riserve matematiche relative a prodotti con tasso garantito inferiore all'1 per cento (fig. 5.5). Per contenere ulteriormente l'impatto dei bassi tassi sulla redditività, nel corso del 2015 le compagnie hanno accresciuto la quota di prodotti unit-linked e multiramo, per i quali il rischio di investimento ricade del tutto o in parte sugli assicurati (cfr. il riquadro: *I prodotti multiramo*). L'indagine condotta periodicamente dall'Ivass sui contratti vita con garanzia di rendimento indica che la riserva aggiuntiva necessaria a fronteggiare il rischio di inadempimento delle obbligazioni verso gli assicurati rimane su livelli contenuti (poco più dello 0,3 per cento delle riserve matematiche).

Figura 5.5



I PRODOTTI MULTIRAMO

Il basso livello dei tassi di interesse sta spingendo le compagnie di assicurazione sulla vita ad aumentare l'offerta di prodotti multiramo, caratterizzati dalla combinazione di prodotti tradizionali (poliz-

ze rivalutabili) con quelli che hanno una rilevante componente finanziaria (polizze unit-linked). La ripartizione iniziale dei premi tra le varie tipologie di prodotti può essere modificata nel corso della vita del contratto a scelta del contraente o della compagnia. La quota investita in prodotti tradizionali garantisce la protezione del capitale degli assicurati e, in alcuni casi, un rendimento minimo positivo; per contro, la quota destinata a polizze unit-linked è esposta al rischio dell'investimento. Secondo un'indagine dell'Ivass, nel 2015 la raccolta premi dei prodotti multiramo ha superato i 30 miliardi di euro (tavola), pari a circa un quarto della produzione vita complessiva del campione esaminato. Tra il 2013 e il 2015 la raccolta premi di tali polizze è quasi triplicata.

Tavola

| Raccolta premi dei prodotti multiramo (miliardi di euro) | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-----------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 (1) |
| Premi sottoscritti | 11,2 | 18,3 | 30,5 | 36,2 |
| prodotti tradizionali | 8,4 | 12,0 | 18,0 | 20,7 |
| prodotti unit-linked (2) | 2,8 | 6,3 | 12,5 | 15,5 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | |
| Totale premi (3) | 89,3 | 107,4 | 118,8 | .... |

Fonte: elaborazioni Ivass su dati forniti dalle imprese di assicurazione.

(1) Il dato per il 2016 è una stima formulata dalle compagnie e si riferisce a un campione pari all'86 per cento del numero totale di compagnie. –

(2) I prodotti unit-linked sono polizze collegate a fondi interni o OICR. – (3) Premi vita delle imprese incluse nel campione.

La diffusione di questi strumenti è una risposta delle compagnie alla prolungata fase di bassi tassi di interesse. La natura ibrida delle polizze multiramo permette ai clienti di ottenere rendimenti attesi più elevati rispetto ai prodotti tradizionali; nel contempo consente alle compagnie di ridurre i requisiti patrimoniali a fronte dei rischi derivanti dalla minore capacità di adempiere gli obblighi connessi con le garanzie offerte dai prodotti tradizionali.

La possibilità di modificare la ripartizione iniziale del premio rende i prodotti multiramo complessi in termini di valutazione e gestione dei rischi da parte delle compagnie emittenti. In particolare, nel caso in cui l'opzione sia a favore del contraente, il suo esercizio può determinare la necessità per la compagnia di modificare rapidamente l'allocazione del portafoglio. Ciò comporterebbe effetti, in termini di rischi di mercato, che richiederebbero un'adeguata valutazione da parte della compagnia stessa, sia nella fase di strutturazione del prodotto sia in quella di definizione delle strategie di investimento. La diffusione di tali prodotti implica anche maggiori rischi legali e reputazionali derivanti dalla loro elevata complessità.

5.2 L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

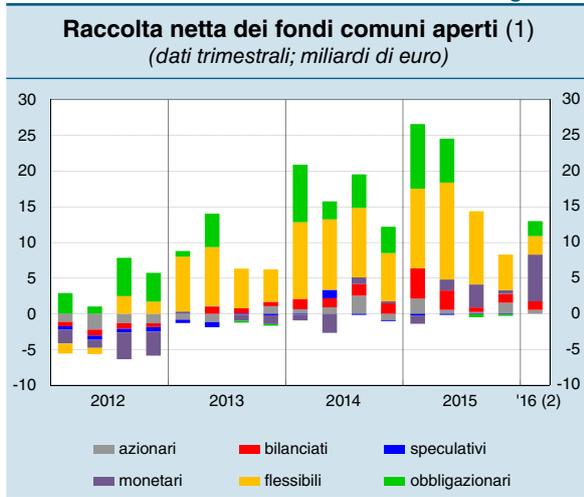
La raccolta netta dei principali comparti rimane positiva

L'industria italiana del risparmio gestito ha continuato a espandersi anche durante la recente fase di forte volatilità dei mercati. La ricerca di protezione dai rischi da parte degli investitori si è riflessa in un aumento delle sottoscrizioni di quote di fondi monetari e in una contrazione dei flussi diretti ai comparti più rischiosi (fig. 5.6).

È stabile la quota di attività illiquide in portafoglio

Si è attenuata la tendenza dei gestori ad ampliare la quota di patrimonio investita in attività meno liquide ma con rendimenti attesi più elevati: alla fine del 2015 il peso di fondi comuni e obbligazioni private nel portafoglio dei fondi aperti era pari al 43 per cento (fig. 5.7). L'attività di trasformazione delle scadenze e il ricorso alla

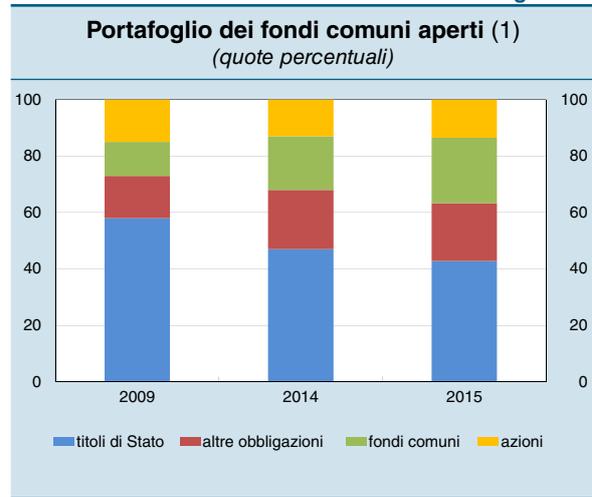
Figura 5.6



Fonte: Assogestioni.

(1) Dati relativi ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi italiani. – (2) Dati preliminari.

Figura 5.7



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Dati relativi ai soli fondi di diritto italiano.

leva finanziaria, oggetto di specifici vincoli prudenziali, rimangono circoscritti a settori che rappresentano solo il 5 per cento del patrimonio complessivo dell'industria.

I fondi pensione non pongono rischi per la stabilità finanziaria

Le gestioni connesse con la previdenza complementare (fondi pensione chiusi e aperti) rappresentano meno del 10 per cento dell'industria italiana del risparmio gestito e comportano rischi assai contenuti per la stabilità finanziaria. I fondi pensione che offrono garanzie sul valore del capitale (quali i fondi a prestazione definita) – vulnerabili a variazioni dei prezzi degli attivi, al rischio di tasso e ai rischi

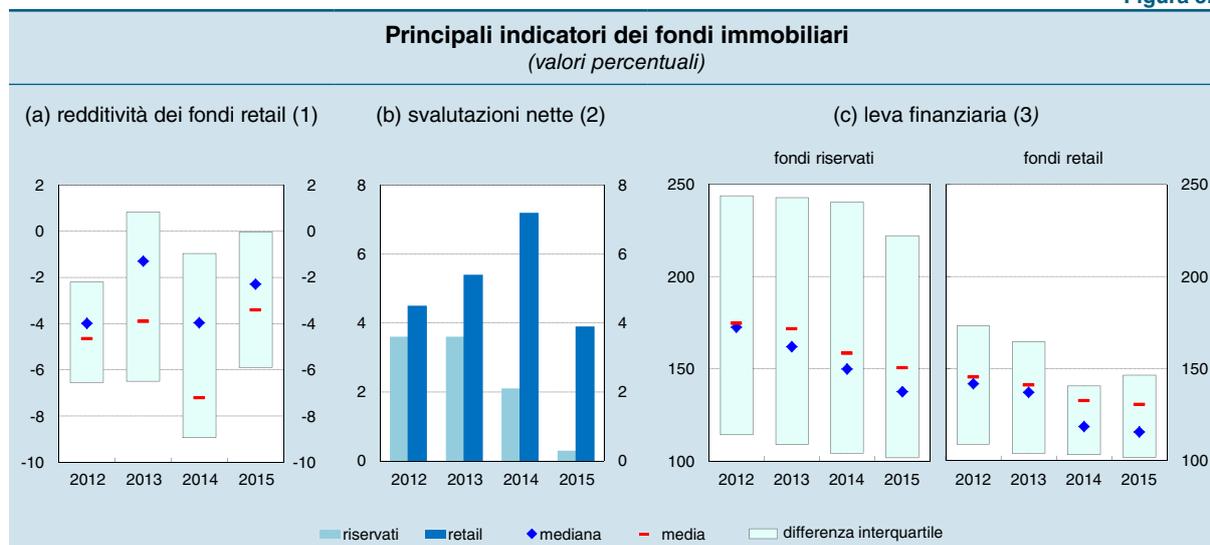
demografici – rappresentano in Italia meno del 10 per cento del totale. Anche i rischi connessi con l'attività di investimento dei fondi pensione sono contenuti, in virtù della bassa variabilità dei flussi di raccolta, della stabilità dell'allocazione degli investimenti e della durata elevata delle passività. Analisi sui fondi pensione italiani ed europei² mostrano che durante la crisi finanziaria le operazioni di investimento dei fondi sono state moderatamente anticicliche.

La redditività dei fondi immobiliari migliora...

I rischi per il comparto dei fondi immobiliari, che erano aumentati durante la crisi, si stanno riducendo grazie al moderato recupero del mercato edile (cfr. il par. 1.3). Sulla base di dati preliminari, nel 2015 la redditività media,

sebbene ancora negativa, è migliorata, in particolare tra i fondi destinati alla clientela al dettaglio (fondi retail; fig. 5.8.a). L'incidenza delle svalutazioni sul totale dell'attivo si è ridotta in media dal 2,6 allo 0,6 per cento, il valore più basso degli ultimi cinque anni (fig. 5.8.b). Sui rendimenti dei fondi continuano tuttavia a pesare le difficoltà incontrate nella vendita dei beni in portafoglio. Nonostante la proroga delle scadenze abbia consentito ai fondi retail di mitigare i rischi connessi con le difficoltà di rimborso, permangono le incertezze sulle prospettive reddituali degli investimenti e sulle eventuali ricadute reputazionali. La potenziale variabilità delle valutazioni del portafoglio immobiliare, considerate la natura illiquida dei beni e l'eterogeneità dei criteri utilizzabili per le stime, è uno dei principali rischi del settore. A presidio di tale rischio, nel 2015 sono stati rafforzati i requisiti organizzativi a tutela dell'indipendenza delle funzioni interne responsabili del processo di valutazione.

² Covip, *Relazione per l'anno 2009, 2010 e EIOPA, IORPs Stress Test Report 2015, 2016.*



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Utile in rapporto alla media del patrimonio netto alla fine dell'anno di riferimento e dell'anno precedente. – (2) Svalutazioni di bilancio al netto delle rivalutazioni in rapporto alla media del totale dell'attivo alla fine dell'anno di riferimento e dell'anno precedente. – (3) Totale attivo in rapporto al patrimonio netto.

...e il loro indebitamento medio si riduce

L'indebitamento medio dei fondi immobiliari ha continuato a scendere (fig. 5.8.c), sia in valore assoluto sia in rapporto al patrimonio; la riduzione è riconducibile principalmente ai fondi di nuova costituzione, caratterizzati da una struttura patrimoniale più equilibrata. Le condizioni di solvibilità rimangono difficili per i fondi avviati prima del 2008, penalizzati da una forte contrazione del valore degli attivi e dalle difficoltà finanziarie dei sottoscrittori. Alcuni di questi fondi hanno beneficiato dell'intervento di nuovi investitori che sono subentrati a quelli originari, o di operatori che hanno acquisito gli attivi in portafoglio. Il grado di indebitamento del segmento retail è in media più contenuto, anche in virtù di specifici vincoli prudenziali. Per questo comparto la disciplina nazionale di recepimento delle disposizioni comunitarie sui fondi alternativi, approvata nel 2015, ha ridotto il limite di leva finanziaria massimo consentito a quelli di nuova costituzione.

