



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

aprile 2020

1 | 2020



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 1 / 2020
Aprile

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

Relazione annuale

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

Bollettino economico

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

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

© Banca d'Italia, 2020

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

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

Direttore responsabile

Eugenio Gaiotti

Comitato di redazione

Antonio Di Cesare (coordinatore), Mario Cappabianca, Luisa Carpinelli, Francesco Franceschi, Paolo Garofalo, Teresa Griffo (Ivass), Giovanni Guazzarotti, David Loschiavo, Gaetano Marseglia, Arianna Miglietta, Stefano Nobili, Stefano Pasqualini (Ivass), Tommaso Perez, Anna Rendina, Marco Taboga, Filippo Vergara Caffarelli

Riquadri

Maria Alessia Aiello, Cristina Angelico, Paolo Finaldi Russo, Paolo Garofalo, Sabrina Pastorelli, Francesco Piersante, Dario Portioli, Raffaele Santioni, Massimiliano Stacchini

Aspetti editoriali

Teresa Messina, Silvia Mussolin, Rosanna Visca

Grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 24 aprile 2020, salvo diversa indicazione

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

INDICE

| | |
|--|-----------|
| SINTESI | 5 |
| 1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI | 7 |
| 1.1 I rischi macroeconomici | 7 |
| 1.2 Le famiglie e le imprese | 16 |
| 2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO | 27 |
| 2.1 I mercati monetari e finanziari | 27 |
| 2.2 Le banche | 32 |
| 2.3 Le assicurazioni e l'industria del risparmio gestito | 44 |
| 3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI | 53 |
| DOCUMENTAZIONE STATISTICA | 57 |

INDICE DEI RIQUADRI

| | |
|---|-----------|
| Le misure internazionali a sostegno della stabilità finanziaria | 8 |
| Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità delle imprese | 22 |
| L'intervento pubblico sul credito alle imprese | 24 |
| Le misure adottate dalle autorità di vigilanza e gli effetti sulle banche | 42 |
| Il rischio di liquidità connesso con l'utilizzo di derivati da parte dei fondi comuni aperti italiani | 49 |
| Le misure macroprudenziali adottate nell'Unione Europea in risposta al diffondersi del Covid-19 | 54 |

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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

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

SINTESI

La diffusione della pandemia di Covid-19 accresce notevolmente i rischi per la stabilità finanziaria globale. Per gran parte dei paesi si prospetta un forte calo del prodotto nel 2020, con tempi e intensità della ripresa molto incerti. I prezzi delle attività finanziarie hanno subito ampie riduzioni e la loro volatilità è aumentata, la liquidità sui mercati è diminuita. È cresciuta la vulnerabilità dei bilanci di famiglie, imprese e intermediari.

Le autorità delle principali aree economiche hanno adottato politiche espansive per contrastare gli effetti recessivi della pandemia e per preservare la stabilità finanziaria. Nell'area dell'euro il Consiglio direttivo della BCE ha varato misure per mantenere elevata la liquidità delle banche e incentivare il credito all'economia: ha avviato un ampio programma di acquisto di obbligazioni pubbliche e private per salvaguardare l'efficacia della politica monetaria comune; ha allentato i criteri di idoneità delle attività stanziabili, anche per attenuare gli effetti prociclici di eventuali riduzioni del merito di credito degli emittenti. Le autorità di vigilanza hanno adottato provvedimenti per mitigare gli effetti della crisi sulla solidità degli intermediari e per contrastare possibili restrizioni dei prestiti bancari.

In Italia il Governo ha allocato ingenti risorse a sostegno dei redditi delle famiglie e della continuità aziendale delle imprese. Sono state introdotte moratorie e garanzie pubbliche sui prestiti per fare fronte ai problemi di liquidità dell'economia.

L'effetto della pandemia e delle misure necessarie per affrontare l'emergenza comporteranno inevitabilmente un aumento del già alto rapporto tra il debito pubblico e il PIL. Considerando la natura temporanea dello shock e delle misure di bilancio espansive di contrasto, un loro graduale rientro dovrebbe mantenere

sostanzialmente inalterate le condizioni per la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio e nel lungo periodo.

La riduzione del reddito disponibile e la forte caduta dell'attività produttiva si riflettono in un peggioramento delle condizioni economiche delle famiglie e delle imprese. I rischi per la stabilità finanziaria che ne derivano sono mitigati, oltre che dagli interventi di politica economica, dal livello contenuto dell'indebitamento delle famiglie e dal rafforzamento della struttura finanziaria che le imprese hanno realizzato negli ultimi anni.

Anche il settore bancario è esposto alle conseguenze della pandemia. Il calo dell'attività economica riduce la domanda di servizi finanziari e indebolisce la capacità dei debitori di restituire i prestiti. Le tensioni sui mercati finanziari rendono il rifinanziamento all'ingrosso e la raccolta di nuovo capitale più difficili e costosi. La perdita di valore delle attività finanziarie in portafoglio comprime il capitale.

Gli intermediari italiani si trovano a fronteggiare i nuovi rischi partendo da una posizione più solida rispetto all'avvio della crisi finanziaria globale. Tra il 2007 e il 2019 il rapporto tra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio è quasi raddoppiato, i prestiti sono ora finanziati interamente dai depositi e non si ravvisano segnali di incrinature nella fiducia dei risparmiatori nei confronti delle banche. Le ampie possibilità di rifinanziamento fornite dall'Eurosistema contribuiscono ad attenuare le tensioni sulla provvista.

L'incremento della volatilità e la marcata riduzione dei prezzi delle attività finanziarie incidono sulla posizione di solvibilità delle società di assicurazione, che rimane comunque ben al di sopra del minimo regolamentare. La pandemia potrebbe avere effetti significativi

anche sulla liquidità e sulla redditività delle compagnie.

I fondi comuni aperti italiani hanno fatto fronte regolarmente alle ingenti richieste di rimborso

connesse con i forti cali delle quotazioni sui mercati finanziari. I rischi di liquidità per il settore sono contenuti, inclusi quelli che possono derivare dall'aumento dei margini richiesti a garanzia delle operazioni in derivati.

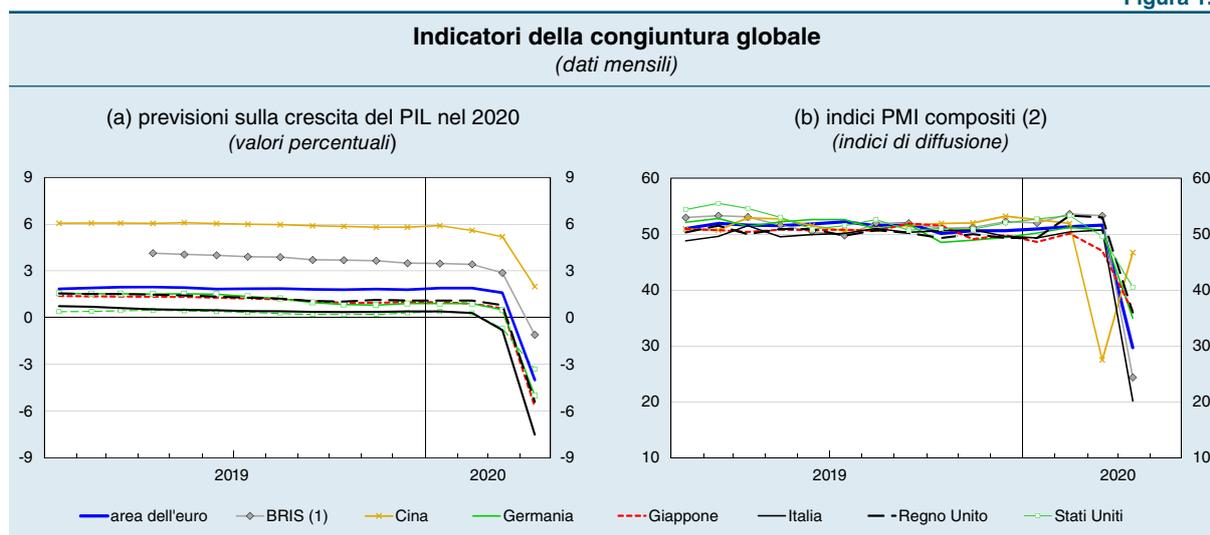
1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI MACROECONOMICI

I rischi globali e dell'area dell'euro

La pandemia di Covid-19 ha pesanti ripercussioni sull'attività economica mondiale. Le previsioni sulla crescita sono state riviste marcatamente al ribasso (fig. 1.1), i corsi delle azioni e delle obbligazioni private hanno subito forti cali e la loro volatilità è notevolmente aumentata.

Figura 1.1



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

(1) Media relativa a Brasile, Russia, India e Sudafrica (BRIS), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL (FMI, *World Economic Outlook Database*, ottobre 2017). – (2) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI), relativi all'attività economica nei diversi settori. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile".

Le autorità fiscali e monetarie delle principali aree economiche hanno risposto in modo deciso con misure volte a contrastare gli effetti recessivi della pandemia e a preservare la stabilità finanziaria. Numerosi interventi di politica di bilancio sono mirati a incrementare le risorse a disposizione dei sistemi sanitari, a fornire liquidità alle imprese e a sostenere l'occupazione e i redditi delle famiglie. In base a prime stime del Fondo monetario internazionale (FMI), per molte economie avanzate l'ammontare dei nuovi interventi pubblici decisi a partire dal mese di marzo si collocerebbe al di sopra del 5 per cento del PIL. L'Unione europea ha attivato la clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita affinché gli Stati possano affrontare le sfide poste dall'epidemia con tutta la flessibilità di bilancio necessaria. I provvedimenti dei governi sono stati accompagnati da interventi fortemente espansivi delle banche centrali, volti non solo a sostenere l'economia e a contrastare spinte deflattive, ma anche ad assicurare l'ordinato funzionamento dei mercati finanziari e la disponibilità di credito alle famiglie e alle imprese (cfr. il riquadro: *Le misure internazionali a sostegno della stabilità finanziaria*).

LE MISURE INTERNAZIONALI A SOSTEGNO DELLA STABILITÀ FINANZIARIA¹

La diffusione pandemica del Covid-19 ha generato uno shock macroeconomico di entità eccezionale e durata incerta. In risposta alla crisi, numerosi paesi hanno adottato un ampio ventaglio di misure volte a sostenere i flussi di credito all'economia reale e ad assicurare l'ordinato funzionamento dei mercati e la piena operatività degli istituti finanziari. I tempi della ripresa economica dipenderanno anche dalla capacità di questi provvedimenti di contrastare le tensioni finanziarie e di sostenere l'economia reale.

Le misure di politica monetaria. – Le autorità monetarie hanno varato misure fortemente espansive: sono stati ridotti i tassi di riferimento, avviate nuove operazioni di rifinanziamento e allentati i criteri di idoneità per le garanzie stanziabili; per ripristinare la liquidità in dollari nei mercati internazionali sono stati attivati o rivisti gli accordi tra la Riserva federale degli Stati Uniti e le altre banche centrali per gli scambi di valuta² (cfr. il capitolo 1: *L'economia internazionale*, in *Bollettino economico*, 2, 2020). Nelle principali aree economiche le banche centrali hanno ampliato i programmi di acquisto di attività finanziarie pubbliche e private, inclusa la carta commerciale emessa da società non finanziarie³. La Riserva federale ha inoltre avviato un programma di sostegno alla liquidità dei fondi di mercato monetario⁴, le cui quote erano state oggetto di ingenti richieste di riscatto, e l'acquisto di *exchange traded funds* (ETF) obbligazionari, principalmente quelli specializzati in titoli di elevata qualità (*investment grade*). La Banca del Giappone ha ampliato la soglia per gli acquisti di ETF e di fondi immobiliari (J-REITs) con l'obiettivo dichiarato di comprimere i premi per il rischio.

Misure pubbliche a sostegno del credito e della liquidità. – I governi hanno varato numerosi interventi per sostenere la liquidità del settore produttivo e per assicurare l'accesso al credito, tra cui il rilascio di garanzie pubbliche sui prestiti alle imprese, l'erogazione di finanziamenti e moratorie fiscali e creditizie. L'introduzione o il rafforzamento dei programmi pubblici di garanzia sono stati pressoché generalizzati⁵. Gli interventi recenti – eterogenei per estensione e ammontare – presentano alcuni tratti comuni, tra cui l'ampliamento della platea dei potenziali beneficiari⁶ e l'innalzamento della quota garantita, come avvenuto in Francia, in Germania e in Italia. Differenze rilevanti si riscontrano

¹ A cura di Cristina Angelico e Sabrina Pastorelli.

² La Riserva federale ha rafforzato la disponibilità di dollari statunitensi negli altri paesi modificando gli accordi di scambio (*central banks swap lines*) in essere con le maggiori banche centrali e avviando nuovi accordi con nove paesi, inclusi il Brasile, la Corea del Sud e il Messico.

³ Tra le numerose iniziative, le autorità monetarie hanno attivato, o ampliato, programmi di acquisto di carta commerciale e obbligazioni emesse da società non finanziarie. L'Eurosistema ha ampliato gli acquisti di titoli privati sia attivando un nuovo programma per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), che interessa anche i titoli pubblici, sia estendendo il programma già esistente di acquisto di obbligazioni (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP) alla carta commerciale emessa da società non finanziarie con adeguato merito di credito anche con scadenza inferiore a sei mesi (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE*, in *Bollettino economico*, 2, 2020). Nel Regno Unito è stata avviata la *Covid Corporate Financing Facility* (CCFF); in Canada è stato adottato il *Commercial Paper Purchase Program* (CPPP) e annunciato il *Corporate Bond Purchase Program* (CBPP); negli Stati Uniti sono state attivate la *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), la *Primary* e la *Secondary Market Corporate Credit Facility* (PMCCF e SMCCF). In Giappone la Banca centrale ha incrementato gli acquisti di carta commerciale e di obbligazioni private (cfr. Bank of Japan, *Enhancement of monetary easing in light of the impact of the outbreak of the novel coronavirus (Covid-19)*, 16 marzo 2020).

⁴ Per maggiori informazioni, cfr. sul sito della Riserva federale: *Money market mutual fund liquidity facility*.

⁵ Misure di questo tipo sono state adottate da diversi paesi che partecipano al Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB), tra i quali Canada, Italia, Francia, Germania, Giappone, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti e Svizzera.

⁶ Sul quadro temporaneo per gli aiuti di Stato, adottato il 19 marzo 2020 ed emendato lo scorso 3 aprile, cfr. Commissione europea, *Temporary Framework for State aid measures to support the economy in the current Covid-19 outbreak*, C(2020) 1863 final e C(2020) 2215 final.

per: (a) la percentuale di copertura, che può arrivare fino al 100 per cento come, in alcuni casi, in Italia e in Germania; (b) l'importo massimo del finanziamento per singola impresa, spesso definito in funzione del fatturato⁷; (c) il costo della garanzia; (d) la durata, solitamente compresa tra uno e dieci anni (in Belgio e in Germania, rispettivamente)⁸. Nel breve periodo queste misure assicurano una significativa riduzione delle perdite attese sui prestiti, incentivando gli intermediari a concedere credito nonostante l'aumento dei rischi; nel più lungo termine, i loro effetti sulla ripresa economica dipenderanno anche dall'attuazione di ulteriori interventi di politica economica mirati a riequilibrare la struttura finanziaria delle imprese.

In diversi paesi sono stati attivati strumenti per assicurare l'accesso al credito delle imprese attraverso l'erogazione di prestiti. Negli Stati Uniti il sostegno finanziario offerto dalle istituzioni governative e dalla Riserva federale, rivolto alle imprese di ogni dimensione, è articolato in diverse iniziative⁹; in Germania i programmi di prestito attuati attraverso la banca nazionale di sviluppo KfW sono stati dotati di risorse senza limiti quantitativi e accompagnati dall'assunzione di un più elevato rischio di credito.

Nella generalità delle economie sono state introdotte misure di differimento degli adempimenti fiscali, con modalità di attuazione eterogenee. Meno diffuso è stato invece il ricorso a moratorie pubbliche sui finanziamenti, adottate in alcuni paesi europei, tra i quali Italia, Portogallo e Spagna¹⁰.

In alcuni paesi sono state definite politiche specifiche a sostegno delle famiglie in risposta alla crisi, attraverso sospensioni del rimborso dei debiti e moratorie sui mutui. In Italia il rafforzamento del Fondo di solidarietà per i mutui destinati all'acquisto della prima casa prevede la sospensione fino a 18 mesi delle rate e un contributo per il pagamento degli interessi; negli Stati Uniti il CARES Act dispone anche agevolazioni per i titolari di mutuo¹¹.

La vigilanza prudenziale. – Le autorità di vigilanza hanno sfruttato la flessibilità della regolamentazione per allentare temporaneamente alcuni vincoli prudenziali e sostenere così il credito all'economia. In Europa il Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) consente alle banche significative di operare al di sotto di alcune soglie sui livelli di capitale e di liquidità; ha inoltre adottato una misura per attenuare l'incremento dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato (cfr. il riquadro: *Le misure adottate dalle autorità di vigilanza e gli effetti sulle banche* del capitolo 2). L'SSM e diverse autorità di vigilanza nazionali europee ed extraeuropee hanno raccomandato agli intermediari di non distribuire dividendi per conservare il capitale all'interno del sistema bancario. Tali interventi sono rafforzati dal rilascio della riserva di capitale anticiclica e dalle ulteriori misure espansive decise dalle autorità macroprudenziali nazionali (cfr. il capitolo 3: *Le misure macroprudenziali*).

⁷ In Italia l'importo massimo dei finanziamenti che possono essere concessi attraverso il Fondo centrale di garanzia dipende da diversi parametri; nel caso dei prestiti di piccolo importo non può comunque superare il 25 per cento del fatturato. In Germania, nell'ambito del nuovo programma *Schnellkredit* con garanzia al 100 per cento, l'ammontare massimo è pari al 25 per cento del fatturato annuo.

⁸ In Germania il programma *Schnellkredit*, che prevede la concessione di prestiti immediati integralmente garantiti dalla KfW alle piccole e medie imprese con più di dieci dipendenti, ha una durata massima sino a dieci anni. Dal 22 aprile anche la durata dei finanziamenti fino a 800.000 euro relativi ai programmi *KfW-Unternehmerkredit* ed *ERP-Gründerkredit*, inclusi nel programma speciale KfW 2020, è estesa da cinque a dieci anni.

⁹ Il CARES Act (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act) prevede un vasto programma di interventi a sostegno del sistema produttivo, attuato anche attraverso la Small Business Administration.

¹⁰ In altri paesi, come la Grecia, l'Irlanda e i Paesi Bassi, le moratorie sono state concesse su iniziativa di istituzioni private a favore delle imprese danneggiate dalla pandemia (cfr. sul sito dell'ESRB: *Policy measures in response to the Covid-19 pandemic*).

¹¹ Il CARES Act prevede, tra l'altro, misure di *forbearance* per 180 giorni per i mutui garantiti dal governo federale, a patto che il titolare si trovi in difficoltà finanziarie a causa dell'emergenza sanitaria; l'intervento può essere esteso per altri 180 giorni.

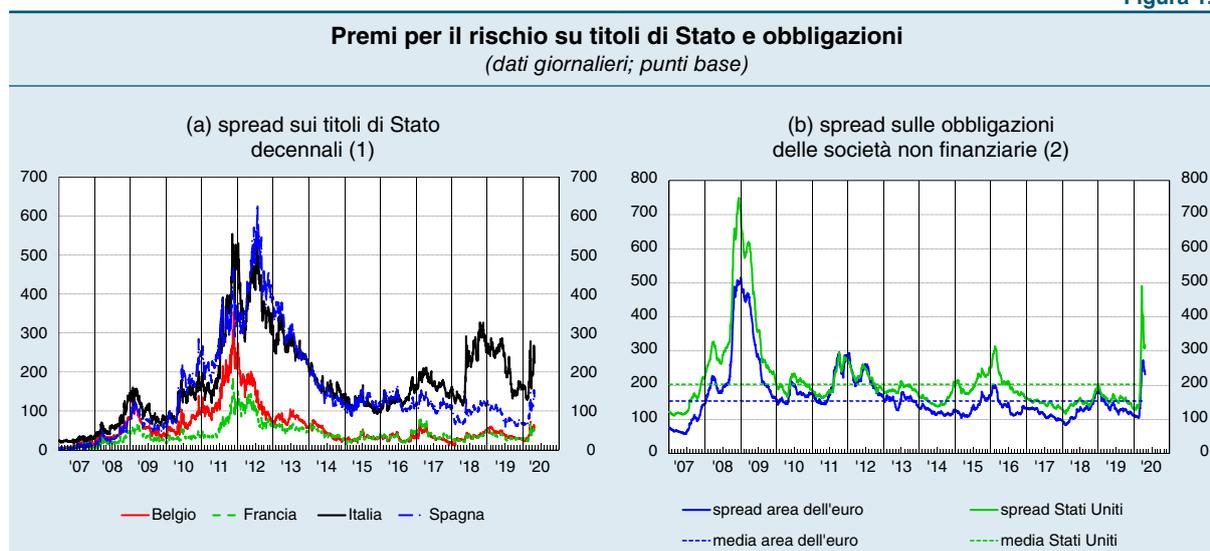
Misure tese a garantire l'ordinato funzionamento dei mercati e la piena operatività degli intermediari. – Durante le fasi di elevata volatilità dei mercati si sono attivate in più occasioni le interruzioni automatiche delle negoziazioni (*market wide circuit breakers*), che hanno lo scopo di concedere agli operatori il tempo necessario per valutare accuratamente le informazioni in loro possesso e adottare decisioni razionali. La maggior parte delle autorità di supervisione dei mercati ha finora evitato di bloccare le contrattazioni per periodi di tempo prolungati e ha rivolto particolare attenzione alla continuità operativa delle borse. Questa linea di condotta ha contribuito a mantenere la fiducia degli operatori nelle infrastrutture di mercato, nella liquidità degli strumenti finanziari e nella possibilità di modificare i propri portafogli, di coprirsi dai rischi e di adempiere con regolarità alle proprie obbligazioni. Per contenere gli episodi di accentuata volatilità, alcune autorità di vigilanza sui mercati hanno inoltre introdotto restrizioni sulle vendite allo scoperto¹².

Gli intermediari hanno attivato piani di emergenza (*business contingency plans*) per ridurre i rischi operativi e per assicurare i servizi finanziari essenziali, come la gestione del contante, dei pagamenti elettronici e dei prestiti.

¹² Le restrizioni sulle vendite allo scoperto sono state attivate in diversi paesi tra cui la Corea del Sud, la Francia, la Grecia, l'Italia, la Spagna e la Turchia.

Nella maggior parte dei paesi le aspettative di un rapido peggioramento dei saldi di finanza pubblica e di un consistente aumento delle emissioni di titoli di Stato hanno indotto gli investitori a richiedere premi più elevati sia per il rischio sovrano (fig. 1.2.a) sia per quello di liquidità. Sui principali mercati dei titoli pubblici e su quelli dei pronti contro termine si sono ripetutamente verificate tensioni con diffuse carenze di liquidità. Nell'area dell'euro, per ripristinare il corretto funzionamento di questi mercati e mantenere i premi per il rischio su livelli compatibili con un'efficace trasmissione degli impulsi di politica monetaria, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha varato un programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP). Il programma è di importo complessivo ingente (750 miliardi) ed è caratterizzato da notevole flessibilità riguardo alla tempistica e alla composizione degli acquisti tra attività e tra paesi, così da consentire operazioni mirate al mantenimento della stabilità sui mercati dei titoli e su quelli a essi collegati (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel marzo 2020*, in *Bollettino economico*, 2, 2020). Misure con finalità analoghe sono state intraprese dalla Riserva federale negli Stati Uniti e dalle banche centrali di altre economie. Nel complesso gli interventi effettuati a livello globale hanno permesso di evitare che le tensioni sui mercati dei titoli di Stato si trasformassero in episodi di forte instabilità finanziaria; in Europa tali misure hanno assicurato in media condizioni ben più distese di quelle dell'inizio di questo decennio durante le fasi più acute della crisi dei debiti sovrani.

Forti tensioni si sono registrate anche nei mercati delle obbligazioni private. Gli spread si sono ampliati, raggiungendo rapidamente valori molto elevati (fig. 1.2.b); si sono verificati ingenti deflussi di risparmio dai fondi specializzati in obbligazioni private; le emissioni di nuovi titoli si sono pressoché arrestate in marzo nel comparto *high yield*, mentre in quello *investment grade* sono state effettuate prevalentemente da società di dimensione molto elevata, ritenute particolarmente solide. Le tensioni hanno riguardato anche molti altri strumenti di debito emessi dalle imprese, tra cui la carta commerciale e i *leveraged loans* (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2019); si è riscontrata a livello globale un'accentuata tendenza delle imprese a utilizzare appieno, in via precauzionale, le aperture di credito in conto corrente presso le banche. Le autorità fiscali e monetarie stanno attivando molteplici strumenti per attenuare le tensioni originate dalle crescenti esigenze di liquidità delle imprese.



Fonte: ICE Bank of America Merrill Lynch e Refinitiv.

(1) Differenziali di rendimento fra i titoli di Stato benchmark con scadenza decennale emessi dai paesi indicati in legenda e i corrispondenti titoli tedeschi. –
(2) Gli spread si riferiscono alle obbligazioni con rating BBB emesse dalle società non finanziarie. Le linee tratteggiate indicano le medie degli spread nel periodo dal 1993 al 2020.

Nell'area dell'euro il Consiglio direttivo della BCE ha varato nuove operazioni di rifinanziamento volte a incentivare i prestiti bancari alle imprese; ha ampliato la portata dei programmi di acquisto di titoli privati e pubblici, in termini sia di dimensione sia di attività ammissibili; ha allentato i criteri di idoneità applicabili alle attività accettabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento. Sfruttando la flessibilità della regolamentazione, il Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) ha adottato provvedimenti per rendere temporaneamente meno stringenti alcuni requisiti microprudenziali, al fine di facilitare l'erogazione del credito. Le autorità macroprudenziali di diversi paesi hanno introdotto misure espansive. In alcune giurisdizioni sono state emanate norme che prevedono la temporanea sospensione dei pagamenti relativi ai finanziamenti bancari ricevuti da famiglie e imprese.

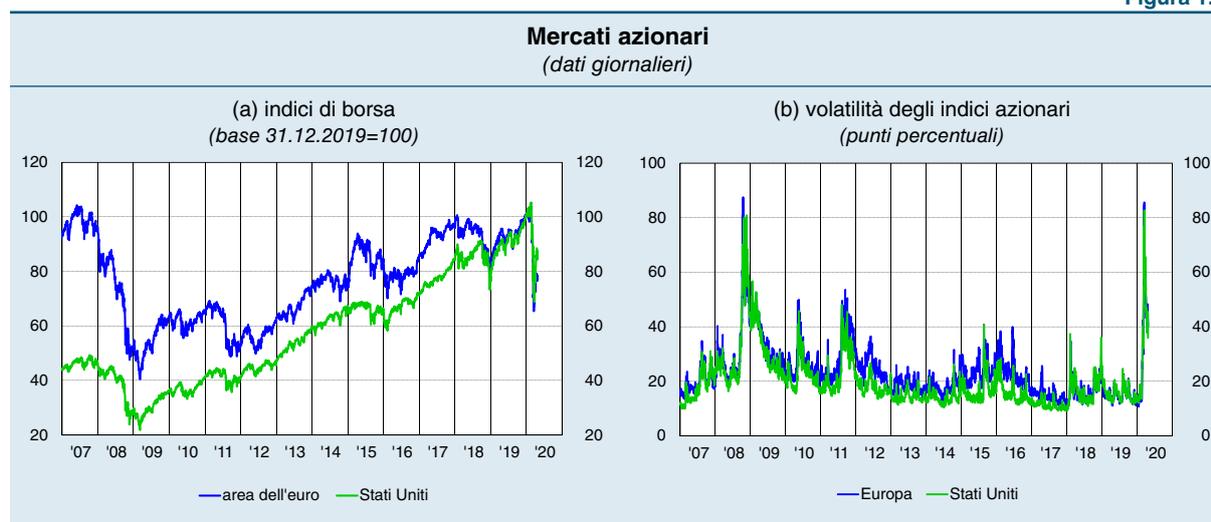
La Commissione europea ha avviato nuove procedure per assicurare che i governi dei singoli membri dell'Unione possano fornire aiuti finanziari alle imprese in difficoltà senza contravvenire alle norme sugli aiuti di Stato.

Sebbene nel complesso queste misure siano riuscite ad arrestare l'aumento dei premi per il rischio sui debiti privati, contenendo di conseguenza il costo dei nuovi finanziamenti, i tassi di insolvenza, sia realizzati sia attesi, stanno aumentando significativamente. Molte delle banche più grandi stanno accantonando somme ingenti per fare fronte alle maggiori perdite. In base a nostre elaborazioni su previsioni di Moody's, a livello globale la quota di società con merito di credito *investment grade* declassate a *high yield (fallen angels)* aumenterebbe significativamente nel corso del prossimo anno, passando dall'1,3 al 3,0 per cento (dal 2,4 al 5,7 per cento degli emittenti i cui rating ricadono oggi nella classe BBB). Per mitigare gli effetti dei peggioramenti del merito di credito nel mercato statunitense, dove il finanziamento non bancario riveste un'importanza elevata, la Riserva federale ha deciso di acquistare anche obbligazioni che abbiano perso la qualifica di *investment grade* dopo la seconda decade di marzo, purché il loro rating rimanga almeno nella classe BB. Analogamente la BCE ha iniziato ad accettare in garanzia obbligazioni declassate a *high yield* dopo il 7 aprile, a condizione che il loro rating non scenda al di sotto dei migliori due livelli (*notches*) di tale categoria (BB+ per gli *asset-backed securities*; BB per gli altri titoli)¹.

¹ BCE, *ECB takes steps to mitigate the impact of possible rating downgrades on collateral availability*, comunicato stampa del 22 aprile 2020.

La crisi scatenata dalla pandemia ha avuto ripercussioni molto negative anche sui mercati azionari globali. In poche settimane gli indici dei principali paesi avanzati sono diminuiti in misura superiore al 30 per cento (fig. 1.3.a), pur con decisi recuperi nell'ultimo mese; la volatilità attesa, desunta dalle opzioni sugli indici di borsa, ha raggiunto un picco simile a quello registrato nella fase più intensa della crisi finanziaria del 2008 (fig. 1.3.b). Le forti oscillazioni dei prezzi azionari hanno determinato frequenti arresti automatici, di natura temporanea, delle contrattazioni (*circuit breakers*), imposti dalle borse sulla base di regole prestabilite.

Figura 1.3



Fonte: Refinitiv.

Le turbolenze nei mercati finanziari hanno sottoposto a forte stress gli intermediari non bancari, tra cui molti fondi comuni ed *exchange-traded funds* (ETF), che, pur investendo in attività illiquide, offrono ai propri sottoscrittori la possibilità di riscattare le quote di partecipazione in tempi brevi. Diversi fondi comuni aperti, soprattutto nei comparti immobiliare, speculativo e del credito, hanno sospeso i riscatti, non riuscendo a fare fronte all'ingente flusso di richieste di disinvestimento registrato nelle fasi più acute delle turbolenze. Come durante la crisi finanziaria del 2008, la Riserva federale ha dovuto istituire un meccanismo di emergenza per fornire liquidità ai fondi che investono in strumenti di mercato monetario.

Le maggiori banche internazionali sono ben capitalizzate e dispongono di ampie riserve di liquidità per affrontare la crisi in atto; rispetto al passato sono inoltre in media meno esposte ai rischi di mercato, avendo gradualmente ridotto i titoli in portafoglio. Il calo dei corsi azionari delle banche, che in alcuni casi supera il 40 per cento rispetto ai valori di inizio anno, e l'elevata volatilità delle quotazioni rendono più difficoltose le eventuali operazioni di ricapitalizzazione che si potrebbero rendere necessarie. Per preservare il capitale delle banche e favorire il credito all'economia, molte giurisdizioni hanno offerto garanzie pubbliche sui nuovi prestiti erogati, contenendo l'esigenza di contenere le perdite su crediti con quella di garantire un adeguato flusso di finanziamenti alle imprese; diverse autorità di supervisione hanno raccomandato alle banche di evitare o contenere la distribuzione di dividendi e il pagamento di bonus ai dipendenti. Le tensioni che si sono manifestate sui mercati interbancari hanno indotto le banche centrali a fornire tempestivamente liquidità abbondante al sistema bancario, sia nelle valute nazionali attraverso operazioni di pronti contro termine e acquisti di titoli, sia in valuta estera, in modo particolare in dollari statunitensi, mediante linee di *currency swaps* concordate a livello internazionale.

Negli ultimi mesi i deflussi di capitale dalle economie emergenti sono stati di intensità mai registrata finora. Il repentino aumento dell'avversione al rischio ha spinto gli investitori internazionali verso attività e valute percepite come più sicure. Nei paesi interessati dai deflussi si sono verificate forti cadute

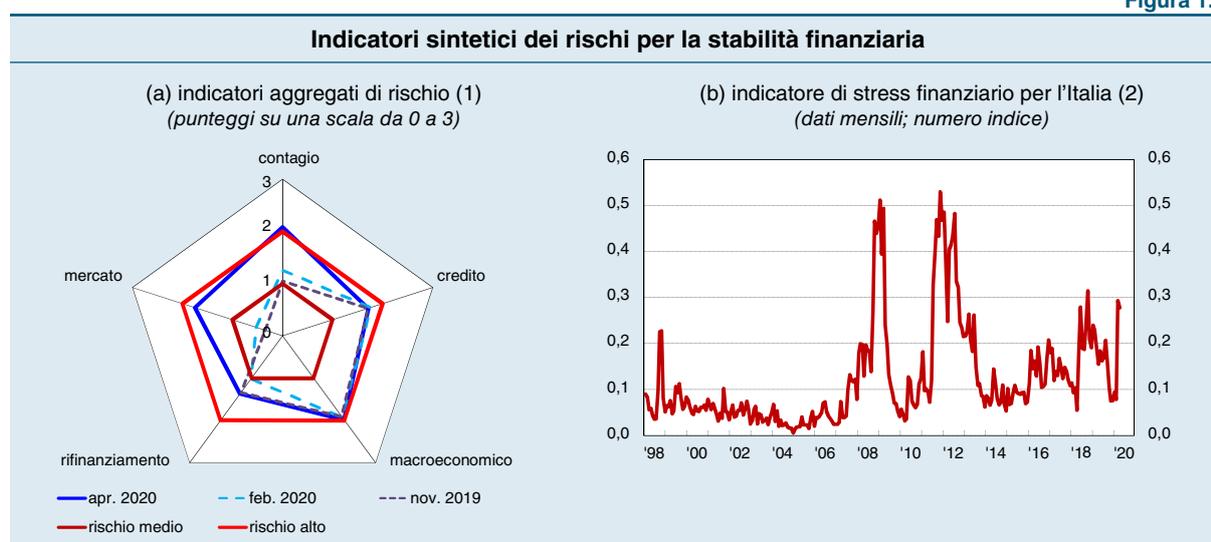
dei corsi azionari, aumenti degli spread sovrani e deprezzamenti delle valute; questi ultimi hanno colpito in particolare i paesi esportatori di materie prime. La forte flessione della domanda ha determinato una riduzione senza precedenti del prezzo del petrolio; ciò aumenta la vulnerabilità finanziaria di imprese e paesi produttori. I mercati finanziari della Cina hanno mostrato maggiore resilienza rispetto a quelli di altri paesi emergenti, grazie ai robusti interventi delle autorità monetarie e fiscali e, più recentemente, ai primi segnali di riavvio dell'attività economica.

L'FMI, la cui capacità complessiva di erogare finanziamenti sarebbe prossima ai 1.000 miliardi di dollari nell'ipotesi di attivazione degli strumenti di prestito previsti da accordi multilaterali e bilaterali, ha finora ricevuto numerose richieste di assistenza finanziaria (circa 100), principalmente dai paesi a basso reddito e da piccole economie emergenti, per un ammontare complessivo di circa 50 miliardi di dollari. Per fare fronte a tali richieste, il Fondo ha annunciato di essere pronto ad attivare schemi di prestito di emergenza per un importo totale di 100 miliardi di dollari, di cui 20 destinati ai paesi a basso reddito e 80 alle economie emergenti. Il G20, rispondendo all'invito dell'FMI e della Banca Mondiale, si è espresso a favore della possibilità di concedere moratorie temporanee sul servizio del debito estero a paesi a basso reddito.

La condizione macrofinanziaria dell'Italia

I rischi per la stabilità finanziaria sono in significativo aumento anche in Italia. Il calo dell'attività economica e le incertezze circa gli effetti di più lungo termine della crisi hanno determinato un netto peggioramento delle condizioni sui mercati finanziari e una forte crescita dei rischi di contagio nel settore bancario (fig. 1.4.a). Le conseguenze della diffusione dell'epidemia di Covid-19 sui rischi macroeconomici saranno progressivamente più evidenti con l'aggiornamento delle informazioni sull'andamento del PIL e sulle condizioni delle finanze pubbliche, disponibili con frequenza meno elevata. Al momento le previsioni degli analisti circa l'entità della riduzione del prodotto sono caratterizzate da notevole incertezza: quelle più favorevoli ne indicano una diminuzione del 4 per cento, le più pessimiste di circa il 12 (cfr. il riquadro: *La trasmissione degli effetti della pandemia all'economia italiana*, in *Bollettino economico*, 2, 2020).

Figura 1.4



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

L'indicatore di stress finanziario è bruscamente salito in marzo su valori elevati, benché inferiori ai picchi raggiunti durante la crisi finanziaria del 2008 e quella dei debiti sovrani del 2012 (fig. 1.4.b). Il deterioramento ha riguardato sia il mercato obbligazionario, pubblico e privato, sia quello azionario, compreso il segmento relativo agli intermediari finanziari.

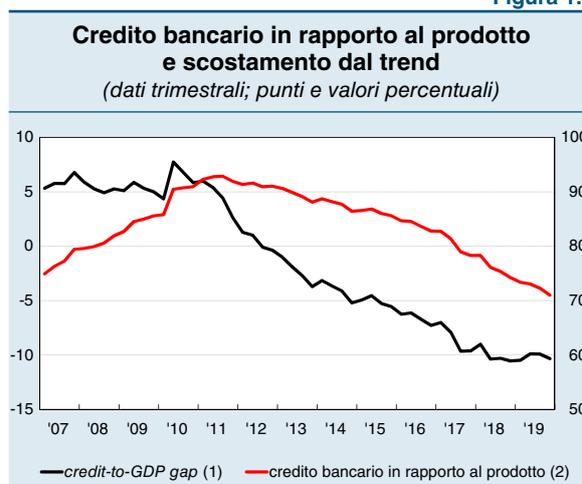
Dall'ultima settimana di febbraio il differenziale di rendimento tra i titoli italiani e quelli tedeschi a dieci anni ha registrato un forte rialzo, in parte riassorbito dopo l'avvio del PEPP. Sulla base di informazioni preliminari, in marzo le forti tensioni sui mercati sono state accompagnate da ingenti vendite di titoli di Stato italiani da parte degli investitori esteri.

Il calo dell'attività economica si riflette sul ciclo finanziario. Secondo le nostre proiezioni più recenti, nell'anno in corso la crescita dei prestiti alle famiglie dovrebbe arrestarsi; la diminuzione del credito bancario alle imprese, in atto dall'inizio del 2019, potrebbe acuirsi per il complesso del settore, nonostante l'aumento dell'indebitamento per fare fronte al maggiore fabbisogno di liquidità (cfr. il par. 1.2). Lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito bancario e prodotto (*credit-to-GDP gap*) è ampiamente negativo (fig. 1.5).

Nel 2019 il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto è rimasto stabile al 134,8 per cento; l'indebitamento netto è sceso all'1,6 per cento del PIL, 0,6 punti in meno sia dell'anno precedente sia della previsione inclusa nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2019* dello scorso settembre. Per gestire l'epidemia e limitarne l'impatto sull'economia, alla luce dell'evoluzione dell'emergenza, il Governo ha prima varato misure senza impatto sui conti pubblici; successivamente ha attuato una manovra espansiva che accresce l'indebitamento netto per l'anno in corso di circa 20 miliardi e un ulteriore intervento che rafforza notevolmente le garanzie pubbliche per i finanziamenti alle imprese². Lo scorso 24 aprile il Governo ha approvato il *Documento di economia e finanza 2020*, che riporta una stima dell'indebitamento per il 2020 pari al 10,4 per cento del PIL (5,7 per cento nel 2021); tale stima include gli effetti di un nuovo provvedimento espansivo (55 miliardi), in corso di definizione.

Il 24 aprile l'agenzia S&P Global Ratings ha confermato il merito di credito della Repubblica italiana a BBB, con *outlook* negativo. Il 28 aprile Fitch Ratings ha invece deciso di ridurre la propria valutazione da BBB con *outlook* negativo a BBB- con *outlook* stabile. Per entrambe le agenzie il rapporto tra debito pubblico e PIL registrerà un forte aumento nel 2020, a causa della caduta del prodotto e dell'incremento delle spese necessarie per fronteggiare le conseguenze economiche dell'emergenza sanitaria; il merito di credito dell'Italia beneficia comunque di una serie di elementi positivi, tra cui gli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema e un'economia ricca e diversificata. Per tutte le principali agenzie di

Figura 1.5



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

(1) Per la metodologia di calcolo dello scostamento dal trend di lungo periodo (*credit-to-GDP gap*), cfr. P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori e E. Sette, *A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015. – (2) Scala di destra.

² Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Memoria sulla conversione in legge del decreto "Cura Italia" recante misure straordinarie per la tutela della salute e il sostegno all'economia*, 25 marzo 2020; *Conversione in legge del DL 8 aprile 2020, n. 23 (misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali)*, testimonianza del Capo del Servizio Struttura economica della Banca d'Italia F. Balassone, Camera dei deputati, Roma, 27 aprile 2020.

rating internazionali il merito di credito della Repubblica italiana si colloca nella categoria *investment grade*.

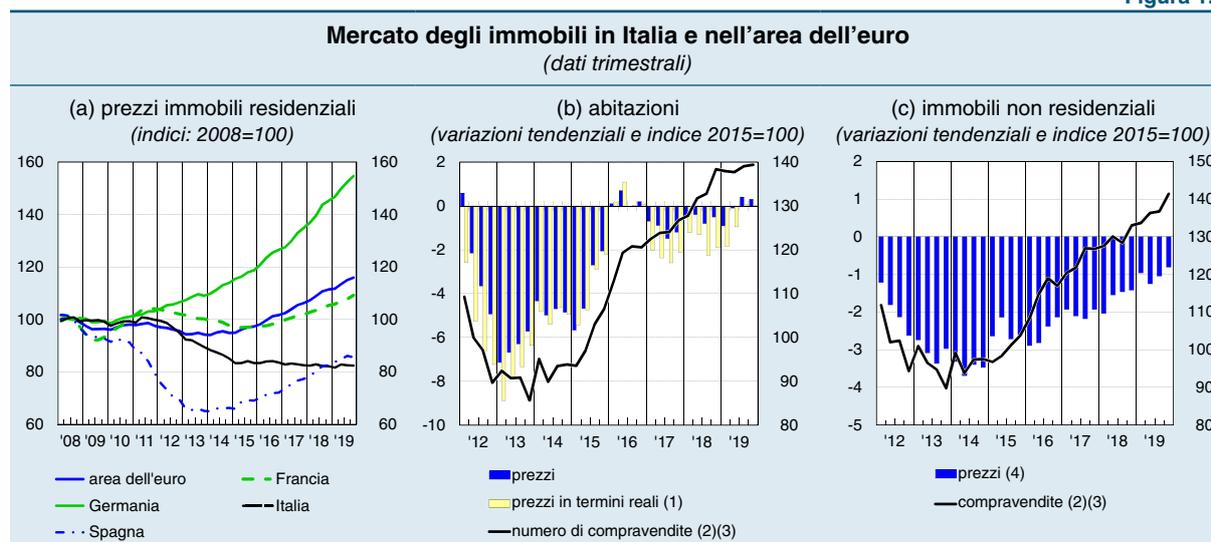
L'effetto della pandemia e delle misure per il suo contenimento sulla dinamica del prodotto non potrà che determinare un aumento significativo del peso già alto del debito pubblico. Data la loro natura temporanea, le misure espansive decise a fronte dell'emergenza sanitaria non dovrebbero avere, nella previsione di un loro graduale ma progressivo rientro, effetti sulla sostenibilità di medio e lungo periodo delle finanze pubbliche italiane. Un'eventuale accresciuta sensibilità dei corsi dei titoli pubblici agli andamenti dei mercati sarebbe verosimilmente attenuata dall'ampio e prolungato accomodamento monetario; allo stesso tempo interventi strutturali dovrebbero mirare a riportare l'economia su un equilibrato sentiero di crescita.

La capacità dell'economia italiana di fronteggiare shock avversi è sostenuta, anche nell'attuale fase, da diversi punti di forza, tra cui il basso indebitamento del settore privato (cfr. il par. 1.2), l'elevata vita media residua dei titoli pubblici (cfr. il par. 2.1), i progressi sul fronte della qualità degli attivi, dell'adeguatezza patrimoniale e della liquidità delle banche (cfr. il par. 2.2), i rischi di liquidità contenuti dell'industria del risparmio gestito (cfr. il par. 2.3), il miglioramento della posizione netta con l'estero (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A1).

I mercati immobiliari

Prima della diffusione del Covid-19 il ciclo immobiliare in Europa si trovava ancora in una fase espansiva. L'aumento dei prezzi nel mercato residenziale era particolarmente sostenuto in Germania e in Spagna (fig. 1.6). Pur rallentando, i prezzi continuavano a salire anche nel comparto non residenziale. Nei prossimi mesi è probabile che lo scenario muti radicalmente. Nel breve termine il peggioramento delle condizioni del mercato immobiliare potrebbe essere più rapido di quello registrato durante la crisi del 2012. Su un orizzonte più lungo, riassorbiti gli effetti delle misure temporanee di contenimento del contagio, le condizioni cicliche dipenderanno dalle conseguenze della pandemia sui redditi delle famiglie.

Figura 1.6



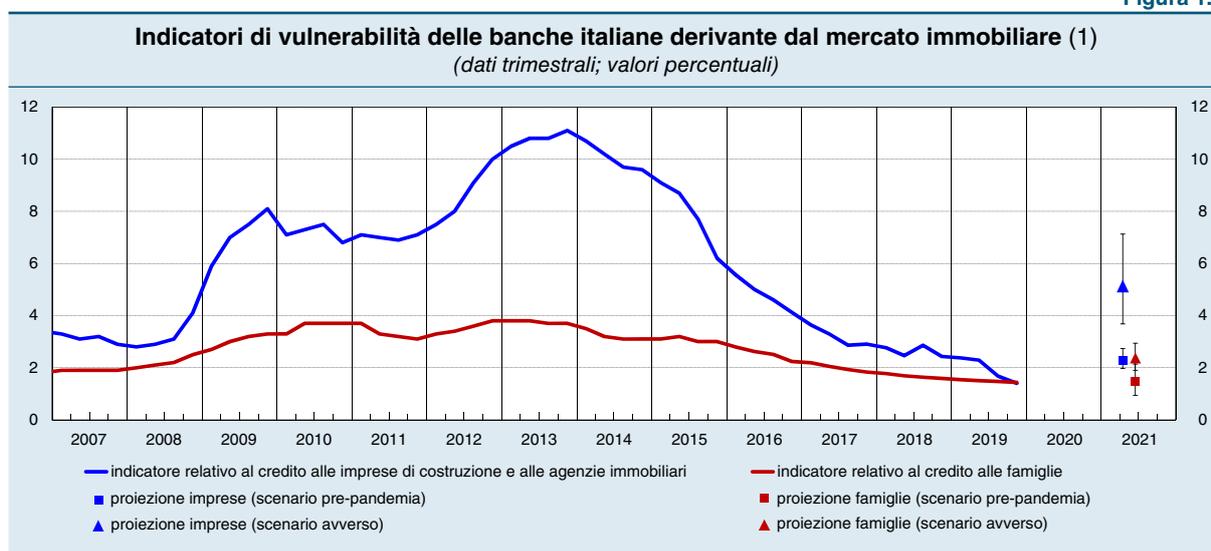
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI, Nomisma e Scenari Immobiliari.

(1) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (2) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. – (3) Scala di destra. – (4) L'indicatore, a carattere sperimentale, utilizza informazioni desunte dalle transazioni effettivamente avvenute sul mercato.

In Italia i dati relativi agli annunci online mostrano che a partire dalla seconda decade di marzo il numero delle abitazioni proposte per la vendita e l'attività di ricerca dei potenziali acquirenti sono fortemente diminuiti. Questa tendenza risulta particolarmente marcata al Nord, l'unica area dove le quotazioni erano in moderata espansione alla fine dello scorso anno. Secondo nostre stime, i prezzi delle case scenderanno in misura significativa già nel corso di quest'anno.

Sulla base di nostre valutazioni, nel caso di uno scenario avverso³ il rapporto tra il flusso annuale di nuovi crediti deteriorati relativo ai prestiti concessi alle imprese del settore immobiliare e il capitale delle banche italiane ritornerebbe a salire al 5,2 per cento, un valore elevato ma notevolmente inferiore rispetto al picco registrato in seguito alla crisi dei debiti sovrani nell'area dell'euro (fig. 1.7). Le stime sono tuttavia soggette ad ampia incertezza e la probabilità che il rapporto si riporti su livelli prossimi a quelli registrati dopo la crisi finanziaria del 2008 non è trascurabile. L'aumento dei crediti deteriorati sarebbe più contenuto per i prestiti alle famiglie, grazie alla maggiore solidità finanziaria del settore.

Figura 1.7



(1) La vulnerabilità delle banche è misurata dal rapporto tra il flusso di nuovi crediti deteriorati negli ultimi 4 trimestri e la media di capitale e riserve delle banche nello stesso periodo. Le proiezioni relative al 2° trimestre 2021 sono rappresentate graficamente dai valori mediani e dai 10° e 90° percentili nei due scenari considerati: situazione antecedente le misure di contenimento (pre-pandemia) e scenario avverso. Per la metodologia, cfr. F. Ciochetta, W. Cornacchia, R. Felici e M. Loberto, *Assessing financial stability risks arising from the real estate market in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 323, 2016, e F. Ciochetta e W. Cornacchia, *Assessing financial stability risks from the real estate market in Italy: an update*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 493, 2019.

1.2 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

L'improvvisa riduzione del reddito disponibile determinata dalle misure di contenimento della pandemia di Covid-19, unitamente al calo della ricchezza conseguente alla diminuzione dei prezzi delle attività finanziarie, si riflette in un peggioramento delle condizioni economiche delle famiglie; per molte di queste ciò può tradursi anche in difficoltà nel rimborso dei debiti. La brusca contrazione delle vendite, alla quale non corrisponde un'analoga flessione dei costi per l'inelasticità di alcune voci di spesa, sta causando un rapido peggioramento della liquidità delle imprese. I rischi per la stabilità finanziaria

³ Lo scenario considerato ipotizza una variazione avversa delle principali determinanti della vulnerabilità delle banche legata al settore immobiliare simile a quella registrata durante o dopo la crisi del debito sovrano in Italia. In particolare si assume una significativa riduzione del credito a famiglie e imprese, un sostenuto calo dei prezzi degli immobili e del numero di compravendite, una rilevante contrazione del reddito disponibile e della produzione industriale, un forte aumento della disoccupazione.

sono mitigati dalle misure di sostegno varate dal Governo e dal rafforzamento dei bilanci di famiglie e imprese realizzato negli ultimi anni.

Nel confronto internazionale le famiglie italiane continuano a essere caratterizzate da un basso livello di indebitamento (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A1), soprattutto in ragione del volume contenuto dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Il debito è concentrato presso le famiglie con redditi più elevati che, almeno fino a prima della crisi, avevano maggiore capacità di sopportarne gli oneri. Negli ultimi anni si era fortemente ridotto il numero delle famiglie non in grado di ripagare i debiti contratti verso gli intermediari creditizi. Alla vigilia dell'epidemia il settore delle imprese era nel complesso in condizioni finanziarie molto più solide rispetto al periodo precedente la crisi finanziaria globale: la leva finanziaria era diminuita, i margini di redditività avevano raggiunto un livello storicamente elevato e le scorte di liquidità erano ampie.

Le famiglie

Nel primo trimestre dell'anno le forti oscillazioni dei rendimenti dei titoli di Stato e i ribassi dei corsi azionari e obbligazionari hanno determinato una riduzione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane di oltre 140 miliardi, pari al 3,2 per cento del suo valore alla fine del 2019. Il portafoglio finanziario delle famiglie è allocato per circa la metà in strumenti (obbligazioni pubbliche e private, azioni, quote di fondi comuni, fondi pensione e prodotti assicurativi⁴) il cui valore è esposto alle tensioni sui mercati. Gli investimenti in tali attività sono elevati soprattutto per i nuclei familiari con redditi sopra la mediana (quasi il 50 per cento della loro ricchezza finanziaria), ma non sono di entità trascurabile neanche tra gli altri nuclei (circa il 25 per cento del portafoglio).

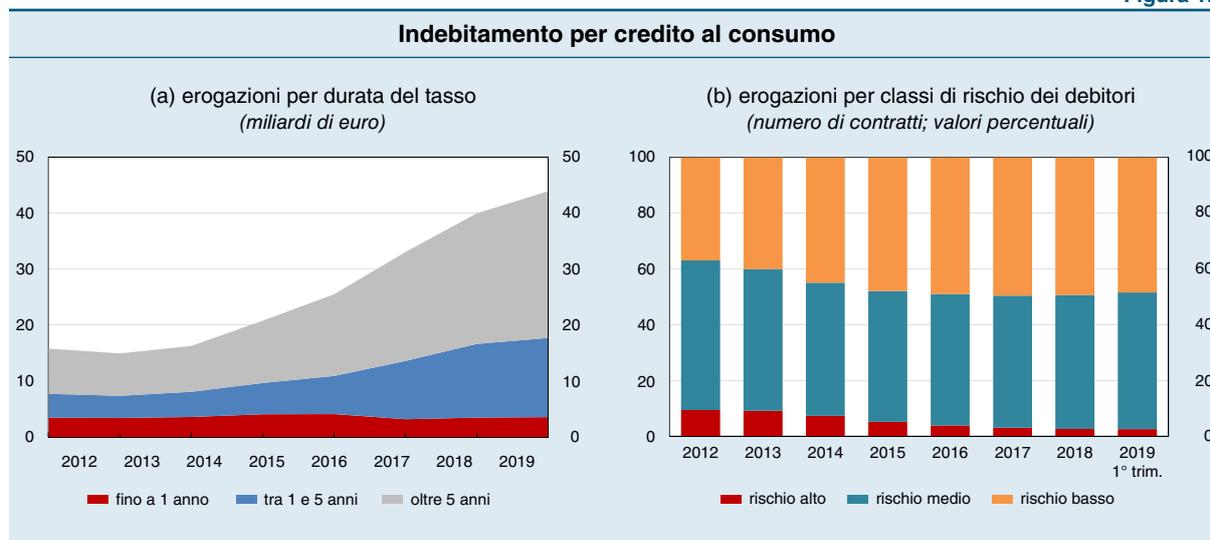
Nei prossimi mesi la ricchezza finanziaria delle famiglie con redditi più bassi (al di sotto della mediana) potrebbe diminuire considerevolmente per la necessità di dover disinvestire attività in modo da assorbire il forte calo di reddito; circa i due terzi di queste famiglie detengono attività finanziarie per meno di 5.000 euro.

Il tasso di crescita dell'indebitamento verso le banche, prossimo al 3 per cento annuo in febbraio, è destinato a ridursi per effetto della pandemia: l'impatto sul credito del ridimensionamento del numero delle compravendite immobiliari (cfr. il par. 1.1) e della contrazione della spesa per beni di consumo durevoli dovrebbe più che compensare sia la diminuzione dei rimborsi connessa con la moratoria sui mutui, sia l'eventuale incremento della domanda di liquidità per smussare gli effetti del calo del reddito sui consumi.

Il costo del debito ha continuato a scendere negli ultimi mesi e ha raggiunto un valore minimo del 2,9 per cento in febbraio. Il rischio che il protrarsi delle tensioni finanziarie possa riflettersi in un aumento dei tassi di interesse sui prestiti alle famiglie è mitigato dagli interventi di politica monetaria adottati dall'Eurosistema (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel marzo 2020*, in *Bollettino economico*, 2, 2020) e dalla composizione per tipo di tasso dei prestiti in essere. Alla fine del 2019 la quota di mutui a tasso fisso superava il 46 per cento delle consistenze (era pari al 25 per cento all'inizio del 2015); i mutui a tasso variabile sono indicizzati a tassi di riferimento tuttora negativi⁵. Nell'ultimo quinquennio anche la crescita del credito al consumo si è concentrata prevalentemente sui prestiti con tasso predeterminato per almeno cinque anni (fig. 1.8.a).

⁴ Sono esclusi circa i due terzi delle riserve del ramo vita relative a prodotti a capitale garantito in quanto non soggetti a variazioni di prezzo.

⁵ Il tasso Euribor a tre mesi è stato in media pari a circa -0,4 per cento in marzo.

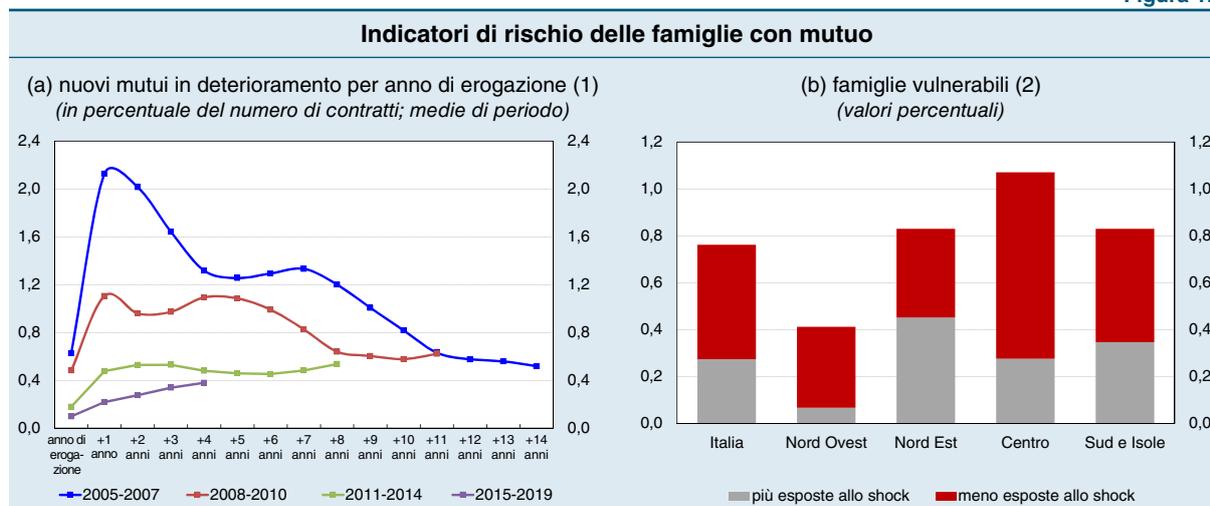


Fonte: per il pannello a), Banca d'Italia; per il pannello b), Crif spa.

Alla fine del 2019 il tasso di deterioramento annuo dei prestiti concessi dagli intermediari alle famiglie era stabile all'1 per cento, un valore molto contenuto nel confronto storico. Anche nei prossimi mesi la sostenibilità del debito sarà favorita dai bassi tassi di interesse e dalla selettività con cui gli intermediari hanno erogato finanziamenti dopo la crisi dei debiti sovrani. La quota di nuovi prestiti per credito al consumo accordati a debitori classificati ad alto rischio⁶ è infatti diminuita al 2 per cento nel 2019, dal 9 del 2012; quella dei contratti con basso rischio è aumentata di 12 punti percentuali (al 48 per cento; fig. 1.8.b). L'incidenza dei nuovi crediti deteriorati sui mutui concessi negli anni 2015-19, a parità di tempo trascorso dall'erogazione del prestito, è inferiore a quella sui finanziamenti degli anni precedenti (fig. 1.9.a). Nel complesso il debito è concentrato presso le famiglie che, almeno fino a prima della crisi, avevano una maggiore capacità di sopportarne gli oneri: quasi tre quarti dei prestiti totali sono stati contratti dai nuclei con redditi al di sopra del valore mediano.

Una parte delle famiglie indebitate si trova tuttavia in condizioni di fragilità finanziaria. Sulla base degli ultimi dati disponibili dell'indagine *European Union statistics on income and living conditions* (EU-SILC) dell'Eurostat riferiti al 2018, le famiglie italiane con mutuo per l'acquisto della casa di residenza considerate vulnerabili (con un reddito inferiore al valore mediano e una rata di mutuo superiore al 30 per cento del reddito) erano circa 200.000, lo 0,8 per cento del totale (7,5 per cento in rapporto alle sole famiglie indebitate; fig. 1.9.b). La diffusione di condizioni di difficoltà appare minore di quella rilevata nel 2007 alla vigilia della crisi finanziaria globale, quando la quota delle famiglie con mutuo classificate come vulnerabili era circa il doppio. Oltre un terzo delle famiglie vulnerabili è particolarmente esposto agli effetti della crisi in corso per la maggiore volatilità dei redditi da lavoro del capofamiglia (lavoratori autonomi o lavoratori dipendenti a tempo determinato).

⁶ Classe di rischio attribuita al debitore nel sistema di informazioni creditizie EURISC gestito da Crif spa. La classificazione della clientela in rischio basso, medio e alto è ottenuta sulla base di metodologie statistiche quantitative (*credit scoring*) che forniscono una rappresentazione, in termini predittivi o probabilistici, del profilo di rischio, affidabilità o puntualità nei pagamenti del cliente. Il *credit scoring* è adottato dagli intermediari finanziari per valutare le richieste di finanziamento.



Fonte: per il pannello a), Centrale dei rischi; per il pannello b), elaborazioni su dati EU-SILC.

(1) Famiglie consumatrici. Suddividendo i mutui per anno di erogazione (coorte), le curve di deterioramento indicano, in media di periodo, il numero dei contratti su cui si registra un deterioramento, in percentuale di quelli complessivi della coorte. Nel calcolo sono tenute in considerazione le sole condizioni di deterioramento che permangono per almeno tre semestri consecutivi. Le coorti considerano solo i nuovi mutui e non includono quelli che derivano da operazioni di surroga o rinegoziazione. – (2) Percentuale di famiglie vulnerabili indebitate per mutuo per casa di residenza sul totale delle famiglie. Le famiglie vulnerabili sono definite come quei nuclei con un reddito inferiore al valore mediano e un servizio del debito superiore al 30 per cento del reddito disponibile. Per le modalità di rilevazione dell'indagine il dato sul reddito è riferito all'anno precedente a quello in cui essa viene svolta. Le famiglie vulnerabili "più esposte allo shock" sono quelle in cui il capofamiglia è un lavoratore autonomo o un lavoratore dipendente con contratto a tempo determinato; le famiglie "meno esposte allo shock" sono tutte quelle non considerate nel primo caso.

La moratoria sui mutui⁷, le indennità temporanee di reddito per lavoratori autonomi e stagionali, il blocco dei licenziamenti, l'ampliamento del ricorso alla Cassa integrazione guadagni previsti dai provvedimenti normativi varati dal Governo negli ultimi due mesi contribuiscono a sostenere la capacità delle famiglie di fronteggiare i propri impegni finanziari (cfr. il riquadro: *Le misure per fronteggiare l'emergenza sanitaria in Italia*, in *Bollettino economico*, 2, 2020).

Secondo il modello di microsimulazione della Banca d'Italia⁸, per ogni calo del 5 per cento del reddito nominale l'incidenza del debito delle famiglie vulnerabili – stimata pari al 12 per cento del totale nel 2019 – salirebbe tra 0,7 e 0,9 punti percentuali alla fine del 2020.

Sulla base di nostre stime, per tornare a un livello di difficoltà nel rimborso dei prestiti analogo al picco del 2008 (ipotizzando che i tassi di interesse e l'indebitamento restino invariati rispetto ai valori registrati nel 2019) il reddito nominale delle famiglie dovrebbe contrarsi di quasi il 50 per cento, un valore circa dieci volte superiore al massimo calo osservato durante le fasi più acute della crisi finanziaria globale e di quella dei debiti sovrani⁹. La più elevata capacità delle famiglie indebitate di resistere a forti riduzioni del reddito è riconducibile prevalentemente alla maggiore

⁷ Per fare fronte alle difficoltà che le famiglie possono incontrare nel rimborsare le rate del mutuo, il Governo ha rafforzato l'operatività del Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa: (a) incrementandone la dotazione patrimoniale a 400 milioni di euro (da poco oltre 20); (b) aumentando la percentuale di rimborso degli interessi maturati sul debito residuo al 50 per cento; (c) allargando la platea dei potenziali beneficiari sia ai dipendenti che abbiano subito una riduzione dell'orario di lavoro di almeno un quinto o la sospensione dal lavoro, sia – per un periodo di nove mesi dal 17 marzo 2020 – ai lavoratori autonomi e ai liberi professionisti che dichiarino di avere registrato un calo del fatturato di oltre il 33 per cento in conseguenza dell'impatto sulla propria attività delle misure di contenimento del contagio. Sono stati inoltre rimossi i limiti di reddito e l'esclusione dei mutui in ammortamento da meno di un anno. La sospensione del pagamento delle rate del mutuo può essere concessa per non più di 18 mesi e la sua durata è commisurata al periodo di sospensione o di diminuzione dell'orario di lavoro.

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*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 531, 2019, di prossima pubblicazione anche in "International Journal of Microsimulation".

⁹ In queste stime non si tiene inoltre conto di eventuali non linearità dovute all'interazione con altre variabili.

concentrazione dell'indebitamento presso i nuclei con redditi più alti e al più basso onere medio del debito.

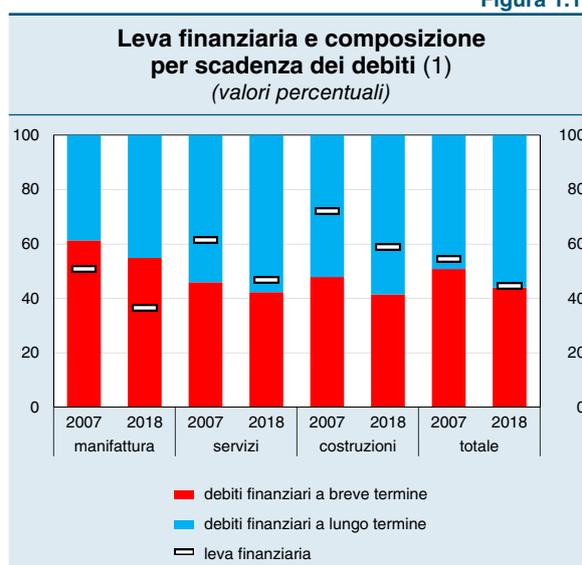
Le imprese

La crisi ha fortemente colpito il sistema produttivo quando era già in corso un rallentamento dell'attività economica. La contrazione delle entrate – legata alla consistente diminuzione della domanda e alla marcata riduzione dell'attività – limita la possibilità delle imprese di sostenere le spese e indebolisce la capacità di restituire i prestiti. L'accesso al capitale esterno è reso più difficoltoso dall'aumento dei rischi e dalle tensioni sui mercati finanziari.

Le imprese tuttavia affrontano l'attuale congiuntura con una struttura finanziaria nel complesso più equilibrata rispetto alla vigilia della doppia recessione del 2008-2013. La leva finanziaria (misurata come rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto) si è ridotta di circa dieci punti percentuali; l'incidenza dei debiti a breve termine sul totale di quelli finanziari è scesa di sette punti percentuali. La diminuzione dell'indebitamento complessivo e l'allungamento delle scadenze hanno interessato tutti i settori di attività (fig. 1.10). Alla fine dell'anno scorso la redditività era su livelli storicamente elevati e le attività liquide in bilancio avevano raggiunto il picco del 21 per cento del PIL. La maggiore solidità dei bilanci e i bassi tassi di interesse hanno favorito il calo del tasso di deterioramento dei prestiti all'1,9 per cento alla fine del 2019, un livello inferiore ai valori osservati nel 2007 (2,6 per cento). La quota di debito delle aziende vulnerabili¹⁰ era stimata al 28 per cento (rispetto al 44 del 2007). Le condizioni finanziarie delle società saranno inoltre sostenute dalle misure introdotte dal Governo per contenere i costi, facilitare l'accesso al credito e ritardare il rimborso dei prestiti.

Il calo della redditività nei prossimi mesi dipenderà dalla durata dell'epidemia e dall'efficacia delle misure di contrasto della crisi. Molte imprese riusciranno solo parzialmente a recuperare le

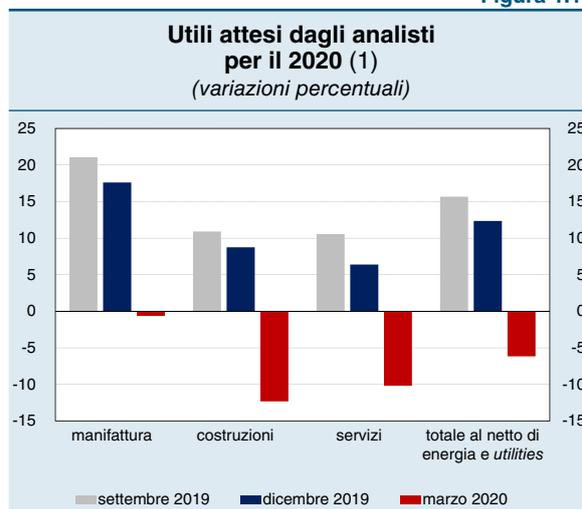
Figura 1.10



Fonte: Cerved.

(1) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto a valore di bilancio. I debiti finanziari a breve termine sono quelli con scadenza entro l'anno di esercizio successivo. I bilanci del 2018 sono gli ultimi dati disponibili.

Figura 1.11



Fonte: Bloomberg.

(1) Variazioni dell'indice degli utili attesi dagli analisti per il 2020. Elaborazioni su un campione chiuso a marzo 2019 di 105 imprese quotate, rappresentative del 95 per cento della capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie.

¹⁰ Sono definite vulnerabili le imprese con margine operativo lordo (MOL) negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza.

Quota di debiti finanziari detenuti dalle imprese per grado di liquidità
(valori percentuali; dati al 31.12.2018)

| VOCI | Grado di liquidità (1) | | | | Totale (2) |
|-----------------------------------|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 1° quarto | 2° quarto | 3° quarto | 4° quarto | |
| Dimensione delle imprese (3) (4): | | | | | |
| micro | 55,2 | 27,3 | 13,3 | 4,3 | 14,1 |
| piccole | 46,1 | 31,3 | 17,0 | 5,6 | 13,6 |
| medie | 36,2 | 37,2 | 20,5 | 6,1 | 16,7 |
| grandi | 40,4 | 31,8 | 25,4 | 2,3 | 55,6 |
| Settore di attività (4): | | | | | |
| agricoltura | 48,5 | 33,6 | 15,9 | 2,0 | 1,5 |
| estrattiva | 14,3 | 4,9 | 80,7 | 0,1 | 3,9 |
| manifattura | 35,1 | 35,9 | 23,7 | 5,3 | 25,5 |
| energia | 47,8 | 33,8 | 17,0 | 1,4 | 10,0 |
| costruzioni | 47,1 | 28,6 | 21,6 | 2,7 | 7,3 |
| trasporti | 42,3 | 38,1 | 16,4 | 3,2 | 8,8 |
| hotel e ristorazione | 44,4 | 35,3 | 16,8 | 3,5 | 2,4 |
| intrattenimento | 22,5 | 52,0 | 18,9 | 6,6 | 0,7 |
| immobiliari | 59,0 | 27,2 | 11,1 | 2,8 | 10,2 |
| altri servizi | 44,4 | 31,5 | 20,0 | 4,2 | 29,7 |
| Totale | 42,6 | 32,0 | 21,7 | 3,7 | 100,0 |

Fonte: Banca d'Italia e Cerved.

(1) Il grado di liquidità è definito sulla base della distribuzione del rapporto tra disponibilità liquide e totale delle attività: i valori dei tre quartili sono rispettivamente 1,5, 7,3 e 22,1 per cento. Per liquidità si intende la somma di contante e depositi. Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza. – (2) Le quote sono calcolate sui debiti finanziari complessivi di tutte le imprese. – (3) Per la classificazione dimensionale: "micro" se con meno di 10 addetti e fatturato (o attivo) non superiore a 2 milioni di euro; "piccole" se con meno di 50 addetti e fatturato (o attivo) non superiore a 10 milioni; "medie" se con meno di 250 addetti e fatturato (o attivo) non superiore a 50 (o 43) milioni; "grandi" le imprese residuali. – (4) Le quote dei quartili si riferiscono all'incidenza sui debiti finanziari di ciascuna categoria.

perdite occorse in questo periodo: nel mese di marzo le aspettative degli analisti per il 2020 indicavano una brusca revisione al ribasso degli utili in tutti i settori (fig. 1.11). I risultati dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia indicano che circa i due terzi delle imprese si aspettano un deterioramento delle proprie condizioni economiche nel secondo trimestre, legato principalmente alla flessione della domanda, sia estera sia nazionale (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2020).

L'indebitamento delle imprese, ancora in riduzione a febbraio, potrebbe aumentare per le aziende che dovranno ricorrere al credito per le sopraggiunte esigenze di liquidità, determinate da un calo delle entrate accompagnato dalla presenza di costi incomprimibili. Nel 2018 la quota di debito delle imprese con un basso grado di liquidità¹¹ (inferiore al primo quartile) era scesa dal picco del 2011 a circa il 43 per cento (tav. 1.1); tale valore risultava maggiore tra quelle più piccole e tra quelle attive nei settori immobiliare, dell'agricoltura, dell'energia e delle costruzioni. Nostre stime indicano che, ipotizzando un completo utilizzo delle linee di credito disponibili e tenendo conto della moratoria, il fabbisogno di liquidità delle imprese ammonterebbe alla fine di luglio a circa 50 miliardi, gran parte del quale potrebbe essere coperto con il ricorso alle ulteriori misure varate dal Governo (cfr. il riquadro: *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità delle imprese*). Una prolungata congiuntura negativa, in assenza di interventi pubblici aggiuntivi, potrebbe accrescere i rischi di insolvenza per le imprese che avranno aumentato eccessivamente il debito senza aver recuperato il fatturato perso (cfr. il riquadro: *L'intervento pubblico sul credito alle imprese*).

¹¹ Per la definizione di grado di liquidità, cfr. la nota 1 della tavola 1.1.

GLI EFFETTI DELLA PANDEMIA SUL FABBISOGNO DI LIQUIDITÀ DELLE IMPRESE¹

Molte imprese risentono del blocco dell'attività produttiva, del calo della domanda estera e interna, delle difficoltà di approvvigionamento di beni e servizi. A fronte della contrazione delle entrate, alcuni pagamenti – come ad esempio affitti, licenze, manutenzioni, parte del costo del lavoro – non possono essere ridotti nella stessa misura. Il conseguente fabbisogno di liquidità, se non soddisfatto in tempi brevi, potrebbe determinare una crisi di solvibilità di parte del sistema produttivo, rendendo più acuta e prolungata la recessione innescata dalla pandemia di Covid-19.

Cerved Group ha recentemente elaborato proiezioni sul fatturato per oltre 200 comparti di attività economica². Sulla base di queste proiezioni è stata effettuata una stima delle carenze di liquidità delle imprese italiane facendo alcune ipotesi sull'evoluzione delle spese relative all'acquisto di beni e servizi intermedi, al costo del lavoro e agli oneri finanziari. In particolare si assume che:

- a) le spese per l'acquisto di beni e servizi intermedi abbiano un'elasticità dello 0,5 rispetto al fatturato; per ogni punto percentuale di riduzione del fatturato si avrebbe quindi una diminuzione di mezzo punto percentuale di tali spese³;
- b) l'elasticità del costo del lavoro rispetto alle vendite, pari allo 0,6, sia elevata nel confronto con quanto registrato in passato in conseguenza dell'ampliamento della Cassa integrazione guadagni previsto dal DL 18/2020⁴;
- c) le uscite per interessi e per il rimborso dei prestiti e delle rate in scadenza fino a settembre siano nulle per le imprese che possono beneficiare della moratoria prevista dallo stesso decreto⁵.

L'analisi è stata applicata a un campione di 700.000 società di capitale disponibili nella base dati di Cerved Group; i risultati sono riproporzionati all'universo delle imprese per tenere conto di quelle non presenti nella base dati, come le società di persone e le ditte individuali⁶.

Secondo nostre stime tra marzo e luglio⁷ si cumulerebbe un fabbisogno di liquidità pari a circa 73 miliardi, ipotizzando che le imprese possano ricorrere alle sole attività liquide detenute in bilancio; il fabbisogno scenderebbe a circa 59 miliardi tenendo conto della moratoria per le PMI,

¹ A cura di Massimiliano Stacchini.

² Cerved Group, *Cerved Industry Forecast. L'impatto del Covid-19 sui settori e sul territorio*, marzo 2020.

³ In un esercizio simile Schivardi ipotizza un'elasticità analoga (cfr. F. Schivardi, *Come evitare il contagio finanziario delle imprese*, "lavoce.info", 24 marzo 2020).

⁴ Per ogni punto percentuale di riduzione del fatturato si ipotizza una diminuzione di 0,6 punti percentuali del costo del lavoro, circa il doppio rispetto alla flessione che si avrebbe in circostanze "normali" in base alle stime di F. Schivardi, 2020, op. cit.

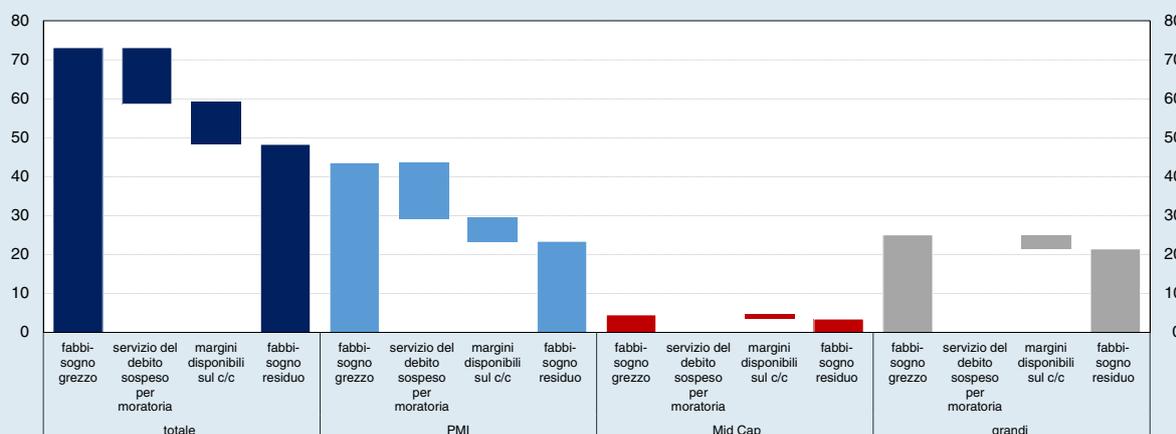
⁵ La moratoria introdotta con il DL 18/2020 si rivolge alle piccole e medie imprese (PMI) che non avevano esposizioni deteriorate al 17 marzo 2020, data di pubblicazione del provvedimento. Il decreto fa riferimento alla definizione di PMI riportata nella raccomandazione CE/2003/361 che include le imprese con meno di 250 addetti e meno di 50 milioni di fatturato o 43 di totale attivo. Sono considerate imprese anche i lavoratori autonomi, le imprese familiari, le società di persone e le associazioni o altre entità che esercitano regolarmente un'attività economica.

⁶ Le società di capitale presenti negli archivi di Cerved Group rappresentano circa il 75 per cento del fatturato complessivo delle imprese.

⁷ L'analisi è riferita al mese di luglio poiché gli scenari sull'andamento del PIL italiano, che incorporano un'evoluzione fortemente negativa nella prima metà dell'anno, prefigurano un recupero nella seconda metà e un'accentuata ripresa dell'attività nel 2021 (cfr. *Bollettino economico*, 2, 2020).

Figura A

Stima del fabbisogno di liquidità delle imprese nel periodo marzo-luglio 2020 (1)
(miliardi di euro)



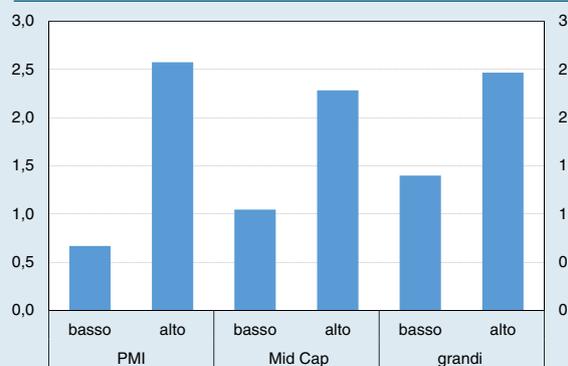
(1) I dati includono, tra le PMI, una stima del fabbisogno relativo alle imprese non presenti nel campione Cerved; sono definite Mid Cap le imprese diverse dalle PMI fino a 499 addetti. Il fabbisogno grezzo è calcolato considerando solo le attività liquide nei bilanci. Le barre riferite alla voce "servizio del debito sospeso per moratoria" indicano l'ammontare del fabbisogno grezzo che potrebbe essere coperto dalle imprese avvalendosi della possibilità di sospendere il servizio del debito introdotta con il DL 18/2020; le barre riferite alla voce "margini disponibili sul c/c" indicano l'ammontare del fabbisogno grezzo che potrebbe essere coperto utilizzando i margini disponibili sulle aperture di credito in c/c.

e a poco meno di 50 se le imprese utilizzassero completamente i margini disponibili sulle aperture di credito (figura A). Tra le società di capitale, il deficit di liquidità riguarderebbe circa 130.000 imprese; in percentuale del fatturato, sarebbe più alto per quelle che prima della crisi erano finanziariamente più fragili e per quelle diverse dalle PMI, che non hanno accesso alla moratoria sul debito (figura B).

Le misure varate dal Governo con il DL 23/2020, tra cui la possibilità di accedere a nuovi prestiti garantiti dallo Stato attraverso il Fondo centrale di garanzia o la società SACE⁸, consentirebbero di coprire il fabbisogno residuo per oltre il 90 per cento delle imprese. Il rimanente deficit, pari a circa 10 miliardi, sarebbe in larga parte ascrivibile alle imprese che non possono accedere alle garanzie statali in quanto all'inizio del 2020 avevano debiti classificati come deteriorati.

Figura B

Stima del fabbisogno di liquidità per classe di rischio dell'impresa (1)
(in percentuale del fatturato)



(1) Fabbisogno di liquidità residuo in percentuale del fatturato: medie ponderate in base al fatturato. Il fabbisogno di liquidità residuo è calcolato ipotizzando il completo utilizzo dei margini disponibili in conto corrente e l'adesione dell'impresa alla moratoria sui debiti. La stima si basa sui dati individuali delle società di capitale le cui informazioni sono disponibili nell'archivio di Cerved Group. L'attribuzione della classe di rischio delle imprese è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved ed è riferito al bilancio 2018 (ultimo dato disponibile). Le imprese a rischio basso (alto) hanno un valore compreso tra 1 e 4 (5 e 10). Sono definite Mid Cap le imprese diverse dalle PMI fino a 499 addetti.

⁸ SACE è una società per azioni specializzata nel sostegno all'esportazione e all'internazionalizzazione delle imprese italiane.

L'INTERVENTO PUBBLICO SUL CREDITO ALLE IMPRESE¹

A partire dal mese di marzo il Governo ha varato un articolato piano di interventi per limitare il rischio che tensioni di liquidità dovute al brusco calo dell'attività produttiva o a un inasprimento delle condizioni di offerta dei prestiti si traducano in crisi aziendali durature. I provvedimenti riguardanti il credito agiscono nella duplice direzione di ridurre il flusso di esborsi verso il sistema bancario e di agevolare il ricorso a nuovi finanziamenti.

Sul primo versante, il DL 18/2020 ha introdotto una moratoria per le piccole e medie imprese (PMI)² che non avevano debiti classificati come deteriorati al 17 marzo 2020, data di pubblicazione del provvedimento. Tali aziende possono ottenere: (a) la proroga fino al 30 settembre dei prestiti in scadenza nei prossimi mesi; (b) la sospensione nello stesso periodo dei pagamenti delle rate dei mutui e dei canoni di leasing; (c) il congelamento fino al 30 settembre dei prestiti revocabili (aperture di credito in conto corrente e finanziamenti per anticipi su crediti). Il volume dei prestiti e delle rate in scadenza fino al 30 settembre è stimato in circa 60 miliardi. Impedire agli intermediari la riduzione dei prestiti a revoca concessi prima dell'epidemia potrebbe consentire alle PMI di ampliare, per oltre 50 miliardi, l'utilizzo dei margini disponibili sulle linee di credito: nel 2009, anno di picco della crisi finanziaria globale, il calo del credito accordato in conto corrente dagli intermediari era stato di circa 13 miliardi (-5,7 per cento, su base annua).

Agli intermediari, d'altra parte, è concessa una garanzia sussidiaria dello Stato pari al 33 per cento degli importi oggetto della moratoria³ e non sono tenuti nell'immediato a ulteriori accantonamenti a fronte di tali operazioni. Considerando che la perdita sui prestiti in sofferenza alle imprese è pari in media a circa il 70 per cento dell'importo nominale, la garanzia pubblica consentirebbe di diminuire le perdite attese per le banche a meno del 40 per cento.

Per agevolare l'accesso delle imprese a nuovi finanziamenti, il DL 23/2020 ha esteso notevolmente le garanzie pubbliche "a prima richiesta" rilasciabili sino alla fine dell'anno. Per le PMI la manovra ha fatto leva principalmente sul Fondo centrale di garanzia (FCG), la cui operatività è stata oggetto di rilevanti innovazioni: (a) ammissione delle imprese fino a 500 addetti e di quelle in condizioni finanziarie meno equilibrate⁴; (b) eliminazione della valutazione del merito di credito da parte dell'FCG; (c) copertura del 90 per cento su tutti i finanziamenti con prefissate caratteristiche di durata e importo massimo; (d) copertura del 100 per cento sui finanziamenti di importo inferiore a 800.000 euro, al ricorrere di determinate condizioni contrattuali; (e) concessione automatica (ossia senza preventiva autorizzazione da parte dell'FCG) di prestiti inferiori a 25.000 euro con piena copertura della garanzia statale. La dotazione aggiuntiva attribuita al Fondo per il 2020 (poco più di 1,7 miliardi di euro), unitamente alle risorse già

¹ A cura di Paolo Finaldi Russo.

² Il decreto fa riferimento alla definizione di PMI riportata nella raccomandazione CE/2003/361 che include le imprese con meno di 250 addetti e meno di 50 milioni di fatturato o 43 di totale attivo. Sono considerate imprese anche i lavoratori autonomi, le imprese familiari, le società di persone e le associazioni o altre entità che esercitano regolarmente un'attività economica.

³ La garanzia, rilasciata da una sezione speciale del Fondo centrale di garanzia per le PMI, non è "a prima richiesta" e non consente, di conseguenza, una riduzione degli assorbimenti patrimoniali.

⁴ Possono accedere all'FCG, ad esempio, le aziende con debiti classificati come deteriorati (non prima del 31 gennaio 2020) e quelle che nel corso del 2020 sono state ammesse a procedure di concordato con continuità aziendale, hanno stipulato accordi di ristrutturazione o presentato un piano attestato di risanamento. Restano in ogni caso escluse le imprese classificate in sofferenza.

disponibili, consentirebbe di garantire un volume di nuovi prestiti notevolmente superiore a quello raggiunto nel 2019 (19,4 miliardi).

Per le grandi imprese e per le PMI che hanno esaurito le capacità di accesso all'FCG⁵, il DL 23/2020 attribuisce a SACE, società finora specializzata nel sostegno all'esportazione e all'internazionalizzazione del sistema produttivo nazionale, il compito di rilasciare garanzie pubbliche su finanziamenti di durata non superiore a sei anni, con percentuali di copertura che si riducono dal 90 al 70 per cento al crescere della dimensione aziendale. Nonostante gli elevati importi unitari dei prestiti garantiti alle imprese di grande dimensione, l'attività di valutazione del merito di credito dei beneficiari è molto limitata. SACE potrà rilasciare queste garanzie fino a un valore complessivo di 200 miliardi, di cui 30 riservati alle PMI⁶. Si stima che per le grandi imprese i finanziamenti potenzialmente attivabili costituiscano un importo complessivamente rilevante, di circa il 10 per cento superiore alle consistenze dei prestiti non deteriorati in essere alla fine di gennaio 2020 (180 miliardi di euro).

Nel complesso le azioni intraprese dal Governo possono contribuire efficacemente ad arginare la crisi di liquidità delle imprese. In questa direzione agiscono in particolare gli automatismi previsti per contenere i deflussi di cassa o per ottenere nuovi prestiti di piccolo importo. In alcuni casi tuttavia i tempi necessari per rendere pienamente operativi i provvedimenti sono ancora incerti. La Banca d'Italia ha recentemente raccomandato alle banche di intensificare gli sforzi per ridurre al minimo i disagi per la clientela e per agevolare l'accesso alle misure di sostegno previste, affinché queste producano pienamente gli effetti attesi⁷.

Nel più lungo periodo la manovra governativa potrebbe alimentare rischi connessi con l'aumento del debito delle imprese e con l'adozione di comportamenti opportunistici degli operatori. Nella maggior parte dei casi le misure non escludono esplicitamente la possibilità di sostituire crediti già in essere (non garantiti) con nuovi finanziamenti assistiti da SACE o dall'FCG⁸; pur considerando i benefici connessi con il rifinanziamento dei prestiti in scadenza, ciò accresce gli incentivi per gli intermediari ad acquisire la garanzia statale anche su prestiti concessi in passato a soggetti che erano finanziariamente vulnerabili già prima della crisi conseguente al Covid-19. Queste previsioni, assieme all'eliminazione della valutazione del merito di credito dei beneficiari da parte dei soggetti che rilasciano la garanzia statale, potrebbero tradursi in un incremento della rischiosità dei finanziamenti garantiti non legata esclusivamente all'evoluzione sfavorevole della congiuntura. In prossimità della scadenza dei prestiti assistiti dallo Stato per gli intermediari potrebbe inoltre rivelarsi più conveniente escutere la garanzia sui prestiti alle imprese ancora in difficoltà anziché rinnovarli al fine di prolungare il sostegno finanziario nei loro confronti.

Tali rischi potrebbero essere mitigati da nuove misure di politica economica volte a ripristinare condizioni di normalità nel mercato del credito, dopo i provvedimenti di emergenza adottati nelle scorse settimane. A questo scopo, ad esempio, potrebbero risultare utili una riduzione graduale della copertura delle garanzie statali quando queste arrivano a scadenza, la creazione di

⁵ Il DL 18/2020 ha aumentato il valore massimo delle garanzie rilasciate dall'FCG alle singole imprese da 2,5 a 5 milioni di euro.

⁶ Il DL 23/2020 inoltre abilita in via permanente SACE a concedere garanzie a condizioni di mercato su finanziamenti alle imprese con sede in Italia; tale tipo di operatività sarà definita da un decreto interministeriale.

⁷ Banca d'Italia, *Raccomandazione della Banca d'Italia su tematiche afferenti alle misure di sostegno economico predisposte dal Governo per l'emergenza Covid-19*, 10 aprile 2020.

⁸ Per prestiti di piccolo importo è anche prevista la possibilità di concedere la garanzia in presenza di una riduzione del credito, se sussiste l'accordo tra le parti.

un veicolo pubblico per la ristrutturazione dei debiti delle imprese che faticano a superare la crisi e l'introduzione di incentivi fiscali per la ricapitalizzazione delle imprese⁹.

⁹ G. Gobbi, F. Palazzo e A. Segura, *Le misure di sostegno finanziario alle imprese post-Covid-19 e le loro implicazioni di medio termine*, "Note Covid-19", 15 aprile 2020; apparso anche con il titolo *Unintended effects of loan guarantees during the Covid-19 crisis* su "VoxEU.org".

Il costo dei finanziamenti bancari, in larga parte a tasso variabile, ha raggiunto un valore minimo del 2 per cento in febbraio. Il rischio che il protrarsi delle tensioni finanziarie sui mercati possa portare nel breve periodo a un aumento dell'onere del debito è basso, in ragione sia dell'indicizzazione a tassi di riferimento che permangono negativi (il tasso Euribor a tre mesi è stato in media pari al -0,4 per cento a marzo), sia delle misure di politica monetaria adottate dall'Eurosistema.

Le condizioni di accesso al mercato obbligazionario, favorevoli nel corso del 2019, si sono rapidamente deteriorate nei primi mesi di quest'anno a causa del peggioramento del quadro macroeconomico e dell'elevata incertezza percepita dagli investitori. Nel primo trimestre i collocamenti, per la maggior parte effettuati da imprese di grande dimensione, sono stati pari a poco più di 5 miliardi, circa la metà della media dello stesso periodo nei tre anni precedenti. I costi di collocamento sono repentinamente aumentati in marzo: per le emissioni a tasso fisso i rendimenti sono stati pari al 3,5 per cento, oltre 200 punti base in più nel confronto con la media dei due mesi precedenti. L'incremento dei costi è stato particolarmente forte per gli emittenti con rating bassi, per i quali i premi per il rischio erano stati molto contenuti negli ultimi anni (cfr. fig. 2.7).

L'intensità della crisi in corso si rifletterà in un marcato incremento della vulnerabilità finanziaria delle imprese. Secondo il modello di microsimulazione della Banca d'Italia¹², per ogni calo del 5 per cento del MOL nominale, la quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili salirebbe tra 1,0 e 1,3 punti percentuali alla fine del 2020.

Sulla base di nostre stime, tuttavia, affinché si ritorni al picco di difficoltà di rimborso dei prestiti del 2008 – quando il debito a rischio raggiunse il 49 per cento del totale – il MOL delle imprese dovrebbe contrarsi del 55 per cento nel 2020, ipotizzando l'assenza di variazioni negli oneri finanziari e nell'indebitamento¹³; la riduzione del MOL sarebbe circa cinque volte superiore al più elevato calo osservato durante la crisi finanziaria globale. Ad accrescere la resilienza delle imprese a forti shock di redditività contribuisce principalmente la maggiore concentrazione del debito presso le società più solide.

¹² 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.

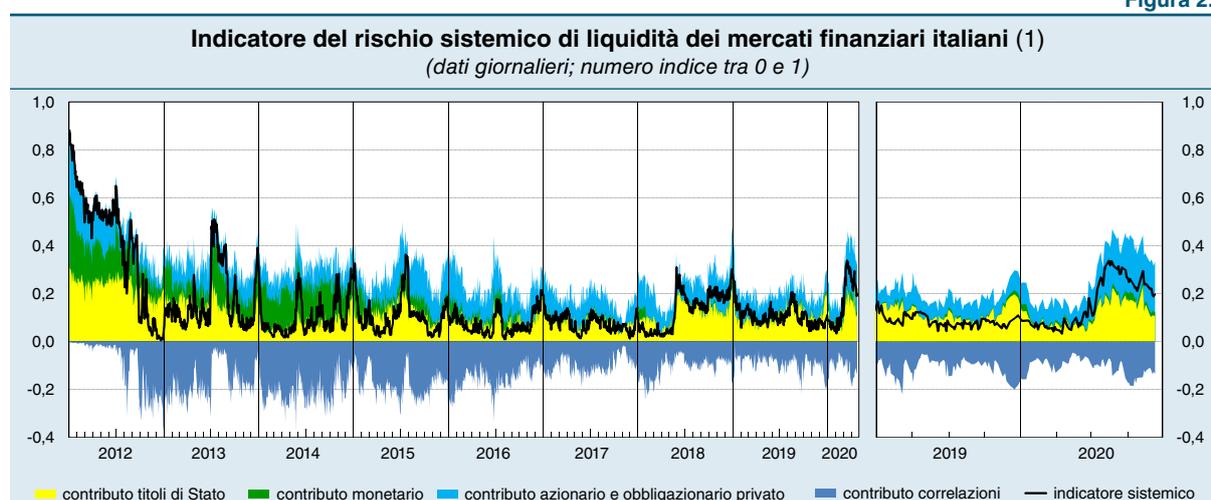
¹³ In queste stime non si tiene inoltre conto di eventuali non linearità dovute all'eterogeneità nell'andamento della redditività tra le imprese.

2 I RISCHI DEL SISTEMA FINANZIARIO

2.1 I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

La pandemia di Covid-19 ha determinato un forte peggioramento della liquidità sui mercati finanziari italiani, in parte attenuato dal programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica dell'Eurosistema (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP; fig. 2.1) annunciato il 18 marzo.

Figura 2.1



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

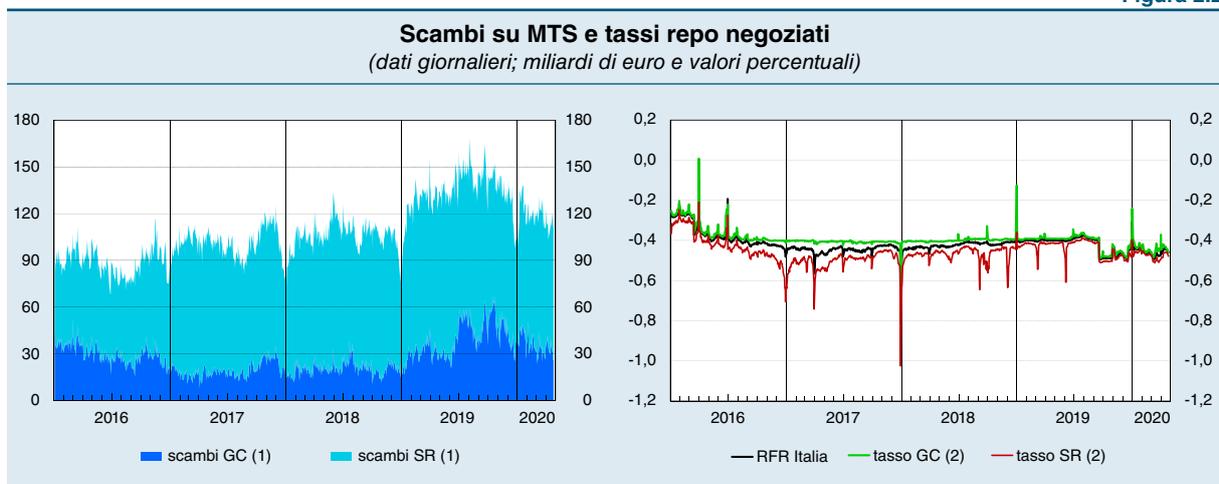
(1) L'indicatore sistemico misura il rischio congiunto nei mercati monetario, secondario dei titoli di Stato, azionario e obbligazionario privato. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). Il grafico mostra anche i contributi all'indicatore sistemico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

Sul mercato monetario, gli scambi dei pronti contro termine (repo) hanno risentito in misura limitata delle tensioni sui titoli di Stato italiani. L'attività si è mantenuta rilevante, anche se inferiore ai massimi raggiunti nel 2019 (fig. 2.2). Il tasso di rendimento sul segmento *general collateral* è rimasto su livelli di poco superiori alla *deposit facility*; gli incrementi registrati alla fine dei trimestri e nei momenti di elevata volatilità sui titoli pubblici sono stati interamente riassorbiti.

Dall'inizio di marzo le condizioni di liquidità sul mercato secondario dei titoli di Stato sono rapidamente peggiorate, anche a causa di una forte contrazione dell'attività dei *market makers*: il differenziale denaro-lettera si è bruscamente ampliato, le quantità quotate e i volumi scambiati si sono ridotti (fig. 2.3.a); la capacità del mercato di assorbire ordini di ammontare elevato è peggiorata (fig. 2.3.b). In seguito all'introduzione del PEPP le condizioni di liquidità sono gradualmente migliorate; i volumi scambiati restano tuttavia bassi e la volatilità infragiornaliera rimane alta.

L'elevata volatilità dei prezzi rende più onerosa la gestione dei titoli in portafoglio da parte dei *market makers* e accresce il rischio percepito dagli investitori, deprimendo gli scambi sul mercato. Repentine e ampie oscillazioni dei prezzi possono pertanto avere effetti duraturi sulle condizioni di liquidità

Figura 2.2



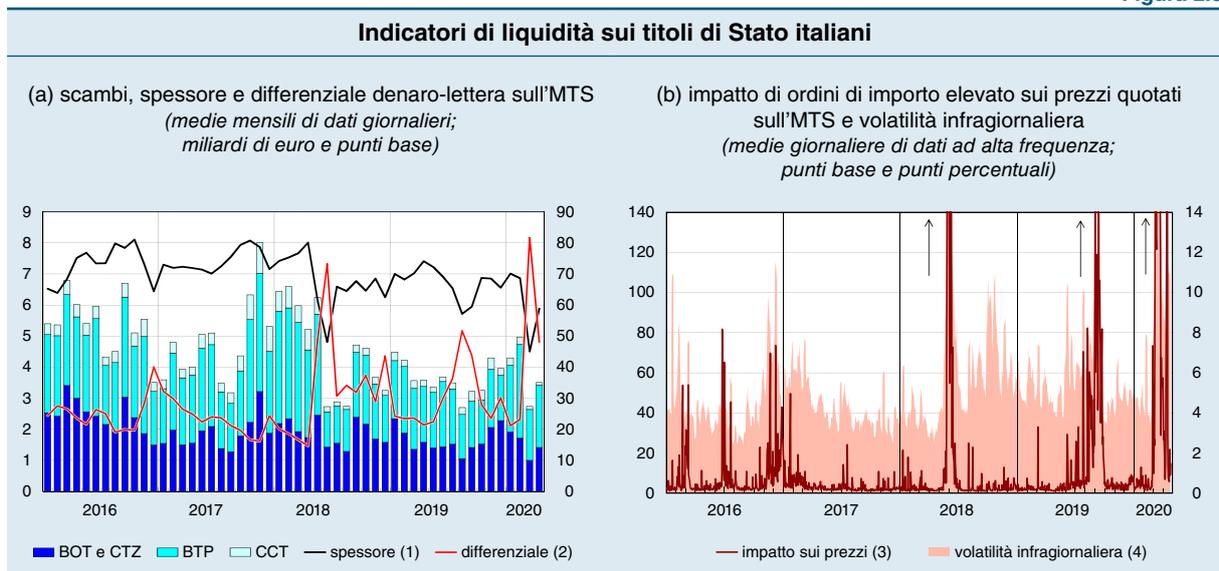
Fonte: elaborazioni su dati MTS e RepoFunds Rate (RFR).

(1) Scambi giornalieri *general collateral* (GC) e *special repo* (SR) sul mercato MTS per data di regolamento dei contratti. – (2) I tassi repo sono calcolati prendendo a riferimento i contratti con durata a un giorno su titoli di Stato italiani conclusi su MTS repo.

del mercato. È verosimile attendersi che, come avvenuto in passato dopo fasi di tensione finanziaria, l'incremento dello spessore del mercato e il calo del differenziale denaro-lettera avvengano in maniera lenta e si riflettano soltanto in un secondo momento sugli scambi, in termini sia di volume delle transazioni sia di dimensione media dei contratti.

L'attività di emissione di titoli pubblici è proseguita con regolarità, nonostante le tensioni sul secondario; il rapporto tra domanda e offerta nelle aste (*cover ratio*) si è mantenuto in media su valori in linea con quelli di inizio anno. I tassi di interesse al collocamento sono aumentati mediamente

Figura 2.3



Fonte: elaborazioni su dati MTS.

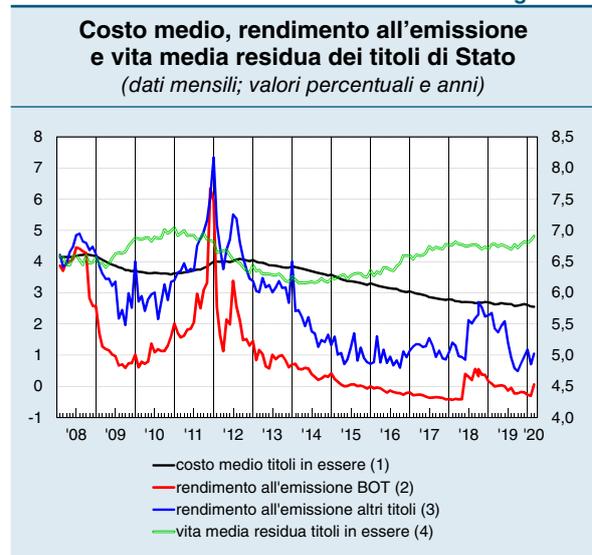
(1) Calcolato come media delle quantità in denaro e lettera rilevate durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. – (2) Calcolato come media semplice dei differenziali di prezzo denaro-lettera rilevati durante l'intera giornata operativa sui BTP quotati sull'MTS. Scala di destra. – (3)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

di 45 punti base nelle aste di marzo, tornando positivi anche per le scadenze a breve termine. Il rialzo non ha inciso sul costo medio del debito, rimasto stabile al 2,6 per cento (fig. 2.4), sia per la sopraggiunta scadenza di titoli con tassi più elevati, sia per la lunga vita media residua dei titoli in circolazione (6,9 anni alla fine di marzo). In prospettiva, il costo medio del debito aumenterebbe soltanto nel caso di forti e persistenti nuovi aumenti dei rendimenti all'emissione.

Sin dal suo annuncio il PEPP ha favorito un netto calo dei differenziali di rendimento rispetto alla Germania di tutti i titoli dei paesi dell'area dell'euro, inclusi quelli italiani, e agevolerà il collocamento delle obbligazioni sovrane necessarie per finanziare gli interventi pubblici a sostegno delle famiglie e delle imprese. Alla fine del 2019 la Banca d'Italia già deteneva circa un quinto dei titoli pubblici in circolazione.

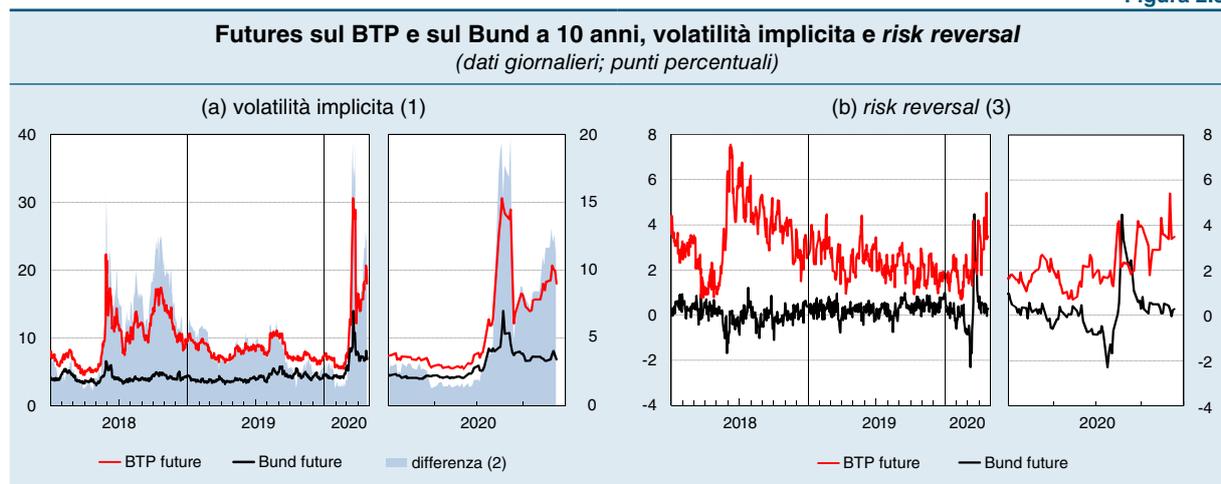
L'annuncio del nuovo programma dell'Euro-sistema ha anche contribuito a una netta diminuzione del costo necessario per assicurarsi sul mercato delle opzioni sui titoli di Stato contro variazioni dei corsi dei titoli sottostanti (misurato dalla volatilità implicita) che era fortemente aumentato anche per paesi dell'area dell'euro con merito di credito elevato (fig. 2.5.a). La differenza tra il prezzo delle opzioni che proteggono da una discesa delle quotazioni dei futures sul BTP decennale rispetto al prezzo di quelle che traggono profitto da un suo incremento (*risk reversal*) si è invece mantenuta intorno ai valori medi dell'ultimo anno, indicando un sostanziale equilibrio tra le attese degli investitori di riduzione dei corsi dei titoli italiani e quelle di aumento. L'analogo indicatore per

Figura 2.4



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e Banca d'Italia. Dati aggiornati al 31 marzo 2020.
 (1) Media ponderata dei tassi all'emissione dei titoli di stato in essere a fine mese. – (2) Media ponderata dei tassi di tutti i BOT collocati nel mese, per data di regolamento. – (3) Media ponderata dei tassi dei titoli diversi dai BOT e dagli indicizzati collocati nel mese, per data di regolamento. – (4) Valori di fine periodo ponderati per le consistenze in essere. Scala di destra.

Figura 2.5

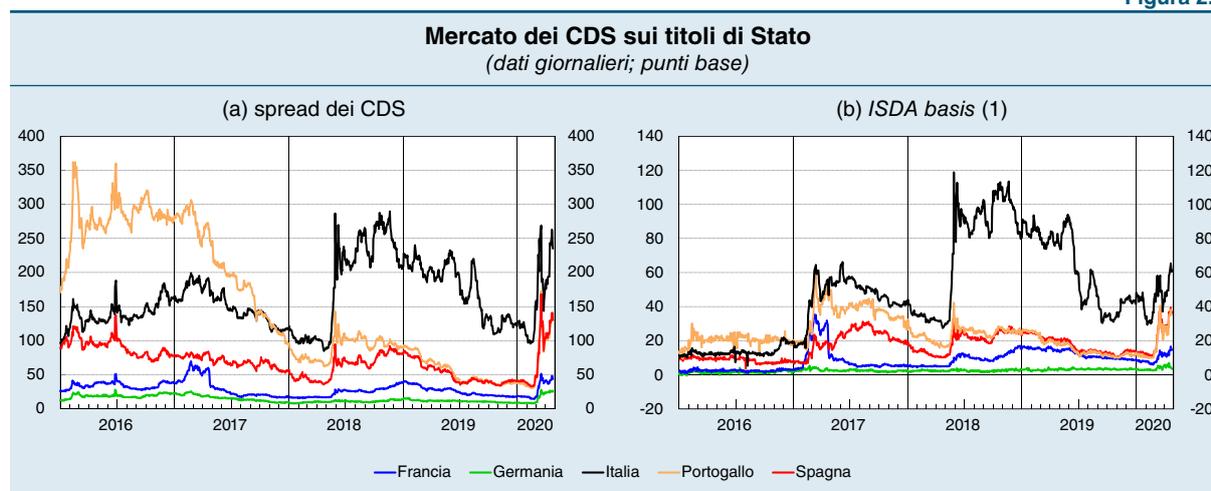


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
 (1) Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni *at-the-money* sui futures sul BTP e sul Bund a 10 anni con scadenza a 30 giorni. – (2) Scala di destra. – (3) Differenza delle volatilità implicite dei prezzi delle opzioni put e call sul contratto attivo dei futures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

i titoli di Stato tedeschi ha raggiunto valori negativi nei momenti di maggiore tensione, segnalando la prevalenza di aspettative di apprezzamento delle attività considerate a minore rischio (fig. 2.5.b).

Anche nel mercato dei credit default swap (CDS) i premi per il rischio di insolvenza sono saliti dall'ultima settimana di febbraio per i titoli di Stato di tutti i paesi, in misura maggiore per quelli italiani, portoghesi e spagnoli (fig. 2.6.a). Il divario tra il premio sui contratti CDS che offrono protezione nel caso di ridenominazione del debito pubblico italiano e quello sui contratti che non proteggono da tale rischio (*ISDA basis*) si è ampliato, sebbene in misura molto più contenuta rispetto a precedenti eventi di forti tensioni sui mercati (fig. 2.6.b).

Figura 2.6

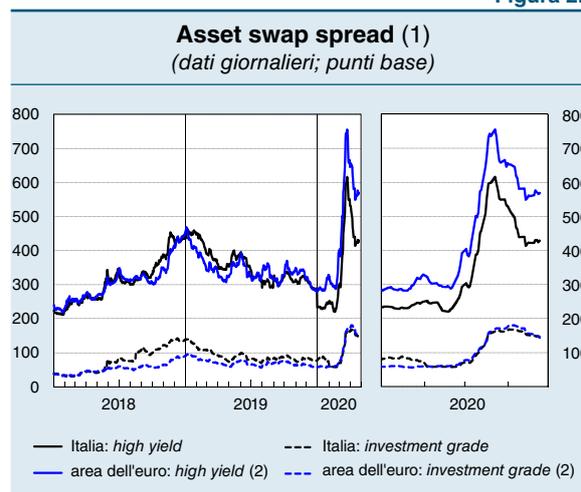


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

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

Prima dell'inizio delle tensioni i premi per il rischio sulle obbligazioni private dell'area dell'euro si collocavano su livelli storicamente contenuti (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2019). L'avvio della crisi ha determinato un'ampia e rapida rivalutazione dei rischi da parte degli investitori. I differenziali di rendimento tra i titoli emessi dalle imprese e i tassi privi di rischio, approssimati dalla curva dei tassi swap, sono aumentati nonostante l'introduzione del nuovo programma di acquisto dell'Eurosistema che include anche i titoli privati. L'incremento è stato più marcato per le imprese con rating più bassi (*high yield*; fig. 2.7) e ha interessato soprattutto i settori che hanno risentito maggiormente di una contrazione della domanda per effetto della pandemia. La caduta dei prezzi delle obbligazioni private è stata accentuata da una diminuzione della liquidità sui mercati: i volumi scambiati sul mercato obbligazionario telematico italiano (MOT) si sono ridotti, i differenziali denaro-lettera si sono ampliati e l'impatto di scambi di importo

Figura 2.7



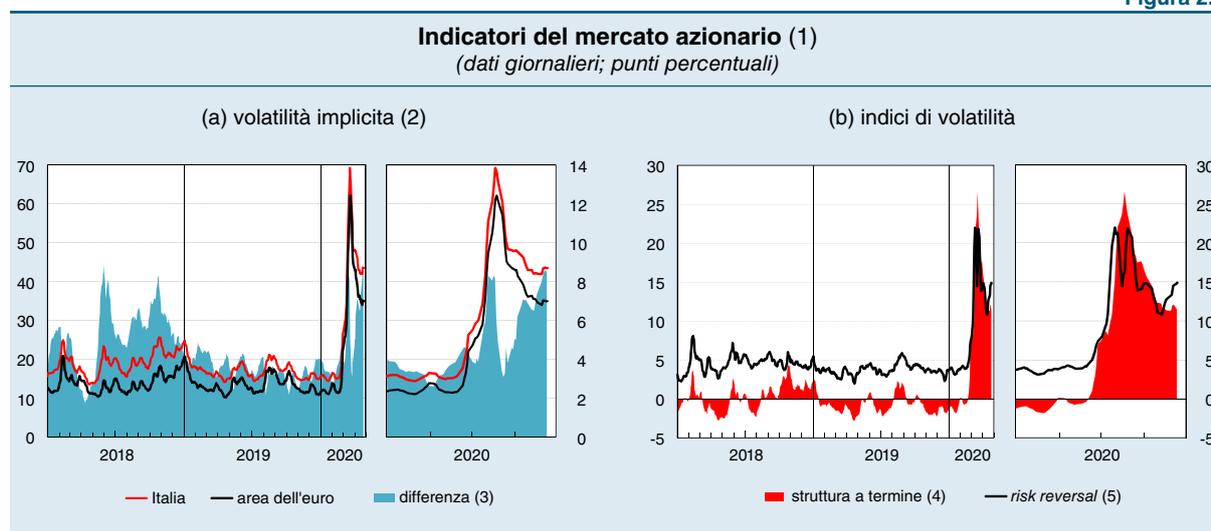
Fonte: elaborazioni su dati ICE Bank of America Merrill Lynch (BofAML).

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

elevato sui prezzi dei titoli è tornato su livelli alti. Il rialzo del costo del finanziamento potrebbe avere conseguenze negative anche sulle valutazioni delle agenzie di rating, con ripercussioni sulla capacità delle imprese di accedere al mercato. Dall'inizio di marzo circa il 10 per cento dei titoli emessi da imprese italiane ha subito una riduzione del merito di credito, contro il 18 per cento negli altri paesi dell'area dell'euro; il rating medio è attualmente pari rispettivamente a BBB e BBB+¹.

I corsi azionari nell'area dell'euro hanno subito forti cali, estesi a tutti i settori, accompagnati da un aumento elevato della volatilità implicita (fig. 2.8.a). Sono inoltre cresciuti sia il costo della protezione contro forti ribassi dei corsi azionari (*risk reversal*), sia il differenziale di volatilità fra le opzioni a due e a dodici mesi; entrambi gli indicatori hanno raggiunto valori eccezionalmente alti (fig. 2.8.b), superiori a quelli registrati durante la crisi finanziaria del 2008. In Italia, per contenere le cadute dei corsi azionari, la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) ha introdotto per un periodo di tre mesi il divieto di detenere posizioni nette corte sull'intero listino azionario negoziato sul mercato regolamentato italiano²; ha richiesto inoltre maggiore trasparenza sulle partecipazioni detenute dagli investitori nelle società italiane quotate in borsa ad azionariato diffuso. Provvedimenti analoghi sono stati previsti anche in altri paesi dell'area dell'euro³.

Figura 2.8



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

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

A fronte dell'accresciuta volatilità dei corsi azionari, la Cassa di compensazione e garanzia (CCG) ha innalzato le richieste di garanzie infragiornaliere: il 18 marzo gli operatori hanno versato margini per oltre 2 miliardi, rispetto a una media giornaliera nel 2019 di circa 380 milioni. La CCG ha inoltre

¹ Le informazioni sono relative alle obbligazioni incluse nell'indice ICE Bank of America Merrill Lynch.

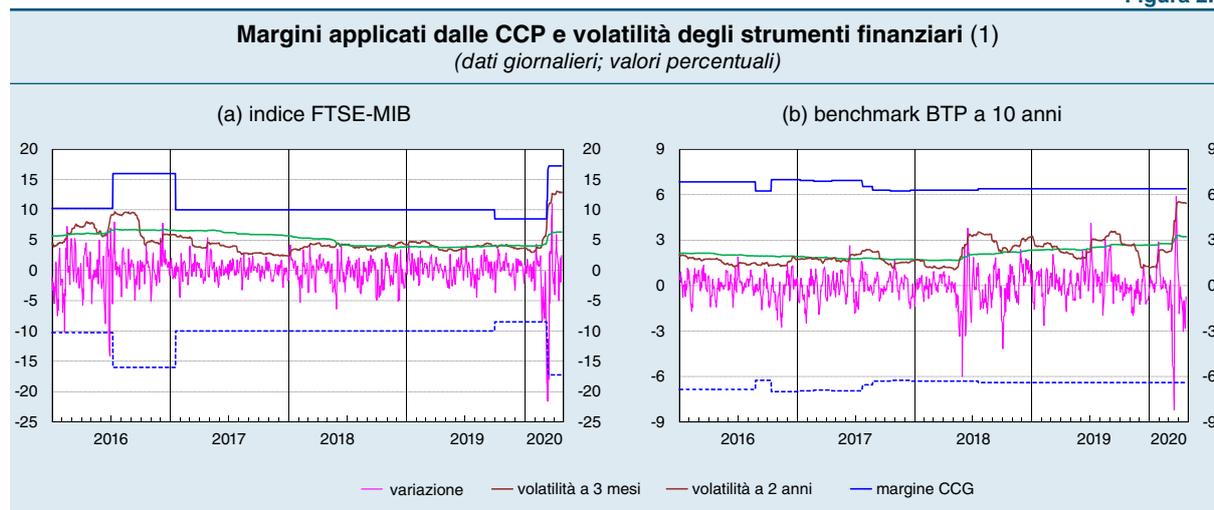
² La posizione netta corta si calcola come differenza tra le vendite di uno strumento finanziario e gli acquisti dello stesso, incluse le posizioni – sia in acquisto sia in vendita – di strumenti finanziari derivati. Il divieto di assumere posizioni nette corte ha l'obiettivo di impedire operazioni ribassiste attraverso cui, in caso di discesa dei prezzi delle attività finanziarie, si possa conseguire un vantaggio economico.

³ Misure simili sono state adottate dalle autorità di vigilanza competenti in Austria, Belgio, Francia, Grecia e Spagna. A livello dell'Unione europea, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) è intervenuta per inasprire gli obblighi informativi richiesti ai detentori di posizioni nette corte.

aumentato il livello dei margini iniziali richiesti per i titoli azionari (fig. 2.9.a); l'adeguamento è avvenuto gradualmente per mitigarne gli effetti sui prezzi di mercato.

In accordo con la controparte centrale francese LCH SA, non sono stati modificati i margini per i titoli di Stato italiani dopo il temporaneo picco della volatilità della metà di marzo (fig. 2.9.b). La CCG, che segue criteri di valutazione molto prudenti, ha aumentato il fondo di garanzia (*default fund*) del comparto obbligazionario⁴.

Figura 2.9



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Reuters e CCG.

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

2.2 LE BANCHE

Il settore bancario è esposto alle conseguenze della pandemia di Covid-19. Il calo dell'attività economica riduce la domanda di servizi finanziari e indebolisce la capacità di restituzione dei prestiti da parte di famiglie e imprese. Le tensioni sui mercati finanziari rendono il finanziamento all'ingrosso e l'eventuale raccolta di nuovo capitale più difficili e costosi. La perdita di valore delle attività finanziarie in portafoglio comprime il capitale.

Gli intermediari italiani si trovano ad affrontare i nuovi rischi da una posizione nel complesso più solida rispetto all'avvio della crisi finanziaria del 2008. Tra il 2007 e il 2019 il rapporto tra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio è quasi raddoppiato, i prestiti a famiglie e imprese sono ora finanziati interamente dai depositi e non emergono segnali di sfiducia dei risparmiatori nei confronti delle banche. Gli squilibri nei bilanci causati dalla crisi dei debiti sovrani in Europa sono stati in larga parte riassorbiti o contenuti: l'incidenza dei crediti deteriorati si è ridotta di due terzi rispetto al picco del 2015; l'impatto sul capitale delle perdite di valore dei titoli di Stato è mitigato dalla diminuzione della

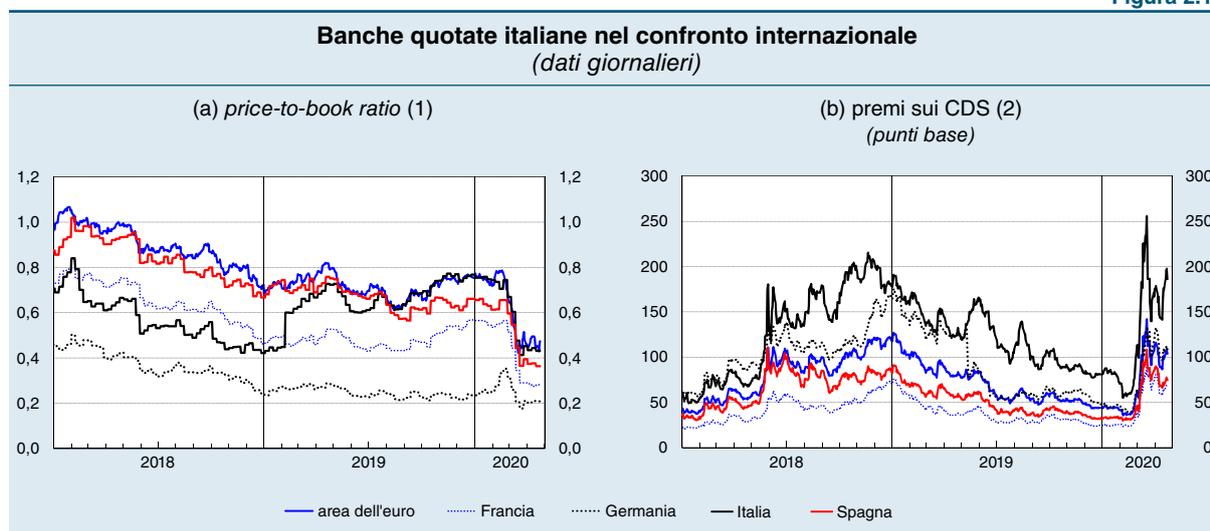
⁴ I *default funds* sono fondi di garanzia mutualistici costituiti attraverso i versamenti dei partecipanti diretti alle controparti centrali (*central counterparties*, CCP). In caso di inadempimento da parte di uno o più dei partecipanti, le risorse dei *default funds* sono utilizzate dopo i margini per la copertura di eventuali perdite residue. La dimensione di questi fondi è rivista regolarmente sulla base di esercizi di stress test. Nel caso della CCG, il *default fund* è calibrato valutando l'impatto dell'eventuale inadempimento dei primi quattro partecipanti, a fronte dei due previsti dalla normativa europea.

quota di quelli valutati al *fair value* avvenuta negli ultimi anni. Un contributo essenziale alla stabilità delle banche italiane proviene dalle misure varate dalle autorità nazionali ed europee per fronteggiare gli effetti economici dell'emergenza sanitaria.

Gli indicatori di mercato

Le forti tensioni sui mercati finanziari internazionali innescate dal diffondersi della pandemia si sono riflesse anche sulle quotazioni azionarie delle banche europee. Il calo dei corsi registrato dalla metà di febbraio per le banche italiane (44 per cento) è in linea con quello degli altri intermediari dell'area dell'euro. Il rapporto tra il valore di mercato delle banche quotate e quello contabile (*price-to-book ratio*) è sceso su valori molto bassi in tutta l'area (fig. 2.10.a); ciò deriva sia da un aumento del premio per il rischio azionario sia dalla flessione del rendimento atteso del capitale e delle riserve (*return on equity*, ROE), diminuito dal 7,9 al 4,8 per cento per le principali banche europee quotate e dal 6,9 al 3,6 per cento per quelle italiane. Sono cresciuti i premi per il rischio di insolvenza sulle obbligazioni emesse dalle banche, misurati dai prezzi dei CDS (fig. 2.10.b).

Figura 2.10



Fonte: elaborazioni su dati CMA e Refinitiv.

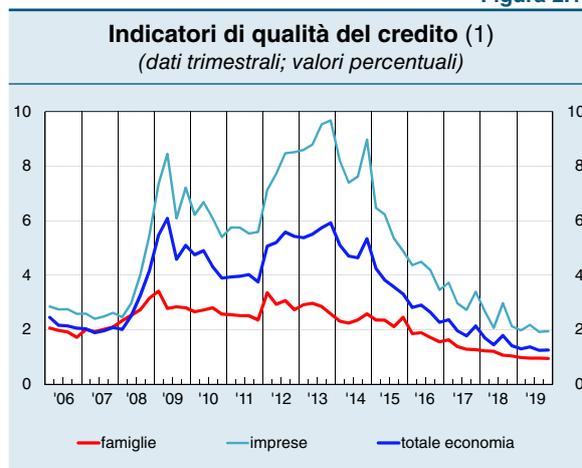
(1) Dati relativi agli indici FTSE Italy Banks, FTSE Germany Banks, FTSE France Banks, FTSE Spain Banks, Euro Stoxx Banks. – (2) Media semplice dei premi sui CDS a 5 anni. I dati si riferiscono al seguente campione di banche: per l'Italia, UniCredit e Intesa Sanpaolo; per la Francia, BNP Paribas, Société Générale e Crédit Agricole; per la Germania, Deutsche Bank e Commerzbank; per la Spagna, Banco Santander e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria.

I rischi dell'attivo

Lo shock macroeconomico causato dalla pandemia potrebbe generare un forte incremento del tasso di deterioramento dei prestiti, che alla fine del 2019 era su livelli storicamente bassi (fig. 2.11). Secondo nostre stime, per ogni riduzione del PIL di un punto percentuale – mantenendo le altre variabili costanti – il flusso di nuovi crediti deteriorati, valutato in rapporto al totale dei prestiti *in bonis*, tende ad aumentare di 2 decimi di punto per le imprese e di 1 per le famiglie. Queste valutazioni, basate su regolarità storiche, non includono gli effetti dei provvedimenti legislativi sulle moratorie, sulle garanzie pubbliche ai finanziamenti (cfr. il riquadro: *L'intervento pubblico sul credito alle imprese* del capitolo 1) e sugli interventi a sostegno dei redditi delle famiglie. Finché saranno in vigore, tali misure avranno l'effetto di contenere, anche in modo significativo, le insolvenze. Nel più lungo periodo le ricadute della pandemia sulla qualità del credito dipenderanno dalla durata della recessione, dalla rapidità della ripresa e dagli eventuali interventi pubblici di sostegno.

Fino allo scoppio dell'epidemia la riduzione dei crediti deteriorati era proseguita a ritmi più rapidi rispetto a quelli concordati con le autorità di vigilanza. Nel 2019 sono state effettuate cessioni per 31 miliardi, superiori di circa 6 miliardi all'ammontare pianificato all'inizio dell'anno. Le cessioni di crediti deteriorati diversi dalle sofferenze sono state pari a circa 8 miliardi, in aumento di 3 miliardi rispetto al 2018. I piani di riduzione di tali crediti nel 2020 sono in corso di revisione da parte delle banche per tenere conto delle conseguenze economiche della pandemia sul tasso di deterioramento dei prestiti e sulla capacità di cedere sul mercato queste posizioni. La sospensione dei procedimenti giudiziari in corso comporterà l'allungamento dei tempi di recupero delle posizioni in sofferenza e una maggiore incertezza sull'esito delle procedure: ciò determinerà una permanenza più lunga di questi crediti nei bilanci delle banche e potrebbe limitare gli investimenti degli operatori specializzati nell'acquisto di crediti deteriorati⁵.

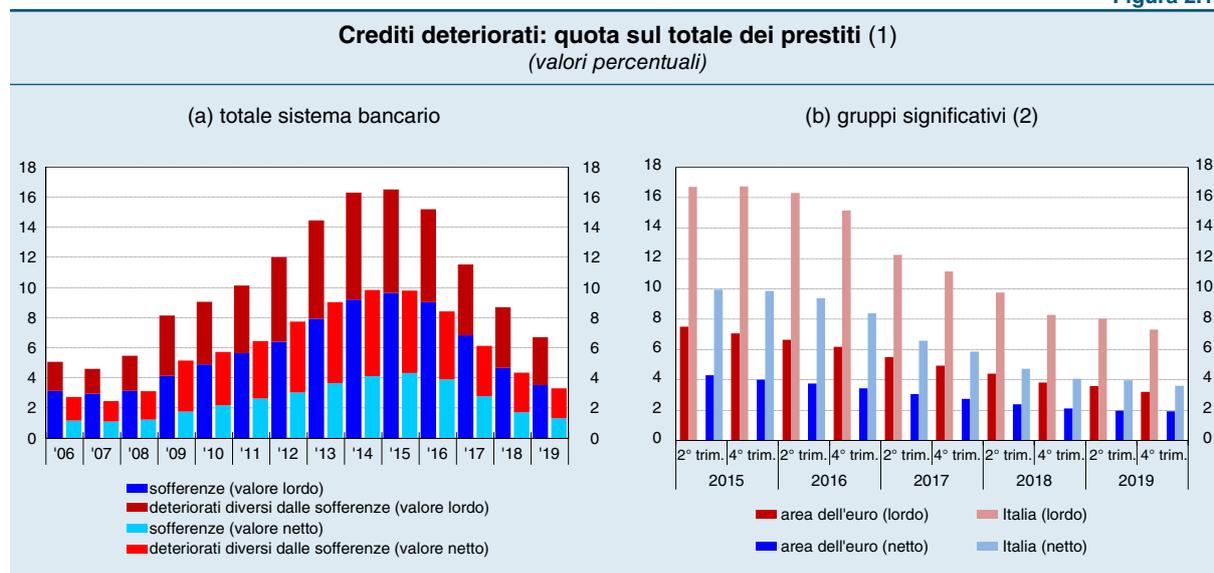
Figura 2.11



Fonte: Centrale dei rischi.

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

Figura 2.12



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

⁵ Il DL 18/2020 e il DL 23/2020 hanno previsto la sospensione dei procedimenti giudiziari in corso in materia civile. Per le procedure di fallimento e per altre procedure fondate sull'accertamento dello stato di insolvenza è stata inoltre disposta una specifica sospensione per un periodo limitato.

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

| | Banche significative (1) | | | | | Banche meno significative (1) | | | | | Totale (1) | | | | |
|-----------------------------|--------------------------|-------------------|--------------------------------|--------------------------------|------------------------|-------------------------------|-------------------|--------------------------------|--------------------------------|------------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------|--------------------------------|------------------------|
| | esposizioni lorde | esposizioni nette | composizione percentuale lorda | composizione percentuale netta | tasso di copertura (2) | esposizioni lorde | esposizioni nette | composizione percentuale lorda | composizione percentuale netta | tasso di copertura (2) | esposizioni lorde | esposizioni nette | composizione percentuale lorda | composizione percentuale netta | tasso di copertura (2) |
| Dicembre 2019 (3) | | | | | | | | | | | | | | | |
| Finanziamenti (4) | 1.750 | 1.679 | 100,0 | 100,0 | 4,0 | 203 | 195 | 100,0 | 100,0 | 4,0 | 2.178 | 2.091 | 100,0 | 100,0 | 4,0 |
| <i>In bonis</i> | 1.633 | 1.625 | 93,3 | 96,8 | 0,5 | 187 | 186 | 91,8 | 95,1 | 0,5 | 2.031 | 2.021 | 93,3 | 96,7 | 0,5 |
| <i>di cui: stadio 2 (5)</i> | 150 | 145 | 8,7 | 8,7 | 3,4 | 8 | 8 | 6,5 | 6,6 | 3,0 | 166 | 160 | 8,2 | 8,3 | 3,5 |
| Deteriorati | 117 | 54 | 6,7 | 3,2 | 53,7 | 17 | 10 | 8,2 | 4,9 | 43,1 | 147 | 70 | 6,7 | 3,3 | 52,4 |
| sofferenze (6) | 61 | 21 | 3,5 | 1,3 | 65,2 | 8 | 4 | 4,0 | 2,0 | 54,3 | 77 | 28 | 3,5 | 1,3 | 63,6 |
| inadempienze probabili (6) | 52 | 30 | 3,0 | 1,8 | 42,3 | 8 | 5 | 3,7 | 2,5 | 34,9 | 65 | 38 | 3,0 | 1,8 | 41,3 |
| scaduti (6) | 4 | 3 | 0,2 | 0,2 | 25,7 | 1 | 1 | 0,5 | 0,4 | 11,8 | 5 | 4 | 0,2 | 0,2 | 24,4 |
| Giugno 2019 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Finanziamenti (4) | 1.757 | 1.674 | 100,0 | 100,0 | 4,7 | 214 | 203 | 100,0 | 100,0 | 5,3 | 2.198 | 2.094 | 100,0 | 100,0 | 4,7 |
| <i>In bonis</i> | 1.616 | 1.608 | 92,0 | 96,1 | 0,5 | 192 | 191 | 89,7 | 94,3 | 0,5 | 2.021 | 2.010 | 91,9 | 96,0 | 0,5 |
| <i>di cui: stadio 2 (5)</i> | 150 | 144 | 9,1 | 9,2 | 3,7 | 12 | 12 | 7,2 | 7,4 | 3,4 | 174 | 168 | 8,6 | 8,7 | 3,8 |
| Deteriorati | 141 | 66 | 8,0 | 4,0 | 53,0 | 22 | 12 | 10,3 | 5,7 | 47,5 | 177 | 84 | 8,1 | 4,0 | 52,5 |
| sofferenze (6) | 75 | 26 | 4,3 | 1,5 | 65,7 | 12 | 5 | 5,6 | 2,4 | 59,9 | 96 | 34 | 4,4 | 1,6 | 64,9 |
| inadempienze probabili (6) | 62 | 38 | 3,6 | 2,3 | 39,3 | 9 | 6 | 4,0 | 2,8 | 35,4 | 76 | 46 | 3,5 | 2,2 | 38,9 |
| scaduti (6) | 3 | 3 | 0,2 | 0,2 | 25,2 | 1 | 1 | 0,6 | 0,6 | 12,6 | 5 | 4 | 0,2 | 0,2 | 23,1 |

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

(1) Le banche significative sono quelle vigilate direttamente dalla BCE, le banche meno significative sono quelle vigilate dalla Banca d'Italia in stretta collaborazione con la BCE. Il totale comprende anche le filiazioni di banche estere che non sono classificate né come significative italiane né come meno significative italiane e rappresentano circa il 10 per cento del totale dei crediti lordi verso la clientela. Sono escluse le filiali di banche estere. – (2) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (3) Dati provvisori. – (4) Includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. L'aggregato è in linea con quello utilizzato dalla BCE e differisce da quello utilizzato fino al 2017 nel *Rapporto sulla stabilità finanziaria* ("crediti verso la clientela"). – (5) In base al principio contabile IFRS 9, sono compresi nello stadio 2 i finanziamenti per i quali si è osservato un significativo incremento del rischio di credito rispetto al momento di erogazione. L'aggregato comprende i finanziamenti contabilizzati nel portafoglio a costo ammortizzato. – (6) Le sottocategorie di crediti deteriorati riflettono la definizione non armonizzata della Banca d'Italia, che si affianca a quella europea: essa consente la distinzione delle esposizioni per classi di rischiosità decrescenti: sofferenze, inadempienze probabili ed esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, in continuità storica con la definizione precedente.

Le consistenze di crediti deteriorati al netto delle rettifiche di valore hanno continuato a ridursi fino a dicembre, quando per il complesso delle banche erano pari a 70 miliardi (147 al lordo delle rettifiche), il 17 per cento in meno nel confronto con i sei mesi precedenti (tav. 2.1). Il rapporto rispetto al totale dei finanziamenti (incluse le esposizioni interbancarie e verso banche centrali) era sceso al 3,3 per cento (6,7 per cento al lordo delle rettifiche). Il tasso di copertura (misurato dal rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare dei crediti deteriorati lordi) era rimasto stabile, al 52,4 per cento. Per i gruppi significativi l'incidenza dei crediti deteriorati netti sui finanziamenti era ancora superiore di 1,4 punti percentuali a quello dell'insieme delle banche significative dell'area dell'euro (fig. 2.12).

A seguito delle ingenti cessioni di sofferenze realizzate negli ultimi anni, circa la metà dei crediti deteriorati nei bilanci bancari è rappresentato da inadempienze probabili (44 e 54 per cento del totale, rispettivamente, al lordo e al netto delle rettifiche). È plausibile che nei prossimi mesi si verifichi un peggioramento della qualità di tali posizioni⁶, con un conseguente aumento della loro perdita attesa e un incremento delle rettifiche di valore a queste associate. Le perdite potrebbero incidere significativamente

⁶ Le misure a supporto del finanziamento bancario alle imprese previste dal DL 23/2020 si applicano a una quota molto esigua delle inadempienze probabili, dato che i prestiti già classificati come deteriorati all'inizio dell'anno sono esclusi dal perimetro dei beneficiari.

sulla redditività delle banche. Secondo nostre simulazioni, se il tasso di copertura delle inadempienze probabili raggiungesse quello delle sofferenze, le rettifiche di valore aggiuntive ammonterebbero a 15 miliardi, corrispondenti a 1,1 punti percentuali delle attività ponderate per i rischi, e superiori agli utili lordi medi annuali registrati dal sistema bancario nell'ultimo triennio, pari a 12 miliardi.

Prima dell'inizio dell'epidemia le banche italiane avevano ripreso a ridurre la consistenza dei titoli di Stato in portafoglio. Alla fine di gennaio questi ammontavano a 316 miliardi e rappresentavano il 9,4 per cento del totale delle attività; nell'arco di un anno erano state effettuate cessioni nette per circa 28 miliardi (di cui 25 da parte delle banche significative; fig. 2.13). Come già avvenuto in passato, gli acquisti netti sono tornati positivi con il riemergere delle tensioni sui mercati.

Nostre stime quantificano la riduzione del rapporto tra il capitale di migliore qualità e le attività ponderate per il rischio (*common equity tier 1 ratio*, *CET1 ratio*) dovuto alle variazioni dei corsi dei titoli di Stato italiani registrate nei primi tre mesi del 2020 in circa 10 punti base (9 per le banche significative, 18 per quelle meno significative)⁷. L'impatto è stato limitato dall'elevata percentuale (63 per cento) degli investimenti allocati nel portafoglio delle attività valutate al costo ammortizzato.

I rischi per le banche derivanti dalla volatilità dei corsi dei titoli di Stato in portafoglio sono mitigati dal PEPP, che sta attenuando le fluttuazioni dei prezzi sul mercato secondario.

A dicembre del 2019 l'esposizione delle banche italiane verso le economie emergenti, che negli ultimi mesi sono state interessate da ingenti deflussi di capitale (cfr. il par. 1.1), era piuttosto contenuta (circa il 7 per cento delle esposizioni complessive).

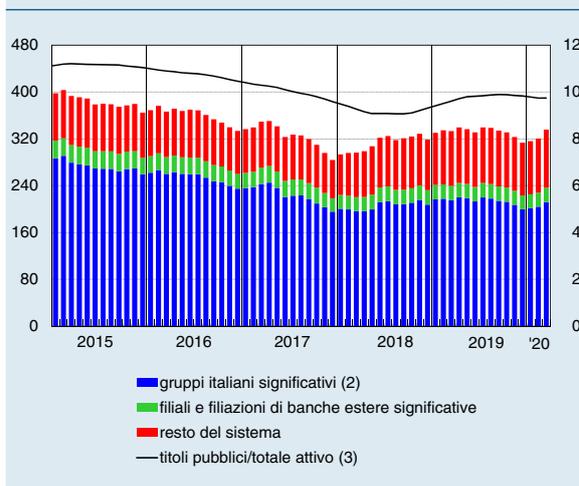
I rischi di rifinanziamento e di liquidità

La provvista delle banche italiane ha risentito in misura limitata delle tensioni sui mercati obbligazionari, grazie alla forte crescita dei depositi di famiglie e imprese avvenuta negli ultimi anni (cfr. il riquadro: *La ricomposizione della raccolta al dettaglio delle banche italiane*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019) e all'ampio ricorso al rifinanziamento della Banca centrale. Informazioni preliminari indicano che l'espansione dei depositi, molto sostenuta fino a febbraio di quest'anno (tav. 2.2), sarebbe proseguita anche dopo lo scoppio dell'epidemia. I prestiti a residenti sono interamente finanziati con raccolta al dettaglio. A dicembre del 2019 il coefficiente di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR), che diventerà un requisito vincolante per le banche europee nel 2021, era pari in media al 114 per cento

⁷ Le stime da un lato non considerano i titoli di Stato detenuti dalle controllate estere e dalla componente assicurativa dei gruppi bancari italiani (il cui ammontare in alcuni casi è rilevante), dall'altro non tengono conto di elementi che potrebbero attenuare l'impatto, quali la presenza di operazioni di copertura (*hedging*) e gli effetti di natura fiscale.

Figura 2.13

Investimenti delle banche in titoli pubblici italiani (1)
(dati mensili; miliardi di euro; valori percentuali)



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. I dati di marzo 2020 sono provvisori. – (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. Scala destra.

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

| Attività | | | Passività | | |
|---|---------------------|--|--|---------------------|--|
| VOCI | Consistenze (quote) | Variazioni percentuali sui 12 mesi (2) | VOCI | Consistenze (quote) | Variazioni percentuali sui 12 mesi (2) |
| Prestiti a residenti in Italia (3) | 42,4 | -2,1 | Depositi da residenti in Italia (3) | 39,8 | 7,0 |
| Titoli di debito (4) | 13,7 | -3,5 | Depositi da non residenti | 9,8 | 3,0 |
| Attività sull'estero | 12,9 | 7,7 | Obbligazioni (9) | 6,5 | -3,0 |
| Attività verso l'Eurosistema (5) | 3,1 | 50,6 | Passività verso l'Eurosistema (5) | 6,3 | -11,4 |
| Attività verso controparti centrali (6) | 2,3 | -3,4 | Passività verso controparti centrali (6) | 2,9 | -18,2 |
| Azioni e partecipazioni | 1,8 | -1,0 | Capitale e riserve | 9,9 | -0,2 |
| Attività verso IFM residenti (7) | 12,4 | 8,0 | Passività verso IFM residenti (10) | 12,2 | 6,0 |
| Altre attività (8) | 11,3 | 5,0 | Altre passività (11) | 12,6 | 4,2 |

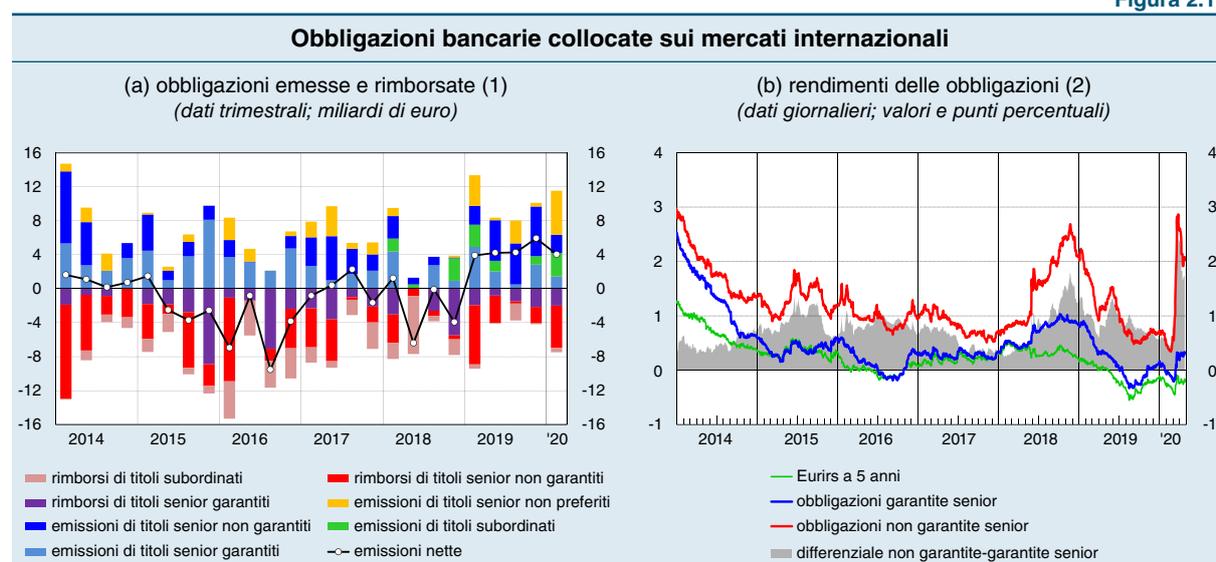
Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali. È esclusa Cassa depositi e prestiti.

(1) Dati a febbraio 2020. Le voci escludono 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 mediante controparti centrali. – (5) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. *Banche e moneta: serie nazionali*, Banca d'Italia, Statistiche, tavv. 3.3a e 3.3b. – (6) Include le sole operazioni di pronti contro termine. – (7) Include le obbligazioni emesse da IFM residenti e i prestiti a IFM residenti. – (8) Include: cassa, quote di fondi comuni monetari, derivati, beni mobili e immobili, altre voci di minore entità. – (9) L'aggregato non include le obbligazioni detenute da IFM residenti. – (10) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti e depositi di IFM residenti. – (11) Include i derivati, i depositi oltre i due anni di società veicolo e altre voci residuali.

per le banche italiane significative; nessuna di queste presentava un valore inferiore al 100 per cento, il minimo regolamentare.

La raccolta all'ingrosso sui mercati obbligazionari ha fortemente risentito delle condizioni di mercato. Tra lo scorso novembre e la metà di febbraio le emissioni nette di obbligazioni delle banche italiane

Figura 2.14



Fonte: Dealogic e Bloomberg.

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

erano state pari a 6,6 miliardi (fig. 2.14.a). Dall'ultima settimana di febbraio, a fronte di rimborsi per 3,5 miliardi, i collocamenti sui mercati internazionali si sono interrotti e i rendimenti sul mercato secondario sono considerevolmente cresciuti (fig. 2.14.b). Il rendimento medio dei titoli senior non garantiti è aumentato di circa 170 punti base, al 2,0 per cento; per i principali intermediari francesi e tedeschi l'incremento è stato di 60 e 80 punti base, rispettivamente allo 0,6 e 0,8 per cento. Il rendimento delle obbligazioni subordinate a cinque anni è salito di 2,5 punti percentuali, al 4,9 per cento; il rialzo è stato inferiore a quello registrato per le banche tedesche (2,9 punti, al 4,1), ma superiore a quello degli intermediari francesi e spagnoli (1,2 e 1,8 punti, rispettivamente, al 1,9 e al 3,3 per cento).

Nel 2019 la dotazione di strumenti idonei a soddisfare la componente subordinata del requisito minimo di fondi propri e passività soggette a *bail-in* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) – patrimonio, titoli subordinati non rientranti nei fondi propri⁸ e titoli *senior non preferred* – era cresciuta di due punti percentuali, al 19 per cento delle attività ponderate per il rischio. Le esigenze di effettuare nuove emissioni per sostituire le obbligazioni in scadenza nei prossimi mesi sono contenute: quasi il 90 per cento di questi titoli scadrà dopo il 2021. Il Comitato di risoluzione unico (Single Resolution Board, SRB) ha recentemente comunicato di essere pronto a utilizzare la discrezionalità e la flessibilità concesse dalla regolamentazione sul requisito MREL per mitigare gli impatti della pandemia sulle banche⁹.

Nel mese di marzo l'indice medio di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*, LCR) per il totale del sistema bancario era pari al 174 per cento, a fronte del limite regolamentare del 100 per cento (tav. 2.3). La posizione netta di liquidità, valutata sia a un mese sia a tre mesi, è aumentata fino a febbraio, in seguito al favorevole andamento delle emissioni obbligazionarie. Anche dopo l'avvio dell'emergenza sanitaria, i dati giornalieri sui pagamenti effettuati dalla clientela del sistema bancario e le informazioni derivanti dalla rilevazione settimanale sulla liquidità delle banche non indicano l'insorgere di tensioni.

Le banche italiane dispongono di ampie riserve di liquidità in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria, depositate presso la Banca d'Italia, pari in media a 112 miliardi nel periodo di mantenimento che si è concluso il 17 marzo (fig. 2.15).

Tavola 2.3

| Indicatori di liquidità per le banche italiane (valori percentuali) | | | |
|--|---|--|--|
| VOCI | Indicatore di copertura della liquidità (31 marzo 2020) | Posizione netta di liquidità a 1 mese (14 aprile 2020) | Posizione netta di liquidità a 3 mesi (14 aprile 2020) |
| Banche significative (1) | 161,1 | 17,7 | 16,9 |
| Banche meno significative (2) | 338,5 | 17,9 | 16,0 |
| Totale sistema | 173,9 | 17,8 | 16,5 |

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

(1) Banche vigilate direttamente dalla BCE. Il dato include solo gli intermediari in essere a entrambe le date. – (2) Banche vigilate dalla Banca d'Italia in collaborazione con la BCE.

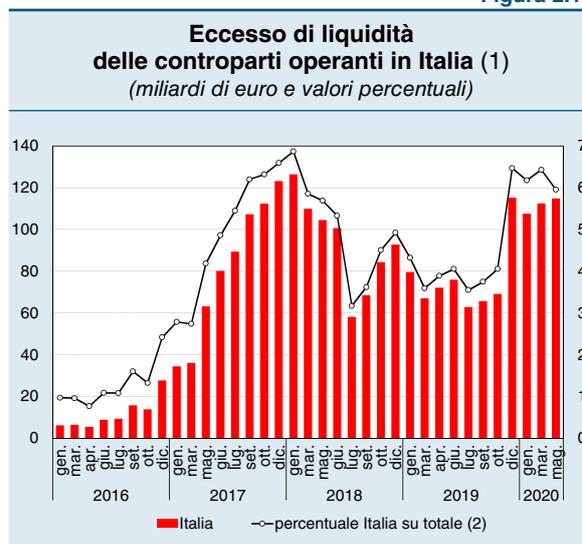
⁸ Il regolamento UE/2013/575 (Capital Requirements Regulation, CRR) prevede che nei fondi propri siano incluse le azioni e alcune categorie di passività (gli strumenti di classe 1 e di classe 2). I titoli subordinati che non sono computabili nei fondi propri, ma che in caso di insolvenza hanno priorità di rimborso inferiore rispetto ai debiti chirografari, sono idonei ai fini MREL secondo i criteri stabiliti dal CRR.

⁹ SRB, *Communication from the SRB on the potential Covid-19 outbreak relief measures*, 25 marzo 2020 e successiva comunicazione della Presidente dell'SRB, E. König, *Covid-19 crisis: the SRB's approach to MREL targets*, 8 aprile 2020.

Nello stesso mese la BCE ha approvato un pacchetto di misure di politica monetaria in risposta all'emergenza determinata dalla diffusione del Covid-19 (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel marzo 2020*, in *Bollettino economico*, 2, 2020)¹⁰. Sono previste nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO) e condizioni più favorevoli, relative sia al tasso sia agli importi disponibili, per la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO3).

Nel mese di marzo l'ammontare del rifinanziamento presso l'Eurosistema delle controparti operanti in Italia è salito di 45 miliardi, a 260, per effetto dell'ampio ricorso alle nuove LTRO con scadenza in giugno; da questo mese le banche potranno sfruttare le condizioni più favorevoli sulle TLTRO3. In marzo le banche italiane

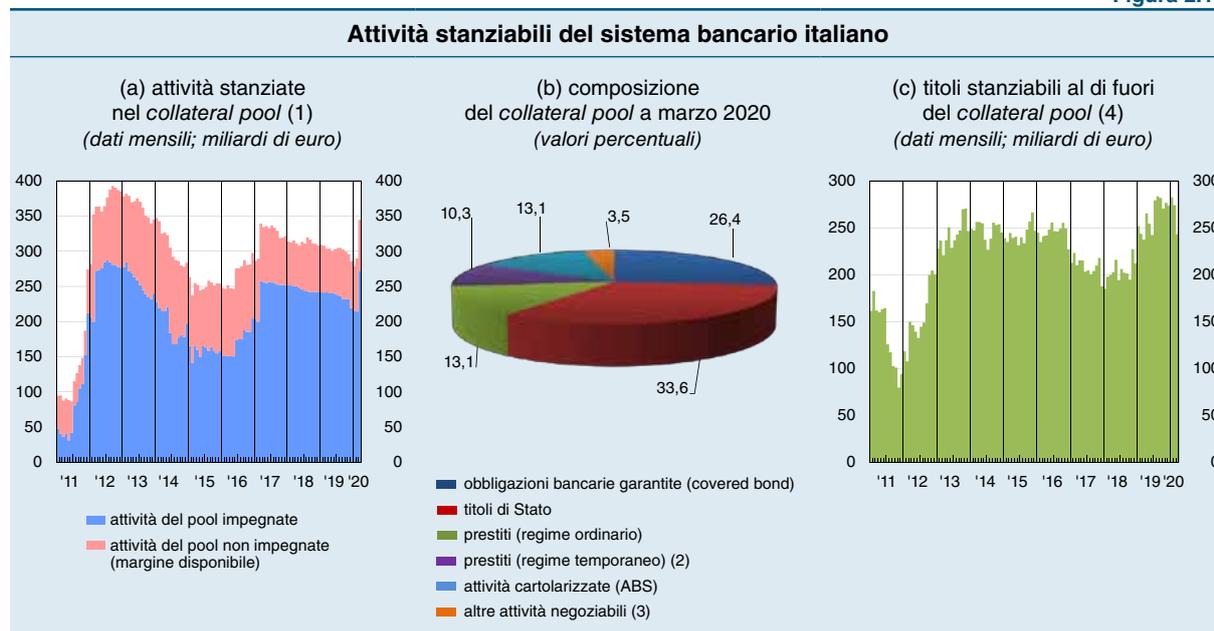
Figura 2.15



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

(1) La data indicata sull'asse delle ascisse è riferita al mese in cui termina ciascun periodo di mantenimento, ad eccezione del valore di maggio 2020 per il quale i dati si fermano al 23 aprile. L'eccesso di liquidità è calcolato come somma del saldo medio sui conti di riserva delle banche, al netto dell'obbligo di riserva, e del ricorso medio alla *deposit facility*. – (2) Scala di destra.

Figura 2.16



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'Eurosistema comprende la parte a copertura degli interessi maturati e del rifinanziamento in dollari. Il *collateral pool* è valutato ai prezzi rilevati dal Common Eurosystem Pricing Hub, al netto degli *haircuts*. – (2) 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'Eurosistema, 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 depositi e prestiti e Poste Italiane. Gli importi sono espressi al valore di mercato segnalato dalle banche, al netto degli *haircuts* applicati dall'Eurosistema.

¹⁰ BCE, *Decisioni di politica monetaria*, comunicato stampa del 12 marzo 2020.

hanno inoltre fatto ricorso alle operazioni di finanziamento in dollari per oltre 10 miliardi, a seguito dell'incremento dei costi della provvista in questa valuta sul mercato.

In corrispondenza dell'aumento del ricorso al rifinanziamento, le attività conferite come garanzia nelle operazioni presso l'Eurosistema sono cresciute di 55 miliardi, a 345 alla fine di marzo (fig. 2.16.a). I titoli di Stato costituiscono la principale classe di attività stanziata (34 per cento del totale), seguiti dalle obbligazioni bancarie garantite (26 per cento; fig. 2.16.b). L'incidenza delle attività utilizzate come garanzia sul totale delle attività (*asset encumbrance*) è salita al 28 per cento (26,4 alla fine del 2019). Il volume di attività da utilizzare come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema rimane comunque ampio. Le attività non impegnate sono pari a 72 miliardi, circa un quinto del *collateral pool*. I titoli stanziabili presso l'Eurosistema al di fuori del *collateral pool* (fig. 2.16.c), per oltre il 90 per cento titoli di Stato, ammontano a circa 240 miliardi; il calo rispetto a febbraio, pari all'11 per cento, è dovuto principalmente al deposito di una parte dei titoli nel *collateral pool* e, in misura minore, alla discesa dei corsi.

Nel mese di aprile il Consiglio direttivo della BCE ha approvato una revisione dei criteri di idoneità applicati alle garanzie¹¹, che per le banche italiane ha comportato un aumento del valore del *collateral pool* di 35 miliardi, e alcune misure volte ad attenuare l'effetto sulle attività stanziabili di eventuali deterioramenti dei rating¹². Quest'ultima decisione consente di continuare a utilizzare come garanzia per il rifinanziamento, fino al settembre del 2021, i titoli il cui rating dovesse scendere fino alla soglia di BB, a condizione che al 7 aprile tali titoli fossero classificati come *investment grade*¹³. Secondo nostre stime, in assenza di questo intervento un'eventuale revisione al ribasso di uno o due livelli (*notches*) del rating di tutte le attività di emittenti privati italiani avrebbe determinato una riduzione del valore al netto degli scarti di garanzia (*haircuts*) rispettivamente di 2 e 9 miliardi per le attività conferite e di 2 e 4 miliardi per i titoli fuori dal *collateral pool*.

I rischi di mercato e di tasso di interesse

L'aumento della volatilità dei corsi dei titoli in portafoglio ha determinato un significativo incremento dei rischi di mercato delle banche. Nostre stime indicano che nel primo trimestre dell'anno il *Value at Risk* (VaR) relativo al *banking* e al *trading book* sarebbe salito del 55 per cento (fig. 2.17.a).

L'esposizione delle banche italiane significative al rischio di tasso di interesse rimane invece nel complesso contenuta e molto inferiore alle soglie stabilite nelle linee guida dell'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA)¹⁴. Sulla base dei dati riferiti al mese di dicembre, i diversi scenari di evoluzione dei tassi di interesse considerati dalle linee guida¹⁵ comporterebbero

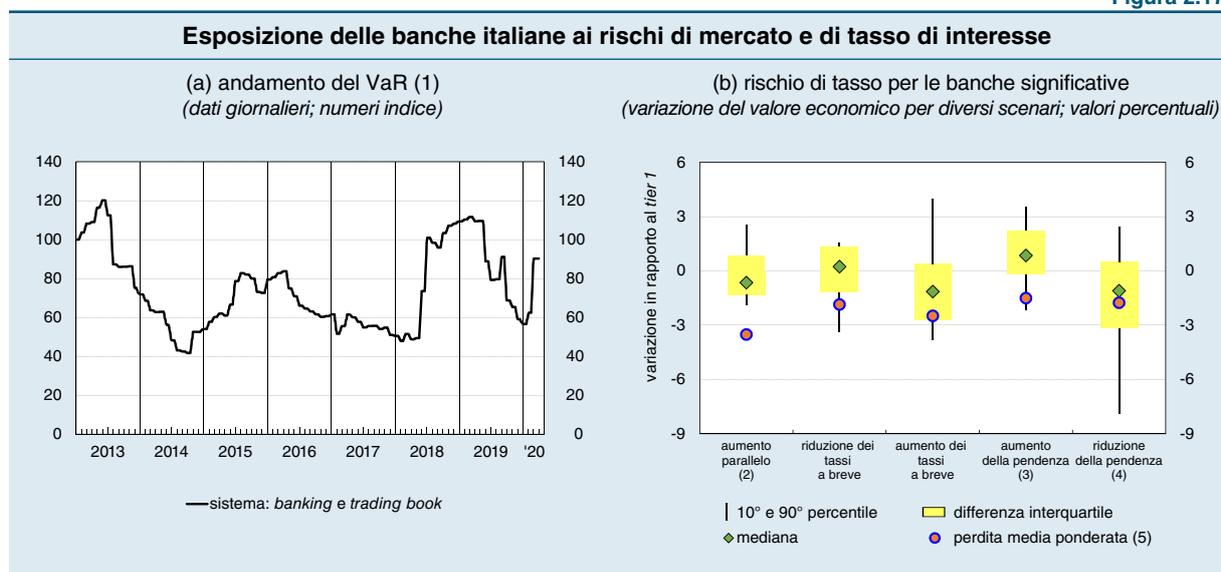
¹¹ BCE, *ECB announces package of temporary collateral easing measures*, comunicato stampa del 7 aprile 2020.

¹² BCE, *ECB takes steps to mitigate impact of possible rating downgrades on collateral availability*, comunicato stampa del 22 aprile 2020.

¹³ Per i soli *asset-backed securities* la soglia minima è invece fissata a BB+.

¹⁴ L'esposizione al rischio di tasso di interesse a fini prudenziali è calcolata dalle banche secondo le linee guida dell'EBA, riviste di recente (cfr. EBA, *Orientamenti sulla gestione del rischio di tasso di interesse derivante da attività diverse dalla negoziazione (non-trading activities)*, luglio 2018); i risultati sono trasmessi alle autorità di vigilanza, che li valutano nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP). I supervisori possono adottare misure di vigilanza nel caso in cui negli scenari considerati le perdite superino il 20 per cento del capitale complessivo o il 15 per cento di quello di classe 1 (*tier 1*).

¹⁵ I principali scenari considerati sono: (a) un aumento parallelo della curva dei rendimenti di 200 punti base; (b) una riduzione dei tassi sulle scadenze a breve termine; (c) un aumento dei tassi sulle scadenze a breve termine; (d) un aumento della pendenza della curva (dovuta all'effetto combinato di una riduzione dei tassi a breve e di un aumento dei rendimenti sulle scadenze più lunghe); (e) una diminuzione della pendenza della curva (dovuta all'effetto combinato di un aumento dei tassi a breve e di un calo dei rendimenti sulle scadenze più lunghe).



Fonte: per il VaR, elaborazioni su dati Matrice dei conti, Anagrafe titoli e Refinitiv; per il rischio di tasso, dati *Short Term Exercise* (STE) al 31 dicembre 2019 relativi ai 12 gruppi bancari significativi.

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

riduzioni medie¹⁶ del valore del portafoglio bancario comprese tra l'1,5 e il 3,5 per cento del capitale di classe 1 (*tier 1*; fig. 2.17.b). La perdita media ponderata più rilevante, pari al 3,5 per cento del *tier 1*, si registrerebbe nel caso – al momento poco probabile – di uno spostamento parallelo verso l'alto della curva dei rendimenti di 200 punti base.

Il patrimonio e la redditività

Alla fine dello scorso anno il *CET1 ratio* delle banche italiane era pari in media al 13,9 per cento; negli ultimi sei mesi del 2019 l'incremento è stato di 40 punti base, grazie alla crescita del capitale. Il *CET1 ratio* risultava pari al 13,9 e al 16,0 per cento, rispettivamente, per le banche significative e per quelle meno significative¹⁷.

Per contenere l'impatto delle conseguenze della pandemia sul finanziamento dell'economia ed evitare effetti prociclici, le autorità di vigilanza, avvalendosi degli elementi di flessibilità consentiti dalla regolamentazione, hanno adottato misure che permetteranno alle banche di utilizzare in misura maggiore il capitale disponibile per assorbire possibili perdite e continuare così a erogare credito (cfr. il riquadro: *Le misure adottate dalle autorità di vigilanza e gli effetti sulle banche*). Il progressivo aumento dei requisiti seguito alla crisi finanziaria del 2008 è stato determinante per rafforzare le banche e consentire, in questa fase, un temporaneo rilassamento delle misure di vigilanza.

¹⁶ La riduzione media è calcolata considerando solo le banche con esposizione negativa.

¹⁷ Per l'insieme delle banche meno significative il *CET1 ratio* è mediamente diminuito nel semestre di oltre 80 punti base. Tale riduzione dipende esclusivamente dall'acquisizione e fusione di Unipol Banca nel Gruppo BPER Banca, che ne ha determinato la fuoriuscita dal mercato. Al netto di tale operazione, il *CET1 ratio* delle banche meno significative è aumentato di circa 40 punti base.

LE MISURE ADOTTATE DALLE AUTORITÀ DI VIGILANZA E GLI EFFETTI SULLE BANCHE¹

A partire dalla metà di marzo le principali autorità di vigilanza e di regolamentazione nazionali e internazionali hanno adottato misure per evitare che le difficoltà temporanee della clientela e il conseguente indebolimento dei bilanci bancari possano tradursi in una rilevante contrazione del credito, innescando così un circolo vizioso.

Le misure hanno assunto forme diverse: chiarimenti, raccomandazioni, decisioni. Tutte si avvalgono ampiamente della flessibilità consentita dalle norme prudenziali e contabili, senza alterare il quadro complessivo dei controlli e dei presidi, significativamente rafforzati a seguito della crisi finanziaria globale.

Un primo tipo di interventi ha chiarito che l'accesso a misure di moratoria da parte della clientela (eventualmente assistite da forme di garanzia pubblica) non comporta automaticamente la rilevazione di un deterioramento della qualità del credito, sia dal punto di vista prudenziale sia da quello contabile. In particolare il Comitato di Basilea e l'EBA² hanno infatti precisato che l'adesione di un debitore a moratorie introdotte dalla legge (o promosse da un'ampia parte del sistema bancario) e il ricorso a garanzie pubbliche non comportano necessariamente la riclassificazione dei crediti tra quelli oggetto di concessione (*forborne exposures*) o tra quelli deteriorati³; è stato anche chiarito che l'accesso alle moratorie non determina di per sé un incremento significativo del rischio di credito ai fini contabili (ossia il passaggio dallo stadio 1 allo stadio 2 della classificazione prevista dal principio contabile IFRS 9). Le autorità hanno anche fornito indicazioni alle banche circa le modalità di applicazione dell'IFRS 9 per attenuare i possibili effetti prociclici nel calcolo delle rettifiche di valore sui crediti⁴; hanno inoltre raccomandato agli intermediari che non lo hanno ancora fatto di avvalersi del regime transitorio connesso con l'entrata in vigore dell'IFRS 9⁵, introdotto proprio allo scopo di attenuare l'impatto delle maggiori rettifiche sul patrimonio di vigilanza.

Gli interventi adottati dall'SSM e dalla Banca d'Italia⁶, rispettivamente per le banche significative e per quelle meno significative, consentono agli intermediari di operare temporaneamente al di sotto di alcuni buffer di capitale e di liquidità. Le componenti di capitale interessate sono gli orientamenti di secondo pilastro determinati banca per banca (*pillar 2 guidance*, P2G) nell'ambito del processo di

¹ A cura di Maria Alessia Aiello e Francesco Piersante.

² Comitato di Basilea, *Basel Committee sets out additional measures to alleviate the impact of Covid-19*, comunicato stampa del 3 aprile 2020, e EBA, *Statement on the application of the prudential framework regarding default, forbearance and IFRS 9 in light of Covid-19 measures*, comunicato stampa del 25 marzo 2020. I chiarimenti dell'EBA di natura contabile rinviano anche a quelli formulati dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, *ESMA Issues Guidance on accounting implications of Covid-19*, comunicato stampa del 25 marzo 2020. Inoltre anche l'SSM ha fornito alcune indicazioni in materia (cfr. BCE, *ECB Banking Supervision provides further flexibility to banks in reaction to coronavirus*, comunicato stampa del 20 marzo 2020).

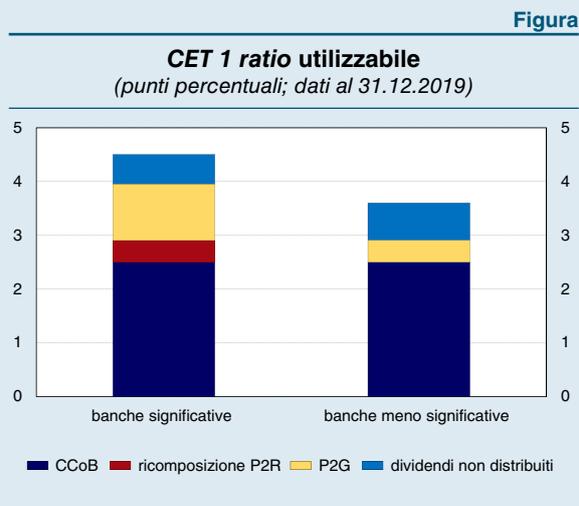
³ In particolare la precisazione riguarda l'iscrizione tra le inadempienze probabili. Le linee guida dell'EBA del 2016 (EBA, *Final Report. Guidelines on the application of the definition of default under article 178 of regulation (EU) no 575/2013*, 28 settembre 2016) in materia di definizione del default già chiarivano, infatti, che le moratorie *ex lege*, sospendendo il conteggio dei giorni di ritardo nei pagamenti, non determinano la classificazione delle esposizioni tra i crediti scaduti. Nelle nuove indicazioni l'EBA raccomanda inoltre di assimilare le moratorie private a quelle introdotte per legge, purché abbiano simili caratteristiche.

⁴ Le banche sono state invitate a determinare le rettifiche basandosi su stime di lungo periodo, caratterizzate da maggiore stabilità e minore incertezza, attribuendo un peso maggiore allo scenario più probabile, nonché tenendo adeguatamente conto dell'effetto benefico delle misure di sostegno pubblico ricevute dai prenditori.

⁵ Il regime transitorio disciplinato dall'art. 473-bis del CRR consente di dedurre dal CET1 solo una quota, crescente nel tempo, delle extra rettifiche di valore su crediti rilevate con l'applicazione dell'IFRS 9.

⁶ BCE, *ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus*, comunicato stampa del 12 marzo 2020; BCE, *ECB Banking Supervision provides further flexibility to banks in reaction to coronavirus*, comunicato stampa del 20 marzo 2020; Banca d'Italia, *Proroga dei termini e altre misure temporanee per mitigare l'impatto del Covid-19 sul sistema bancario e finanziario italiano*, comunicato stampa del 20 marzo 2020.

revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process, SREP*) e la riserva di conservazione del capitale (*capital conservation buffer, CCoB*), pari al 2,5 per cento delle attività ponderate per il rischio per tutte le banche; a quelle significative è stata concessa inoltre la possibilità di utilizzare strumenti di capitale di minore qualità rispetto al CET1 per soddisfare i requisiti di secondo pilastro (*pillar 2 requirements, P2R*), una possibilità già prevista per le banche meno significative⁷. La flessibilità introdotta con queste misure consentirà agli intermediari di assorbire eventuali perdite senza essere assoggettati ad azioni di vigilanza. Complessivamente i buffer di capitale resi disponibili alle banche italiane ammontano a 4,0 punti percentuali (in termini di *CET1 ratio*) per le banche significative e a 2,9 punti per quelle meno significative (figura). Le banche potranno, se necessario, scendere anche al di sotto del limite del 100 per cento dell'indice di copertura della liquidità (*liquidity coverage requirement, LCR*): ciò permetterà di affrontare più agevolmente le eventuali necessità di estendere gli utilizzi sulle linee di credito accordate.



L'SSM ha adottato anche una misura temporanea per attenuare gli effetti prociclici legati a un incremento dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato indotti dall'aumento della volatilità dei mercati; beneficeranno di tali misure le banche che si avvalgono dei modelli interni⁸.

Al fine di favorire il rafforzamento dei mezzi propri delle banche e mettere queste ultime nella condizione migliore per continuare a sostenere l'economia, l'SSM e la Banca d'Italia hanno accompagnato le misure sui buffer di capitale con la raccomandazione di non distribuire dividendi e di astenersi dal riacquistare azioni proprie⁹. Sia le banche significative sia quelle meno significative si sono attenute alla raccomandazione; la misura renderà disponibili ulteriori risorse patrimoniali pari in media a 0,5 punti percentuali in termini di *CET1 ratio*.

Il Comitato di Basilea ha rinviato di un anno, al 1° gennaio 2023, l'entrata in vigore degli standard internazionali emanati di recente relativi al completamento di Basilea 3, al trattamento prudenziale del rischio di mercato e alla revisione degli obblighi di informativa al mercato¹⁰. La nuova scadenza consentirà alle banche di fronteggiare con maggiore gradualità l'incremento dei requisiti patrimoniali determinato dai nuovi standard.

⁷ Inoltre alcune banche significative con esposizioni verso non residenti potranno ottenere un beneficio – peraltro molto limitato – dalle decisioni di rilascio della riserva di capitale anticiclica (*counter-cyclical capital buffer, CCyB*) assunte dalle autorità macroprudenziali di altri paesi europei.

⁸ BCE, *ECB Banking Supervision provides temporary relief for capital requirements for market risk*, comunicato stampa del 16 aprile 2020.

⁹ BCE, *Recommendation on dividend distributions during the Covid-19 pandemic*, 27 marzo 2020 e Banca d'Italia, *Raccomandazione della Banca d'Italia sulla distribuzione di dividendi da parte delle banche italiane meno significative durante la pandemia da Covid-19*, comunicato stampa del 27 marzo 2020.

¹⁰ Comitato di Basilea, *Governors and Heads of Supervision announce deferral of Basel III implementation to increase operational capacity of banks and supervisors to respond to Covid-19*, comunicato stampa del 27 marzo 2020.

Nel 2019 la redditività delle banche italiane è diminuita rispetto all'anno precedente, soprattutto a causa della riduzione del margine di interesse e delle maggiori imposte¹⁸. Il ROE, al netto delle componenti straordinarie, è stato pari al 5,0 per cento. La redditività delle banche maggiori e quella degli intermediari di dimensione più contenuta hanno avuto andamenti differenziati. Per le banche significative il ROE è sceso di circa un punto percentuale, al 4,9 per cento; per quelle meno significative è cresciuto in media di circa tre punti, al 6,5 per cento¹⁹.

La crisi conseguente alla pandemia potrebbe produrre un forte indebolimento della redditività delle banche italiane. La contrazione dell'attività economica accentuerà la flessione dei ricavi da interesse e, se protratta nel tempo, determinerà un aumento nel costo del rischio; il perdurare di tensioni sui mercati finanziari potrebbe tradursi in un calo di sottoscrizioni di prodotti del risparmio gestito e in una conseguente riduzione delle commissioni. Gli intermediari di piccole dimensioni con un modello di attività tradizionale, che già prima dello scoppio dell'epidemia incontravano difficoltà a mantenere livelli di redditività soddisfacenti, potrebbero risentire dello shock in modo particolarmente severo.

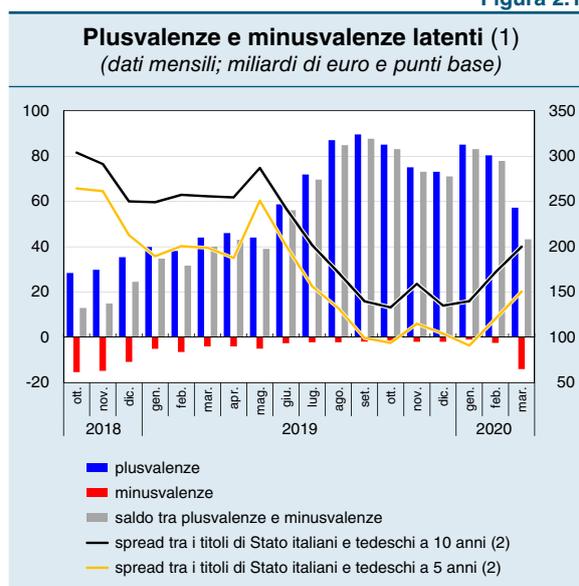
2.3 LE ASSICURAZIONI E L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Le assicurazioni

Il forte calo dei prezzi delle attività finanziarie e l'aumento della loro volatilità innescati dalla pandemia di Covid-19 incidono sulla posizione di solvibilità delle imprese assicurative²⁰. Nostre stime basate sui valori del bilancio prudenziale della fine del 2019 indicano che la flessione delle quotazioni azionarie e l'ampliamento degli spread creditizi sui titoli di debito del primo trimestre di quest'anno comportano una riduzione media del valore delle attività delle compagnie italiane pari al 7 per cento. Le plusvalenze implicite nette dei titoli in portafoglio registrate nel bilancio civilistico sono diminuite del 39 per cento (fig. 2.18).

Per calcolare il valore di mercato del passivo, le compagnie hanno fatto ampio ricorso alla curva dei tassi privi di rischio aggiustata per

Figura 2.18



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

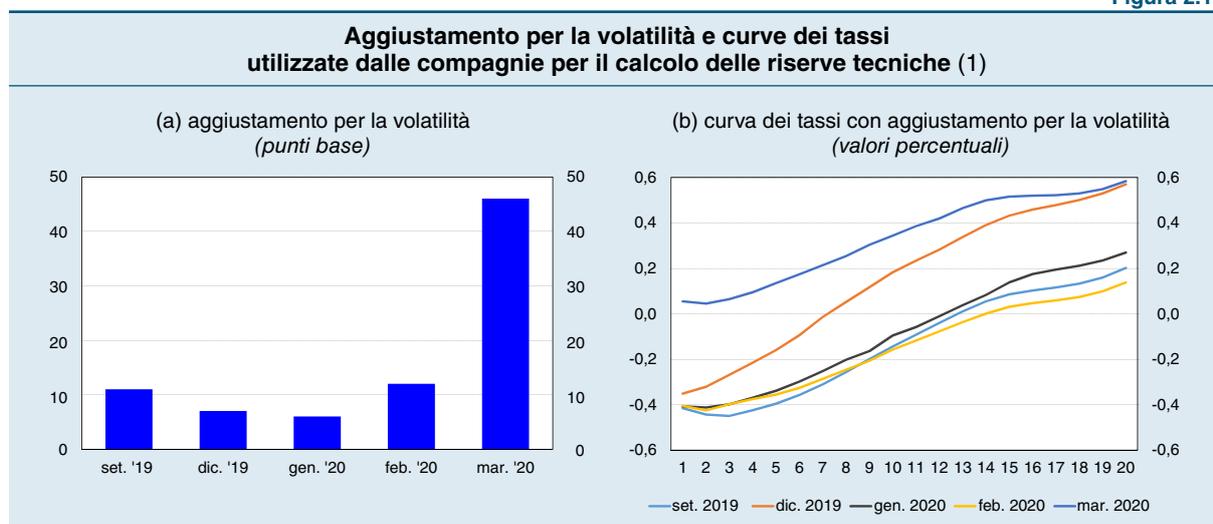
(1) Le plusvalenze e le minusvalenze latenti rappresentano la differenza tra il valore di mercato e il valore di bilancio civilistico dei titoli in portafoglio. – (2) Scala di destra. Dati di fine periodo.

¹⁸ Nel 2018 le banche avevano beneficiato della contabilizzazione di attività per imposte anticipate legate alla prima applicazione del principio contabile IFRS 9.

¹⁹ Per consentire un confronto omogeneo, i dati riferiti alle due categorie di banche non includono i gruppi bancari cooperativi ICCREA e Cassa Centrale Banca, a differenza dei dati di sistema.

²⁰ Le regole prudenziali europee richiedono che la posizione di solvibilità sia calcolata sulla base di un bilancio (cosiddetto bilancio prudenziale) in cui le poste dell'attivo e del passivo sono valutate ai prezzi di mercato.

Figura 2.19



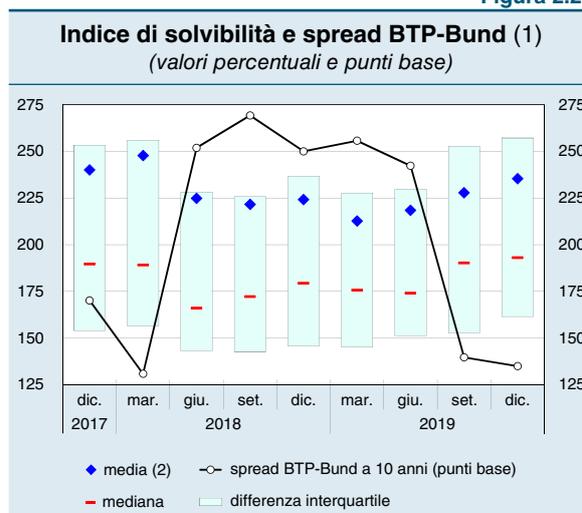
Fonte: Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA). (1) L'aggiustamento per la volatilità consiste in un innalzamento della curva dei tassi privi di rischio utilizzata per valutare le passività di bilancio a fronte di una variazione degli spread sui titoli obbligazionari. Per la metodologia di calcolo, cfr. EIOPA, *Technical documentation of the methodology to derive EIOPA's risk-free interest rate term structures*, settembre 2019.

la volatilità (*volatility adjustment*²¹; fig. 2.19); ciò ha consentito di mitigare gli effetti delle variazioni dei prezzi di mercato delle attività sulla posizione di solvibilità.

I risultati di un'indagine dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass)²² mostrano che l'indice di solvibilità medio del settore è sceso di 35 punti percentuali nel primo trimestre del 2020, a circa il 200 per cento, rimanendo comunque ben al di sopra del minimo regolamentare del 100 per cento (fig. 2.20).

La volatilità dei mercati finanziari e il generalizzato aumento dei premi per il rischio richiesti dagli investitori si sono riflessi anche sulle quotazioni azionarie delle principali compagnie italiane, diminuite nel primo trimestre dell'anno del 29

Figura 2.20



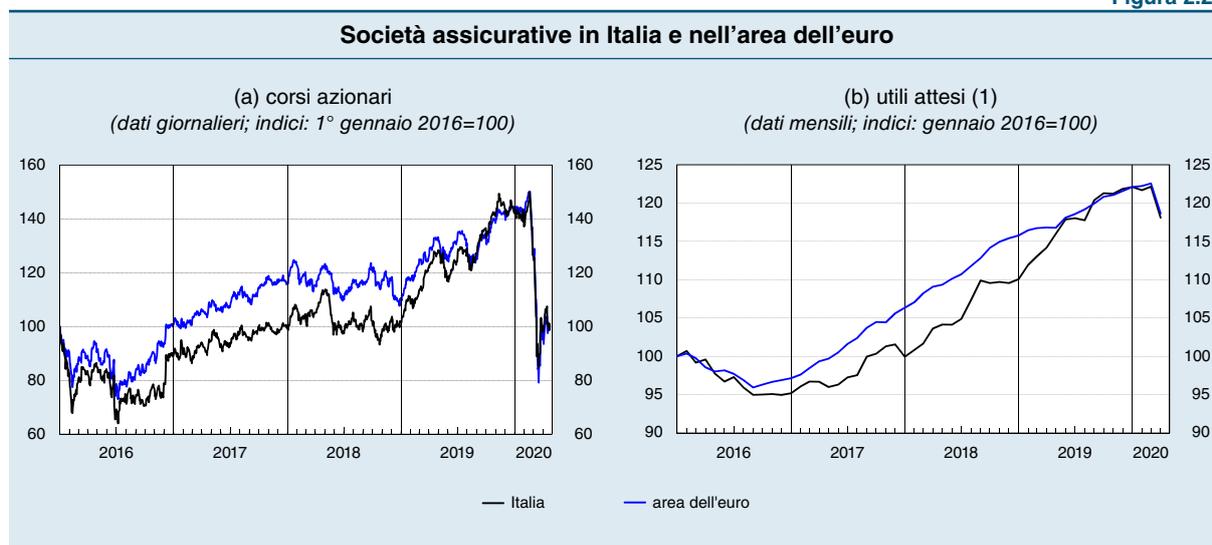
Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) L'indice di solvibilità è calcolato come rapporto tra i fondi propri ammissibili a copertura del requisito patrimoniale e il requisito patrimoniale Solvency II. I dati provengono dalle segnalazioni trimestrali di vigilanza Solvency II (*Quantitative reporting template*). – (2) Media ponderata con pesi pari al requisito patrimoniale di solvibilità.

²¹ Il *volatility adjustment* è una misura opzionale prevista da Solvency II per attenuare gli effetti prociclici derivanti da situazioni di forte volatilità dei prezzi di mercato (cfr. il riquadro: *L'impatto delle misure di garanzia di lungo termine previste da Solvency II*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018). Dal dicembre 2019 una delle due soglie di attivazione della componente nazionale del *volatility adjustment* è stata ridotta da 100 a 85 punti base; la modifica è stata recepita in Italia con il DL 18/2020, che ha modificato l'art. 36-septies, comma 9, del Codice delle assicurazioni private. La componente nazionale del *volatility adjustment* non si è comunque attivata nel primo trimestre del 2020.

²² I dati ufficiali sulla posizione di solvibilità delle compagnie alla fine del primo trimestre del 2020 saranno disponibili nel mese di maggio. In linea con la raccomandazione dell'EIOPA dello scorso 20 marzo (EIOPA, *Recommendations on supervisory flexibility regarding the deadline of supervisory reporting and public disclosure. Coronavirus/Covid-19*, 20 marzo 2020), l'Ivass ha spostato la data di invio delle segnalazioni prudenziali riferite al 31 marzo dal 5 maggio al 12 maggio 2020 (Ivass, *Proroga dei termini e altre misure temporanee per mitigare l'impatto dell'epidemia Covid-19 sul sistema assicurativo italiano*, 30 marzo 2020).

Figura 2.21



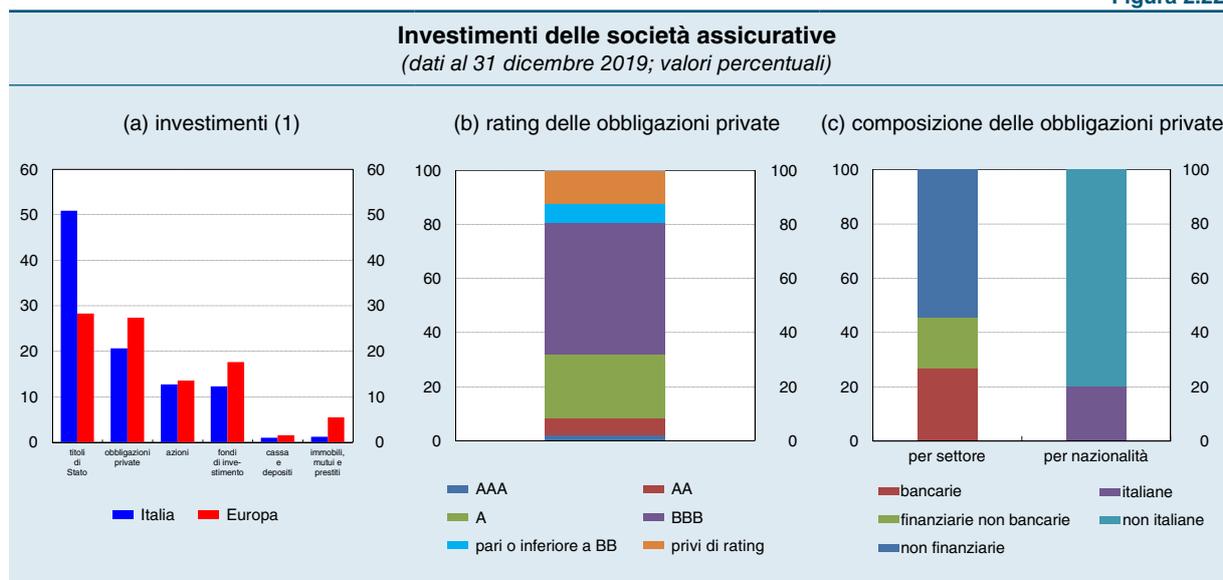
Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

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

per cento, sebbene gli utili attesi si siano ridotti in misura molto contenuta (3 per cento; fig. 2.21). I cali sono in linea con quelli delle altre compagnie dell'area dell'euro.

La caduta dell'attività produttiva espone le assicurazioni al rischio di declassamenti dei rating sui titoli obbligazionari in portafoglio, che comporterebbero un incremento del requisito patrimoniale. Per le compagnie italiane gli investimenti in obbligazioni private rappresentano circa un quinto dei portafogli, di cui quasi la metà ha un rating di classe BBB (fig. 2.22). Secondo nostre stime, un'eventuale revisione al

Figura 2.22



Fonte: Ivass ed EIOPA.

(1) I dati sono riferiti allo Spazio economico europeo e sono al 30 settembre 2019.

ribasso del rating dalla classe BBB alla classe BB comporterebbe un aumento contenuto dell'assorbimento del requisito di capitale del rischio spread delle obbligazioni interessate, pari a sei punti percentuali.

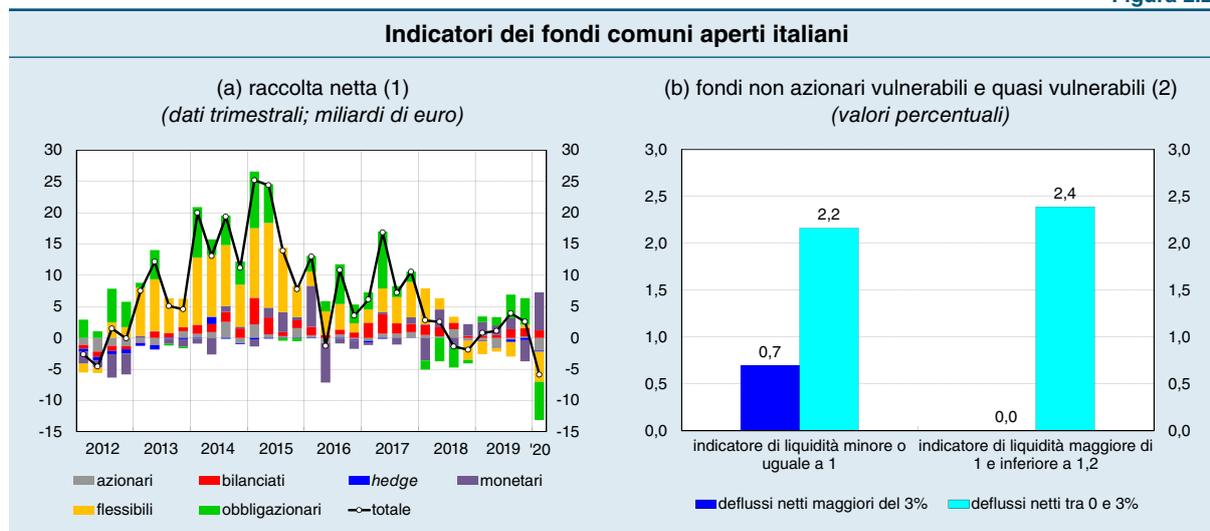
La pandemia di Covid-19 avrà verosimilmente effetti significativi anche sulla liquidità e sulla redditività delle compagnie, principalmente a causa della crescita delle richieste di rimborsi degli assicurati per cancellazione di viaggi, interruzione di attività lavorative, escussione delle garanzie delle polizze dei rami credito, cauzione, malattia e assistenza. Per le compagnie italiane la raccolta premi per la copertura di questi rischi rappresenta tuttavia una quota del totale dei rami danni molto inferiore a quella media delle compagnie europee (14 per cento contro 29). Effetti negativi si potranno manifestare anche sulla raccolta e sulle richieste di estinzione anticipata dei prodotti di investimento assicurativo.

L'Ivass, in considerazione dell'incertezza sull'evoluzione futura dei fattori di rischio cui sono esposte le imprese del settore assicurativo, ha inviato una lettera alle compagnie italiane chiedendo di adottare, a livello individuale e di gruppo, estrema prudenza nella distribuzione dei dividendi e nella corresponsione della componente variabile della remunerazione agli esponenti aziendali²³; la raccomandazione è in linea con quelle diffuse dall'EIOPA²⁴.

L'industria del risparmio gestito

Il forte calo delle quotazioni sui mercati finanziari avvenuto dalla seconda metà di febbraio ha determinato deflussi netti di risorse dai fondi comuni aperti italiani (fig. 2.23.a). Nel mese di marzo i riscatti

Figura 2.23



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

(1) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi italiani. I dati relativi al comparto monetario per i primi 2 trimestri del 2016 e per il 1° trimestre del 2018 riflettono alcune operazioni di ammontare elevato effettuate da investitori istituzionali. I dati relativi al 1° trimestre del 2020 sono provvisori. – (2) Patrimonio dei fondi non azionari vulnerabili e quasi vulnerabili in rapporto al patrimonio complessivo dei fondi non azionari. I fondi vulnerabili sono quelli con un indicatore di liquidità inferiore a 1,0; i fondi quasi vulnerabili sono quelli con un indicatore di liquidità compreso tra 1,0 e 1,2. I dati sui flussi sono relativi al mese di marzo e sono tratti da una rilevazione settimanale ad hoc presso le principali società di gestione del risparmio italiane. L'indicatore di liquidità si riferisce al portafoglio dei fondi alla fine di febbraio ed 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. Lo scenario di stress è pari alla media dei valori superiori al 99° percentile delle distribuzioni dei riscatti netti mensili relativi a ciascuno dei comparti analizzati tra gennaio 2008 e dicembre 2019 (high yield e paesi emergenti: 15 per cento; area euro: 32 per cento; Stati Uniti e globale: 29 per cento; fondi misti: 32 per cento).

²³ Ivass, *Ivass raccomanda alle imprese estrema prudenza nella distribuzione dei dividendi*, 30 marzo 2020.

²⁴ EIOPA, *EIOPA statement on actions to mitigate the impact of Coronavirus/Covid-19 on the EU insurance sector*, 17 marzo 2020 ed EIOPA, *Statement on dividends distribution and variable remuneration policies in the context of Covid-19*, 2 aprile 2020.

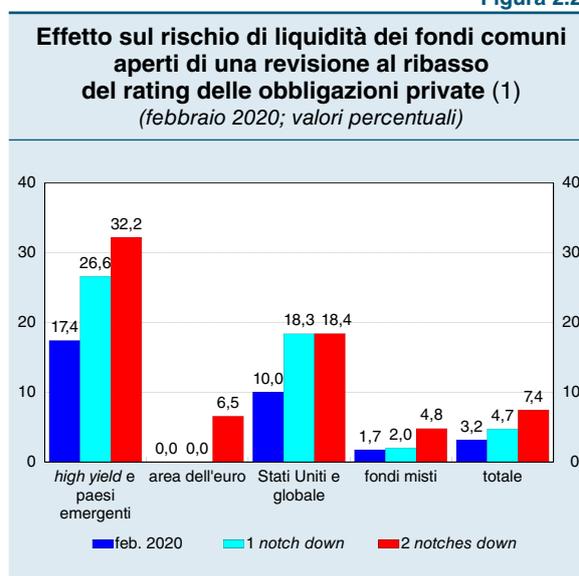
di quote sono stati elevati soprattutto tra i fondi azionari, flessibili e obbligazionari. Il 7,7 per cento dei fondi ha registrato riscatti netti superiori al 4,7 per cento del loro attivo²⁵, un valore pari al decimo percentile della distribuzione dei deflussi tra il 2008 e il 2019. A partire dall'ultima settimana di marzo, i riscatti si sono attenuati e per molti comparti si sono riscontrate sottoscrizioni nette pressoché nulle o positive.

I fondi aperti italiani hanno fatto fronte regolarmente alle ingenti richieste di rimborso, anche grazie a un grado di liquidità dei portafogli relativamente elevato: la normativa nazionale prevede infatti che non possano investire più del 20 per cento del portafoglio in attivi illiquidi. La liquidità²⁶ dei fondi di diritto italiano (7,9 per cento del patrimonio netto in media) resta sui valori più elevati degli ultimi tre anni; rimane ampia la possibilità di attivare linee di credito (5,4 per cento del patrimonio). Le variazioni dei margini di garanzia associati all'uso di derivati, pur avendo registrato in taluni casi valori elevati, non hanno dato luogo a tensioni nella gestione della liquidità. I fondi vulnerabili (con un indicatore di liquidità inferiore all'unità)²⁷ rappresentano il 2,9 per cento del patrimonio complessivo e soltanto in pochi casi si sono verificati rilevanti deflussi nel mese di marzo (fig. 2.23.b).

Il rischio che un peggioramento del merito di credito degli emittenti dei titoli in portafoglio connesso con il rallentamento dell'attività economica possa determinare una riduzione del valore delle quote e dare luogo a ulteriori deflussi è relativamente contenuto. Secondo nostre stime, in scenari di stress che comportino una revisione al ribasso del rating di tutte le obbligazioni private di uno o di due *notches*, la quota di fondi italiani con un indicatore di liquidità inferiore all'unità salirebbe rispettivamente al 4,7 e al 7,4 per cento del patrimonio complessivo dei fondi (fig. 2.24).

Le recenti decisioni di alcune controparti centrali di aumentare i margini richiesti a garanzia delle operazioni in derivati hanno incrementato il rischio di liquidità dei fondi più esposti verso tali strumenti. Per i fondi italiani questa fonte di rischio è in media limitata (cfr. il riquadro: *Il rischio di liquidità connesso con l'utilizzo di derivati da parte dei fondi comuni aperti italiani*).

Figura 2.24



Fonte: segnalazioni di vigilanza e BCE (Centralised Securities Database).
(1) La figura mostra come varia la quota dei fondi con indicatore di liquidità inferiore all'unità sul patrimonio complessivo di ciascuno dei comparti analizzati in seguito alla revisione al ribasso del rating delle obbligazioni societarie alternative di 1 e 2 *notches*. Sono inclusi i fondi comuni aperti appartenenti ai comparti obbligazionario, flessibile e misto. L'indicatore del rischio di liquidità è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità di ciascuna esposizione e i riscatti netti in uno scenario di stress. Gli scenari di stress sono pari alla media dei valori superiori al 99° percentile delle distribuzioni dei riscatti netti mensili in rapporto al patrimonio relativi a ciascuno dei comparti analizzati tra gennaio 2008 e dicembre 2019 (*high yield* e paesi emergenti: 15 per cento; area dell'euro: 32 per cento; Stati Uniti e globale: 29 per cento; fondi misti: 32 per cento).

²⁵ Dati riferiti a un campione di fondi di diritto italiano cui fa capo il 90 per cento del patrimonio complessivo del comparto.

²⁶ La liquidità è definita come la giacenza sui conti correnti, al netto delle operazioni di acquisiti, vendite e sottoscrizioni da regolare.

²⁷ 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. nota 2 della fig. 2.23).

IL RISCHIO DI LIQUIDITÀ CONNESSO CON L'UTILIZZO DI DERIVATI DA PARTE DEI FONDI COMUNI APERTI ITALIANI¹

L'utilizzo di strumenti derivati può amplificare i rischi di liquidità ai quali sono esposti i fondi comuni di investimento in occasione di fasi di elevata volatilità dei prezzi di mercato. In particolare le posizioni in derivati che non hanno finalità di copertura (non correlati a titoli presenti in portafoglio) accrescono l'esposizione finanziaria, contribuendo a incrementare la volatilità dei rendimenti dei fondi comuni e, di conseguenza, potenziali richieste di rimborso da parte degli investitori.

I contratti derivati, soprattutto quelli negoziati su mercati regolamentati (come i futures), sono inoltre soggetti all'applicazione di margini di garanzia al fine di mitigare il rischio di controparte². Crescite repentine di tali margini, determinate sia da variazioni del valore di mercato delle attività sottostanti sia da aumenti delle garanzie richieste dalle controparti centrali, possono assorbire una parte rilevante delle attività liquide detenute dai fondi.

Nel complesso i fondi comuni aperti italiani hanno un'esposizione contenuta in strumenti derivati. A dicembre del 2019 l'esposizione lorda era pari a poco più del 30 per cento del patrimonio netto complessivo del settore (era il 13 per cento all'inizio del 2008; tavola), suddivisa in quote simili tra posizioni di copertura³ e per altre finalità (figura, pannello a); i fondi con un'esposizione lorda superiore al 100 per cento del patrimonio netto rappresentavano circa il 3 per cento degli attivi complessivi dell'industria. I derivati più utilizzati erano quelli con valute e titoli di debito come sottostanti (rispettivamente il 40 e il 25 per cento dell'esposizione complessiva).

Tavola

Strumenti derivati nel portafoglio dei fondi comuni aperti italiani (1)
(dicembre 2019; valori percentuali)

| VOCI | Azioni | Tassi | Valute | Altri | Totale | di cui: | |
|--|------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | | | copertura | futures |
| Obbligazionari euro | – | 11,0 | 1,7 | 2,5 | 15,3 | 6,2 | 12,4 |
| Obbligazionari globali | – | 8,6 | 15,3 | 8,7 | 32,6 | 15,2 | 15,4 |
| Obbligazionari <i>high yield</i> e mercati emergenti | – | 8,0 | 48,5 | 3,7 | 60,2 | 49,0 | 11,0 |
| Bilanciati, flessibili e altri obbligazionari | 6,0 | 9,7 | 13,0 | 4,1 | 32,8 | 14,4 | 14,6 |
| Azionari | 7,3 | – | 9,2 | 1,9 | 18,4 | 5,2 | 7,2 |
| Totale | 4,1 | 8,8 | 13,8 | 4,7 | 31,4 | 14,7 | 13,9 |

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Esposizione in derivati al valore di mercato in rapporto al patrimonio netto.

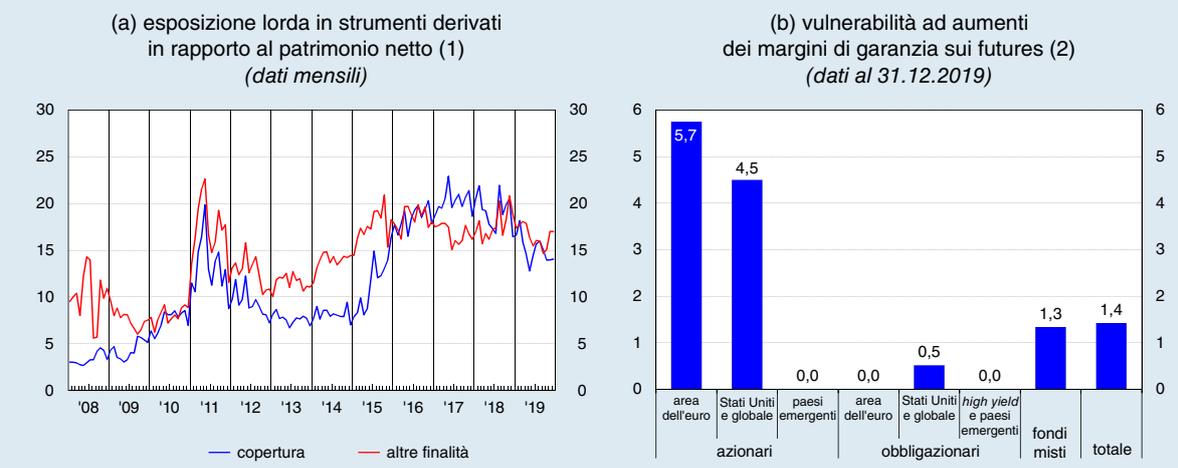
Allo scopo di esaminare l'esposizione dei fondi italiani al rischio di liquidità associato all'uso di contratti derivati è stato svolto un esercizio di simulazione per valutare la loro capacità di fronteggiare rilevanti incrementi dei margini di garanzia sui futures. L'analisi è stata condotta su dati di portafoglio riferiti a dicembre del 2019.

¹ A cura di Raffaele Santioni e Dario Portioli.

² Il margine di variazione corrisponde all'importo che, con cadenza giornaliera o infragiornaliera, ogni partecipante versa (riceve) alla controparte centrale a fronte di perdite (guadagni) originati dall'andamento del valore di mercato degli strumenti sottostanti.

³ I derivati utilizzati a fini di copertura hanno un rischio di liquidità inferiore rispetto agli altri, in quanto variazioni dei loro corsi sono compensate da variazioni di segno opposto dei prezzi degli strumenti finanziari sottostanti.

Indicatori del rischio di liquidità dei fondi comuni aperti italiani (valori percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Esposizione al valore di mercato. – (2) Patrimonio dei fondi vulnerabili in rapporto al patrimonio complessivo del comparto. I fondi vulnerabili sono quelli per i quali il rapporto tra le attività liquide e i margini di garanzia, determinati nello scenario di stress, applicati alle posizioni futures è inferiore a 1. Tra le attività liquide sono inclusi i conti correnti bancari, i titoli governativi dei paesi dell'area dell'euro e quelli di paesi non appartenenti all'area dell'euro con rating uguale o superiore alla categoria AA.

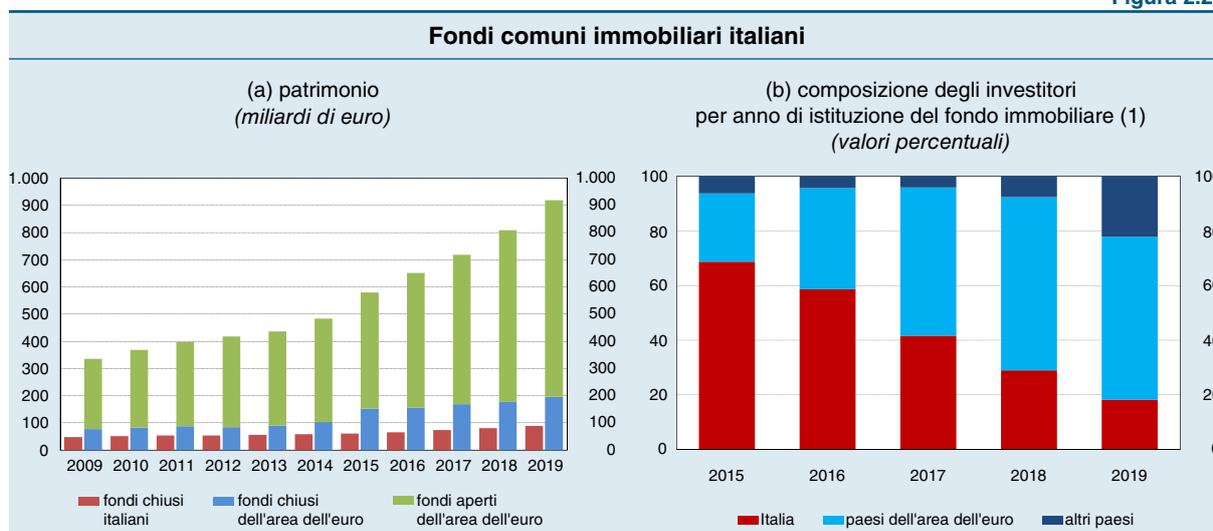
I fondi comuni aperti italiani che non avrebbero attività liquide⁴ sufficienti per fare fronte ad aumenti dei margini di garanzia particolarmente elevati in uno scenario simulato di stress – corrispondente al primo percentile della distribuzione dei margini di variazione nel periodo compreso tra gennaio del 2008 e dicembre del 2019 – rappresentano l'1,4 per cento del patrimonio complessivo dell'industria; la percentuale è maggiore per i fondi azionari dedicati ai mercati europei e internazionali (rispettivamente il 5,7 e il 4,5 per cento; figura, pannello b). In periodi di forti tensioni sui mercati finanziari, come quello attuale, ampie variazioni dei margini di garanzia assorbirebbero tuttavia una parte non trascurabile delle attività liquide di molti fondi comuni italiani. Per soddisfare le richieste di garanzie aggiuntive, i fondi più esposti dovrebbero ricorrere a linee di credito bancario o ad altre attività con un grado inferiore di liquidità. Il fabbisogno di liquidità potrebbe divenire rilevante anche a livello aggregato qualora si manifestasse in concomitanza con altre fonti di stress della liquidità del settore, come nel caso di consistenti richieste di rimborso delle quote (cfr. il riquadro: *Il rischio di liquidità dei fondi comuni aperti italiani*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2019).

⁴ Tra le attività liquide sono inclusi i conti correnti bancari, i titoli governativi dei paesi dell'area dell'euro e quelli di paesi non appartenenti all'area dell'euro con rating uguale o superiore alla categoria AA.

Nel 2019 il patrimonio dei fondi immobiliari è ancora aumentato a ritmi sostenuti (11 per cento; fig. 2.25.a), grazie alla costituzione di nuovi fondi riservati agli investitori professionali. Il valore delle compravendite di immobili è rimasto elevato. La crescita – sostenuta principalmente da investitori esteri (fig. 2.25.b) – si è concentrata nell'area di Milano, dove sono stati effettuati quasi la metà degli investimenti dei fondi istituiti nell'anno.

Il valore del portafoglio immobiliare dei fondi riservati agli investitori professionali ha beneficiato l'anno scorso di rivalutazioni nette positive (fig. 2.26.a). Nel comparto dei fondi al dettaglio, il cui patrimonio netto incide per meno del 3 per cento del totale, hanno invece continuato a prevalere le svalutazioni.

Figura 2.25

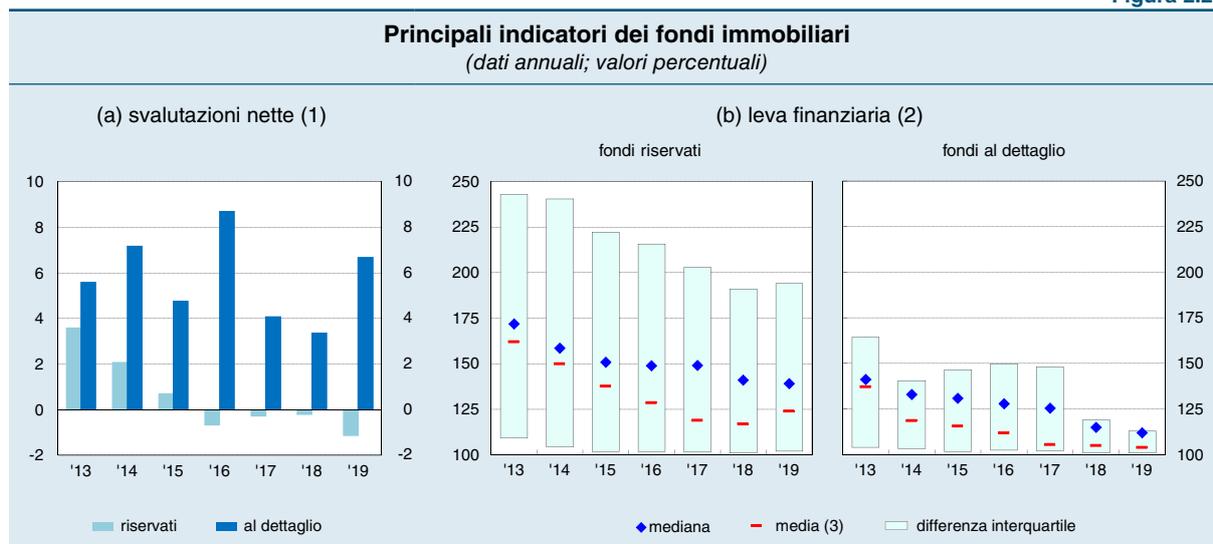


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

Gli effetti della pandemia sull'attività economica e sul settore immobiliare potrebbero riflettersi negativamente sulle valutazioni degli attivi e peggiorare le condizioni di solvibilità del comparto. I rischi per la stabilità finanziaria rimangono tuttavia limitati. La leva finanziaria si colloca in media su livelli storicamente bassi (fig. 2.26.b) e l'esposizione del sistema finanziario nei confronti del settore è contenuta (pari a circa l'1 per cento dei prestiti totali). I fondi italiani non sono soggetti al rischio di liquidità derivante da elevate richieste di rimborso, in quanto la normativa prevede che siano costituiti in forma chiusa. Le scadenze dei fondi immobiliari italiani sono distribuite su un arco temporale relativamente ampio: i fondi che dovranno completare le vendite dei beni in portafoglio entro il 2022, fatta salva la possibilità di attivare proroghe previste dai regolamenti di gestione, rappresentano circa il 10 per cento del patrimonio netto complessivo del settore.

Figura 2.26



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Svalutazioni di bilancio al netto delle rivalutazioni in rapporto alla media del totale dell'attivo alla fine dell'anno di riferimento e dell'anno precedente. – (2) Totale dell'attivo in rapporto al patrimonio netto. – (3) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto.

Nel comparto dei fondi alternativi è proseguita la crescita sostenuta dei fondi che erogano direttamente finanziamenti o acquistano crediti originati da altri intermediari e dei fondi specializzati nell'acquisizione di minibond. Nel corso del 2019 il patrimonio gestito da tali fondi è aumentato da 5 a 7 miliardi. Diverse società di gestione del risparmio sono state autorizzate a costituire fondi di investimento a lungo termine (*European long-term investment funds*, ELTIF). I potenziali rischi per la stabilità derivanti dall'investimento in attività illiquide che caratterizza questo tipo di fondi, il cui patrimonio complessivo è ancora contenuto, sono mitigati dalle norme che ne impongono la costituzione in forma chiusa, oltre che da vincoli prudenziali riguardanti il frazionamento del rischio e i limiti all'indebitamento. Nei prossimi mesi l'interesse degli investitori per tali comparti – relativamente rischiosi e poco liquidi – potrà risentire negativamente delle attuali tensioni sui mercati finanziari e del peggioramento delle aspettative di crescita dell'economia.

3 LE MISURE MACROPRUDENZIALI

Il ciclo macrofinanziario in Italia era già debole prima della diffusione della pandemia di Covid-19. Lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito e prodotto (*credit-to-GDP gap*) era ampiamente negativo e il credito alle imprese risultava in riduzione. Anche gli indicatori reali strettamente connessi con l'evoluzione delle condizioni macrofinanziarie fornivano segnali coerenti con questa valutazione: il tasso di disoccupazione rimaneva elevato e i prezzi reali delle abitazioni erano significativamente inferiori al loro livello di lungo periodo. La Banca d'Italia ha deciso pertanto di mantenere pari a zero il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) nei primi due trimestri del 2020 (tav. 3.1).

Tavola 3.1

| Recenti decisioni di politica macroprudenziale della Banca d'Italia (1) | | | |
|---|---|---|--|
| DATA | Decisione | Coefficiente della riserva di capitale per l'anno in corso (valori percentuali) | Coefficiente della riserva di capitale a regime (valori percentuali) (2) |
| 30.11.2019 | Identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia e determinazione dei relativi coefficienti della riserva di capitale: | | |
| | UniCredit | 0,75 | 1,00 (2021) |
| | Intesa Sanpaolo | 0,56 | 0,75 (2021) |
| | Banco BPM | 0,13 | 0,25 (2022) |
| | Monte dei Paschi di Siena | 0,13 | 0,25 (2022) |
| 13.12.2019 | Identificazione del gruppo bancario UniCredit come istituzione a rilevanza sistemica globale e determinazione del relativo coefficiente della riserva di capitale (3) | 1,00 | 1,00 |
| 20.12.2019 | Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il primo trimestre del 2020 | 0,00 | – |
| 27.03.2020 | Determinazione del coefficiente della riserva di capitale anticiclica per il secondo trimestre del 2020 | 0,00 | – |

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

Lo scorso dicembre la Banca d'Italia ha nuovamente identificato il gruppo bancario UniCredit come istituzione a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institution*, G-SII). La metodologia di identificazione e classificazione, stabilita dalla normativa europea¹, si basa su una pluralità di indicatori, tra cui la dimensione, la complessità delle banche e il loro grado di interconnessione e

¹ Per maggiori dettagli, cfr. il regolamento delegato UE/2014/1222 della Commissione europea, che contiene previsioni coerenti con quanto stabilito dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e dal Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB). Il gruppo UniCredit rientra nella prima sottocategoria di rilevanza sistemica globale.

internazionalizzazione. Dal 1° gennaio 2020 il gruppo UniCredit deve detenere una riserva di capitale aggiuntiva pari all'1 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio.

La Banca d'Italia ha anche identificato i gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII) per il 2020. Gli indicatori utilizzati, previsti dalle linee guida dell'EBA, tengono conto di quattro caratteristiche: dimensione, rilevanza per l'economia nazionale, complessità e interconnessione con il sistema finanziario². Rispetto all'anno precedente il gruppo Monte dei Paschi di Siena è tornato a essere identificato come O-SII. La riserva di capitale aggiuntiva che UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena dovranno rispettare a regime sarà pari, rispettivamente, a 1,00, 0,75, 0,25 e 0,25 per cento delle esposizioni complessive ponderate per il rischio, da raggiungere secondo un regime transitorio (tav. 3.2). In base a quanto stabilito dalla normativa europea, al gruppo bancario UniCredit si applicherà il maggiore tra il requisito per le G-SII e quello per le O-SII.

Tavola 3.2

| Regime transitorio applicabile alla riserva di capitale per le O-SII (valori percentuali) | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|
| GRUPPO BANCARIO | dall'1.1.2020 | dall'1.1.2021 | dall'1.1.2022 |
| UniCredit | 0,75 | 1,00 | 1,00 |
| Intesa Sanpaolo | 0,56 | 0,75 | 0,75 |
| Banco BPM | 0,13 | 0,19 | 0,25 |
| Monte dei Paschi di Siena | 0,13 | 0,19 | 0,25 |

L'SSM e le autorità di vari paesi europei hanno adottato misure prudenziali volte a contrastare gli effetti negativi della diffusione della pandemia sull'economia reale e sul sistema bancario. L'SSM ha consentito alle banche significative di operare temporaneamente al di sotto del requisito patrimoniale di secondo pilastro, della riserva di conservazione del capitale e del requisito di copertura della liquidità³. La Banca d'Italia ha esteso questa possibilità alle banche meno significative e agli intermediari non bancari italiani (cfr. il riquadro: *Le misure adottate dalle autorità di vigilanza e gli effetti sulle banche* del capitolo 2). Gli interventi macroprudenziali intrapresi in diversi Stati dell'Unione europea hanno riguardato principalmente il rilascio della riserva di capitale anticiclica e di altri buffer macroprudenziali (cfr. il riquadro: *Le misure macroprudenziali adottate nell'Unione europea in risposta al diffondersi del Covid-19*).

LE MISURE MACROPRUDENZIALI ADOTTATE NELL'UNIONE EUROPEA IN RISPOSTA AL DIFFONDERSI DEL COVID-19¹

Al fine di sostenere la capacità degli intermediari di erogare credito anche a fronte delle possibili perdite che potrebbero materializzarsi per gli effetti negativi della pandemia sull'economia reale, le autorità

¹ A cura di Paolo Garofalo.

² EBA, *Guidelines on the criteria to determine the conditions of application of Article 131(3) of Directive 2013/36/EU (CRD) in relation to the assessment of other systemically important institutions (O-SIIs)*, 16 dicembre 2014. La Banca d'Italia ha deciso di non utilizzare indicatori opzionali né modificare la soglia prevista dall'EBA per l'identificazione delle O-SII (pari a 350 punti).

³ BCE, *ECB banking supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus*, comunicato stampa del 12 marzo 2020. Secondo stime della Banca centrale europea il capitale di migliore qualità (CET1) reso disponibile dal provvedimento risulterebbe pari a 120 miliardi di euro.

di alcuni paesi europei hanno previsto un immediato rilascio, completo² o parziale³, del CCyB e/o una revoca degli aumenti annunciati⁴ (tavola). In gran parte dei casi è stato inoltre comunicato che il CCyB verrà mantenuto pari a zero per almeno un anno⁵ o per tutto il 2020⁶.

Tavola

Riserva di capitale anticiclica nei paesi dell'Unione europea
(valori percentuali)

| PAESE | Coefficiente della riserva applicato o annunciato prima dell'11 marzo (1) | | | | Coefficiente della riserva attualmente applicato o annunciato | | | |
|---|---|------------|--------------|-------------------------|---|------------|------------|---------------------|
| | applicato | decorrenza | annunciato | decorrenza prevista | applicato | decorrenza | annunciato | decorrenza prevista |
| Austria, Cipro, Croazia, Estonia, Finlandia, Grecia, Italia , Lettonia, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Romania, Slovenia, Spagna, Ungheria | 0,00 | 1.1.2016 | – | – | 0,00 | 1.1.2016 | – | – |
| Belgio | 0,00 | 1.1.2016 | 0,50 | 1.7.2020 | 0,00 | 1.1.2016 | – | – |
| Bulgaria | 0,50 | 1.10.2019 | 1,00 1,50 | 1.4.2020 1.1.2021 | 0,50 | 1.10.2019 | – | – |
| Danimarca | 1,00 | 30.9.2019 | 1,50 2,00 | 30.6.2020 30.12.2020 | 0,00 | 12.3.2020 | – | – |
| Francia | 0,25 | 1.7.2019 | 0,50 | 2.4.2020 | 0,00 | 2.4.2020 | – | – |
| Germania | 0,00 | 1.1.2016 | 0,25 | 1.7.2020 | 0,00 | 1.1.2016 | – | – |
| Irlanda | 1,00 | 5.7.2019 | – | – | 0,00 | 1.4.2020 | – | – |
| Lituania | 1,00 | 30.6.2019 | – | – | 0,00 | 1.4.2020 | – | – |
| Lussemburgo | 0,25 | 1.1.2020 | 0,50 | 1.1.2021 | 0,25 | 1.1.2020 | 0,50 | 1.1.2021 |
| Regno Unito | 1,00 | 28.11.2018 | 2,00 | 16.12.2020 | 0,00 | 11.3.2020 | – | – |
| Repubblica Ceca | 1,75 | 1.1.2020 | 2,00 | 1.7.2020 | 1,00 | 1.4.2020 | – | – |
| Slovacchia | 1,50 | 1.8.2019 | 2,00 | 1.8.2020 | 1,50 | 1.8.2019 | – | – |
| Svezia | 2,50 | 19.9.2019 | – | – | 0,00 | 16.3.2020 | – | – |

Fonte: Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB).

(1) L'11 marzo è la data di comunicazione al pubblico delle prime riduzioni del CCyB.

Alcuni paesi hanno deciso di eliminare o di ridurre la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB)⁷ oppure di diminuire la riserva di capitale per le istituzioni a rilevanza

² Danimarca, Francia, Irlanda, Lituania, Regno Unito e Svezia.

³ Repubblica Ceca.

⁴ Belgio, Bulgaria, Danimarca, Francia, Germania, Regno Unito, Repubblica Ceca e Slovacchia.

⁵ Belgio, Irlanda, Lituania, Regno Unito e Svezia.

⁶ Francia e Germania.

⁷ Paesi Bassi (riduzione dall'attuale 3 per cento al 2,5 per ING, al 2 per cento per Rabobank e all'1,5 per cento per ABN Amro), Finlandia (riduzione a zero per tutte le banche), Estonia (riduzione dall'1 per cento a zero per tutte le banche), Polonia (abolizione dell'SyRB). L'Irlanda ha rinviato la prevista introduzione dell'SyRB nella propria legislazione.

sistemica⁸. In alcuni casi è stata sospesa l'implementazione di provvedimenti per fronteggiare i rischi derivanti dal settore immobiliare⁹ o di altre misure rivolte ai debitori¹⁰.

Le autorità hanno accompagnato le misure di rilascio delle riserve di capitale con la raccomandazione di non distribuire dividendi, di astenersi dal riacquistare azioni proprie e di non corrispondere bonus ai propri dipendenti.

Il capitale complessivamente rilasciato nell'area dell'euro a fronte delle misure adottate è stimato pari a oltre 20 miliardi¹¹. Tale ammontare include sia il rilascio di riserve di capitale già costituite, sia mancati aumenti di buffer precedentemente annunciati.

⁸ In Finlandia e nei Paesi Bassi è stata ridotta la riserva di capitale per le O-SII per una banca (in Finlandia per OP Group, dal 2 all'1 per cento; nei Paesi Bassi per ABN AMRO Bank dal 2 all'1,5 per cento); Cipro ha ritardato l'applicazione del regime transitorio previsto per la riserva di capitale per le O-SII.

⁹ I Paesi Bassi hanno posticipato l'introduzione di un valore minimo della ponderazione per il rischio per i mutui; in Svezia è stata prevista la possibilità di sospendere temporaneamente l'obbligo di ammortamento dei prestiti per famiglie e imprese; la Repubblica Ceca ha aumentato dall'80 al 90 per cento il limite massimo previsto per il valore dei prestiti in rapporto alle garanzie sottostanti (*loan-to-value ratio*), ha innalzato dal 45 al 50 per cento il limite massimo previsto per il valore delle rate in rapporto al reddito del debitore (*debt service-to-income ratio*, DSTI) e ha eliminato il limite al valore del debito in rapporto al reddito (*debt-to-income ratio*).

¹⁰ In Portogallo per i prestiti personali di durata fino a due anni, volti a mitigare carenze temporanee di liquidità delle famiglie, i debitori non dovranno più rispettare – fino al 30 settembre 2020 – il limite massimo previsto per il DSTI e non saranno più vincolati dall'obbligo di rimborso in maniera regolare del capitale e degli interessi.

¹¹ BCE, *Macroprudential measures taken by national authorities since the outbreak of the coronavirus pandemic*, 15 aprile 2020.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

INDICE

| | | |
|----|---|-----------|
| A1 | Indicatori di sostenibilità finanziaria | 61 |
| A2 | Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte | 62 |
| A3 | Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte | 63 |
| A4 | Investimenti delle banche italiane e dell'area dell'euro in titoli pubblici emessi nel paese di residenza | 64 |
| A5 | Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza | 65 |
| A6 | Composizione delle attività depositate presso la Banca d'Italia a garanzia delle operazioni di credito con l'Eurosistema (<i>collateral pool</i>) | 66 |
| A7 | Posizione netta di liquidità delle banche italiane | 67 |
| A8 | Principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario | 68 |

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

| PAESI | PIL (1) (tasso di crescita annuo) | | Caratteristiche del debito pubblico (2) | | | | Avanzo primario delle Amministrazioni pubbliche (2) | Indicatore di sostenibilità delle finanze pubbliche S2 (3) | Debiti finanziari del settore privato (4) | | | Statistiche verso l'estero (5) | |
|----------------|--------------------------------------|------|---|-------|---|---|---|--|---|-------------------------|-------|--------------------------------|--|
| | 2020 | 2021 | livello | | vita media residua dei titoli di Stato (anni) | quota detenuta da non residenti (in percentuale del debito) | | | famiglie | imprese non finanziarie | saldo | posizione netta sull'estero | |
| | 2020 | 2021 | 2020 | 2021 | 2020 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2019 | 2019 | 2019 | |
| Italia | -9,1 | 4,8 | 155,5 | 150,4 | 6,8 | 34,6 | -4,8 | 2,1 | 41,2 | 68,4 | 3,0 | -1,7 | |
| Germania | -7,0 | 5,2 | 68,7 | 65,6 | 5,9 | 54,3 | -4,9 | 2,2 | 54,6 | 59,8 | 7,1 | 71,2 | |
| Francia | -7,2 | 4,5 | 115,4 | 116,4 | 7,8 | 58,7 | -7,9 | 0,2 | 61,9 | 153,2 | -0,7 | -23,3 | |
| Spagna | -8,0 | 4,3 | 113,4 | 114,6 | 7,5 | 57,0 | -7,2 | 1,8 | 56,9 | 93,1 | 2,0 | -74,0 | |
| Paesi Bassi | -7,5 | 3,0 | 58,3 | 58,1 | 7,5 | 46,6 | -5,6 | 2,8 | 99,8 | 158,2 | 10,2 | 89,2 | |
| Belgio | -6,9 | 4,6 | 114,8 | 114,8 | 10,0 | 68,6 | -7,2 | 4,8 | 61,9 | 152,4 | -1,2 | 47,2 | |
| Austria | -7,0 | 4,5 | 84,6 | 81,0 | 10,4 | 79,1 | -6,0 | 2,3 | 49,6 | 90,4 | 2,6 | 9,6 | |
| Finlandia | -6,0 | 3,1 | 70,0 | 71,6 | 6,3 | 67,9 | -6,5 | 3,6 | 66,2 | 114,5 | -0,8 | 1,7 | |
| Grecia | -10,0 | 5,1 | 200,8 | 194,8 | .... | .... | -5,1 | .... | 53,3 | 54,5 | -1,4 | -150,6 | |
| Portogallo | -8,0 | 5,0 | 135,0 | 128,5 | 6,4 | 57,6 | -4,0 | -0,3 | 63,9 | 96,8 | -0,1 | -100,8 | |
| Irlanda | -6,8 | 6,3 | 63,3 | 60,0 | 10,8 | 65,4 | -3,9 | 2,9 | 38,8 | 189,8 | -9,4 | -172,0 | |
| Area dell'euro | -7,5 | 4,7 | 97,4 | 95,6 | .... | .... | -6,0 | 1,8 | 57,9 | 107,6 | 2,7 | -0,5 | |
| Regno Unito | -6,5 | 4,0 | 95,7 | 95,8 | 14,8 | 36,1 | -7,2 | 4,3 | 83,9 | 81,5 | -3,8 | -23,2 | |
| Stati Uniti | -5,9 | 4,7 | 131,1 | 131,9 | 5,8 | 29,4 | -13,5 | .... | 75,2 | 75,3 | -2,3 | -51,3 | |
| Giappone | -5,2 | 3,0 | 251,9 | 247,6 | 8,2 | 12,2 | -7,1 | .... | 58,6 | 102,9 | 3,6 | 60,1 | |
| Canada | -6,2 | 4,2 | 109,5 | 108,6 | 5,4 | 22,9 | -11,5 | .... | 101,6 | 115,1 | -2,0 | 40,5 | |

Fonte: FMI, BCE, BRI, Commissione europea.

(1) FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2020. – (2) FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2020 – (3) Commissione europea, *Debt Sustainability Monitor 2019*, gennaio 2020. S2 è un indicatore di sostenibilità definito come l'aumento immediato e permanente dell'avanzo primario strutturale necessario perché sia soddisfatto il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche. – (4) Prestiti e titoli. I dati per i paesi dell'area dell'euro sono tratti da BCE, *Statistical Data Warehouse* e sono riferiti alla fine del 4° trimestre 2019; i dati per il Regno Unito e i paesi extraeuropei sono tratti dalle statistiche della BRI e sono riferiti alla fine del 3° trimestre 2019. – (5) Dati riferiti al 4° trimestre 2019. I dati per i paesi dell'area dell'euro sono tratti da BCE, *Statistical Data Warehouse*; i dati per il Regno Unito e i paesi extraeuropei sono tratti da FMI, *Data Warehouse*.

Crediti deteriorati e garanzie delle banche italiane per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2019)

| VOCI | Esposizioni lorde | Quota sul totale dei crediti lordi (2) | Esposizioni nette | Quota sul totale dei crediti netti (2) | Garanzie reali (3) | Garanzie personali (3) | Tasso di copertura crediti non assistiti da garanzia |
|-------------------------------------|----------------------|---|----------------------|---|-----------------------|---------------------------|--|
| | | | | imprese (4) | | | |
| Crediti deteriorati verso clientela | 96 | 14,6 | 43 | 7,2 | 46 | 20 | 63,5 |
| <i>di cui:</i> manifattura | 18 | 10,5 | 8 | 4,5 | 6 | 4 | 64,4 |
| costruzioni (5) | 26 | 36,0 | 11 | 19,9 | 14 | 5 | 65,9 |
| servizi | 45 | 13,2 | 21 | 6,7 | 23 | 10 | 61,7 |
| <i>di cui:</i> sofferenze | 50 | 7,7 | 17 | 2,8 | 22 | 14 | 75,4 |
| <i>di cui:</i> manifattura | 10 | 5,4 | 3 | 1,7 | 3 | 3 | 78,1 |
| costruzioni (5) | 14 | 19,0 | 5 | 8,3 | 7 | 3 | 75,1 |
| servizi | 24 | 7,1 | 8 | 2,6 | 11 | 7 | 74,4 |
| | | | | famiglie consumatrici | | | |
| Crediti deteriorati verso clientela | 22 | 4,4 | 12 | 2,5 | 14 | 1 | 67,4 |
| <i>di cui:</i> sofferenze | 12 | 2,3 | 5 | 1,0 | 7 | 1 | 78,6 |
| | | | | totale settori (6) | | | |
| Crediti deteriorati verso clientela | 124 | 8,2 | 58 | 4,0 | 62 | 21 | 63,1 |
| <i>di cui:</i> sofferenze | 64 | 4,2 | 23 | 1,6 | 30 | 14 | 75,7 |

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

(1) I dati sono tratti dai bilanci non consolidati, che non includono i prestiti erogati dalle società finanziarie appartenenti a gruppi bancari e dalle controllate estere. Sono incluse "le attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione" che a fine dicembre 2019 ammontavano, per il totale dei crediti deteriorati al lordo delle rettifiche, a circa 2 miliardi. Dati provvisori. – (2) Le quote sono calcolate, al lordo e al netto delle relative rettifiche di valore, in rapporto alla corrispondente esposizione lorda e netta verso il singolo settore e sottosettore di riferimento. – (3) L'importo corrisponde all'ammontare dell'esposizione lorda coperto da una garanzia (reale o personale). – (4) Il settore imprese, oltre a manifattura, costruzioni e servizi, comprende anche agricoltura, silvicoltura, pesca e altre attività industriali diverse dalla manifattura. – (5) Comprende anche le attività immobiliari. – (6) Comprende anche i settori "Amministrazioni pubbliche", "Società finanziarie e assicurative", "Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie" e "Unità non classificabili e non classificate".

Esposizioni dei gruppi e delle banche italiani verso residenti esteri per settore di controparte (1)
(miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2019)

| PAESI/AREE | Settore pubblico | Banche | Società finanziarie | Famiglie e imprese | Totale | In percentuale del totale delle esposizioni segnalate alla BRI (2) | In percentuale del totale delle esposizioni (3) |
|--|------------------|--------------|---------------------|--------------------|--------------|--|---|
| Area euro (esclusa Italia) | 143,9 | 64,0 | 46,1 | 198,9 | 452,9 | 8,4 | 17,5 |
| Altri paesi industriali | 38,5 | 20,4 | 28,8 | 35,4 | 123,0 | 1,2 | 4,8 |
| <i>di cui:</i> Regno Unito | 1,8 | 10,3 | 14,3 | 7,6 | 34,1 | 1,9 | 1,3 |
| Paesi emergenti e in via di sviluppo | 50,9 | 18,7 | 8,4 | 109,6 | 187,6 | 3,7 | 7,3 |
| Europa | 38,6 | 8,0 | 4,8 | 90,6 | 142,0 | 14,5 | 5,5 |
| <i>di cui:</i> Russia | 2,2 | 1,8 | 0,6 | 17,5 | 22,0 | 24,2 | 0,9 |
| Turchia | 0,6 | 3,9 | 1,9 | 12,6 | 19,0 | 6,9 | 0,7 |
| Africa e Medio Oriente | 8,9 | 5,2 | 3,0 | 12,9 | 30,0 | 2,9 | 1,2 |
| Asia e Pacifico | 2,0 | 2,9 | 0,6 | 3,3 | 8,7 | 0,4 | 0,3 |
| Centro e Sud America | 1,4 | 2,7 | 0,0 | 2,8 | 6,9 | 0,6 | 0,3 |
| <i>di cui:</i> Argentina | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,0 |
| Brasile | 0,1 | 2,5 | 0,0 | 0,7 | 3,3 | 0,7 | 0,1 |
| Messico | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 1,1 | 1,5 | 0,4 | 0,1 |
| Centri offshore | 0,3 | 0,3 | 2,8 | 5,5 | 8,9 | 0,3 | 0,3 |
| Totale | 233,5 | 103,4 | 86,1 | 349,3 | 772,4 | 3,0 | 29,9 |
| <i>per memoria:</i> | | | | | | | |
| Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di fonti di energia (4) | 7,8 | 4,0 | 0,8 | 21,1 | 33,7 | 6,1 | 1,3 |

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

(1) Attività finanziarie per cassa verso il "debitore ultimo", al lordo delle rettifiche di valore. Sono esclusi BancoPosta e Cassa depositi e prestiti. A partire dal 31 dicembre 2019 sono incluse le esposizioni delle società bancarie e delle società finanziarie non residenti controllate congiuntamente. – (2) In percentuale del totale delle esposizioni estere segnalate alla BRI da un ampio gruppo di intermediari internazionali; numeratore e denominatore si riferiscono al 30 settembre 2019. – (3) Il denominatore del rapporto è dato dal totale delle esposizioni verso residenti e non residenti. – (4) Include: Algeria, Angola, Arabia Saudita, Azerbaigian, Bahrein, Bolivia, Brunei, Ciad, Colombia, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Guinea Equatoriale, Iran, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Repubblica Democratica del Congo, Russia, Sudan, Timor Orientale, Trinidad e Tobago, Turkmenistan, Venezuela, Yemen.

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

| PERIODO | Italia (2) | | | Area dell'euro | | |
|-----------------|-------------|----------------|--------------------------------|----------------|----------------|----------------------------|
| | consistenze | acquisti netti | quota sul totale attivo (3) | consistenze | acquisti netti | quota sul totale attivo |
| 2012 | 322.686 | 90.128 | 8,9 | 1.251.226 | 213.410 | 3,8 |
| 2013 | 375.081 | 45.331 | 10,9 | 1.313.179 | 46.354 | 4,3 |
| 2014 | 383.645 | -4.299 | 11,0 | 1.370.728 | 6.792 | 4,4 |
| 2015 | 364.361 | -20.898 | 10,6 | 1.295.539 | -67.495 | 4,2 |
| 2016 – 1° trim. | 366.322 | 547 | 10,6 | 1.328.565 | 30.283 | 4,3 |
| 2° trim. | 369.482 | 3.950 | 10,6 | 1.325.197 | -5.520 | 4,2 |
| 3° trim. | 353.172 | -16.364 | 10,3 | 1.257.295 | -69.985 | 4,0 |
| 4° trim. | 333.329 | -14.779 | 9,8 | 1.205.130 | -44.060 | 3,9 |
| 2017 – gen. | 336.266 | 6.586 | 10,0 | 1.198.661 | 1.496 | 3,9 |
| feb. | 339.458 | 2.996 | 10,0 | 1.201.775 | 1.902 | 3,8 |
| mar. | 349.081 | 10.286 | 10,1 | 1.205.394 | 4.622 | 3,8 |
| apr. | 350.322 | 2.508 | 10,2 | 1.201.813 | -3.846 | 3,8 |
| mag. | 341.318 | -9.751 | 10,1 | 1.194.047 | -8.922 | 3,8 |
| giu. | 323.068 | -19.751 | 9,5 | 1.160.056 | -33.965 | 3,7 |
| lug. | 326.959 | 3.629 | 9,6 | 1.150.184 | -10.258 | 3,7 |
| ago. | 325.690 | -1.361 | 9,7 | 1.155.126 | 3.749 | 3,7 |
| set. | 319.447 | -5.658 | 9,5 | 1.144.864 | -7.585 | 3,7 |
| ott. | 309.543 | -11.993 | 9,2 | 1.120.116 | -21.698 | 3,6 |
| nov. | 295.727 | -14.557 | 8,7 | 1.108.684 | -13.849 | 3,6 |
| dic. | 283.734 | -9.649 | 8,5 | 1.074.168 | -31.628 | 3,5 |
| 2018 – gen. | 293.267 | 9.483 | 8,7 | 1.094.905 | 20.592 | 3,6 |
| feb. | 295.690 | 2.591 | 8,9 | 1.092.268 | -1.692 | 3,6 |
| mar. | 296.365 | -1.311 | 8,8 | 1.083.121 | -13.458 | 3,5 |
| apr. | 298.592 | 2.074 | 8,8 | 1.073.878 | -9.494 | 3,5 |
| mag. | 307.126 | 22.572 | 9,0 | 1.085.979 | 30.517 | 3,5 |
| giu. | 321.700 | 12.693 | 9,5 | 1.093.859 | 4.581 | 3,5 |
| lug. | 324.557 | 3.727 | 9,7 | 1.088.853 | -3.398 | 3,5 |
| ago. | 317.692 | 559 | 9,5 | 1.078.814 | 359 | 3,5 |
| set. | 320.687 | -334 | 9,5 | 1.073.697 | -9.145 | 3,5 |
| ott. | 323.906 | 5.530 | 9,7 | 1.068.237 | -2.849 | 3,4 |
| nov. | 328.468 | 1.879 | 9,9 | 1.073.916 | 2.522 | 3,4 |
| dic. | 318.441 | -15.491 | 9,7 | 1.054.143 | -26.687 | 3,4 |
| 2019 – gen. | 330.049 | 9.380 | 10,0 | 1.086.006 | 28.727 | 3,4 |
| feb. | 334.307 | 6.472 | 10,1 | 1.104.028 | 21.349 | 3,5 |
| mar. | 333.046 | -3.476 | 9,9 | 1.094.497 | -13.304 | 3,4 |
| apr. | 339.415 | 6.267 | 10,1 | 1.086.941 | -8.084 | 3,4 |
| mag. | 336.450 | -936 | 10,0 | 1.094.951 | 9.073 | 3,3 |
| giu. | 330.770 | -11.365 | 9,8 | 1.071.522 | -32.205 | 3,3 |
| lug. | 339.340 | 3.277 | 10,0 | 1.085.098 | 5.424 | 3,3 |
| ago. | 338.508 | -4.867 | 9,9 | 1.084.151 | -7.732 | 3,2 |
| set. | 333.948 | -6.104 | 9,7 | 1.085.046 | -1.957 | 3,2 |
| ott. | 330.790 | -2.154 | 9,6 | 1.064.178 | -18.524 | 3,2 |
| nov. | 323.092 | -4.505 | 9,5 | 1.048.164 | -10.878 | 3,1 |
| dic. | 313.293 | -9.807 | 9,4 | 1.030.977 | -16.546 | 3,2 |
| 2020 – gen. | 315.802 | -881 | 9,4 | 1.028.034 | -9.411 | 3,1 |
| feb. | 320.168 | 6.873 | 9,5 | 1.037.264 | 12.645 | 3,0 |
| mar. (4) | 335.556 | 19.620 | 9,9 | .... | .... | .... |

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali e BCE.

(1) I dati sugli acquisti netti si riferiscono all'intero periodo; le consistenze e la quota sul totale attivo alla fine del periodo. I valori degli acquisti sono al netto delle fluttuazioni dei corsi di mercato; le quantità in portafoglio sono espresse ai valori di mercato. Sono inclusi tutti i tipi di titoli pubblici, compresi quelli emessi dalle Amministrazioni locali. – (2) È esclusa Cassa depositi e prestiti. – (3) La serie del "totale attivo" non include le obbligazioni di propria emissione riacquistate. – (4) Dati preliminari.

Obbligazioni delle banche italiane per detentore e per scadenza (1)
(milioni di euro; marzo 2020)

| DETENTORE | Scadenza | | | | | | Totale |
|-------------------------------------|------------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|------------------|----------------|
| | entro il 2020 | entro il 2021 | entro il 2022 | tra 2023 e 2024 | tra 2025 e 2029 | oltre il 2030 | |
| Famiglie (2) | 7.889 | 9.820 | 10.811 | 13.838 | 14.776 | 340 | 57.474 |
| <i>di cui: senior non preferred</i> | – | – | 5 | 21 | 18 | 1 | 45 |
| subordinate | 1.096 | 1.346 | 1.615 | 1.005 | 4.402 | 116 | 9.579 |
| Banche del gruppo (3) | 2.114 | 2.514 | 4.016 | 7.760 | 11.473 | 2.651 | 30.528 |
| <i>di cui: senior non preferred</i> | – | – | – | – | – | – | – |
| subordinate | 96 | 61 | 62 | 465 | 274 | 224 | 1.182 |
| Altre banche residenti | 3.478 | 3.680 | 5.513 | 8.506 | 6.312 | 472 | 27.961 |
| <i>di cui: senior non preferred</i> | – | – | 70 | 454 | 666 | 26 | 1.217 |
| subordinate | 109 | 64 | 55 | 102 | 838 | 18 | 1.187 |
| Altri investitori | 15.912 | 18.960 | 30.921 | 41.386 | 55.343 | 13.512 | 176.033 |
| <i>di cui: senior non preferred</i> | – | – | 684 | 2.161 | 2.995 | 708 | 6.547 |
| subordinate | 1.709 | 1.227 | 1.885 | 3.737 | 12.365 | 3.969 | 24.893 |
| Totale | 29.392 | 34.973 | 51.261 | 71.490 | 87.904 | 16.975 | 291.996 |
| <i>di cui: senior non preferred</i> | – | – | 760 | 2.636 | 3.679 | 735 | 7.809 |
| subordinate | 3.011 | 2.698 | 3.617 | 5.309 | 17.879 | 4.327 | 36.842 |

Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali.

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

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

| VOCI | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | | 2020 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | | | giugno | dicembre | |
| Totale | 283,5 | 253,7 | 297,3 | 321,2 | 310,5 | 303,0 | 285,8 | 344,6 |
| Titoli di Stato | 119,8 | 97,6 | 88,8 | 105,8 | 78,0 | 73,3 | 68,1 | 115,8 |
| Titoli di Amministrazioni locali e regionali | 2,9 | 2,6 | 1,7 | 1,9 | 1,3 | 1,2 | 0,5 | 1,5 |
| Obbligazioni bancarie non garantite | 10,4 | 5,8 | 5,3 | 5,4 | 5,0 | 3,9 | 3,3 | 3,5 |
| Obbligazioni bancarie garantite dallo Stato | 15,0 | 0,4 | 0,3 | 1,3 | 2,5 | 3,6 | 1,0 | 0,5 |
| Obbligazioni bancarie garantite (covered bond) | 49,8 | 46,4 | 76,3 | 76,8 | 91,3 | 92,7 | 86,1 | 91,0 |
| Obbligazioni di emittenti non bancari | 1,0 | 2,5 | 3,0 | 3,0 | 4,3 | 3,8 | 3,7 | 4,6 |
| Attività cartolarizzate (<i>asset-backed securities</i>) | 40,0 | 35,5 | 44,0 | 49,9 | 49,7 | 46,9 | 47,7 | 45,2 |
| Altre attività negoziabili | 0,4 | 0,6 | 0,8 | 2,8 | 1,3 | 0,7 | 1,8 | 2,0 |
| Attività non negoziabili (prestiti bancari) | 44,3 | 62,4 | 77,1 | 74,3 | 77,1 | 77,0 | 73,6 | 80,5 |

Fonte: elaborazioni su dati Eurosystema.

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

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

| PERIODO | Gruppi significativi | | | Gruppi non significativi | | |
|-------------|------------------------------|---------------------------|-----------------------------|------------------------------|---------------------------|-----------------------------|
| | flussi di cassa cumulati (2) | counterbalancing capacity | indicatore di liquidità (3) | flussi di cassa cumulati (2) | counterbalancing capacity | indicatore di liquidità (3) |
| 2016 – ago. | -2,0 | 15,4 | 13,4 | -7,1 | 22,5 | 15,3 |
| set. | -2,1 | 15,3 | 13,2 | -6,3 | 21,9 | 15,6 |
| ott. | -1,9 | 15,2 | 13,3 | -4,1 | 21,1 | 17,0 |
| nov. | -2,2 | 15,3 | 13,1 | -4,3 | 23,4 | 19,1 |
| dic. | -2,6 | 14,9 | 12,3 | -4,2 | 20,3 | 16,1 |
| 2017 – gen. | -2,1 | 14,2 | 12,1 | -5,2 | 19,3 | 14,1 |
| feb. | -2,4 | 14,8 | 12,4 | -5,3 | 19,3 | 14,1 |
| mar. | -1,5 | 13,6 | 12,1 | -2,9 | 17,6 | 14,7 |
| apr. | -0,3 | 13,0 | 12,7 | -5,0 | 20,6 | 15,6 |
| mag. | -0,4 | 13,7 | 13,3 | -4,1 | 19,5 | 15,4 |
| giu. | -0,4 | 14,0 | 13,6 | -3,5 | 18,8 | 15,3 |
| lug. | 0,0 | 13,5 | 13,5 | -3,7 | 18,6 | 14,9 |
| ago. | 0,0 | 13,9 | 13,9 | -3,4 | 18,8 | 15,4 |
| set. | 0,6 | 13,5 | 14,1 | -2,7 | 18,9 | 16,2 |
| ott. | 0,5 | 13,2 | 13,7 | -1,1 | 18,1 | 17,0 |
| nov. | 1,0 | 13,4 | 14,4 | -0,7 | 17,3 | 16,6 |
| dic. | 0,2 | 13,5 | 13,7 | -0,7 | 16,8 | 16,1 |
| 2018 – gen. | 0,8 | 12,1 | 12,9 | -0,5 | 16,1 | 15,6 |
| feb. | 0,3 | 13,2 | 13,5 | -1,0 | 16,7 | 15,8 |
| mar. | 0,6 | 13,5 | 14,1 | -2,0 | 18,7 | 16,7 |
| apr. | 0,7 | 13,5 | 14,2 | -3,0 | 19,9 | 16,8 |
| mag. | -0,2 | 14,1 | 13,9 | -5,3 | 21,3 | 16,0 |
| giu. | -1,2 | 14,1 | 12,9 | -5,5 | 20,7 | 15,2 |
| lug. | -1,3 | 13,9 | 12,5 | -4,3 | 20,0 | 15,7 |
| ago. | -0,9 | 13,9 | 13,0 | -5,2 | 20,8 | 15,6 |
| set. | -0,2 | 13,7 | 13,5 | -5,9 | 21,9 | 16,0 |
| ott. | -0,1 | 13,4 | 13,3 | -4,9 | 20,5 | 15,6 |
| nov. | 0,1 | 13,5 | 13,6 | -4,7 | 20,0 | 15,2 |
| dic. | 0,1 | 13,6 | 13,7 | -5,9 | 20,2 | 14,3 |
| 2019 – gen. | -0,5 | 13,8 | 13,3 | -6,6 | 20,2 | 13,6 |
| feb. | -0,5 | 14,6 | 14,1 | -5,9 | 19,1 | 13,1 |
| mar. | -0,6 | 15,0 | 14,4 | -5,8 | 19,5 | 13,7 |
| apr. | 0,2 | 15,6 | 15,8 | -5,8 | 19,8 | 13,9 |
| mag. | 0,3 | 15,8 | 16,0 | -5,5 | 19,7 | 14,2 |
| giu. | 0,0 | 15,9 | 16,0 | -5,3 | 19,8 | 14,5 |
| lug. | 0,5 | 16,0 | 16,5 | -3,9 | 19,8 | 15,9 |
| ago. | 0,7 | 16,3 | 17,1 | -3,5 | 20,4 | 16,9 |
| set. | 1,6 | 16,6 | 18,3 | -3,6 | 21,0 | 17,4 |
| ott. | 1,6 | 16,7 | 18,3 | -3,2 | 20,7 | 17,6 |
| nov. | 0,3 | 18,2 | 18,5 | -3,8 | 21,5 | 17,7 |
| dic. | -1,0 | 19,2 | 18,2 | -5,6 | 21,9 | 16,3 |
| 2020 – gen. | -1,1 | 18,6 | 17,5 | -5,9 | 21,4 | 15,5 |
| feb. | -0,4 | 18,7 | 18,2 | -5,9 | 22,1 | 16,1 |
| mar. | -1,0 | 18,9 | 17,9 | -5,2 | 22,3 | 17,1 |

Fonte: dati trasmessi alla Banca d'Italia da un campione di 24 gruppi bancari nell'ambito del monitoraggio periodico sulla posizione di liquidità.

(1) Medie mensili delle rilevazioni settimanali per 12 banche significative (vigilate direttamente dalla BCE) e 12 banche meno significative (vigilate dalla Banca d'Italia in collaborazione con la BCE). In via precauzionale tutte le scadenze con controparti istituzionali si assumono come non rinnovate. – (2) Calcolato come somma algebrica tra i deflussi (con segno negativo) e gli afflussi (con segno positivo). Il calcolo dei deflussi include le scadenze contrattuali con clientela istituzionale e le stime delle banche sulle uscite attese da clientela al dettaglio. – (3) Calcolato come somma algebrica tra le riserve di attività non impegnate e stanziabili ai fini del rifinanziamento presso l'Eurosistema (counterbalancing capacity) e i flussi di cassa netti cumulati attesi sull'orizzonte temporale di 30 giorni.

Principali strumenti macroprudenziali per il sistema bancario (1)

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

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