



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

novembre 2024

2 | 2024



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 2 / 2024
Novembre

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

Relazione annuale

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

Bollettino economico

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

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

© **Banca d'Italia, 2024**

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

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

Direttore responsabile

Sergio Nicoletti Altimari

Comitato di redazione

Alessio De Vincenzo e Pierluigi Bologna (coordinatori), Giulia Avola (Ivass), Riccardo Degasperi, Leonardo Del Vecchio, Raffaele Gallo, Francesco Guarino, Simone Letta, Michelina Lo Russo, Valentina Michelangeli, Massimo Molinari, Luca Moller, Valentina Nigro, Federico Calogero Nucera, Angelo Nunnari, Stefano Pasqualini (Ivass), Stefano Pica, Dario Portioli, Alessio Ruggieri

Riquadri

Paolo Cantatore, Federica Ciocchetta, Silvia Magri, Michele Petronzi, Dario Portioli, Stefania Vanacore

Aspetti editoriali

Daniela Falcone, Silvia Mussolin, Marco Paciucci

Grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 15 novembre 2024, salvo diversa indicazione

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

INDICE

SINTESI	5
1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI	7
1.1 I rischi globali e dell'area dell'euro	7
1.2 La condizione macrofinanziaria dell'Italia	9
1.3 I mercati finanziari	10
1.4 I mercati immobiliari	14
1.5 Le famiglie e le imprese	15
2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI	20
2.1 Le banche	20
2.2 Le assicurazioni	34
2.3 L'industria del risparmio gestito	37
3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA	43

INDICE DEI RIQUADRI

Le valutazioni di vigilanza sulle banche meno significative	21
Movimentazione digitale dei depositi e stabilità della raccolta bancaria	26
Analisi delle prove di stress di liquidità condotte dai gestori dei fondi aperti vulnerabili	39

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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

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

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

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

SINTESI

Nel corso del 2024 l'economia mondiale è cresciuta a ritmi modesti e le previsioni per il 2025 indicano un andamento ancora fiacco dell'attività, seppure con dinamiche differenziate tra le diverse aree geografiche. Le guerre in Ucraina e in Medio Oriente e le forti tensioni geopolitiche continuano a rappresentare un fattore di rischio per la stabilità economica e finanziaria globale.

I mercati finanziari internazionali hanno beneficiato di politiche monetarie divenute progressivamente meno restrittive, ma rimangono esposti a una forte incertezza, in un contesto di elevati livelli di debito pubblico in vari paesi e di bassi premi per il rischio per alcune attività finanziarie. Negli Stati Uniti l'esito delle elezioni presidenziali ha determinato una ricomposizione dei portafogli degli investitori dai titoli pubblici a quelli azionari.

In Italia, pur in un contesto macrofinanziario che si mantiene complessivamente stabile dalla scorsa primavera, permangono rischi connessi con le rilevanti tensioni geopolitiche internazionali e con la fragilità del quadro macroeconomico. In prospettiva, la riduzione dei tassi di interesse potrà fornire un impulso positivo all'economia.

Le condizioni sui mercati finanziari nazionali rimangono nell'insieme favorevoli. Il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani a dieci anni e quelli tedeschi ha continuato a ridursi e le condizioni di liquidità del mercato restano distese. La volatilità si è mantenuta bassa, nonostante i temporanei aumenti osservati in concomitanza con le turbolenze dei mercati internazionali nei mesi estivi.

I prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere in termini reali, pur restando inferiori ai livelli pre-pandemici; quelli degli immobili commerciali si sono invece stabilizzati. Nel complesso gli sviluppi sul mercato immobiliare continuano a rappresentare un basso rischio per la stabilità finanziaria in Italia.

Per il settore delle famiglie i rischi rimangono contenuti, a seguito del miglioramento della situazione reddituale e dell'incremento della ricchezza finanziaria. La ricomposizione del risparmio verso i titoli pubblici è proseguita e sono ripresi gli investimenti in strumenti del risparmio gestito e in azioni.

Dopo un lungo periodo di crescita, interrotti solo durante la pandemia, la redditività delle imprese ha mostrato segni di peggioramento. La debolezza del quadro macroeconomico e gli elevati costi di finanziamento potrebbero incidere sui profitti delle aziende più indebitate. La capacità delle imprese di rimborsare i debiti resta tuttavia complessivamente buona e il tasso di deterioramento dei prestiti bancari si conferma contenuto.

Le condizioni del sistema bancario si mantengono favorevoli. Nel primo semestre la redditività è ulteriormente cresciuta e si prevede che essa rimanga alta anche per l'intero 2024. Il riassorbimento da parte dell'Eurosistema dell'abbondante liquidità in eccesso sta procedendo senza difficoltà. In prospettiva, la riduzione del margine di interesse e le maggiori rettifiche attese sui prestiti potrebbero incidere negativamente sulla redditività degli intermediari. La patrimonializzazione è aumentata e per le banche significative è superiore a quella media degli intermediari dei paesi partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico (SSM). L'esposizione ai rischi cibernetici e operativi richiede forte attenzione.

Nel comparto assicurativo la patrimonializzazione, pur rimanendo elevata, si è ridotta lievemente nel primo semestre dell'anno. La redditività è nell'insieme migliorata, ma è ancora negativa nel ramo vita a causa delle minusvalenze sul portafoglio di investimenti. La posizione di liquidità si è mantenuta buona, beneficiando anche di una ripresa della raccolta nel comparto vita.

La raccolta netta dei fondi comuni italiani è tornata positiva: l'andamento favorevole del settore

obbligazionario ha più che compensato i deflussi osservati negli altri comparti. I rischi restano nel complesso contenuti.

Nel corso dell'anno si è rilevata un'ulteriore significativa crescita dei collocamenti di certificates, acquistati prevalentemente dalle famiglie. Si tratta di strumenti di difficile valutazione che possono esporre i detentori a perdite consistenti in caso di scenari avversi. La Banca d'Italia sta segnalando da tempo tale fenomeno e continua a monitorarne l'evoluzione.

In questo Rapporto sono inclusi tre riquadri tematici. Il primo illustra le più recenti valutazioni di vigilanza sulle banche meno significative; esse non mostrano variazioni rilevanti nella rischiosità

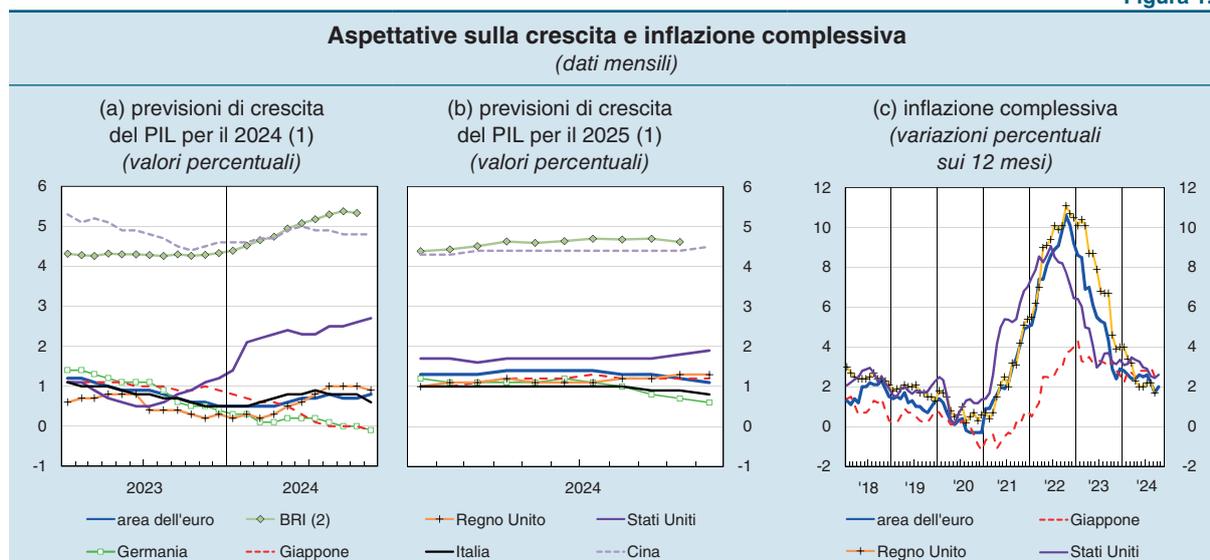
complessiva di questi intermediari. Nel secondo si riportano i risultati di un'analisi sulla relazione tra la propensione dei clienti a utilizzare i canali digitali per movimentare i fondi depositati e la stabilità della raccolta bancaria; i risultati indicano che durante la fase di rialzo dei tassi di interesse non si sono registrate differenze significative nell'andamento dei depositi a vista tra banche con clientela altamente propensa a ricorrere ai canali digitali e altre banche; le prime hanno invece aumentato maggiormente i depositi a termine. Nel terzo riquadro si dà conto delle analisi di vigilanza sulle prove di stress condotte dai gestori di fondi comuni aperti potenzialmente vulnerabili; tali analisi rilevano la presenza di ambiti di miglioramento, seppure a fronte di prassi sostanzialmente conformi alla regolamentazione vigente.

1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI GLOBALI E DELL'AREA DELL'EURO

L'economia mondiale ha continuato a espandersi a ritmi relativamente modesti negli ultimi mesi. Segnali di debolezza sono emersi soprattutto nell'area dell'euro, dove tuttavia si è registrato un lieve miglioramento nel terzo trimestre, e in Cina, mentre negli Stati Uniti la crescita si sta dimostrando più solida del previsto (fig. 1.1.a). Le attese per il 2025 continuano a prefigurare un'attività nel complesso ancora fiacca, con rischi al ribasso legati al protrarsi dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente e alle tensioni commerciali tra paesi (fig. 1.1.b). L'inflazione nelle economie avanzate è tornata in prossimità dei livelli obiettivo delle banche centrali (fig. 1.1.c), che hanno avviato un processo di normalizzazione della politica monetaria.

Figura 1.1



Fonte: per le previsioni di crescita del PIL, Consensus Economics; per l'inflazione, statistiche nazionali.

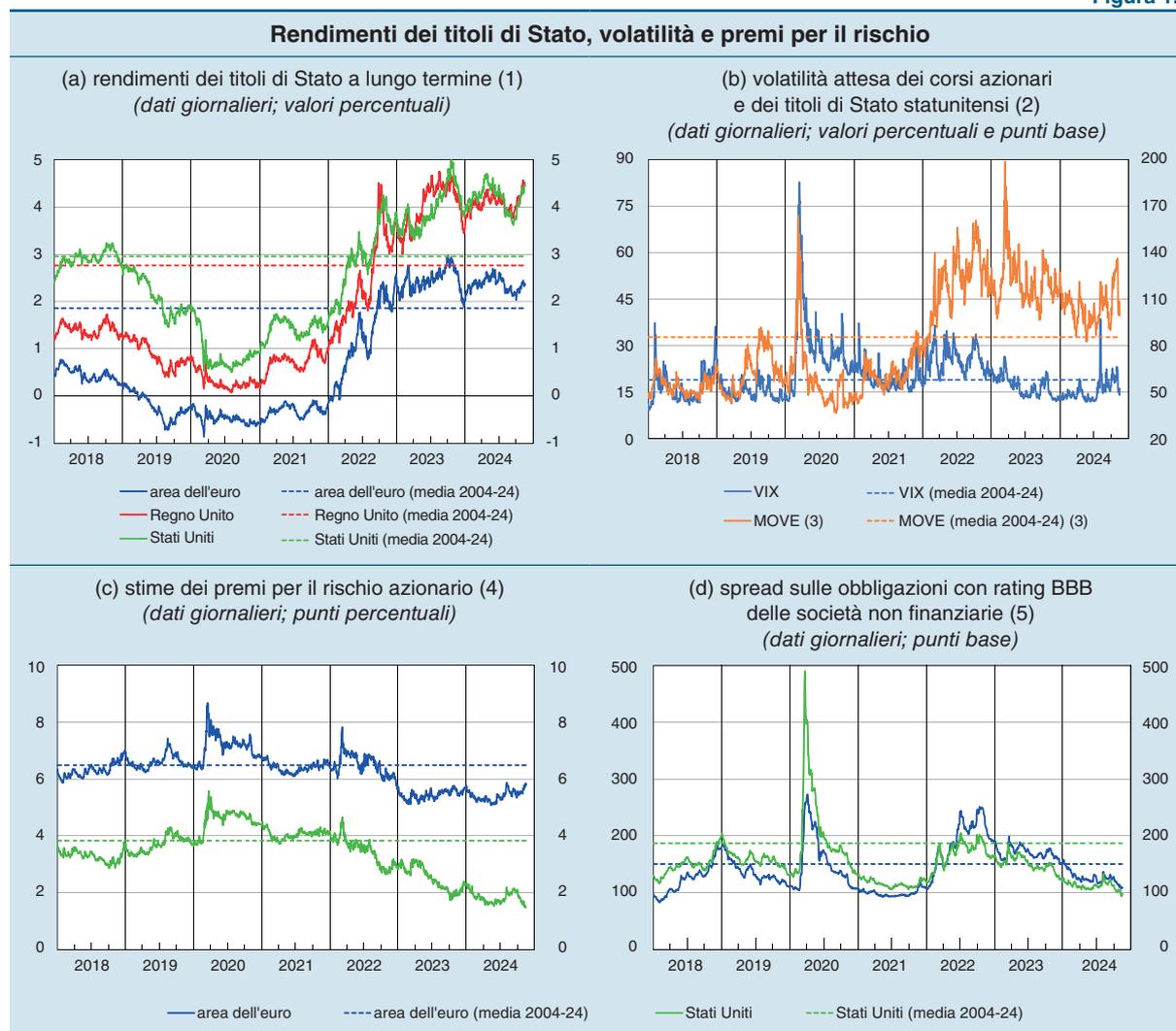
(1) L'asse delle ascisse riporta il mese di pubblicazione della previsione. – (2) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India (BRI), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL (FMI, *World Economic Outlook Database*, ottobre 2024).

In un contesto caratterizzato da una notevole incertezza macrofinanziaria, le condizioni dei mercati finanziari globali hanno beneficiato dell'avvio delle politiche di allentamento monetario. Dalla scorsa primavera gli investitori hanno progressivamente spostato la propria attenzione verso i rischi derivanti da un rallentamento della crescita economica, a fronte di minori preoccupazioni sull'andamento dell'inflazione.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dei principali paesi avanzati sono stati caratterizzati da una forte instabilità (fig. 1.2.a). Fino all'inizio dell'autunno, in relazione alle attese di un ulteriore calo dell'inflazione e dei tassi di politica monetaria, i rendimenti sono diminuiti; in ottobre la pubblicazione di dati macroeconomici superiori alle attese negli Stati Uniti ne ha tuttavia determinato un rialzo. La volatilità implicita dei titoli di Stato americani si è ridotta dopo le elezioni presidenziali (fig. 1.2.b). Nell'area dell'euro l'incremento degli spread rispetto ai titoli pubblici tedeschi a seguito delle elezioni europee e dell'inattesa convocazione di quelle francesi si è rapidamente riassorbito in tutti i paesi, tranne che in Francia.

I corsi azionari sono saliti in modo marcato negli Stati Uniti, mentre sono scesi nell'area dell'euro. Le quotazioni hanno beneficiato delle attese di un più rapido allentamento monetario ma nell'area hanno risentito dei timori per la crescita mondiale. Le tensioni di agosto hanno provocato un forte calo dei prezzi, poi interamente recuperato, e un consistente aumento della volatilità (fig. 1.2.b)¹. Negli Stati Uniti l'esito delle elezioni presidenziali ha determinato una decisa ricomposizione dei portafogli degli investitori dai titoli di Stato a quelli azionari, soprattutto verso i settori maggiormente esposti al ciclo economico. I premi per il rischio continuano a collocarsi, soprattutto per gli Stati Uniti, ampiamente al di sotto delle medie di lungo periodo (fig. 1.2.c).

Figura 1.2



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

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

¹ Per maggiori dettagli, cfr. K. Todorov e G. Vilkov, *Anatomy of the VIX spike in August 2024*, BIS Bulletin, 95, 2024.

Grazie a una domanda sostenuta, gli spread delle obbligazioni delle società non finanziarie si sono mantenuti su livelli molto bassi (fig. 1.2.d). La progressiva diminuzione dei tassi di interesse dovrebbe contribuire a ridurre nei prossimi mesi i costi di finanziamento delle imprese e i tassi di insolvenza.

Nel complesso i mercati finanziari internazionali restano esposti alla forte incertezza macrofinanziaria, in un quadro di notevoli tensioni geopolitiche (che si sono riflesse in un significativo aumento del prezzo dell'oro), di ingenti livelli di debito pubblico in diversi paesi, nonché di premi per il rischio di alcune attività finanziarie estremamente contenuti.

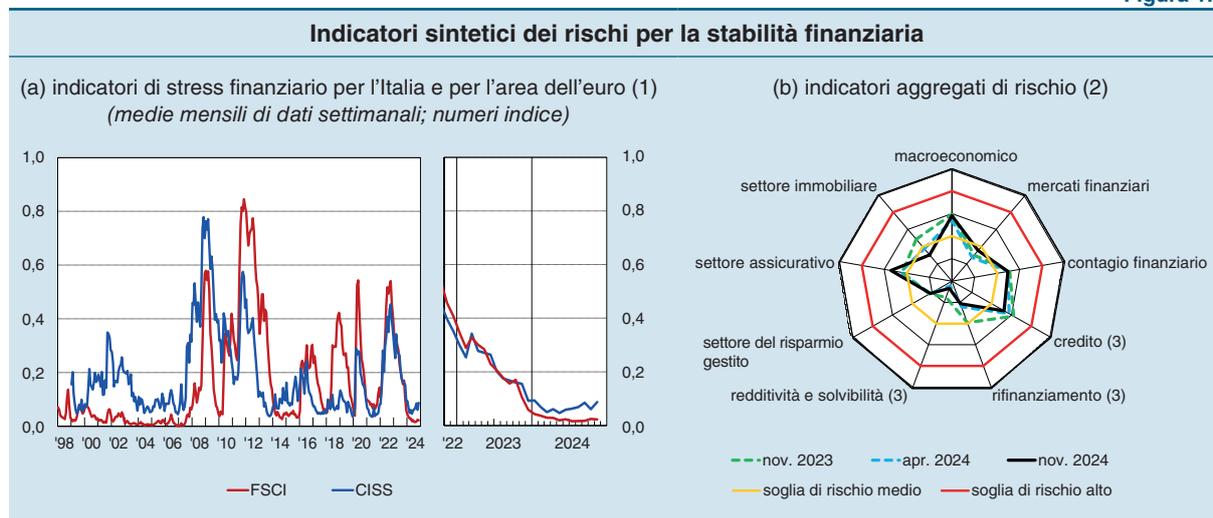
1.2 LA CONDIZIONE MACROFINANZIARIA DELL'ITALIA

In Italia il contesto macrofinanziario è rimasto stabile dallo scorso aprile. Permangono tuttavia rilevanti rischi riconducibili alle forti tensioni geopolitiche internazionali, all'elevata incertezza in alcune economie avanzate e a possibili effetti delle politiche monetarie restrittive più intensi di quanto atteso. L'esposizione a questi rischi, prevalentemente di natura esogena, è amplificata dall'elevato debito pubblico e dalla scarsa crescita dell'economia italiana.

L'indicatore delle condizioni di stress finanziario per l'Italia si è mantenuto su valori contenuti (fig. 1.3.a). Sui mercati finanziari italiani, le condizioni sono leggermente migliorate nei comparti dei titoli di Stato e dei titoli azionari e obbligazionari bancari (cfr. il par. 1.3), mentre sono peggiorate in quello delle azioni delle società non finanziarie.

Il quadro macroeconomico resta piuttosto fragile (fig. 1.3.b): secondo le stime preliminari dell'Istat la crescita del prodotto, di entità modesta nella prima metà dell'anno, si è arrestata nel terzo trimestre. In prospettiva, la riduzione dei tassi di interesse e il recupero del potere d'acquisto delle famiglie, facilitato dalla moderata inflazione, potranno fornire un impulso positivo all'economia.

Figura 1.3



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

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

Le nostre ultime proiezioni, sostanzialmente invariate rispetto ad aprile, indicano che il prodotto crescerebbe dello 0,6 per cento nel 2024, dell'1,0 nel 2025 e dell'1,2 nel 2026². Sulle proiezioni di crescita gravano rischi prevalentemente al ribasso, già in parte materializzatisi nel terzo trimestre³. Le previsioni di inflazione si sono ridotte ulteriormente, all'1,1 per cento quest'anno e all'1,6 nel successivo biennio (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2024).

Secondo il quadro programmatico del Piano strutturale di bilancio di medio termine per gli anni 2025-29 (PSBMT 2025-29)⁴, l'indebitamento netto diminuirebbe significativamente in rapporto al PIL nell'anno in corso, al 3,8 per cento, e continuerebbe a ridursi gradualmente nel quinquennio successivo, portandosi sotto la soglia del 3 per cento dal 2026. L'incidenza del debito aumenterebbe quest'anno e nel biennio seguente, fino al 137,8 per cento del PIL, anche riflettendo gli effetti di cassa dei consistenti incentivi edilizi concessi negli scorsi anni; tornerebbe poi a scendere dal 2027.

I programmi di bilancio del PSBMT appaiono sostanzialmente coerenti con quanto richiesto dal nuovo quadro di regole dell'Unione europea. Tuttavia, a fronte delle crescenti incertezze sulle prospettive di crescita, occorrerà mantenere un approccio ancora più prudente nella gestione delle finanze pubbliche. L'elevato livello del debito, in particolare, continua a rappresentare una fonte di vulnerabilità significativa per l'economia italiana; assicurare che la sua incidenza sul prodotto si collochi nel medio periodo su un sentiero di stabile riduzione rimane un obiettivo prioritario.

1.3 I MERCATI FINANZIARI

Le condizioni sui mercati finanziari italiani rimangono nel complesso distese, beneficiando della prospettiva di un allentamento della politica monetaria.

Dallo scorso aprile il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi si è ridotto, portandosi sui valori della fine del 2021 (fig. 1.4.a); anche sul mercato dei credit default swaps (CDS) lo spread e l'*ISDA basis* sono diminuiti (fig. 1.4.b).

La liquidità sul mercato secondario dei titoli governativi resta elevata in presenza di un'offerta consistente sul mercato primario e della progressiva contrazione dei reinvestimenti da parte dell'Eurosistema (fig. 1.5.a).

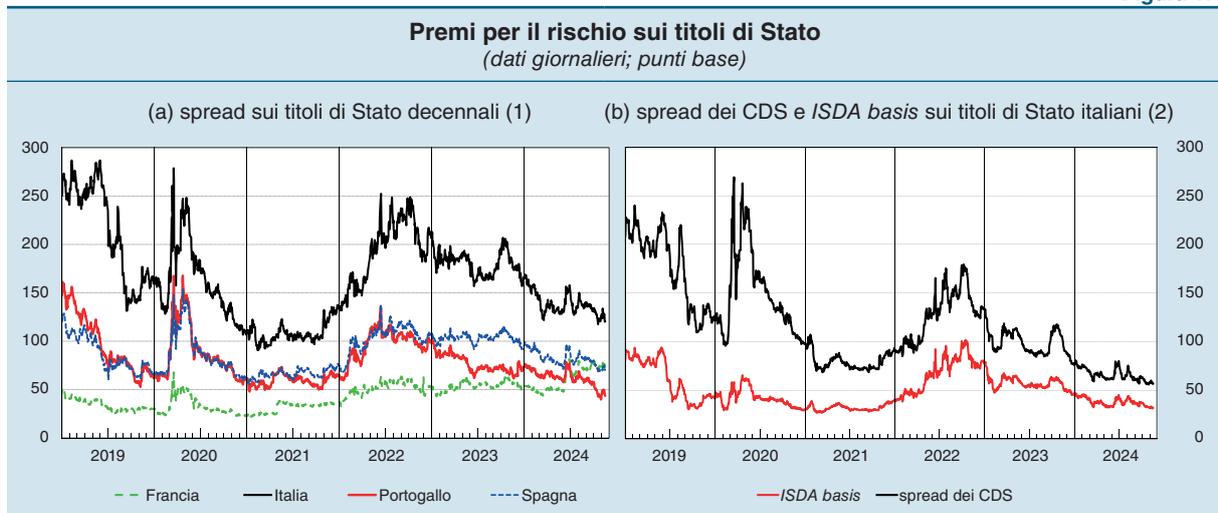
La volatilità si è mantenuta su livelli contenuti (fig. 1.5.b), pur mostrando temporanei ampliamenti in concomitanza con l'instabilità politica verificatasi in Francia successivamente alle elezioni europee di giugno e con le turbolenze sul mercato azionario avvenute in agosto. La capacità del mercato di assorbire ordini di ammontare cospicuo senza produrre un impatto significativo sui prezzi è rimasta consistente.

² I tassi di crescita sono corretti per il numero di giornate lavorative. Escludendo questa correzione, l'incremento del PIL sarebbe pari allo 0,8 per cento nel 2024, allo 0,9 nel 2025 e all'1,3 nel 2026. Lo scenario programmatico del governo, presentato nel Piano strutturale di bilancio di medio termine per gli anni 2025-29, prevede nel triennio tassi di crescita leggermente superiori in termini cumulati, rispettivamente pari all'1,0, all'1,2 e all'1,1 per cento.

³ Le proiezioni sono state infatti formulate sulla base delle informazioni disponibili fino al 4 ottobre; non tengono quindi conto della stima di crescita del PIL nel terzo trimestre del 2024, risultata inferiore alle attese.

⁴ Per maggiori dettagli, cfr. *Audizione preliminare all'esame del Piano strutturale di bilancio di medio termine 2025-29*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia S. Nicoletti Altimari, Commissioni riunite 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 7 ottobre 2024.

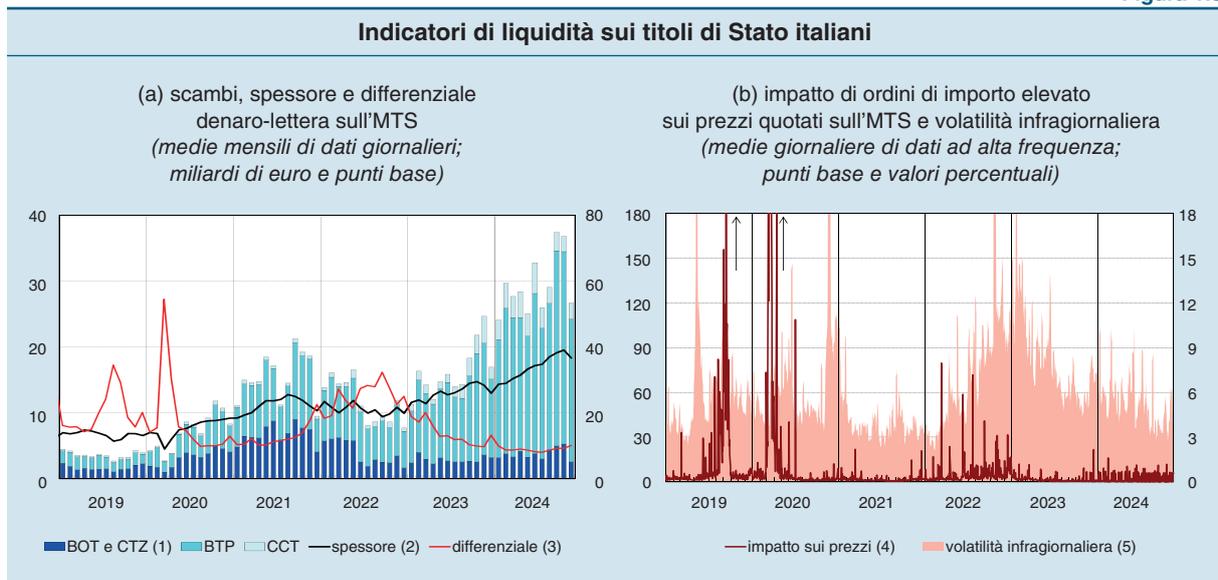
Figura 1.4



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

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

Figura 1.5



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

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

Nella prima metà del 2024 la quota dei titoli di Stato detenuta dalle famiglie italiane ha quasi raggiunto il 13 per cento, anche grazie alle emissioni dedicate agli investitori al dettaglio (fig. 1.6). Quella degli investitori esteri è salita a oltre il 23 per cento a seguito di un sensibile incremento degli acquisti (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2024). Sono diminuite ancora le quote della Banca d'Italia e dell'Eurosistema, così come quelle delle banche e delle assicurazioni residenti. Recenti

Figura 1.6

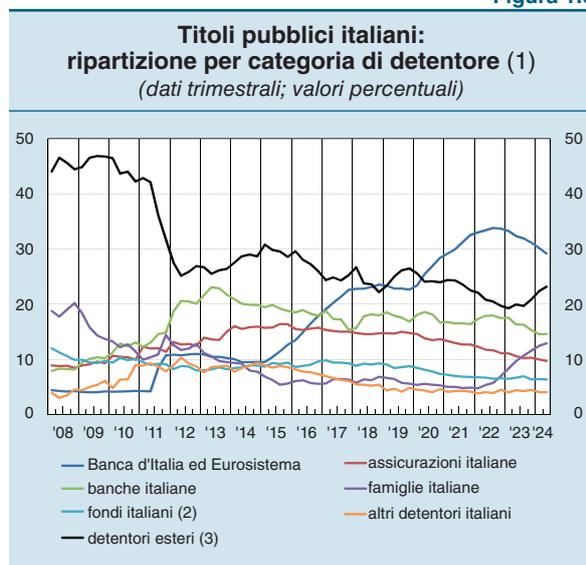
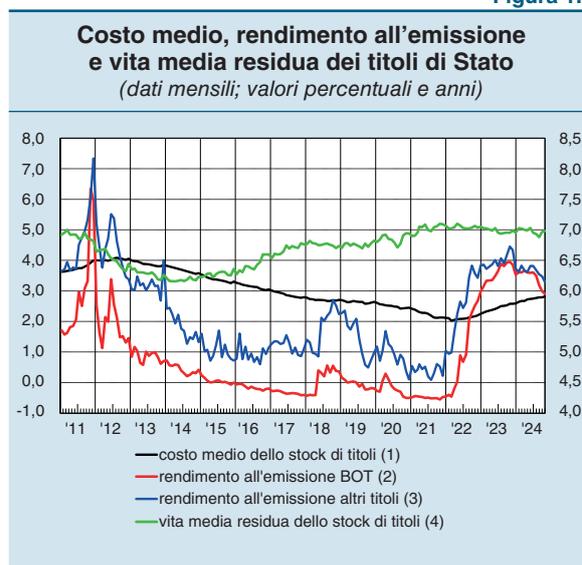


Figura 1.7



analisi condotte congiuntamente da economisti della Banca d'Italia e della Deutsche Bundesbank mostrano che la rilevanza e le caratteristiche delle diverse tipologie di investitori sono fattori che possono influire sulle condizioni di liquidità – e quindi sulla solidità – dei mercati dei titoli di Stato⁵. In Italia la quota relativamente elevata di investitori domestici, caratterizzati per lo più dall'adozione di strategie di investimento a lungo termine (*buy and hold*), tende a favorire la stabilità, attenuando i possibili impatti connessi con cambiamenti delle modalità di gestione dei portafogli da parte di investitori istituzionali esteri⁶. D'altro canto, una presenza particolarmente cospicua di detentori domestici determina un maggiore livello di interconnessione all'interno di un'economia.

Il collocamento dei titoli di Stato è proseguito con regolarità, con quantitativi in rialzo per quelli a medio e a lungo termine e rendimenti medi all'emissione in calo rispetto al picco dello scorso maggio (fig. 1.7).

Il costo medio dello stock dei titoli di Stato in circolazione ha raggiunto il 2,8 per cento, 80 punti base in più rispetto al minimo osservato a marzo del 2022; il trend di crescita ha rallentato per

⁵ Le analisi svolte mostrano in particolare che tra i fattori che possono incidere sulle condizioni di liquidità dei mercati dei titoli di Stato rilevano le diverse tipologie di partecipanti, le strategie di investimento da essi adottate e la microstruttura degli stessi mercati. Per maggiori dettagli su tali analisi, condotte sui mercati dei titoli di Stato italiano e tedesco, cfr. Deutsche Bundesbank, *Financial Stability Review 2024*, novembre 2024, e P. Abbassi, M.L. Bianchi, D. Della Gatta, R. Gallo, H. Gohlke, D. Krause, A. Miglietta, L. Moller, J. Orben, O. Panzarino, D. Ruzzi, W. Scherrieble e M. Schmidt, *The German and the Italian government bond markets: the role of banks vs. non-banks*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, di prossima pubblicazione.

⁶ Si tratta prevalentemente di fondi di investimento, che si distinguono per adottare in alcune circostanze comportamenti prociclici (cfr. O. Panzarino, *Investor behavior under market stress: evidence from the Italian sovereign bond market*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento. Approfondimenti, 33, 2023).

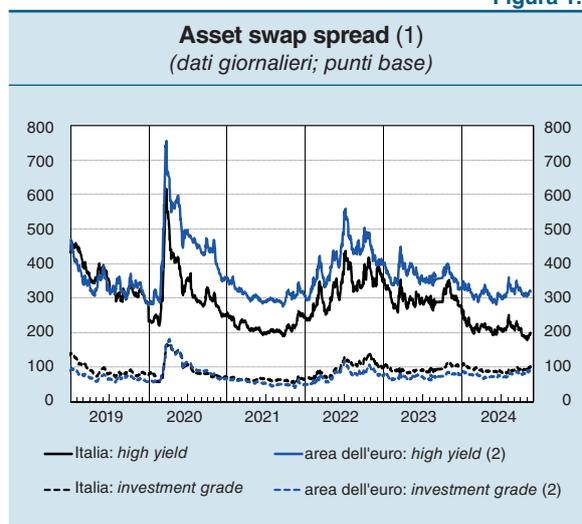
effetto della riduzione del costo delle nuove emissioni. La vita residua è di poco inferiore ai sette anni.

Il differenziale di rendimento tra i titoli emessi dalle imprese italiane e i tassi privi di rischio (asset swap spread) si è ampliato per i titoli *investment grade* mentre è diminuito per quelli con un basso merito di credito (fig. 1.8), in particolare per i titoli del settore delle telecomunicazioni. L'asset swap spread delle imprese dell'area ha seguito una dinamica simile. È stata contestualmente osservata una riduzione del valore nominale delle obbligazioni in circolazione delle società con elevato merito di credito e una crescita di quello delle società con basso merito di credito.

Sono proseguite le emissioni obbligazionarie private destinate a finanziare attività che abbiano un impatto positivo sull'ambiente (green bond): i quantitativi in circolazione in rapporto al PIL sono saliti, anche se restano inferiori a quelli degli altri maggiori paesi europei (2,4 per cento, contro 5,2).

Dalla scorsa primavera i corsi azionari italiani hanno continuato a registrare guadagni superiori a quelli della media del resto dell'area (fig. 1.9.a), beneficiando del contributo del settore finanziario. La volatilità implicita, in modo simile a quanto verificatosi nell'area dell'euro, è risultata in lieve aumento, riflettendo una maggiore incertezza relativa all'evoluzione del ciclo economico e del quadro geopolitico (fig. 1.9.b).

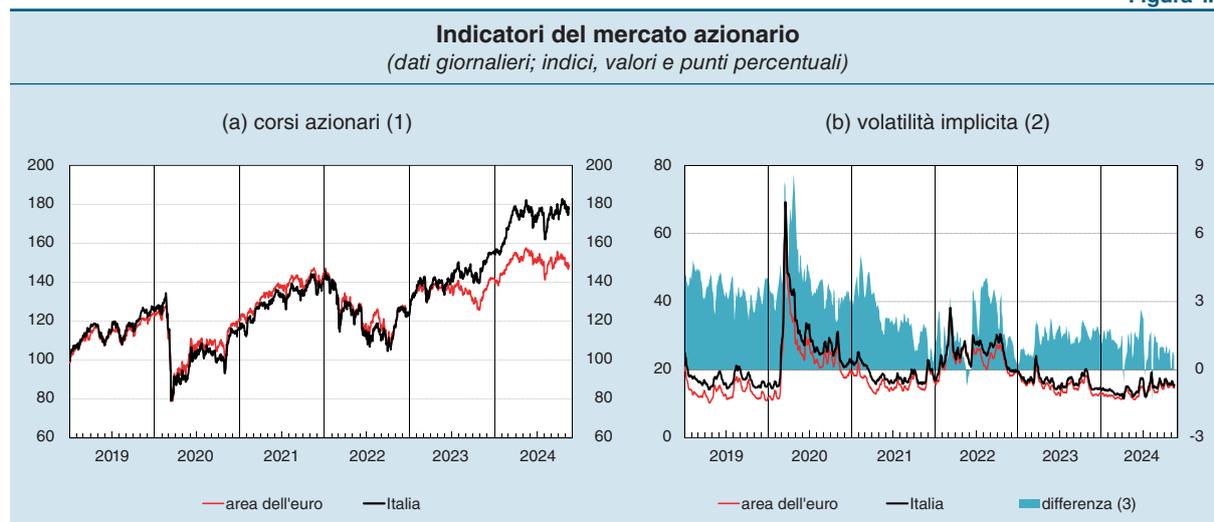
Figura 1.8



Fonte: elaborazioni su dati ICE BofAML.

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

Figura 1.9



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

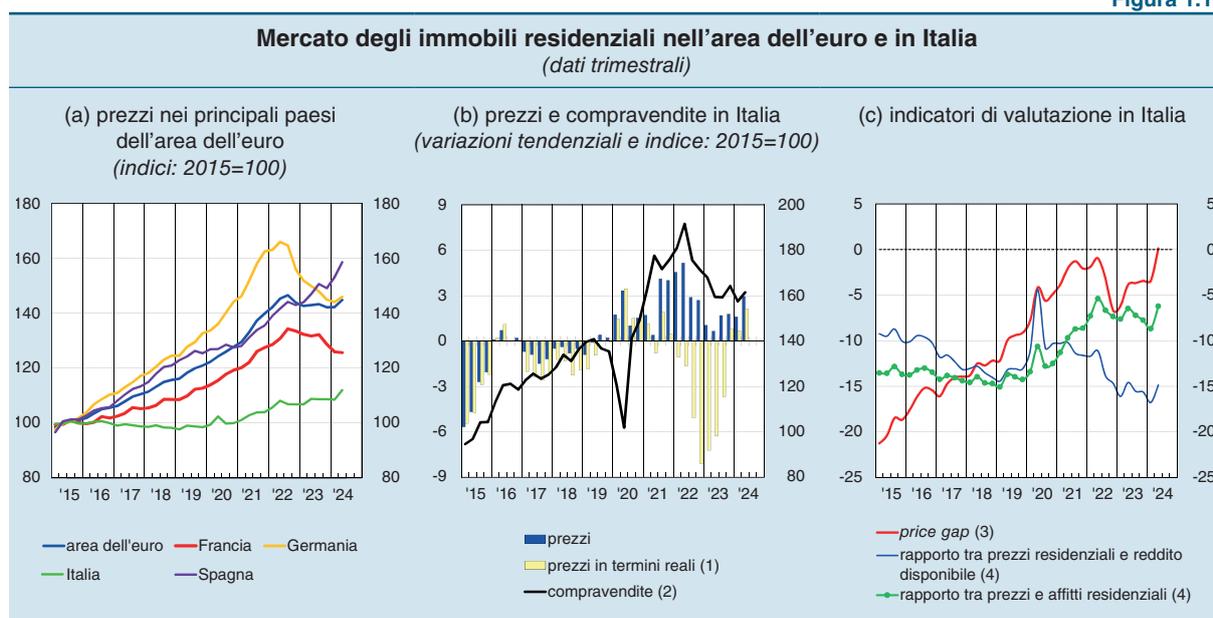
(1) Indici: 1° gennaio 2019=100. Indici MSCI Italy IMI per l'Italia e MSCI EMU IMI per l'area dell'euro (cfr. il *disclaimer* nelle Avvertenze). – (2) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni con scadenza a 2 mesi sugli indici FTSE MIB per l'Italia ed Euro STOXX 50 per l'area dell'euro. Medie mobili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

1.4 I MERCATI IMMOBILIARI

I rischi per la stabilità finanziaria associati agli sviluppi dei mercati immobiliari rimangono limitati.

Nel primo semestre del 2024 i prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro hanno segnato, per la prima volta dalla fine del 2022, un incremento rispetto all'anno precedente (fig. 1.10.a). Nel comparto commerciale le quotazioni hanno invece continuato a scendere, seppure in maniera minore rispetto alla seconda metà del 2023, sia nel complesso dell'area sia nei principali paesi.

Figura 1.10

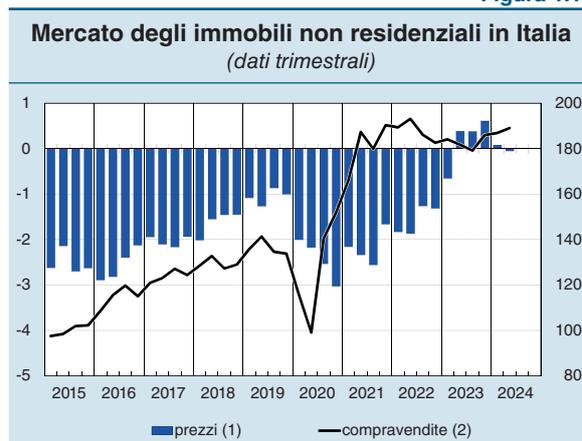


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Eurostat, Istat e Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate.

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

La crescita dei prezzi degli immobili residenziali in Italia è proseguita, rafforzandosi nel secondo trimestre di quest'anno; dalla fine del 2023 le quotazioni delle case crescono in termini reali (fig. 1.10.b), pur restando nettamente inferiori a quelle del 2019. Nella prima metà del 2024 le compravendite hanno ristagnato sui livelli del semestre precedente. Secondo gli ultimi dati elaborati sulla base degli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it e i giudizi degli agenti intervistati tra settembre e ottobre nell'ambito delle nostre inchieste congiunturali, in autunno la domanda di abitazioni è rimasta debole ma ha mostrato segnali di ripresa. Nostre stime mostrano che la crescita dei prezzi delle case si manterrebbe moderata nel corso del 2024 e nel 2025, per poi decelerare nel 2026, riflettendo l'attenuarsi del recupero del reddito

Figura 1.11



Fonte: elaborazioni su dati OMI e Scenari Immobiliari.

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

disponibile dopo lo shock inflazionistico⁷. Considerando le tendenze di lungo periodo, gli indicatori utilizzati seguitano a non evidenziare rischi di sopravvalutazione (fig. 1.10.c).

Nel comparto non residenziale le compravendite hanno continuato ad aumentare nella prima metà del 2024, mentre i prezzi sono rimasti stabili (fig. 1.11).

1.5 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

Le famiglie

I rischi provenienti dalla situazione finanziaria delle famiglie restano contenuti, anche se la fragilità del quadro macroeconomico (cfr. il par. 1.2) potrebbe condizionarne l'andamento futuro.

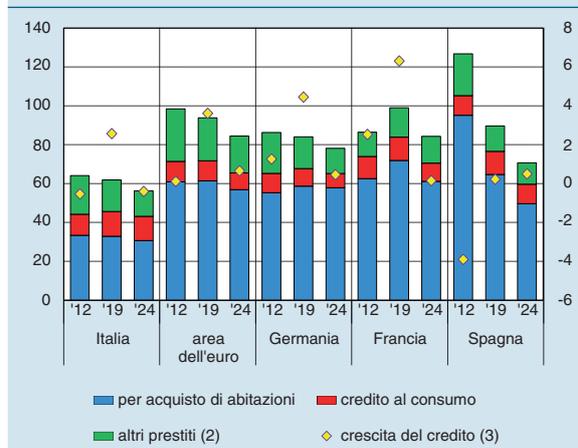
La situazione reddituale è migliorata nel corso del primo semestre del 2024; il potere d'acquisto è cresciuto per effetto dei rinnovi contrattuali e del calo dell'inflazione (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2024). Secondo le rilevazioni dell'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane* (ICF), condotta dalla Banca d'Italia alla fine del terzo trimestre del 2023 e del 2024, è salita la quota dei nuclei che prevedono di accumulare risparmio entro la fine dell'anno.

Anche la ricchezza finanziaria è aumentata; è proseguita la tendenza alla riduzione dei depositi e all'incremento degli investimenti in titoli di Stato. Sono ripresi gli acquisti di strumenti del risparmio gestito (cfr. il par. 2.3) e di azioni e partecipazioni. Tra i titoli di debito emessi dalle banche, stabili nel periodo, rilevano soprattutto i *certificates*. La presenza di questi strumenti, complessi e relativamente rischiosi, è cresciuta in modo significativo nel portafoglio delle famiglie a partire dal 2022, arrivando a rappresentare a giugno del 2024 quasi il 12 per cento dei titoli di debito detenuti. Sulla base dell'ICF, circa il 10 per cento dei nuclei, per lo più in buone condizioni reddituali e finanziarie, investe in *certificates* (cfr. il capitolo 3).

Il rapporto tra debiti finanziari e reddito disponibile osservato nello scorso giugno rimane su valori molto contenuti rispetto all'area (fig. 1.12). Nei dodici mesi terminati a settembre, i prestiti alle famiglie da parte di banche e società finanziarie sono tornati ad aumentare (1,0 per cento), ma in misura inferiore al reddito. Secondo gli intermediari italiani intervistati nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS), nel terzo trimestre si è osservata una crescita della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni; le condizioni di offerta sono divenute meno rigide.

Figura 1.12

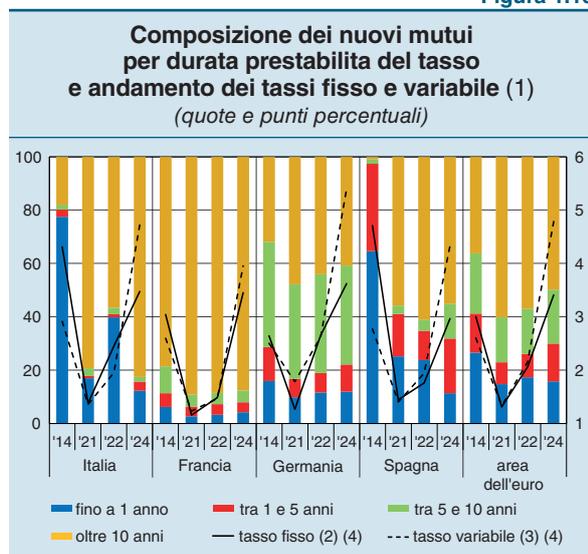
Debiti finanziari e crescita dei prestiti bancari (1)
(in percentuale del reddito disponibile;
variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: per l'Italia, Banca d'Italia e Istat; per i paesi dell'area dell'euro, BCE.
(1) Dati di fine periodo riferiti a famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per il 2024 gli ultimi dati disponibili del rapporto debiti finanziari sul reddito disponibile e del tasso di crescita dei prestiti bancari sono riferiti rispettivamente al 2° e al 3° trimestre. – (2) Altre forme di finanziamento: le categorie più rilevanti sono le aperture di credito in conto corrente e i mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo. – (3) I dati sono riferiti ai soli prestiti erogati dalle banche corretti per cartolarizzazioni e cessioni. Scala di destra.

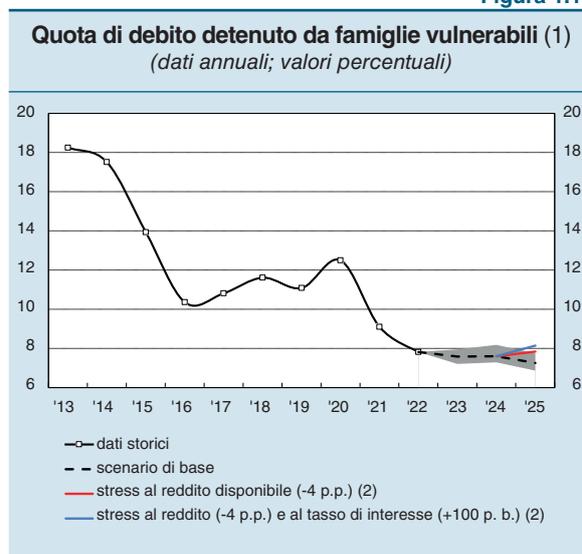
⁷ Le stime sono basate sui modelli descritti in S. Emiliuzzi, E. Guglielminetti e M. Loberto, *Forecasting house prices in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 463, 2018.

Figura 1.13



(1) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici e produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Medie del periodo di riferimento, per il 2024 l'ultimo dato disponibile è riferito a settembre. – (2) Il tasso fisso è quello applicato ai mutui con periodo di determinazione del tasso di interesse superiore a 10 anni. – (3) Il tasso variabile è quello applicato ai mutui con periodo di determinazione del tasso di interesse inferiore a 1 anno. – (4) Scala di destra.

Figura 1.14



(1) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito equivalente inferiore al valore mediano. Gli ultimi dati IBF disponibili sono del 2022; in questa edizione sono stati aggiornati anche i dati estratti da quella precedente, per tenere conto dei cambiamenti nel disegno campionario. Area ombreggiata: intervallo tra il 10° e il 90° percentile della distribuzione di probabilità delle simulazioni. – (2) Rispetto allo scenario di base, le condizioni di stress applicate nel 2025 sono: (a) il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali; (b) il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali e l'Euribor a 3 mesi, l'interest rate swap (IRS) a 10 anni e il tasso di interesse sul credito al consumo sono più elevati di 100 punti base.

Nei primi nove mesi dell'anno i tassi di interesse sulle nuove erogazioni di mutui a tasso fisso e a tasso variabile si sono ridotti rispettivamente di circa 80 punti base (al 3,2 per cento) e di quasi 50 (al 4,5 per cento). Nello stesso periodo i mutui a tasso fisso rappresentavano oltre l'80 per cento delle erogazioni (fig. 1.13) e superavano il 70 per cento del totale dei prestiti per l'acquisto di abitazioni in essere.

Il calo dei tassi di interesse ufficiali non si è ancora riflesso sul costo complessivo dei finanziamenti per finalità di consumo, che è rimasto pressoché invariato al 10,5 per cento a settembre, confermandosi più elevato di quasi 200 punti base rispetto all'area dell'euro. La mancata riduzione dell'onerosità del credito al consumo non ne ha frenato la sostenuta espansione (5,5 per cento). In rapporto al reddito disponibile, l'indebitamento per scopi di consumo si è mantenuto sostanzialmente costante al 12,5 per cento a giugno, un valore superiore di circa un punto percentuale alla media degli ultimi 15 anni e di quasi 4 alla media dell'area dell'euro.

Nel terzo trimestre dell'anno il tasso di ingresso in default dei prestiti alle famiglie è rimasto stabile allo 0,8 per cento, un livello ridotto nel confronto storico e che rispecchia la buona qualità del credito per l'acquisto di abitazioni. Il tasso di deterioramento del credito al consumo si è attestato al 2,4 per cento, restando più elevato per i prestiti personali (cfr. il par. 2.1).

In base alle proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia⁸, nel 2025 la vulnerabilità finanziaria delle famiglie sarebbe in diminuzione. La dinamica favorevole prevista per il reddito disponibile e il calo dei tassi contribuirebbero a mantenere stabile la percentuale di nuclei finanziariamente fragili

⁸ Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. C.A. Attinà, F. Franceschi e V. Michelangeli, *Modelling households' financial vulnerability with consumer credit and mortgage renegotiations*, "International Journal of Microsimulation", 13, 2020, pp. 67-91, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 531, 2019.

all'1,5 per cento (circa un terzo della quale costituita da famiglie che hanno anche prestiti per finalità di consumo). La quota di debito detenuta da queste famiglie si ridurrebbe lievemente (fig. 1.14). In uno scenario avverso caratterizzato da condizioni reddituali e da tassi di interesse particolarmente sfavorevoli, la quota di debito detenuto dalle famiglie vulnerabili aumenterebbe in misura moderata.

Le imprese

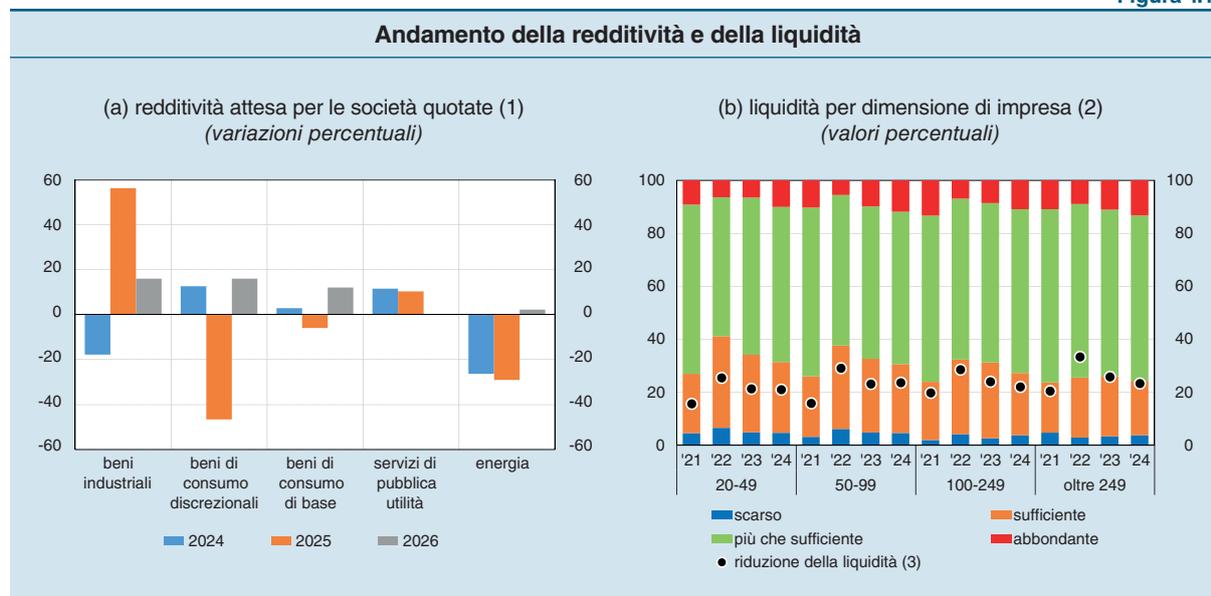
La capacità delle imprese di rimborsare i debiti resta buona grazie a condizioni di bilancio ancora solide, nonostante il leggero calo dei profitti. Rimangono rischi legati alla debole crescita dell'economia e agli elevati costi di finanziamento, che in prospettiva potrebbero incidere sulla redditività delle imprese più indebitate.

Dopo un lungo periodo di espansione iniziato nel 2014 e interrotto solo nel 2020 dalla crisi pandemica, il margine operativo lordo (MOL) si è ridotto nei dodici mesi terminanti in giugno (-2,6 per cento). Il calo è risultato più marcato nel settore manifatturiero – anche per il contributo negativo delle esportazioni nette – e in quello delle costruzioni, che risente del ridimensionamento degli incentivi all'edilizia residenziale (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2024).

Dal *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi* (Sondtel) condotto in settembre dalla Banca d'Italia emerge una diminuzione della quota di imprese dell'industria che prevedono di chiudere l'esercizio in utile, soprattutto tra quelle caratterizzate da un maggiore peso delle esportazioni sul fatturato nell'anno precedente. Le aspettative degli analisti per il 2025 indicano un calo degli utili delle società quotate, rispetto a quelli attesi per la fine del 2024, particolarmente intenso nei settori più sensibili al ciclo economico (beni di consumo discrezionali ed energia; fig. 1.15.a).

La minore contrazione delle risorse generate all'interno dell'azienda rispetto agli investimenti si è riflessa in un incremento della liquidità nel secondo trimestre, al 25,2 per cento del PIL, valore superiore di

Figura 1.15



Fonte: elaborazioni su dati I/B/E/S Estimates e Sondtel.

(1) Tasso di crescita degli utili attesi dagli analisti per le annualità 2024-26 relativi alle società quotate incluse negli indici settoriali MSCI Italy (cfr. *il disclaimer nelle Avvertenze*). – (2) Quota di imprese intervistate a settembre che valutano il livello delle disponibilità liquide rispetto alle proprie necessità operative sino alla fine dell'anno. Gli intervalli sull'asse delle ascisse si riferiscono al numero di dipendenti delle aziende. – (3) Quota di imprese che hanno dichiarato di avere ridotto le proprie scorte liquide nei primi 9 mesi dell'anno.

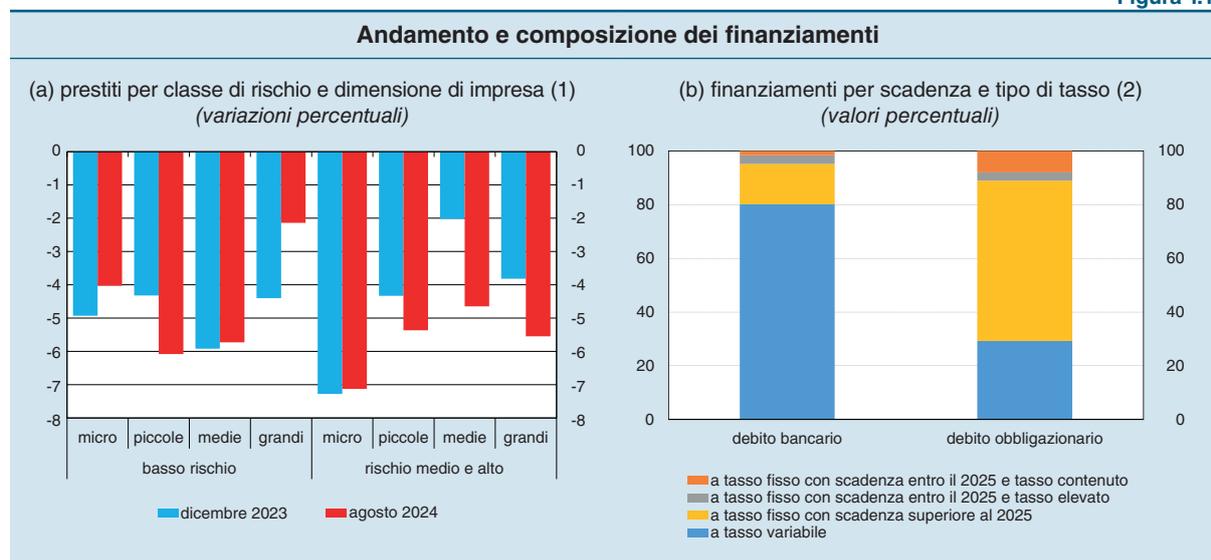
circa un punto percentuale a quello rilevato alla fine del 2023 e di quasi 4 nel confronto con il 2019. In base all'indagine Sondtel, l'incidenza delle imprese che considerano le proprie riserve scarse a fronte delle esigenze operative sino alla fine dell'anno è rimasta pressoché invariata su livelli contenuti, anche per le aziende di minore dimensione (fig. 1.15.b).

I debiti finanziari hanno continuato a ridursi, raggiungendo nel secondo trimestre il 59,7 per cento del PIL, un valore molto basso rispetto all'area dell'euro. La leva finanziaria, in linea con la media europea, è rimasta sostanzialmente stabile, al 32,9 per cento.

Si è attenuata la diminuzione dei prestiti bancari (-2,8 per cento in settembre sui dodici mesi), che riflette ancora i consistenti rimborsi dei finanziamenti in essere. La flessione è generalizzata tra tutte le classi di rischio di impresa (fig. 1.16.a) e tra settori. Secondo le banche italiane intervistate nell'indagine BLS, la domanda di credito ha continuato a indebolirsi nel corso dell'anno, mentre i criteri di offerta si sono leggermente allentati, una tendenza confermata anche dai sondaggi presso le imprese. La rilevazione condotta dall'Istat presso le aziende manifatturiere indica una distensione nelle condizioni di accesso al credito dall'inizio dell'anno per tutte le classi dimensionali, sebbene le imprese più piccole seguitino ad avere maggiore difficoltà nell'ottenere nuovi prestiti.

Il costo del debito bancario si è lievemente ridotto, in conseguenza del graduale calo dei tassi di riferimento. Nei prossimi mesi, tali oneri scenderanno ancora per la maggior parte delle imprese, esposte prevalentemente a finanziamenti a tasso variabile; il costo potrebbe tuttavia aumentare per quelle aziende che si erano indebitate a tasso fisso prima della restrizione monetaria e che a breve dovranno rinnovare il proprio debito in scadenza a tassi più elevati. Nostre analisi suggeriscono però che solo il 2 per cento del credito è riconducibile a imprese con un prestito a tasso fisso inferiore a quello atteso per il 2025 e con scadenza entro la fine del prossimo anno (fig. 1.16.b).

Figura 1.16



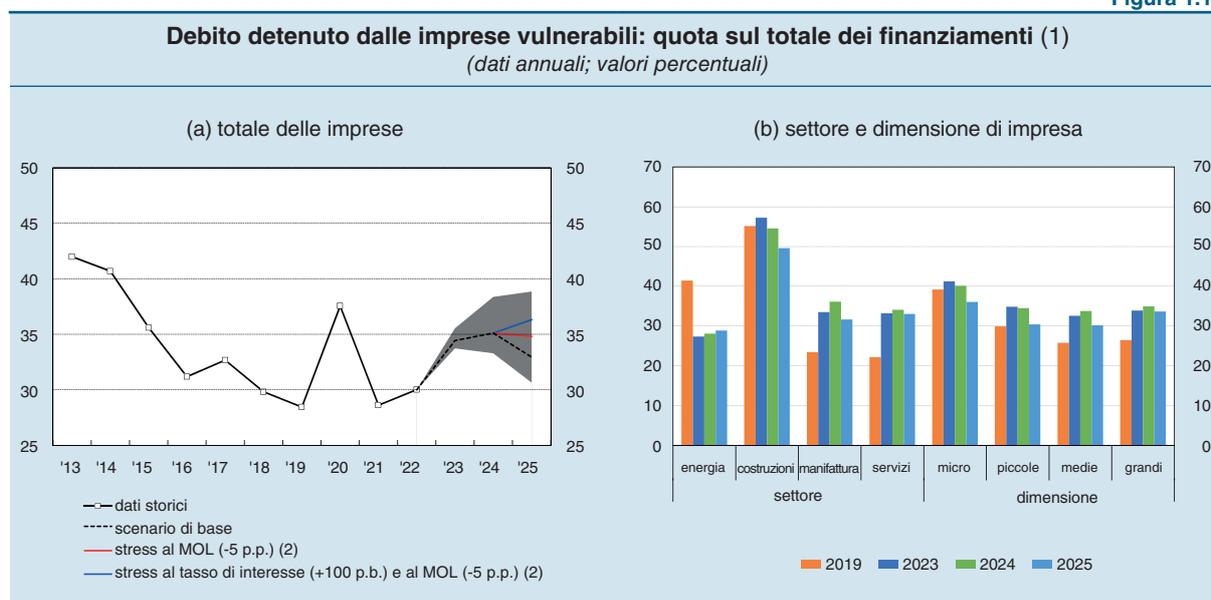
Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Centrale dei rischi e Cerved; per il pannello (b), elaborazioni su dati AnaCredit, Anagrafe titoli e Dealogic.
 (1) Dati riferiti alla variazione annuale dei prestiti per un campione di circa 500.000 società di capitali. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie, tengono conto delle cartolarizzazioni e comprendono anche i finanziamenti classificati in sofferenza. L'attribuzione della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved. Le imprese a rischio basso (medio e alto) hanno un valore compreso tra 1 e 4 (5 e 10). La classificazione dimensionale fa riferimento a quanto stabilito dalla raccomandazione CE/2003/361, che definisce micro le società con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo non superiore a 2 milioni di euro; piccole quelle con meno di 50 addetti e un fatturato o un attivo non superiore a 10 milioni, non incluse tra le micro; medie quelle con meno di 250 addetti e un fatturato o un attivo non superiore rispettivamente a 50 e a 43 milioni, non incluse tra le micro o piccole. Le grandi imprese sono quelle residuali. – (2) Composizione dei finanziamenti in essere alla fine di giugno e di settembre 2024 rispettivamente per il debito bancario e per quello obbligazionario. Per i prestiti bancari vengono considerati solo quelli *in bonis*. Per il debito obbligazionario si considerano i titoli emessi da imprese e gruppi non finanziari italiani.

Nel terzo trimestre il tasso di deterioramento dei prestiti bancari si è mantenuto pressoché stabile al 2,2 per cento rispetto ai primi tre mesi dell'anno; è risultato in calo nella manifattura, in aumento nelle costruzioni e invariato nei servizi (cfr. il par. 2.1).

Il ricorso al mercato obbligazionario si è rafforzato: nei primi nove mesi i collocamenti lordi sono cresciuti del 28 per cento nel confronto con il corrispondente periodo dello scorso anno, in misura maggiore per le società finanziariamente più solide. È salito anche il numero degli emittenti, ma solo tra le imprese di grande dimensione. Sebbene il costo di emissione sia in calo, circa l'8 per cento dei finanziamenti è in scadenza entro il 2025 a un tasso fisso contenuto e quindi potrebbe essere rinnovato a un costo superiore. La quota delle obbligazioni in essere nella classe di rating BBB, più esposte al rischio di declassamento a *high yield*, è rimasta pari all'84 per cento del totale del comparto *investment grade* all'inizio di novembre, a fronte di una quota più limitata per la media dell'area dell'euro (60 per cento); questa differenza riflette soprattutto il minore merito di credito dell'emittente sovrano italiano.

Sulla base delle più recenti previsioni macroeconomiche, si stima che la percentuale di debito riconducibile alle imprese vulnerabili si ridurrebbe nel 2025 a circa il 33 per cento, dopo gli aumenti osservati negli ultimi anni (fig. 1.17)⁹. Il calo interesserebbe quasi tutti i settori e le diverse classi dimensionali di impresa e sarebbe riconducibile a una maggiore riduzione degli oneri finanziari rispetto a quella del reddito operativo. Tuttavia, in uno scenario avverso caratterizzato da una più marcata riduzione della redditività e da un costo del finanziamento invariato, la quota di debito a rischio aumenterebbe in misura limitata.

Figura 1.17



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

(1) Sono definite vulnerabili le imprese con MOL negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza. Gli ultimi bilanci disponibili per l'intero campione di imprese sono relativi al 2022. – (2) Rispetto allo scenario di base, le condizioni di stress applicate nel 2025 sono: (a) la variazione del MOL nominale è più bassa di 5 punti percentuali; (b) il tasso di interesse nominale è più elevato di 100 punti base e la variazione del MOL nominale è più bassa di 5 punti percentuali.

⁹ L'indicatore anticipa di circa dodici mesi l'andamento del tasso di deterioramento; l'incremento nella quota di debito a rischio stimato per il 2024 è dunque coerente con le proiezioni, in graduale aumento, del tasso di deterioramento nel 2025. Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, "Journal of Policy Modeling", 39, 2017, pp. 147-168, pubblicato anche in *Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza*, 293, 2015.

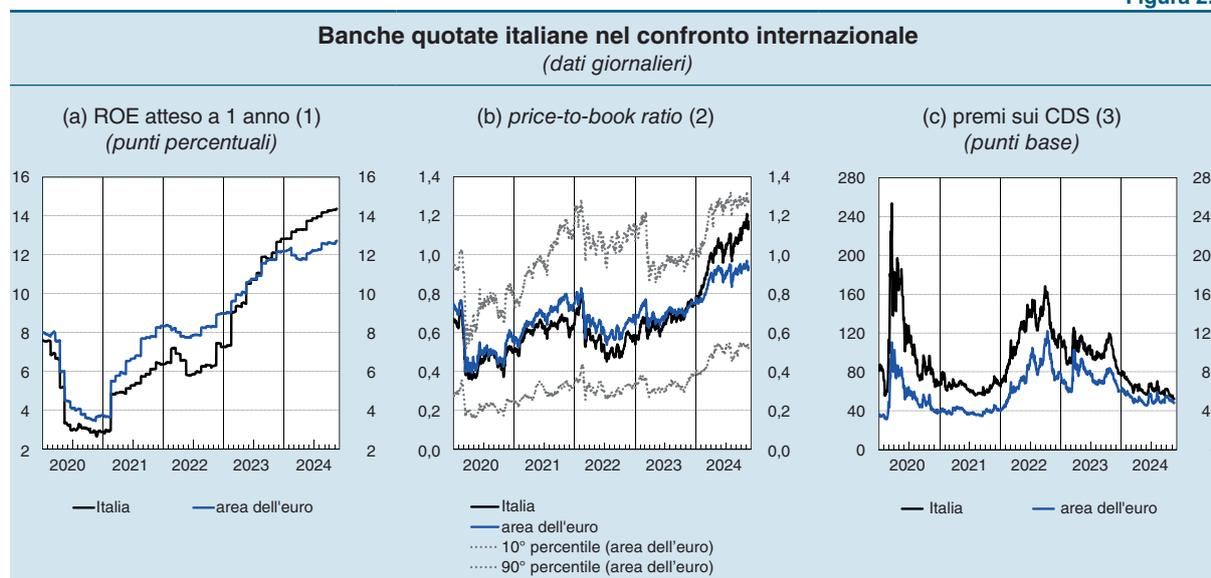
2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

2.1 LE BANCHE

Le condizioni del sistema bancario italiano si mantengono buone, sebbene si osservino alcuni segnali di peggioramento della qualità dei prestiti. Il principale rischio nel medio termine è legato all'incertezza delle prospettive di crescita economica interna e internazionale (cfr. i parr. 1.1 e 1.2). Inoltre la progressiva riduzione del margine di interesse – connessa con l'allentamento della politica monetaria e con la necessità di rinnovare passività emesse in periodi di tassi molto bassi – insieme alle maggiori rettifiche sui prestiti attese nel prossimo biennio, potrebbero incidere negativamente sulla redditività degli intermediari, attualmente ai livelli massimi dal 2008. Restano contenuti i rischi di liquidità.

Gli indicatori di mercato continuano a mostrare un andamento positivo: il rapporto medio tra il valore di mercato e quello contabile (*price-to-book ratio*) delle maggiori banche quotate è aumentato ulteriormente, superando l'unità e ampliando il differenziale rispetto a quello dei principali intermediari quotati dell'area dell'euro (fig. 2.1). Questa dinamica è favorita soprattutto dalla redditività attesa dagli analisti. I premi sui credit default swap (CDS) dei primari gruppi bancari italiani, che misurano il rischio di insolvenza, si sono ridotti dal primo trimestre, avvicinandosi ai valori di quelli europei.

Figura 2.1



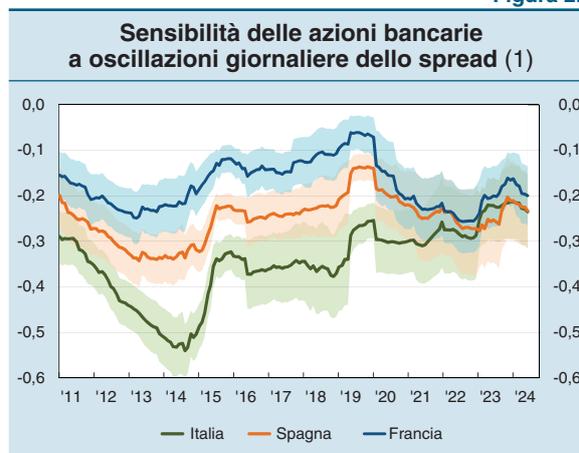
Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

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

In passato i titoli azionari delle banche italiane hanno subito flessioni in concomitanza con episodi di ampliamento del differenziale di rendimento tra i titoli pubblici domestici e quelli tedeschi; tali contrazioni erano generalmente più pronunciate rispetto ai corrispondenti cali osservati per gli intermediari spagnoli e francesi. Riflettendo una migliore condizione patrimoniale e di liquidità, da qualche anno la sensibilità delle quotazioni azionarie delle banche italiane agli ampliamenti dello spread si è ridotta, allineandosi a quella degli altri intermediari degli altri principali paesi (fig. 2.2).

La valutazione annuale che la Banca d'Italia conduce sulle banche italiane meno significative non mostra variazioni rilevanti nella rischiosità complessiva degli intermediari (cfr. il riquadro: *Le valutazioni di vigilanza sulle banche meno significative*).

Figura 2.2



Fonte: FTSE Russell, Bloomberg.

(1) Le linee indicano l'intensità della relazione tra il rendimento giornaliero del comparto bancario e la variazione percentuale giornaliera dello spread sovrano; le bande rappresentano l'intervallo di confidenza al 95 per cento. In ciascuna data, l'intensità è stata stimata considerando i 3 anni precedenti.

LE VALUTAZIONI DI VIGILANZA SULLE BANCHE MENO SIGNIFICATIVE¹

La valutazione annuale (*Supervisory Review Evaluation Process*, SREP) che la Banca d'Italia conduce sulle banche meno significative (LSI) italiane è stata guidata nel 2024, oltre che dalla graduale convergenza delle metodologie di analisi verso gli approcci adottati dalla BCE, dall'elevata incertezza legata allo scenario macroeconomico. In tale quadro, è stata prestata particolare attenzione al potenziale deterioramento della qualità del credito, all'andamento dei costi operativi (anche in relazione alla dinamica dell'inflazione), al rischio di tasso sul portafoglio bancario e, non meno importante, ai rischi informatici e cibernetici.

Escludendo quelle interessate da ispezioni in corso o da operazioni straordinarie, 106 banche – su un totale di 119 – sono state oggetto di analisi SREP (83 con modello di business tradizionale e 23 specializzate²). Rispetto alle valutazioni del 2023 non sono emerse – a livello aggregato – variazioni significative della rischiosità complessiva degli intermediari.

Da un lato, gli interventi effettuati negli ultimi anni – promossi anche dalla Vigilanza – hanno rafforzato la posizione patrimoniale e la pianificazione della liquidità. Dall'altro, il perdurare dell'incertezza dello scenario macroeconomico ha suggerito l'attribuzione di valutazioni ancora prudenti sull'esposizione ai rischi di credito, dati i livelli non sempre soddisfacenti del rapporto tra crediti deteriorati e totale dei finanziamenti e dei relativi livelli di copertura. Il contesto di riferimento ha portato a esercitare particolare cautela anche sulle valutazioni del rischio di tasso di interesse, in termini di impatto sia sul margine di interesse sia sul valore economico, considerando una pluralità di scenari sull'evoluzione futura dei tassi. Sul fronte dei rischi operativi è stata segnalata alle banche la necessità di rafforzare la capacità di gestione dei rischi informatici e cibernetici, anche in caso di esternalizzazione dei sistemi informativi³, divenuti più pervasivi a seguito dell'innovazione tecnologica nel settore finanziario. Infine, con riferimento al profilo del governo societario e dei controlli interni,

¹ A cura di Michele Petronzi e Stefania Vanacore.

² Le banche specializzate includono istituti con modelli di attività orientati alla concessione di particolari forme di credito (cessione del quinto, leasing, factoring), al risparmio gestito, all'acquisto e alla gestione di crediti deteriorati.

³ In tale ambito, è stata valutata la capacità di assicurare adeguati presidi di governo e controllo dedicati alle attività esternalizzate.

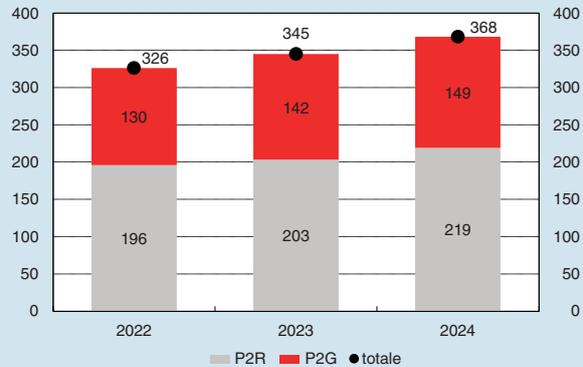
sono stati riscontrati margini di miglioramento sia nella composizione degli organi di governo (nonostante gli adeguamenti già realizzati in materia di genere), sia nell'adeguatezza qualitativa dei presidi di controllo.

Le valutazioni effettuate hanno comportato una domanda di capitale aggiuntiva – definita come somma del requisito di secondo pilastro (*Pillar 2 Requirements*, P2R) e degli orientamenti di secondo pilastro (*Pillar 2 Guidance*, P2G) – pari in media a 368 punti base (di cui 219 punti di P2R), 23 in più dello scorso anno (figura). L'aumento è imputabile per circa due terzi al P2R, riflettendo principalmente le valutazioni conservative attribuite ai rischi di credito (tra cui rileva il rischio di inefficacia delle garanzie pubbliche e private) e di tasso di interesse. Nel complesso, la domanda di capitale risulta in linea con quella delle banche significative italiane; a giugno del 2024, nessuna banca registrava un deficit rispetto ai requisiti imposti.

Peraltro, alcune banche hanno mostrato aspetti di fragilità, già all'attenzione della Vigilanza, spesso dovuti a carenze negli assetti di governo e controllo. Su tali intermediari sono stati condotti specifici interventi correttivi, alcuni dei quali ancora in corso. La Vigilanza monitora con attenzione, anche con il supporto di analisi trasversali e strumenti di individuazione precoce (*early warning*), la situazione tecnica degli intermediari vigilati per prevenire l'insorgenza di eventuali nuovi casi di potenziale criticità.

Figura

P2R e P2G delle banche meno significative: cicli SREP nel periodo 2022-24 (1)
(punti base)



Fonte: Banca d'Italia (database delle valutazioni annuali sulle banche).
(1) I dati del 2024 sono provvisori.

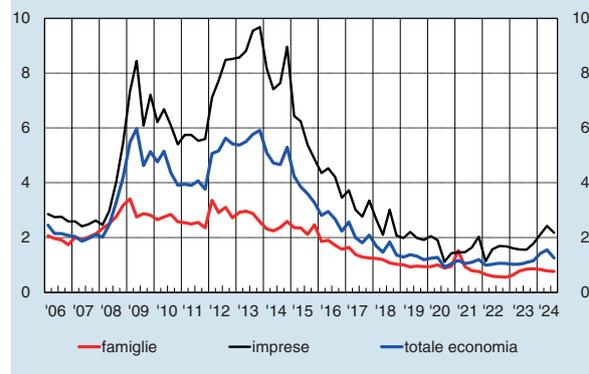
I rischi dell'attivo

La qualità degli attivi bancari è leggermente peggiorata, pur rimanendo elevata nel confronto storico. Nel terzo trimestre il flusso dei nuovi crediti deteriorati in rapporto a quelli *in bonis* (tasso di deterioramento) si è mantenuto pressoché stabile rispetto a marzo, all'1,3 per cento (fig. 2.3). Tuttavia, nella media dei primi tre trimestri il tasso di deterioramento è aumentato rispetto al corrispondente periodo del 2023; la crescita è riconducibile ai prestiti alle imprese.

L'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti (*non-performing loans ratio*, *NPL ratio*) a giugno era pari all'1,5 per cento al netto delle rettifiche (fig. 2.4.a; cfr. nell'Appendice la tav. A2). Il valore dell'indicatore per i gruppi significativi italiani è in linea con quello medio relativo al complesso degli intermediari soggetti alla supervisione diretta della Banca centrale europea (fig. 2.4.b).

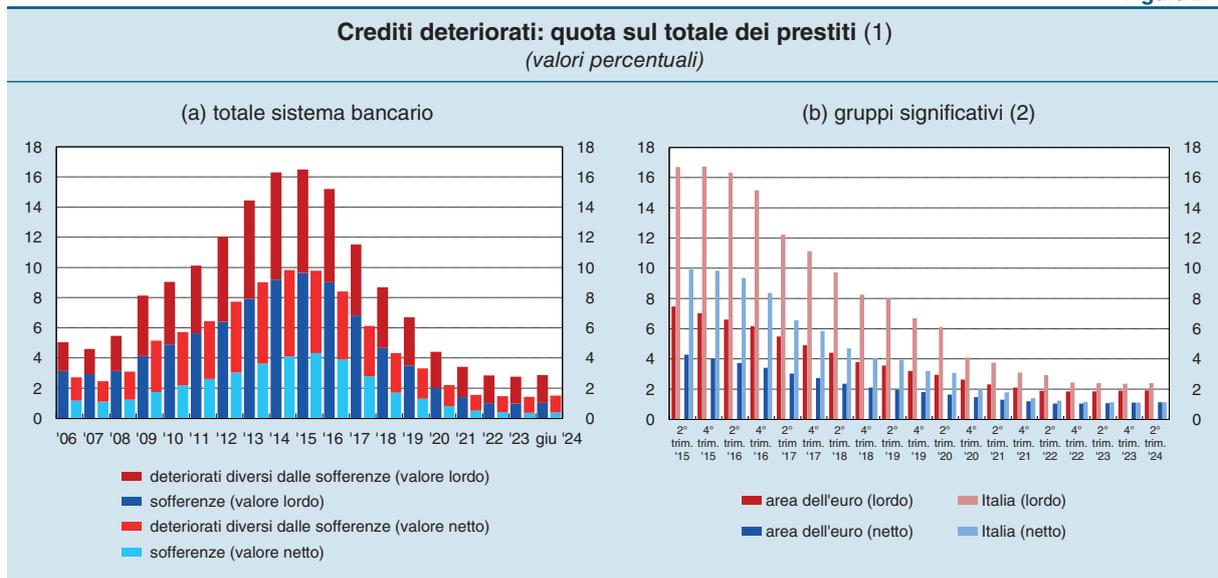
Figura 2.3

Tassi di deterioramento del credito (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Il tasso di deterioramento è calcolato come il flusso trimestrale di prestiti deteriorati rettificati sulle consistenze dei prestiti *in bonis* alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, se presente.



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

(1) I prestiti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere; sono inoltre comprese le banche specializzate nella gestione dei crediti deteriorati, il cui peso sull'intero sistema bancario in termini di tale categoria di prestiti si colloca intorno al 5 per cento. Le quote sono calcolate al netto e al lordo delle relative rettifiche di valore. I dati di giugno 2024 sono provvisori. – (2) Il perimetro delle banche significative e di quelle meno significative non è omogeneo tra le date indicate in figura: a partire da giugno 2019, con il perfezionamento della riforma del settore del credito cooperativo, Cassa Centrale Banca è diventata un gruppo significativo ai fini di vigilanza e nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, sono confluite 143 banche di credito cooperativo (BCC). Da giugno 2022 tra le banche significative sono incluse Mediolanum e FincoBank.

Il tasso di ingresso in arretrato misura i ritardi di pagamento dei prenditori *in bonis*¹ e tende ad anticipare il deterioramento del credito. Per l'insieme delle società non finanziarie l'indicatore si è collocato all'1,2 per cento a giugno; è moderatamente aumentato per le imprese nel settore delle costruzioni, mentre si è ridotto per le aziende operanti nei servizi immobiliari. Non si osservano incrementi dell'indicatore sui finanziamenti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. La quota di prestiti per finalità di consumo in ritardo di pagamento² è invece lievemente cresciuta (al 2,1 per cento, dall'1,9 di dicembre), soprattutto per l'ampliamento nel segmento dei prestiti personali.

Dallo scorso dicembre l'ammontare dei prestiti nello stadio 2 della classificazione IFRS 9 è diminuito; in rapporto al totale dei prestiti *in bonis*, la percentuale è scesa di circa 1,4 punti percentuali, all'8,4 per cento, un valore più basso di quello osservato prima dello scoppio della pandemia (9,0 a dicembre del 2019). L'incidenza dei prestiti in stadio 2 è più alta per le banche meno significative rispetto a quelle significative.

Si mantiene contenuta la vulnerabilità degli intermediari italiani derivante dai prestiti verso il comparto immobiliare commerciale (*commercial real estate*, CRE; fig. 2.5).

¹ Gli arretrati (*arrears*) sono le esposizioni scadute da almeno 30 giorni ma non ancora deteriorate. Il tasso di ingresso in arretrato è definito come il rapporto annualizzato fra flusso trimestrale di nuovi arretrati e i prestiti *in bonis* (che non siano in arretrato) in essere alla fine del trimestre precedente.

² L'indicatore identifica i prestiti in ritardo di una o due rate sulla base dei dati forniti dal Consorzio di tutela del credito, che comprendono informazioni a cadenza trimestrale riferite a un campione rappresentativo di finanziamenti a scopo di consumo erogati sia da banche sia da società finanziarie.

Tra dicembre 2021 e giugno 2024 l'esposizione del sistema bancario italiano verso la Russia si è ridotta dal 2,0 all'1,0 per cento del totale degli impieghi verso l'estero; le esposizioni fuori bilancio sono scese dal 2,1 allo 0,3 per cento. Gran parte delle attività in bilancio verso la Russia è riconducibile alle filiazioni italiane che operano localmente³.

Nostre proiezioni, coerenti con lo scenario macroeconomico pubblicato a ottobre⁴, indicano un graduale incremento del tasso di deterioramento dei prestiti alle imprese – che si collocherebbe intorno al 2,8 per cento nel 2025 – guidato dagli elevati livelli dei costi di finanziamento delle società e da una diminuzione della loro redditività. Per le famiglie l'indicatore rimarrebbe stabile, all'1 per cento.

I rischi di mercato e di tasso di interesse

Dall'aprile 2024 il *Value at Risk* (VaR) del portafoglio titoli complessivo delle banche (*banking e trading book*) è rimasto invariato (fig. 2.6), in ragione di una leggera crescita degli attivi a rischio compensata da una contrazione della volatilità dei fattori di rischio⁵.

A settembre del 2024 il rapporto tra l'ammontare dei titoli pubblici detenuti dalle banche residenti e il totale delle attività si è mantenuto sostanzialmente stabile, all'8,5 per cento (fig. 2.7.a). La durata finanziaria media è salita (a 4,4 anni; fig. 2.7.b). La quota di titoli pubblici valutati al costo ammortizzato si è lievemente ridotta, al 74,7 per cento, riflettendo la variazione osservata per i gruppi significativi.

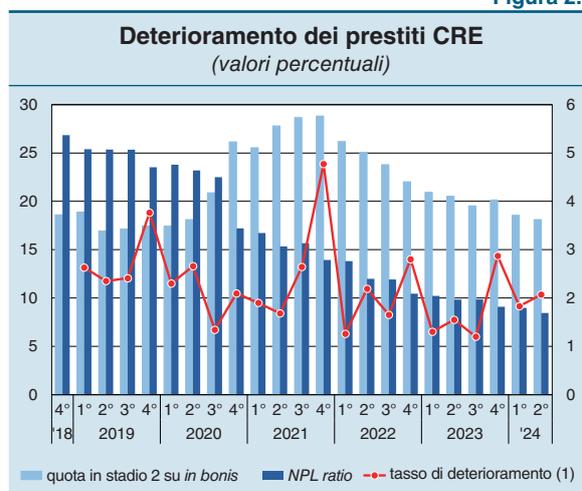
Il miglioramento del valore di mercato dei titoli pubblici italiani ha contribuito alla riduzione delle minusvalenze non realizzate (*unrealized losses*) del portafoglio valutato al costo ammortizzato. A settembre l'impatto di tali minusvalenze per l'intero sistema, stimato con riferimento al portafoglio in essere alla fine di giugno e tenendo conto

³ Per un'analisi delle esposizioni bancarie verso Russia, Bielorussia e Ucraina nel 2021, cfr. il riquadro: *I rischi per gli attivi delle banche derivanti dalla guerra in Ucraina*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2022.

⁴ Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 11 ottobre 2024.

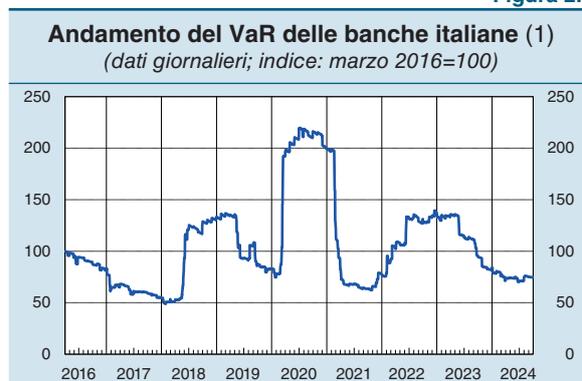
⁵ L'andamento del VaR è guidato principalmente dalle variazioni dei tassi di interesse e, in misura minore, da quelle degli spread creditizi. Il contributo al rischio riconducibile ai titoli di capitale e ai tassi di cambio rimane contenuto.

Figura 2.5

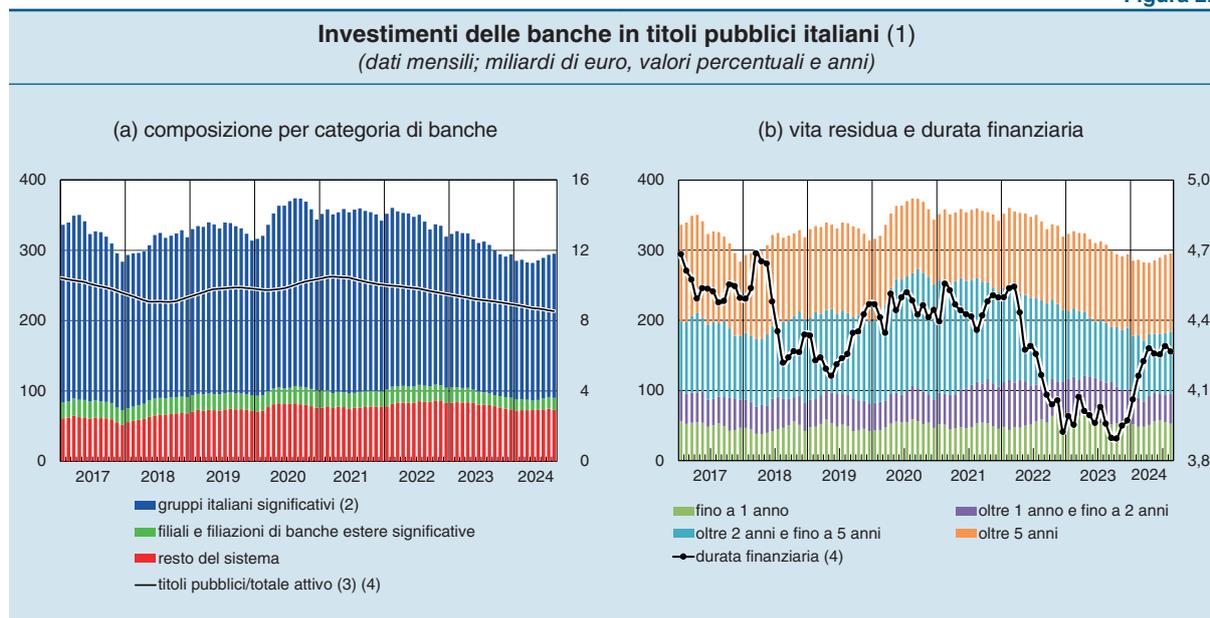


(1) Calcolato come il flusso trimestrale di prestiti deteriorati sulle consistenze dei prestiti *in bonis* alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Scala di destra.

Figura 2.6



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



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

dei benefici dovuti ai derivati di copertura, era in media pari a 42 punti base di *CET1 ratio*, circa la metà rispetto a marzo.

Nell'ipotesi di uno scenario in linea con le aspettative implicite nelle curve dei tassi di interesse di mercato, caratterizzate da una flessione dei tassi sia a breve sia a medio-lungo termine⁶, il valore economico delle attività e passività comprese nel portafoglio bancario alla fine dello scorso giugno⁷ resterebbe sostanzialmente stabile per il sistema bancario italiano.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

A settembre la raccolta bancaria ha continuato a diminuire, registrando una contrazione del 3,5

⁶ A partire da giugno del 2024 lo scenario prefigura per i tassi una diminuzione che raggiunge 160 punti base per le scadenze fino a un anno, riduzioni più contenute per le scadenze successive e una sostanziale stabilità per quelle superiori a 7 anni.

⁷ Le stime sono basate sulla metodologia semplificata per la determinazione dell'esposizione al rischio di tasso definita nella circolare della Banca d'Italia 285/2013 (Disposizioni di vigilanza per le banche).

Tavola 2.1

Raccolta delle banche italiane (1)

(miliardi di euro e variazioni percentuali)

VOCI	Consistenze (quote sul totale)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
	settembre 2024	marzo 2024	settembre 2024	marzo 2024
Depositi di residenti in Italia (3)	1.529 (68,0)	0,1	0,7	-3,7
di cui: da famiglie	877 (39,0)	5,0	-0,2	-0,8
da imprese	498 (22,1)	23,9	10,9	36,6
Depositi di non residenti	393 (17,5)	49 (2,2)	-15,1	-11,4
Titoli di debito	248 (11,0)	31 (1,4)	-79,4	-80,7
di cui: detenuti da famiglie	69 (3,1)	2.250 (100,0)	-5,9	-3,5
Passività nette verso controparti centrali (4)				
Passività verso l'Eurosistema (5)				
Raccolta complessiva				

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali. È esclusa Cassa depositi e prestiti.

(1) Esclude tutte le passività verso altre banche residenti in Italia. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Include le sole operazioni di pronti contro termine; rappresenta la raccolta estera effettuata tramite controparti centrali. – (5) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria.

per cento su base annua. La riduzione delle passività verso l'Eurosistema si conferma come il principale fattore all'origine di questo calo (tav. 2.1). Si è attenuata la flessione dei depositi delle famiglie, mentre sono tornati a scendere i depositi delle imprese. Hanno continuato a crescere i collocamenti di titoli di debito, soprattutto *certificates*, con un aumento particolarmente marcato del possesso da parte delle famiglie (cfr. il par. 1.5 e il capitolo 3).

Il rialzo dei tassi durante la recente fase di restrizione monetaria non sembra avere comportato una maggiore instabilità della raccolta delle banche che hanno una clientela più propensa all'utilizzo della tecnologia (cfr. il riquadro: *Movimentazione digitale dei depositi e stabilità della raccolta bancaria*).

MOVIMENTAZIONE DIGITALE DEI DEPOSITI E STABILITÀ DELLA RACCOLTA BANCARIA¹

Di recente, anche in seguito agli episodi di crisi bancaria osservati all'estero nella primavera del 2023², si è sviluppato un dibattito sulla relazione tra stabilità della raccolta degli intermediari e propensione dei clienti a utilizzare i canali digitali. Con la diffusione dell'accesso ai servizi bancari da remoto (da PC o smartphone), la clientela può movimentare infatti i propri depositi in modo più agevole e più veloce che in passato. In fasi di tensione o in caso di shock ciò potrebbe rendere più rapido il deflusso dei depositi stessi. L'evidenza empirica su questa tematica è scarsa; sono disponibili solo alcuni lavori relativi agli Stati Uniti, che non hanno raggiunto risultati tra loro coerenti³.

Per indagare la rilevanza del fenomeno si sono analizzate le conseguenze dell'aumento dei tassi connesso con la restrizione monetaria iniziata a luglio del 2022 sull'ammontare dei depositi delle banche italiane (a vista e a termine, di famiglie e imprese) e sui relativi tassi di interesse nel periodo gennaio 2021-dicembre 2023. Gli intermediari italiani sono stati distinti in base a un indicatore che approssima la propensione della clientela a utilizzare il canale online per i trasferimenti di denaro. In particolare, sono definite "banche con clientela altamente digitale" quelle che nei quattro trimestri precedenti l'avvio della restrizione presentavano una quota consistente di bonifici disposti online dai clienti (oltre l'89 per cento del totale, corrispondente al quintile più alto della distribuzione)⁴.

L'analisi indica che, a parità di altre condizioni, per questa categoria di banche il rialzo dei tassi ufficiali si è associato in media a una riduzione dei depositi a vista di famiglie e imprese di entità simile a quella osservata per gli altri intermediari (figura, pannello a); anche per i tassi di interesse su questi depositi non emergono differenze significative. I depositi a termine delle famiglie sono

¹ A cura di Federica Ciocchetta e Silvia Magri. Il riquadro si basa sull'analisi contenuta in F. Ciocchetta, R. Gallo, S. Magri e M. Molinari, *Friends or foes? Banks and digital deposits in a monetary tightening*, mimeo, 2024.

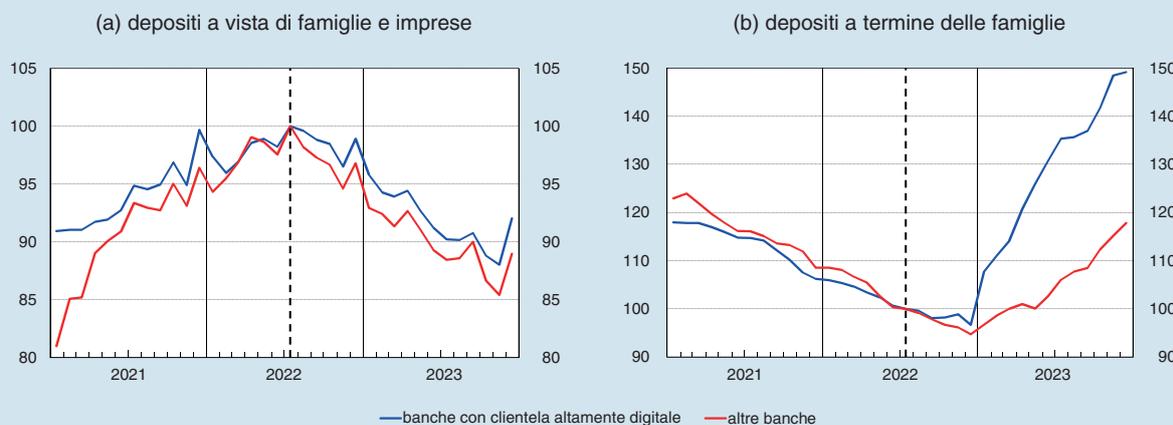
² Per approfondimenti, cfr. Basel Committee on Banking Supervision, *Report on the 2023 banking turmoil*, BRI, ottobre 2023; Basel Committee on Banking Supervision, *The 2023 banking turmoil and liquidity risk: a progress report; A report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, BRI, ottobre 2024; FSB, *Depositor behaviour and interest rate and liquidity risks in the financial system. Lessons from the March 2023 banking turmoil*, ottobre 2024.

³ In uno studio del 2023 le banche digitali (con pochi sportelli) a seguito della restrizione monetaria del 2022 aumentano di più i tassi di interesse rispetto alle altre banche e, diversamente da queste ultime, registrano un afflusso di depositi (I. Erel, J. Liebersohn, C. Yannelis e S. Earnest, *Monetary policy transmission through online banks*, NBER Working Papers Series, 31380, 2023); in un altro studio, le banche digitali (le cui piattaforme sono oggetto di numerose recensioni) registrano invece un deflusso di depositi più forte rispetto alle altre banche, nonostante il rialzo più consistente dei tassi di interesse (N. Koont, T. Santos e L. Zingales, *Destabilizing digital "bank walks"*, NBER Working Papers Series, 32601, 2024).

⁴ Le filiali e filiazioni di banche estere sono escluse dall'analisi, che è stata condotta a livello di banche individuali. Il campione finale di banche con clientela altamente digitale è costituito da 60 intermediari; prima della restrizione monetaria a essi faceva capo il 28 per cento dei depositi considerati.

Andamento dei depositi delle banche con clientela altamente digitale rispetto alle altre banche (1)

(numeri indice: luglio 2022=100)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) La linea verticale tratteggiata indica l'inizio della stretta monetaria nel luglio 2022.

invece cresciuti per tutti gli intermediari, ma l'incremento è stato in media più rilevante per quelli delle banche con clientela altamente digitale (figura, pannello b); queste ultime hanno anche aumentato in misura più elevata i tassi sui nuovi depositi riconducibili a tale categoria⁵.

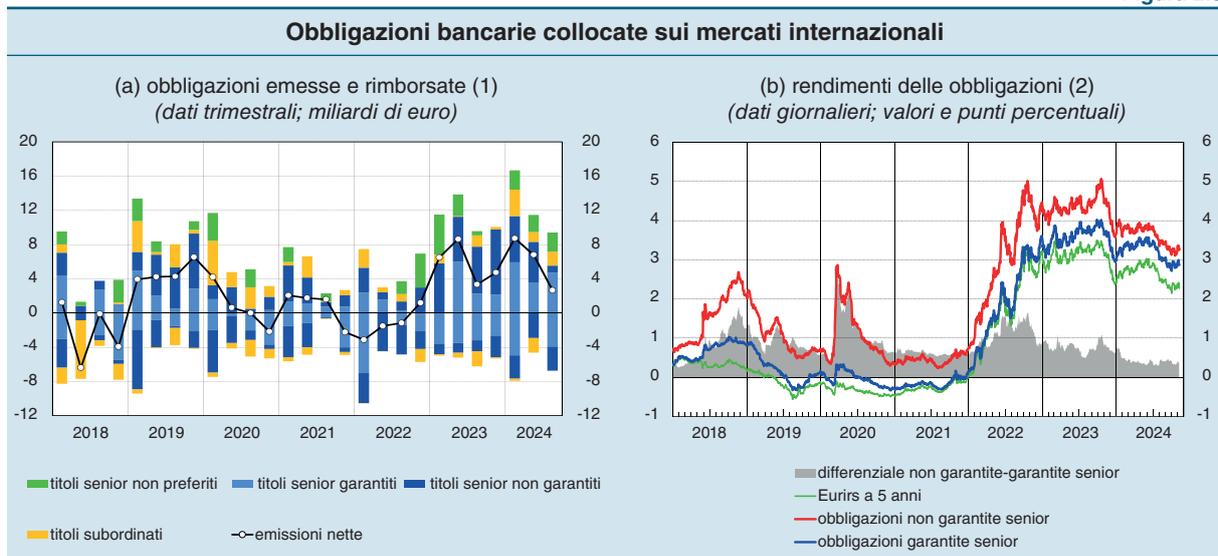
Una possibile interpretazione di questa evidenza è che le banche con clientela altamente digitale abbiano in media sfruttato la fase di rialzo dei tassi ufficiali per ribilanciare la propria raccolta, orientandola verso una forma più stabile (i depositi a termine delle famiglie). D'altra parte è anche possibile che questi intermediari, consapevoli di rivolgersi a una clientela più attenta alle condizioni applicate, possano aver deciso di modificare più rapidamente i tassi di interesse offerti sui depositi a termine, sia per attenuare potenziali deflussi sia per attrarre nuovi clienti.

⁵ Per i depositi a termine delle imprese, che hanno un peso molto contenuto, non si registrano differenze significative tra i due gruppi di banche né in termini di crescita né sulla remunerazione.

Nel terzo trimestre dell'anno in corso le emissioni obbligazionarie nette delle banche italiane collocate all'ingrosso sui mercati internazionali sono scese marcatamente, a 2,7 miliardi di euro, rispetto ai livelli osservati nel primo semestre dell'anno, principalmente a seguito della diminuzione dei collocamenti di titoli senior non garantiti (fig. 2.8.a). I rendimenti delle obbligazioni non garantite si sono ridotti più di quelli delle obbligazioni garantite (*covered bonds*), portando il differenziale tra le due categorie su livelli molto contenuti; questa dinamica riflette la minore rischiosità degli intermediari percepita dagli investitori (fig. 2.8.b).

A settembre il costo marginale della raccolta delle banche è diminuito di circa 20 punti base rispetto allo scorso marzo (all'1,9 per cento). Il calo ha interessato tutte le principali fonti di finanziamento ad eccezione dei depositi a vista, il cui rendimento era rimasto prossimo allo zero anche durante la fase di restrizione monetaria. Il costo marginale della raccolta delle banche italiane rimane comunque elevato nel confronto storico (fig. 2.9).

Figura 2.8

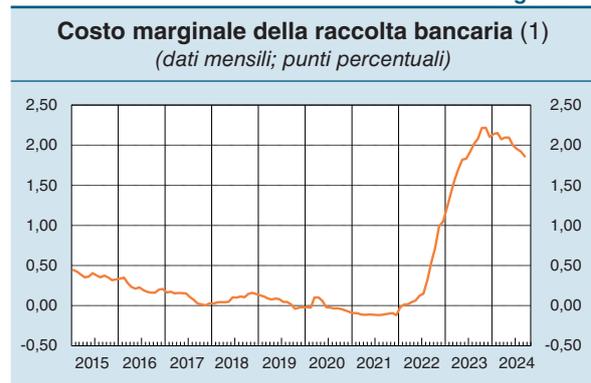


Fonte: Bloomberg e Dealogic.

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

Il 18 settembre scorso è entrata in vigore la decisione del Consiglio direttivo della BCE sulle modifiche all'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria relativa al restringimento del corridoio tra il tasso di riferimento sulle operazioni principali (*Main Refinancing Operations*, MRO) e quello sulle operazioni di deposito overnight presso la banca centrale (*deposit facility*) da 50 a 15 punti base; da tale data si riduce pertanto il costo del rifinanziamento mediante le MRO e le operazioni a più lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO) a tre mesi. Gli importi giornalieri di queste operazioni per le banche italiane si sono collocati dopo l'intervento della BCE su una media di 14,8 miliardi alla fine di ottobre, in aumento rispetto agli 8,8 miliardi osservati nella precedente parte dell'anno.

Figura 2.9



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.

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

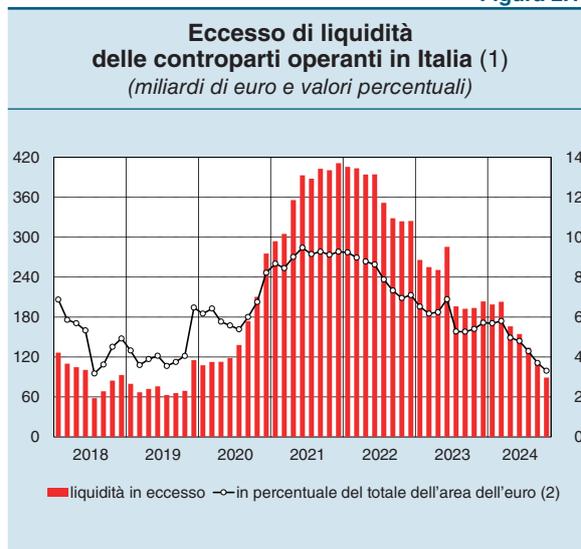
La progressiva uscita del sistema bancario italiano dalle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3) continua ad avvenire in modo ordinato. Da aprile le banche hanno rimborsato complessivamente 42,2 miliardi di TLTRO3, utilizzando soprattutto la liquidità in eccesso depositata presso la Banca d'Italia, che nel periodo di mantenimento terminato a ottobre era pari a 99 miliardi (fig. 2.10), 67 in meno nel confronto con aprile. Gli importi di TLTRO3 attualmente in essere ammontano a 12,4 miliardi e verranno interamente restituiti nell'ultima scadenza prevista in dicembre.

Le attività (impegnate o meno) conferite come garanzia nelle operazioni presso l'Eurosistema (*collateral pool*) si sono ridotte di 12 miliardi tra marzo e settembre, collocandosi a 192 miliardi (fig. 2.11.a) e confermando la diminuzione in atto da tempo. Il calo, che ha interessato quasi tutte

le categorie di attività stanziabili, è stato più marcato per i titoli di Stato e per i prestiti; questi ultimi rappresentano ancora la principale classe di attività in garanzia (68 per cento del totale; fig. 2.11.b). Nonostante la flessione delle attività in garanzia, il margine disponibile nel *collateral pool* si mantiene cospicuo (160 miliardi, pari all'83 per cento del pool). Le banche italiane dispongono inoltre di 411 miliardi di titoli stanziabili al di fuori del *collateral pool*, costituiti per il 63 per cento da titoli di Stato (fig. 2.11.c).

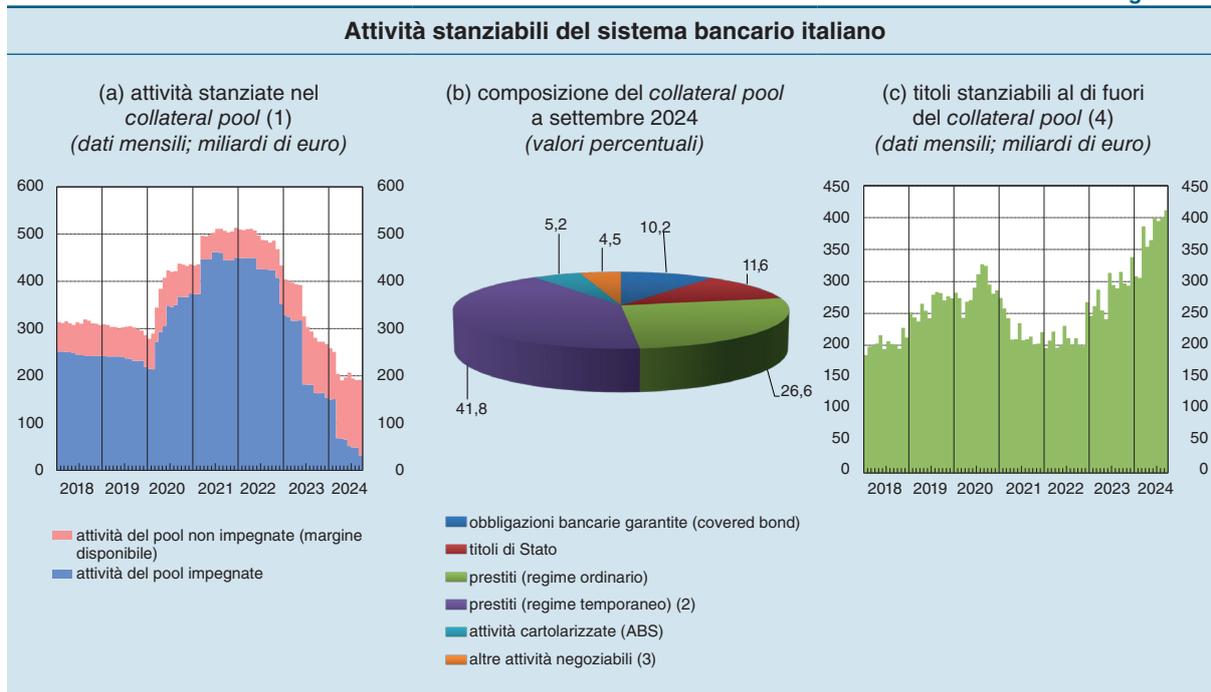
Il profilo della liquidità delle banche permane equilibrato sia sulle scadenze a breve sia su quelle a medio termine: a giugno l'indice di copertura della liquidità su un orizzonte temporale di un mese (*liquidity coverage ratio*, LCR) era mediamente pari al 177 per cento e il coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR) si collocava al 134 per cento (lo scorso dicembre corrispondevano rispettivamente al 189 e al 133 per cento). Tutti

Figura 2.10



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE.
 (1) Ogni barra indica l'eccesso di liquidità medio per ciascun periodo di mantenimento, calcolato come somma del saldo medio sui conti di riserva delle banche, al netto dell'obbligo di riserva, e del ricorso medio alla *deposit facility*. L'ultimo dato è riferito al 6° periodo di mantenimento del 2024, terminato il 22 ottobre. – (2) Scala di destra.

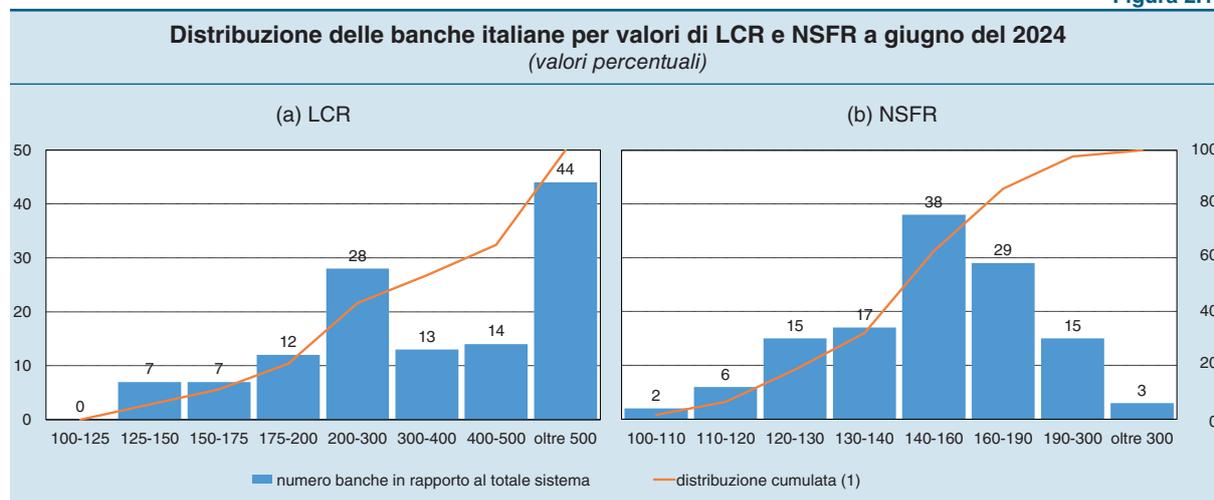
Figura 2.11



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

gli intermediari riportavano per entrambi gli indicatori valori al di sopra del minimo regolamentare (pari al 100 per cento) e oltre il 90 per cento delle banche disponeva di un ampio margine (fig. 2.12).

Figura 2.12



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

In linea con quanto previsto nei piani di raccolta delle banche italiane, nel corso del 2024 si è verificata una riduzione dei finanziamenti da banca centrale; per il 2025 è prevista un'ulteriore diminuzione per il mancato rinnovo di finanziamenti a breve termine utilizzati da alcune banche in parziale sostituzione delle TLTRO. Rilevano tuttavia alcune divergenze tra le banche significative e quelle meno significative nelle previsioni di raccolta per il 2025. Le prime ipotizzano un lieve incremento delle passività, guidato prevalentemente dalla raccolta obbligazionaria all'ingrosso e, in misura più contenuta, da quella presso la clientela. Le banche meno significative stimano invece una più decisa espansione delle passività, attraverso un maggiore ricorso sia alla raccolta presso la clientela sia a quella di mercato. Tale dinamica sarebbe più accentuata per le banche con un modello di business specializzato in alcuni comparti, tra cui quello del factoring e della gestione degli NPL, che prevedono una crescita marcata dei depositi anche attraverso piattaforme online.

I rischi operativi e cibernetici

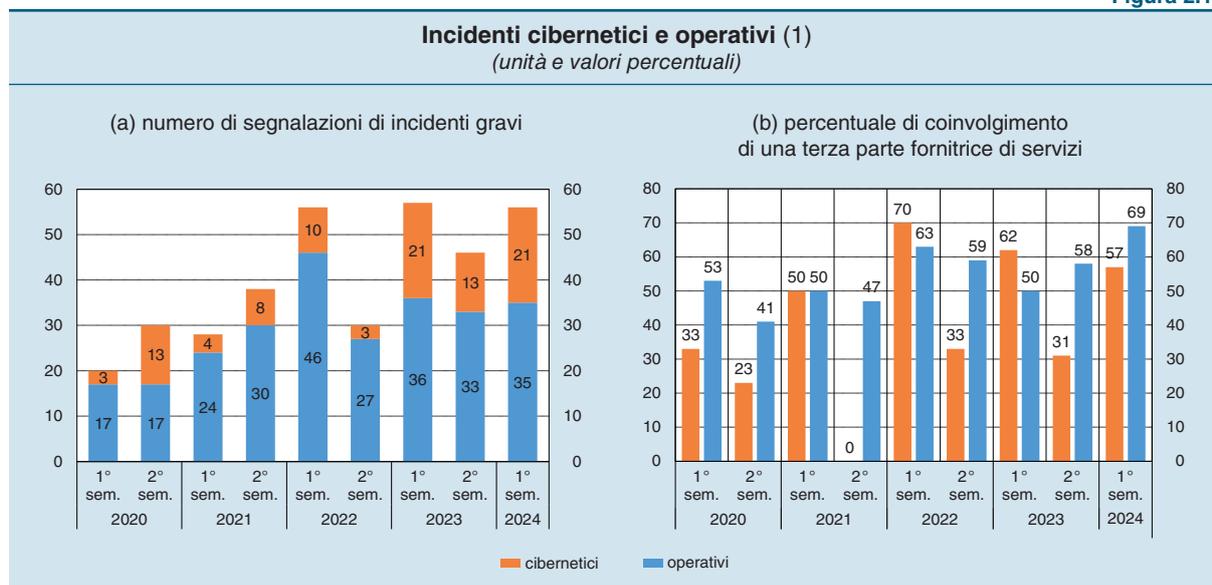
Dall'attività di monitoraggio condotta sui rischi operativi e cibernetici⁸ emerge che nel primo semestre dell'anno gli intermediari finanziari italiani⁹ hanno complessivamente segnalato 56 incidenti gravi, di cui 21 di tipo cibernetico (nei primi sei mesi del 2023 erano stati rispettivamente 57 e 21; fig. 2.13). Tra gli eventi riportati rilevano alcuni attacchi condotti a fornitori di servizi, che hanno avuto ricadute su diversi soggetti finanziari, sebbene con conseguenze limitate.

Alla metà di luglio un grave incidente informatico di tipo non malevolo ha colpito la società tecnologica statunitense CrowdStrike¹⁰. A seguito dell'aggiornamento di una componente di sicurezza, si è verificato

⁸ Quest'attività si basa sulle segnalazioni previste dalla Banca d'Italia relative ai gravi incidenti operativi o alla sicurezza. Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia la sezione: *Comunicazione di gravi incidenti operativi o di sicurezza*.

⁹ Sono soggetti alla segnalazione i gruppi bancari, le banche individuali, gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica.

¹⁰ Uno dei principali fornitori mondiali di servizi di software di sicurezza per la protezione dei sistemi informatici e di servizi per l'analisi delle minacce cyber e la gestione degli incidenti informatici.



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.

(1) Gli incidenti cibernetici comprendono sia gli attacchi informatici sia gli incidenti che comunque producono, anche involontariamente, diffusione e/o alterazione di dati riservati della clientela e/o dell'intermediario. Gli incidenti operativi derivano da processi inadeguati o malfunzionanti, da persone, da sistemi o da eventi di forza maggiore. Tra questi ultimi sono inclusi quelli naturali, errori software e hardware, eventi accidentali, malfunzionamenti di processo, sabotaggio (attacco fisico).

il blocco a livello globale di circa 8,5 milioni di dispositivi dotati di sistema operativo Microsoft Windows. L'evento, con gravi effetti sui settori energetico, finanziario e dei trasporti, ha evidenziato la rilevanza dei profili di rischio, anche sistemici, connessi con la fornitura di servizi informatici da parte di società che operano su scala globale¹¹. In Italia gli impatti per le banche hanno riguardato l'operatività degli sportelli, degli ATM e di alcuni processi interni. In pochi casi si sono verificati lievi ritardi nell'elaborazione dei pagamenti e disservizi temporanei sulle piattaforme digitali. La maggior parte degli operatori ha riattivato i servizi critici per gli utenti nel corso della stessa giornata dell'incidente.

Il regolamento europeo sulla resilienza operativa digitale (Digital Operational Resilience Act, DORA)¹², che entrerà in vigore dal 17 gennaio 2025, rafforzerà l'attenzione del sistema finanziario nei confronti degli incidenti operativi o di sicurezza, introducendo un nuovo schema di segnalazione con l'obiettivo di armonizzare le tassonomie, i modelli e le procedure. In materia di gestione del rischio di terze parti, DORA estende anche agli accordi di fornitura alcuni requisiti normativi precedentemente previsti solo per quelli di esternalizzazione. In tale ambito, il regolamento sottolinea la necessità che le entità finanziarie sviluppino strategie per fare fronte ai rischi informatici derivanti da terze parti fornitrici di servizi e per mantenere il controllo sui rischi operativi, sulla sicurezza delle informazioni e sulla continuità operativa nei loro accordi contrattuali. Oltre ai requisiti destinati alle entità finanziarie soggette al regolamento, DORA introduce uno schema di sorveglianza europeo per i fornitori di servizi considerati critici per il sistema, nell'ambito del quale le autorità di vigilanza europee (EBA, ESMA ed EIOPA)¹³, con il contributo delle autorità nazionali, svolgeranno analisi cartolari e ispettive.

¹¹ Tra i profili di rischio rientrano: (a) l'interdipendenza fra eventi con rilevanza sistemica e la continuità operativa di servizi e infrastrutture digitali; (b) la gestione della catena di approvvigionamento, incluse le verifiche di sicurezza e di qualità dei prodotti e dei servizi informatici; (c) i profili di diversificazione tecnologica.

¹² Regolamento UE/2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio.

¹³ Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA), Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA), Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA).

La BCE ha concluso nel mese di luglio il suo primo esercizio di stress sulla resilienza cibernetica delle banche soggette alla sua vigilanza diretta. L'esercizio ha valutato la capacità di reazione degli intermediari in caso di attacco informatico portato a termine con successo¹⁴. I risultati hanno mostrato che la maggior parte delle banche possiede processi di "risposta e ripristino", sebbene alcune aree presentino margini di miglioramento. Fra queste rientrano anche: (a) l'adeguatezza dei piani di continuità operativa, di comunicazione e di ripristino, che dovrebbero comprendere una gamma sufficientemente ampia di scenari di rischio cibernetico; (b) la capacità di conseguire gli obiettivi di ripristino; (c) la corretta valutazione della dipendenza da fornitori terzi; (d) la stima appropriata delle perdite dirette e indirette derivanti da un attacco cibernetico. I risultati hanno contribuito, in via qualitativa, al processo di revisione e valutazione prudenziale nel 2024, includendo i profili della governance e della gestione del rischio informatico.

Il patrimonio e la redditività

Nel primo semestre dell'anno la posizione patrimoniale delle banche italiane è migliorata; il *CET1 ratio* dell'intero sistema – dato dal rapporto tra il capitale di migliore qualità (CET1) e le attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA) – ha raggiunto il 15,9 per cento, in aumento di 30 punti base rispetto alla fine del 2023. L'incremento del coefficiente ha interessato sia le banche significative sia quelle meno significative, soprattutto grazie al contributo positivo della redditività del periodo. A giugno il livello medio di patrimonializzazione delle banche significative italiane era superiore di 40 punti base a quello medio del complesso degli intermediari dei paesi partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM).

Il rapporto di leva finanziaria (*leverage ratio*), che misura l'adeguatezza del capitale rispetto alle attività non ponderate per il rischio, è leggermente migliorato per l'intero sistema bancario (di 15 punti base, al 6,3 per cento). Il *leverage ratio* degli intermediari significativi italiani (6,1 per cento) era superiore al valore medio europeo di 40 punti base; per le banche meno significative l'indicatore si collocava al 7,3 per cento.

Le emissioni di passività idonee a soddisfare il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) – effettuate soprattutto dalle banche significative – sono state consistenti nel primo semestre del 2024. Il rapporto tra queste passività e gli RWA delle banche assoggettabili a risoluzione è salito al 35,1 per cento, un livello ampiamente superiore ai valori medi dei requisiti stabiliti dalle autorità di risoluzione. Al 30 giugno 2024 tutti gli intermediari rispettavano i requisiti MREL in vigore.

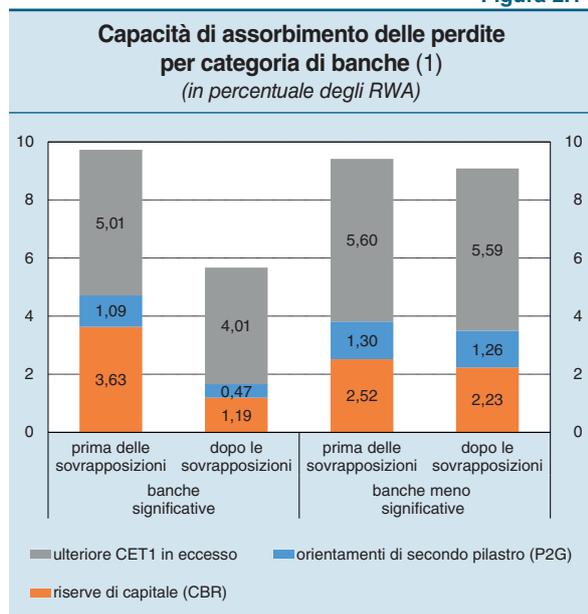
Le sovrapposizioni di capitale¹⁵ che derivano dall'utilizzo contestuale del CET1 per i requisiti ponderati, di *leverage* e di MREL possono avere effetti notevoli sulla capacità di assorbimento delle perdite da parte delle banche, in quanto riducono l'ammontare delle risorse patrimoniali utilizzabili¹⁶ senza incorrere nella

¹⁴ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *La BCE conclude la prova di stress sulla resilienza cibernetica di 109 banche*, 26 luglio 2024.

¹⁵ Per maggiori dettagli, cfr. la nota 1 della fig. 2.14; per un'illustrazione delle sovrapposizioni e della metodologia utilizzata dalla Banca d'Italia per la loro quantificazione, cfr. il riquadro: *L'effettiva utilizzabilità del requisito combinato di riserva di capitale per le banche italiane: un approccio olistico*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria* 1, 2022; cfr. anche W. Cornacchia e G. Guerra, *Le sovrapposizioni (overlaps) tra requisiti minimi e riserve di capitale: la situazione delle banche italiane*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 30, 2022.

¹⁶ Si tratta della riserva combinata di capitale (*combined buffer requirement*, CBR), degli orientamenti di secondo pilastro (P2G) e dell'ulteriore eccedenza disponibile.

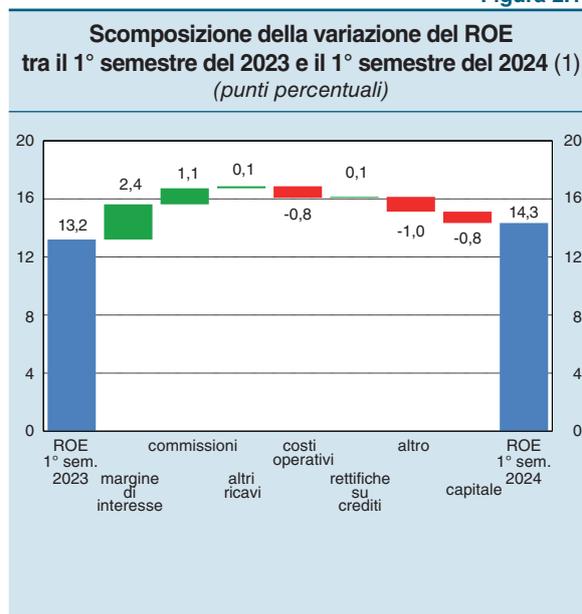
Figura 2.14



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

(1) La regolamentazione consente l'utilizzo contestuale del CET1 sui diversi requisiti applicabili, quali quelli ponderati per i rischi, il *leverage ratio* e l'MREL. Le sovrapposizioni riducono la disponibilità di risorse patrimoniali libere per assorbire le perdite, nel momento in cui la medesima unità di capitale è utilizzata anche per soddisfare un requisito minimo. In tali situazioni, infatti, il ricorso a tali risorse patrimoniali comporterebbe la violazione del requisito minimo, che potrebbe portare anche all'avvio di una procedura di risoluzione o liquidazione.

Figura 2.15



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

(1) Le variazioni sono riportate in rapporto al capitale proprio e alle riserve e contribuiscono positivamente (barre verdi) o negativamente (barre rosse) al ROE di partenza dei primi 6 mesi del 2023, determinando il valore finale del ROE del 1° semestre 2024.

violazione di un requisito minimo¹⁷. Tali effetti sono rilevanti soprattutto per le banche significative¹⁸, la cui capacità complessiva di assorbimento delle perdite – in rapporto agli attivi ponderati per il rischio – scende di 4 punti percentuali qualora si tenga conto delle sovrapposizioni (dal 9,7 al 5,7 per cento; fig. 2.14). Per le banche meno significative le sovrapposizioni sono invece poco rilevanti (riducono la capacità di assorbimento delle perdite dal 9,4 al 9,1 per cento). Nonostante le sovrapposizioni, la dotazione patrimoniale delle banche italiane assicura nell'insieme un'ampia capacità di assorbimento delle perdite, anche nel confronto con le altre banche europee.

Nel primo semestre del 2024 la redditività delle banche italiane è ulteriormente migliorata; il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), al netto delle componenti straordinarie, è salito dal 13,2 al 14,3 per cento (fig. 2.15). Il valore dell'indicatore era pari al 15,4 per cento per le banche significative e all'11,4 per le meno significative. L'aumento della redditività riflette principalmente la crescita del margine di interesse (9,1 per cento), dovuta alla dinamica degli interessi attivi sui prestiti, il cui rendimento medio è stato superiore rispetto a quello dei primi sei mesi del 2023. L'ampliamento del margine di interesse e, in minore misura, dei ricavi da commissioni (8,0 per cento) ha sospinto l'incremento del margine di intermediazione (8,2 per cento). I costi operativi sono leggermente saliti (3,3 per cento), risentendo delle maggiori spese per il personale connesse con il rinnovo del contratto collettivo nazionale di lavoro per il settore bancario avvenuto alla fine del 2023. Le rettifiche nette su

¹⁷ Questa violazione può comportare conseguenze ben più gravi rispetto all'utilizzo delle altre risorse patrimoniali (eccesso patrimoniale, P2G o CBR; cfr. la nota 16), che possono determinare, nei casi più critici, la risoluzione o la liquidazione della banca.

¹⁸ In particolare, le sovrapposizioni sono rilevanti soprattutto per le banche significative soggette alla subordinazione minima dell'MREL (*top tier banks*).

crediti si sono lievemente ridotte (-2,8 per cento), rispecchiando soprattutto le riprese di valore sulle esposizioni rientrate in stadio 1 che hanno più che compensato le rettifiche sulle posizioni in stadio 2 e 3.

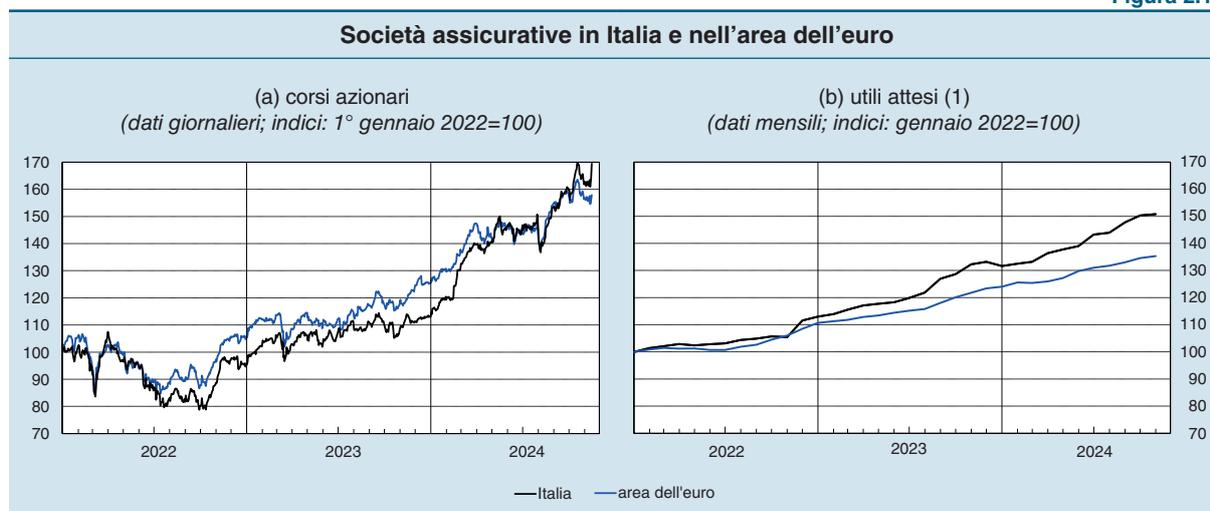
Stime coerenti con lo scenario macroeconomico pubblicato dalla Banca d'Italia nel *Bollettino economico* di ottobre¹⁹ indicano che la redditività complessiva delle banche resterebbe elevata nell'anno in corso, su livelli prossimi a quelli osservati nel 2023; diminuirebbe nel biennio successivo, pur rimanendo ampiamente positiva e superiore alla media degli ultimi cinque anni. Il margine di interesse aumenterebbe ulteriormente quest'anno, rallentando solo nel periodo 2025-26. Le rettifiche di valore su crediti crescerebbero nel prossimo biennio, per effetto del rialzo previsto del tasso di deterioramento dei prestiti, collocandosi comunque su valori inferiori a quelli registrati prima della crisi pandemica.

2.2 LE ASSICURAZIONI

I rischi di stabilità finanziaria del settore assicurativo italiano si mantengono sostanzialmente invariati su un livello medio (fig. 1.3); la ripresa della raccolta porta a un miglioramento della redditività e a una contrazione dei rischi di liquidità, che restano tuttavia rilevanti per il permanere dei riscatti su valori elevati.

Le attese di un incremento degli utili delle principali società assicurative italiane, migliori di quelle del complesso delle compagnie dell'area dell'euro, si sono riflesse in una crescita ulteriore dei corsi azionari (fig. 2.16).

Figura 2.16



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

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

Nei primi sei mesi del 2024 la patrimonializzazione delle imprese di assicurazione si è ridotta lievemente, ma è rimasta su livelli elevati: il valore medio dell'indice di solvibilità a giugno era pari al 253 per cento (dal 258 a dicembre del 2023; fig. 2.17). I rischi dell'attività di investimento restano maggiori di quelli direttamente connessi con l'attività assicurativa (cfr. nell'Appendice la fig. A7).

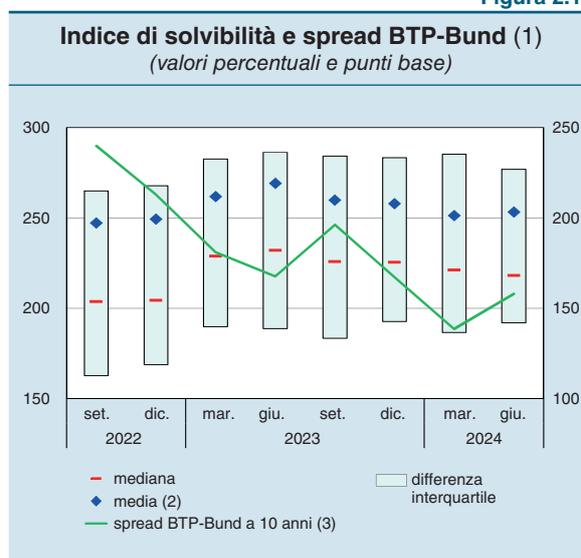
¹⁹ Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 11 ottobre 2024.

A giugno gli investimenti delle assicurazioni italiane corrispondevano a 997 miliardi, il 12 per cento di quelli complessivi del settore a livello europeo. Tra gli investimenti per i quali le compagnie sopportano il rischio (727 miliardi) permane la prevalenza dei titoli pubblici che, sebbene in progressiva riduzione, rappresentano una quota notevolmente superiore rispetto alla media europea (24 per cento; fig. 2.18.a); oltre due terzi di tali investimenti sono in titoli di Stato italiani. I titoli obbligazionari privati, il 21 per cento del portafoglio, risultano per lo più costituiti da titoli di imprese non finanziarie estere (fig. 2.18.c) e soprattutto con rating BBB e A (rispettivamente 49 e 31 per cento delle obbligazioni societarie; fig. 2.18.b). Gli investimenti in azioni e fondi comuni si mantengono stabili al 14 e al 15 per cento.

Il 9 per cento delle obbligazioni private negli investimenti delle assicurazioni italiane è rappresentato da green bond, quota in lieve aumento nel confronto con giugno del 2023 (8 per cento) e superiore alla media europea.

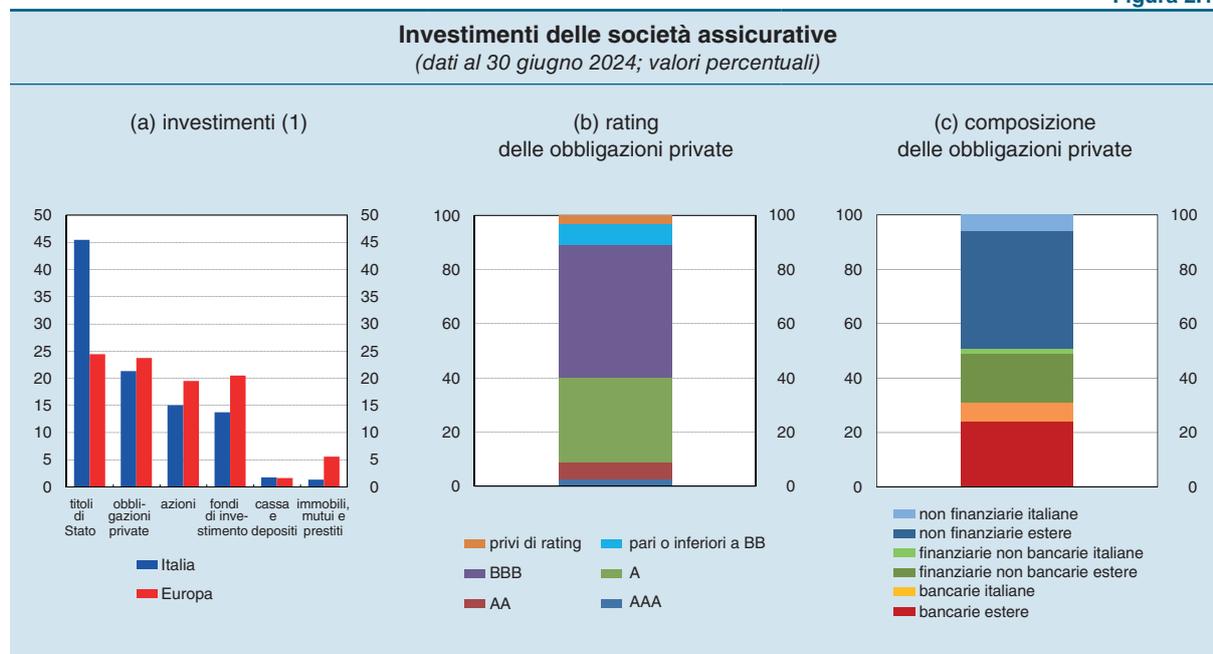
A ottobre le minusvalenze nette non realizzate sugli investimenti erano pari a 7 miliardi, in miglioramento rispetto al mese di dicembre dello scorso anno (13 miliardi; fig. 2.19). Circa il 70 per cento delle minusvalenze è relativo a titoli di Stato.

Figura 2.17



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

Figura 2.18



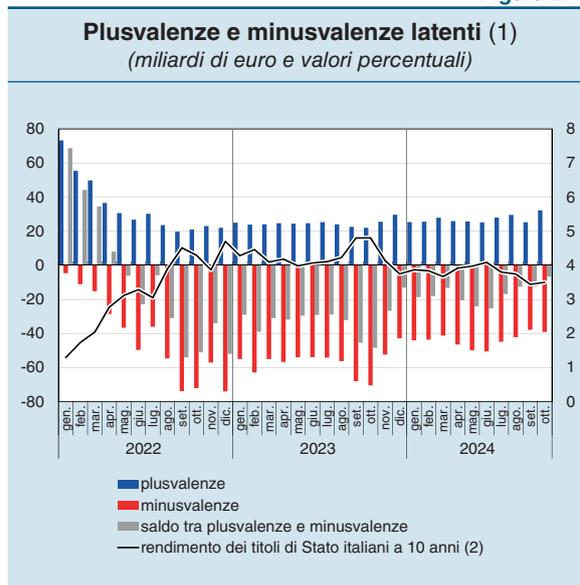
Fonte: Ivass ed EIOPA.
(1) I dati per l'Europa, aggiornati al 31 marzo 2024, sono riferiti allo Spazio economico europeo.

La facoltà di sospendere temporaneamente gli effetti sulla redditività di esercizio delle minusvalenze sugli investimenti²⁰, riconosciuta dal legislatore in situazioni di turbolenza dei mercati, è stata adottata per il primo semestre del 2024 da un numero limitato di compagnie, che rappresentano il 5 per cento degli attivi del mercato.

Nei primi sei mesi del 2024 il ROE della gestione vita è stato negativo (-9 per cento) a causa delle minusvalenze (fig. 2.20.a), sebbene in miglioramento rispetto allo stesso periodo del 2023 per la ripresa della raccolta dei prodotti tradizionali e unit linked, dopo il calo degli ultimi anni (fig. 2.20.c).

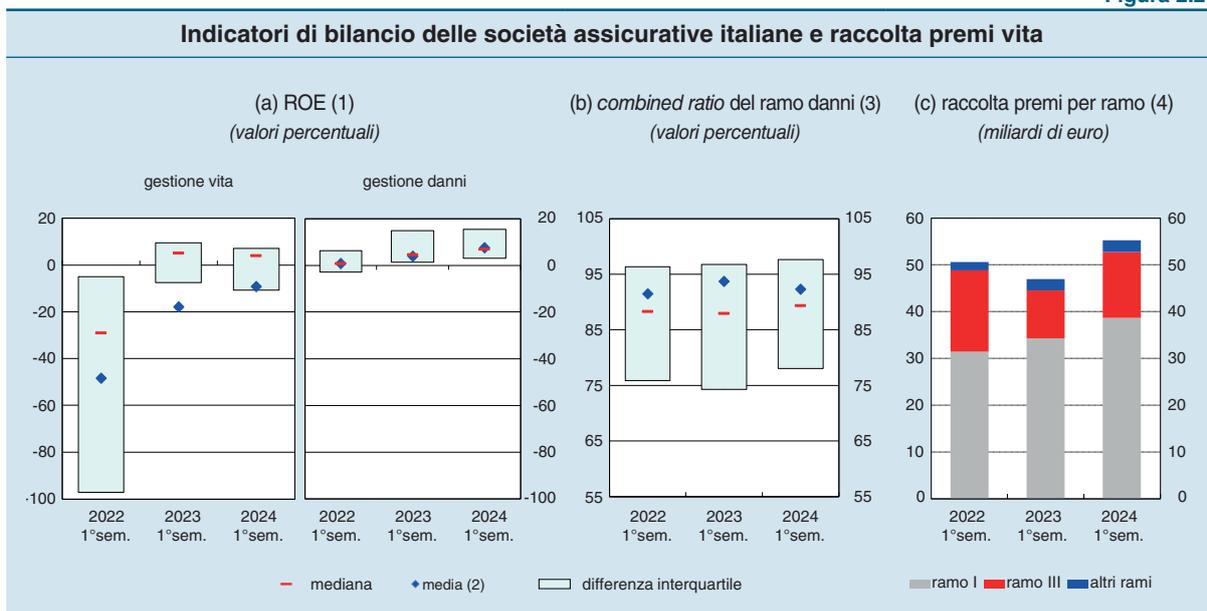
Per la gestione danni il ROE è aumentato all'8 per cento; per il comparto si conferma il trend in espansione, con una raccolta premi in crescita del 7 per cento rispetto a giugno del 2023. Il rapporto tra oneri e spese di gestione e premi

Figura 2.19



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati LSEG.
(1) Le plusvalenze e le minusvalenze latenti rappresentano la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio dei titoli in portafoglio. – (2) Scala di destra. Dati di fine periodo.

Figura 2.20



Fonte: Ivass.
(1) Rapporto tra utile e patrimonio netto. I dati dei semestri non sono annualizzati e sono basati su un campione rappresentativo delle principali compagnie italiane. – (2) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto. – (3) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi di competenza. – (4) Il ramo I include in prevalenza polizze rivalutabili (prodotti vita tradizionali garantiti); il ramo III include in prevalenza polizze unit e index linked (prodotti vita con rischio a carico degli assicurati); gli altri rami includono tutti gli altri prodotti vita.

²⁰ La deroga disposta dal decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze del 27 settembre 2024 proroga anche per l'esercizio 2024 la facoltà per le imprese che non adottano i principi contabili internazionali di valutare i titoli non durevoli in base al valore di iscrizione risultante dall'ultimo bilancio, ad eccezione delle perdite di carattere durevole, destinando la mancata svalutazione a "riserva indisponibile".

di competenza (*combined ratio*) è pari al 92 per cento, in lieve diminuzione (fig. 2.20.b).

La ripresa della raccolta vita negli ultimi mesi ha progressivamente migliorato l'indicatore che misura il rapporto tra riscatti e premi, pari all'81 per cento alla fine di ottobre, dal 94 dello stesso mese dello scorso anno (fig. 2.21). La crescita della raccolta è stata trainata dalle compagnie che distribuiscono attraverso il canale bancario o mediante promotori finanziari; per queste imprese l'indice rimane su valori leggermente più elevati (86 per cento), ma il divario rispetto alle altre compagnie si è ridotto notevolmente. Il fenomeno dei riscatti resta tuttavia rilevante e in aumento per le polizze unit linked.

L'indicatore del grado di liquidabilità degli attivi delle compagnie italiane (*liquid asset ratio*)²¹ a giugno del 2024 risulta stabile rispetto alla fine del 2023 a un valore mediano del 62 per cento, superiore al corrispondente livello europeo (45 per cento a marzo del 2024).

2.3 L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi comuni italiani si confermano nel complesso contenuti. Nel secondo e nel terzo trimestre del 2024 il patrimonio dei fondi comuni aperti gestiti da società e gruppi italiani ha raggiunto 629 miliardi di euro²², anche grazie a una raccolta netta positiva (circa 3,5 miliardi; fig. 2.22). Le sottoscrizioni nette nel comparto dei fondi obbligazionari, iniziate con il rialzo dei rendimenti di mercato, hanno più che compensato i deflussi netti negli altri segmenti. La raccolta netta ha continuato a essere negativa per i fondi che rispettano criteri di sostenibilità sotto i profili ambientale, sociale e di governo societario (*environmental, social and governance, ESG*).

²¹ È dato dal rapporto tra gli attivi liquidi e il totale delle attività. Gli attivi liquidi sono determinati applicando i coefficienti di scarto alle diverse tipologie di attivo secondo la metodologia definita a livello europeo dall'EIOPA per il *liquidity monitoring* (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *L'avvio del monitoraggio sui rischi di liquidità del settore assicurativo*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2020).

²² Il comparto rappresenta circa il 50 per cento del patrimonio complessivo dei fondi distribuiti in Italia, che comprendono anche quelli gestiti da gruppi esteri.

Figura 2.21

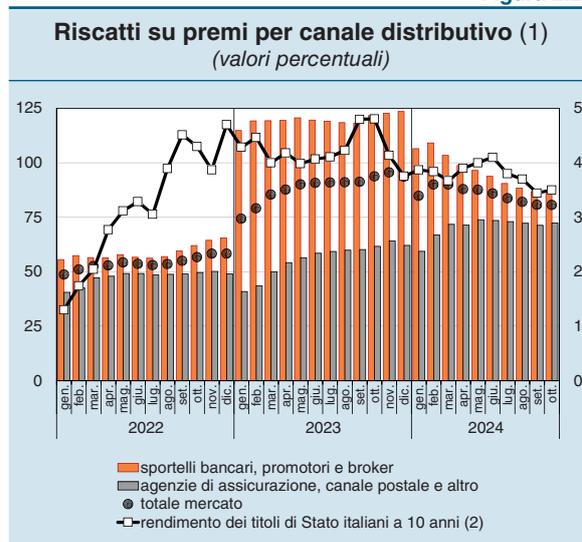
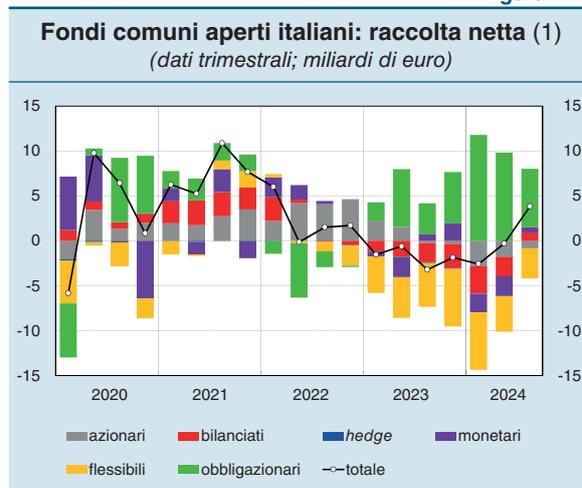
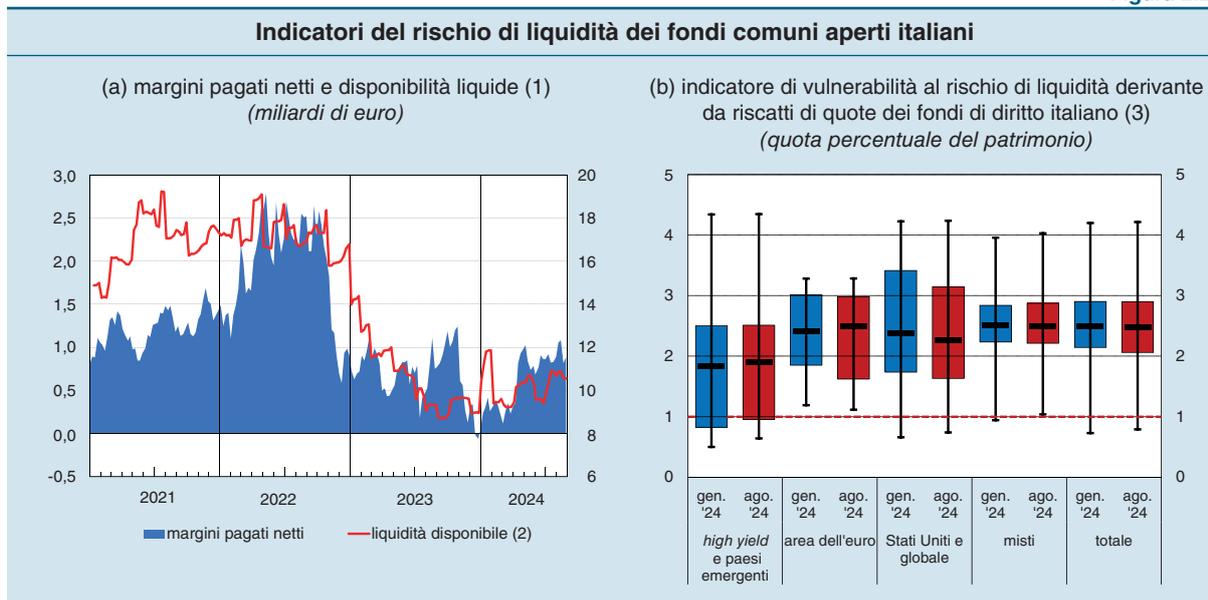


Figura 2.22





Fonte: elaborazioni su dati regolamento UE/2012/648 (European Market Infrastructure Regulation, EMIR), segnalazioni di vigilanza e BCE (Centralised Securities Database).

(1) Valori aggregati dei margini pagati al netto dei ricevuti per le esposizioni in derivati e le disponibilità aggregate di liquidità da gennaio 2021 ad agosto 2024. Frequenza settimanale. – (2) Scala di destra. – (3) Sono inclusi i fondi comuni aperti appartenenti ai comparti obbligazionario e misto. L'indicatore del rischio di liquidità è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità di ciascuna esposizione e i riscatti netti in uno scenario di stress. Gli scenari di stress sono pari alla media dei valori superiori al 99° percentile delle distribuzioni dei riscatti netti mensili in rapporto al patrimonio relativi a ciascuno dei comparti analizzati tra gennaio 2008 e novembre 2020 (high yield e paesi emergenti: 14 per cento; area dell'euro: 30 per cento; Stati Uniti e globale: 24 per cento; fondi misti: 24 per cento). Le aree colorate rappresentano la differenza interquartile; i trattini inferiori e superiori delle linee verticali indicano rispettivamente il 1° e il 99° percentile della distribuzione. I fondi al di sotto della linea rossa tratteggiata sono considerati vulnerabili.

Nella prima metà dell'anno è aumentata l'esposizione complessiva dei fondi italiani e dell'area dell'euro verso i mercati obbligazionari italiani; gli investimenti del comparto svolgono un ruolo rilevante soprattutto nel segmento delle società non finanziarie, di cui detengono circa un terzo delle obbligazioni in circolazione. La quota nel mercato di titoli di Stato è invece circa un decimo.

Tra i fondi aperti di diritto italiano²³, l'indebitamento verso banche e altri intermediari resta contenuto²⁴ e le linee di credito disponibili sono rimaste stabili. Ad agosto la leva sintetica, calcolata come il rapporto tra l'esposizione nozionale lorda in derivati e il patrimonio netto, era inferiore all'unità. Anche i margini corrisposti a fronte dell'utilizzo di derivati sono nel complesso limitati rispetto alla liquidità disponibile (fig. 2.23.a).

Tra gennaio e agosto il rischio di liquidità derivante da richieste di rimborso particolarmente elevate²⁵ si è mantenuto stabile per i comparti non azionari (fig. 2.23.b); all'interno di questi il patrimonio dei fondi vulnerabili²⁶ rimane su livelli bassi (1,9 per cento del totale). Un'analisi delle prove di stress di liquidità condotte dai gestori di un campione di fondi vulnerabili ha fatto emergere ambiti di miglioramento su modelli e scenari utilizzati (cfr. il riquadro: *Analisi delle prove di stress di liquidità condotte dai gestori dei fondi aperti vulnerabili*).

²³ Il patrimonio dei fondi di diritto italiano, vigilati dalla Banca d'Italia, rappresenta circa il 40 per cento di quello delle gestioni collettive relative a gruppi italiani; la rimanente parte è attribuibile a fondi di diritto estero.

²⁴ La normativa italiana prevede che i fondi aperti possano utilizzare prestiti solo temporaneamente, in relazione a esigenze di investimento o disinvestimento dei beni del fondo, ed entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo stesso.

²⁵ L'indicatore di liquidità è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità delle sue componenti e i riscatti netti in uno scenario di stress (cfr. la nota 3 della fig. 2.23).

²⁶ Sono definiti vulnerabili i fondi per cui l'indicatore di liquidità è inferiore all'unità.

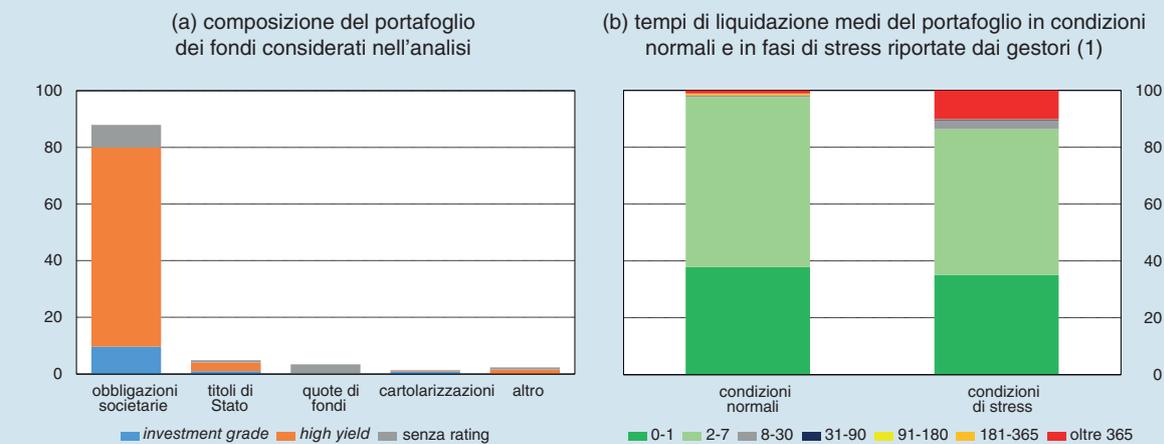
ANALISI DELLE PROVE DI STRESS DI LIQUIDITÀ CONDOTTE DAI GESTORI DEI FONDI APERTI VULNERABILI¹

L'operatività dei fondi comuni aperti è esposta a rischi connessi con il disallineamento tra il grado di liquidità delle attività e quello delle passività. Tra gli strumenti a presidio di tali rischi, la normativa prevede che i gestori conducano periodicamente delle prove di stress². Al fine di valutare caratteristiche e adeguatezza di questi esercizi è stato condotto un approfondimento su un campione di fondi aperti italiani particolarmente esposti ai rischi di liquidità, cui è riconducibile poco meno dell'1 per cento del patrimonio complessivo. Questi intermediari hanno un indicatore di vulnerabilità al rischio di liquidità derivante da riscatti di quote inferiore all'unità³ e, in linea con le rispettive politiche di investimento, sono maggiormente esposti verso titoli obbligazionari con rating inferiore a *investment grade* (figura, pannello a).

Sebbene i risultati dell'analisi indichino che le pratiche adottate dai gestori sono sostanzialmente conformi alla regolamentazione vigente, sono emersi ambiti di miglioramento. In particolare, alcuni gestori hanno stabilito di svolgere le prove di stress con una frequenza bassa rispetto alle caratteristiche dei fondi; altri non adottano soglie appropriate per l'attivazione di misure di emergenza o non identificano scenari che potrebbero determinare un rischio di liquidità significativo per i fondi più rischiosi. Inoltre, a causa dell'adozione di ipotesi non particolarmente severe da parte di alcuni gestori, le stime dei tempi di liquidazione medi dei portafogli sono risultate poco sensibili a un peggioramento delle condizioni di mercato in fasi di stress (figura, pannello b).

Figura

Analisi del portafoglio titoli dei fondi di investimento esaminati (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su segnalazioni inviate dai gestori.

(1) Quota media del portafoglio titoli che i fondi possono liquidare entro il numero di giorni indicato.

Gli ambiti di miglioramento emersi dall'analisi sono in parte collegati al fatto che l'attuale quadro regolamentare europeo per i fondi aperti non monetari si limita a fissare principi generali per la conduzione delle prove di stress, lasciando ai singoli gestori un ampio grado di autonomia nella

¹ A cura di Dario Portioli e Paolo Cantatore.

² ESMA, *Orientamenti sulle prove di stress di liquidità negli OICVM e nei FIA*, 2020.

³ Cfr. la nota 3 della fig. 2.23.

misurazione dei rischi di liquidità e nella definizione degli scenari di stress. I gestori non sono inoltre tenuti a comunicare con regolarità alle autorità competenti l'esito delle prove condotte, salvo il caso di individuazione di rischi rilevanti. I risultati dell'analisi suggeriscono che in alcune circostanze l'ampia discrezionalità possa determinare l'adozione di pratiche poco prudenti da parte dei gestori.

La normativa che disciplina la gestione del rischio di liquidità è tra quelle oggetto di una consultazione da parte della Commissione europea sul quadro macroprudenziale del settore degli intermediari finanziari non bancari⁴. La consultazione rientra tra le iniziative intraprese a livello internazionale per aumentare la solidità del settore finanziario non bancario globale⁵. In questo ambito, la definizione di metriche regolamentari di liquidità per i fondi aperti non monetari, l'introduzione di un reporting armonizzato sulle prove di stress, nonché l'ampliamento dei poteri di intervento delle autorità competenti consentirebbero una migliore valutazione dei rischi di liquidità del comparto.

⁴ Per approfondimenti, cfr. sul sito della Commissione europea: *Targeted consultation assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFMI)*, maggio 2024.

⁵ FSB, *Enhancing the resilience of non-bank financial intermediation: progress report*, luglio 2024.

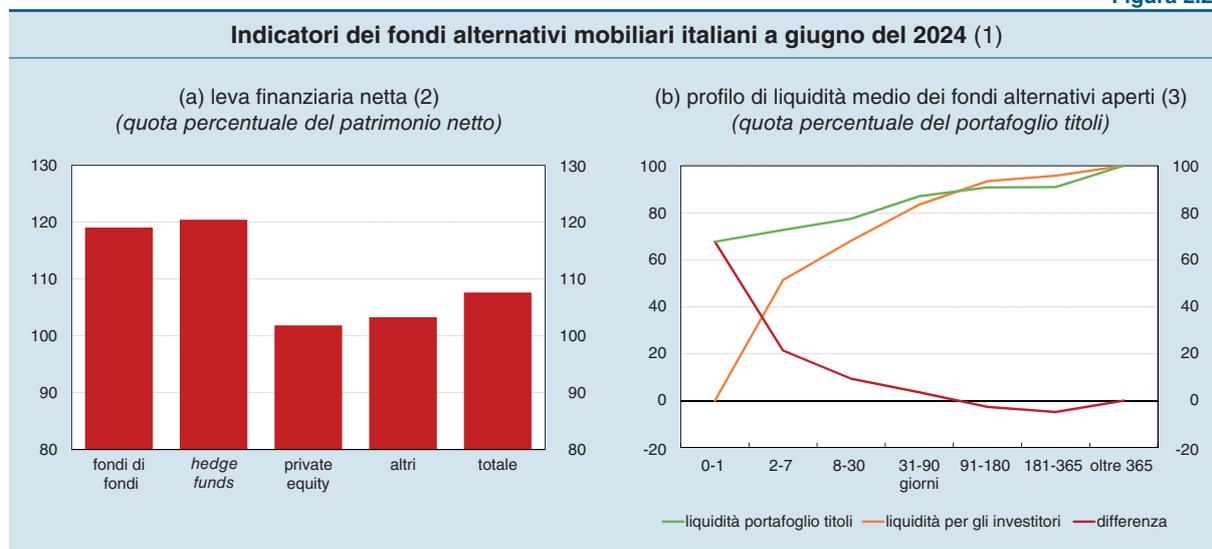
A giugno del 2024 il patrimonio gestito dai fondi di investimento alternativi (FIA) mobiliari italiani ha superato i 50 miliardi (circa il 12 per cento del patrimonio dei fondi italiani), soprattutto grazie alla crescita del segmento dei fondi che investono nel capitale di rischio di imprese non quotate (private equity) cui è riconducibile pressoché la metà degli attivi. Gli investitori nei nuovi FIA mobiliari istituiti in questo periodo sono quasi esclusivamente italiani, principalmente assicurazioni e fondi pensione. Circa un quarto dei FIA mobiliari italiani (intorno al 6 per cento del patrimonio complessivo) è ascrivibile a gestori sotto soglia, che sono assoggettati a un regime normativo semplificato²⁷; la quasi totalità di questi opera nel settore del private equity, prevalentemente nel segmento delle società di nuova costituzione (venture capital).

I rischi derivanti dal ricorso alla leva finanziaria da parte dei FIA mobiliari italiani si mantengono contenuti: la leva rimane su livelli bassi (108 per cento; fig. 2.24.a) e inferiori alla media dell'area dell'euro (122 per cento). La leva indiretta dei fondi di private equity, riconducibile all'indebitamento delle società controllate, è lievemente diminuita (al 53 per cento del patrimonio netto del comparto). Anche i rischi di liquidità restano limitati considerando che la normativa nazionale impone la costituzione in forma chiusa per i FIA che investono oltre il 20 per cento del proprio patrimonio in attività illiquide; per i FIA aperti, che rappresentano poco più del 10 per cento del patrimonio del comparto, si osserva un sostanziale allineamento tra la liquidità dell'attivo e il profilo di rimborso delle passività a breve termine (fig. 2.24.b).

Nei primi sei mesi del 2024 il patrimonio gestito dal comparto dei fondi immobiliari italiani è rimasto stabile (fig. 2.25.a). Gli investitori nei fondi di nuova istituzione sono soprattutto imprese non finanziarie e altri fondi dell'area dell'euro (fig. 2.25.b). I nuovi investimenti del comparto continuano a essere concentrati per quasi due terzi nella provincia di Milano e per oltre l'80 per cento nel settore del *commercial real estate*. Nel semestre i fondi immobiliari hanno effettuato svalutazioni nette per circa lo 0,4 per cento del proprio portafoglio (fig. 2.26.a).

²⁷ Rientrano in questa categoria i gestori di fondi con un patrimonio inferiore a 100 milioni di euro oppure fino a 500 milioni, a condizione che i fondi non ricorrano alla leva finanziaria e prevedano che il diritto dei partecipanti al rimborso delle quote o delle azioni non sia esercitabile per un periodo di almeno cinque anni a decorrere dalla data di investimento iniziale. Per i gestori sotto soglia il capitale sociale minimo iniziale è fissato ad almeno 50.000 euro anziché un milione (500.000 euro nel caso di gestori di FIA riservati); inoltre a questi non si applicano i divieti relativi all'attività di investimento, le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio e altri adempimenti amministrativi e informativi.

Figura 2.24

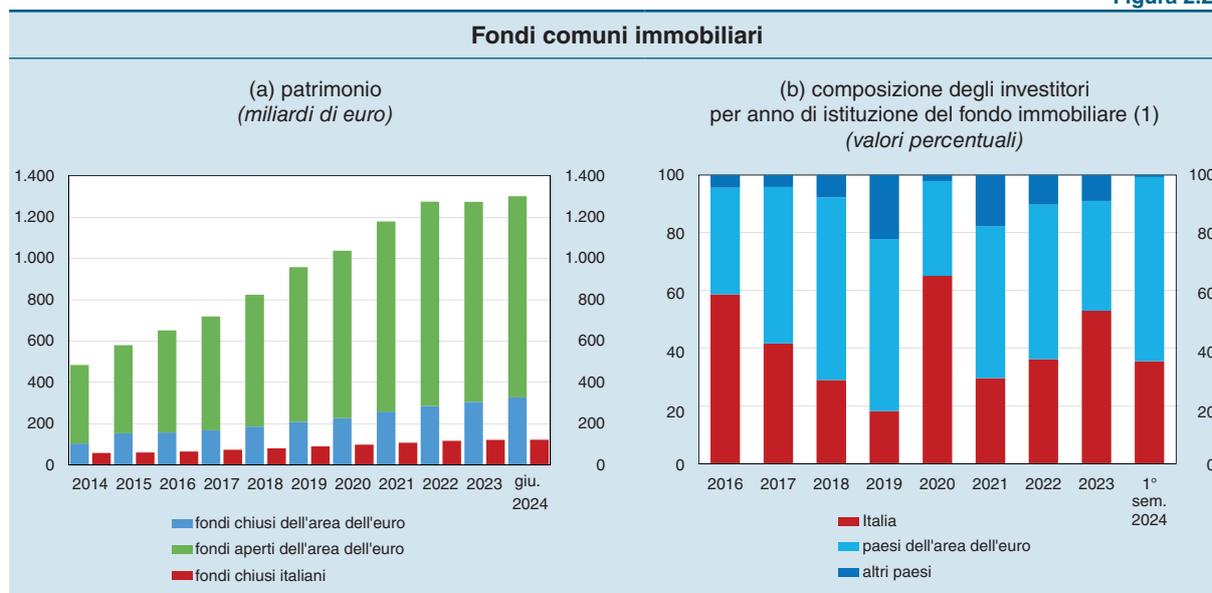


Fonte: segnalazioni di vigilanza e dati trasmessi in base alla direttiva AIFMD.

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

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'attività dei fondi immobiliari si mantengono complessivamente contenuti. Al contrario della maggior parte dei fondi europei, quelli italiani sono costituiti in forma chiusa in base alla normativa vigente e di conseguenza non sono soggetti al rischio di liquidità derivante da elevate richieste di rimborso. Anche il rischio che alla scadenza le valutazioni

Figura 2.25

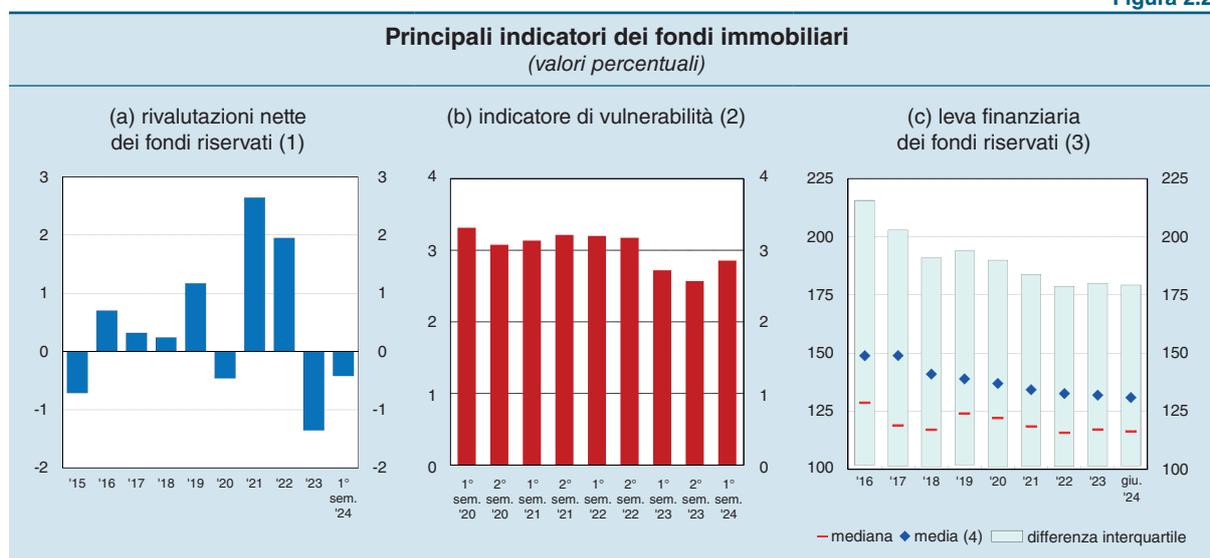


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

del portafoglio immobiliare dei fondi divergono in modo significativo dai valori di mercato resta ridotto (fig. 2.26.b).

Figura 2.26



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

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

La leva finanziaria è rimasta su livelli bassi (131 per cento a giugno del 2024; fig. 2.26.c), in linea con la media europea. Il patrimonio riconducibile ai fondi che utilizzano la leva in modo sostanziale (ossia con livelli superiori al 300 per cento) è inferiore al 3 per cento del totale. I fondi con un patrimonio netto negativo, condizione che segnala una particolare situazione di stress finanziario, continuano a rappresentare circa l'1 per cento degli attivi.

Le esposizioni dirette di banche e altri intermediari italiani verso il comparto si mantengono contenute: a giugno i crediti concessi ai fondi immobiliari italiani erano pressappoco l'1 per cento del credito complessivo. La quasi totalità del credito è concessa attraverso finanziamenti a scadenza, in linea con l'orizzonte di medio-lungo periodo dei fondi. La quota di prestiti deteriorati sul totale dei finanziamenti al comparto, al lordo delle rettifiche di valore, è rimasta stabile (circa il 13 per cento)²⁸.

²⁸ La quota di prestiti deteriorati rispetto ai soli finanziamenti bancari, al lordo delle rettifiche di valore, è invece diminuita a circa il 5 per cento.

3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

Per aumentare la capacità del sistema bancario di fronteggiare eventi inattesi, anche indipendenti dal ciclo economico e finanziario, la Banca d'Italia ha recentemente attivato una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB) dell'1 per cento; la prima parte della riserva, pari allo 0,5 per cento, dovrà essere costituita entro la fine del 2024 e la parte rimanente entro il 30 giugno 2025. La patrimonializzazione del sistema è più che sufficiente a rispettare il nuovo requisito e l'annuncio della misura non ha avuto ripercussioni sui corsi azionari delle banche quotate¹.

Negli ultimi due trimestri del 2024 l'Istituto ha mantenuto il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) allo zero per cento in assenza di rischi per la stabilità finanziaria derivanti dalla crescita del credito (cfr. nell'*Appendice* la tav. A11)².

La Banca d'Italia ha identificato come paesi terzi rilevanti per il sistema bancario italiano ai fini dell'applicazione del CCyB³ il Regno Unito, la Russia, gli Stati Uniti, la Svizzera e la Turchia⁴. L'attività di sorveglianza diretta dei rischi di questi cinque paesi è svolta dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB), che li ha inclusi tra quelli rilevanti per l'intero Spazio economico europeo.

A luglio e a novembre l'Istituto ha valutato le richieste di riconoscimento di una misura macroprudenziale portoghese⁵ e di una danese⁶. Le esposizioni delle banche italiane ai rischi presidiati da queste misure sono trascurabili ed è stato pertanto deciso di non applicarle a livello domestico.

La Banca d'Italia ha confermato i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM, BPER Banca, Banca Nazionale del Lavoro, Mediobanca e il gruppo bancario cooperativo ICCREA come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII), lasciando invariate le relative riserve di capitale previste per il 2025⁷.

¹ M. Molinari e L. Moller, *Analisi dell'impatto dell'attivazione del SyRB sulle quotazioni azionarie delle banche italiane*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 41, 2024.

² Banca d'Italia, *Il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (countercyclical capital buffer, CCyB)*, comunicato stampa del 27 settembre 2024.

³ ESRB, *Raccomandazione del Comitato europeo per il rischio sistemico dell'11 dicembre 2015 sul riconoscimento e la fissazione di coefficienti anticiclici per esposizioni verso paesi terzi (ESRB/2015/1)*, 11 dicembre 2015.

⁴ Banca d'Italia, *Identificazione dei paesi terzi rilevanti per l'Italia ai sensi della raccomandazione ESRB/2015/1*, 30 giugno 2024.

⁵ Banca d'Italia, *Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale portoghese ai sensi della raccomandazione ESRB/2023/13*, comunicato stampa del 26 luglio 2024.

⁶ Banca d'Italia, *Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale danese ai sensi della raccomandazione ESRB/2024/3*, comunicato stampa dell'8 novembre 2024.

⁷ Banca d'Italia, *Identificazione per il 2025 delle istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia*, comunicato stampa del 22 novembre 2024.

Tra gli strumenti a disposizione dell'Istituto per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale rientra il potere di intervento sui prodotti previsto dal regolamento UE/2014/600⁸. A questo fine vengono svolte periodicamente analisi sui rischi che possono derivare dagli strumenti finanziari commercializzati, distribuiti o venduti in Italia o a partire dal nostro paese⁹. In base alle analisi più recenti su titoli di debito e derivati, l'ammontare di *certificates* detenuti dalle famiglie italiane è ulteriormente cresciuto (cfr. il par. 1.5), raggiungendo i 56 miliardi a giugno scorso (erano 44 alla metà del 2023); dopo i titoli di Stato nazionali, questi rappresentano in aggregato la categoria di titoli di debito più rilevante nel portafoglio delle famiglie. Si tratta di strumenti complessi che in alcuni casi possono essere soggetti ad ampie variazioni di prezzo ed esporre quindi i detentori a perdite elevate qualora si verificasse uno scenario avverso.

A luglio si è svolta la prima riunione¹⁰ del Comitato per le politiche macroprudenziali presieduta dal Governatore della Banca d'Italia; vi hanno partecipato i presidenti della Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) e della Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip), nonché il Direttore generale del Tesoro. Il Comitato ha analizzato i rischi per il sistema finanziario italiano e valutato le politiche con rilevanza macroprudenziale adottate dalle autorità rappresentate¹¹. La prossima riunione è prevista per il 13 dicembre 2024.

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

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

¹⁰ Comitato per le politiche macroprudenziali, *Prima riunione del Comitato per le politiche macroprudenziali*, comunicato stampa del 5 luglio 2024.

¹¹ Comitato per le politiche macroprudenziali, *Verbale della riunione del 5 luglio 2024*, 2 agosto 2024.