



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

**EMBARGO FINO ALLE ORE 18,00
del 21 novembre 2025**

novembre 2025

2 | 2025



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Numero 2 / 2025
Novembre

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

Relazione annuale

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

Bollettino economico

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

Una miscellanea di studi su 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

© **Banca d'Italia, 2025**

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

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

Direttore responsabile

Sergio Nicoletti Altimari

Comitato di redazione

Alessio De Vincenzo e Pierluigi Bologna (coordinatori), Federico Apicella, Giulia Avola (Ivass), Lorenzo Braccini, Paolo Cantatore, Federica Ciocchetta, Alessandro D'Orazio, Ginette Eramo, Francesca Francetti, Eleonora Iachini, Michelina Lo Russo, Massimo Molinari, Valentina Nigro, Angelo Nunnari, Stefano Pasqualini (Ivass), Fabio Massimo Piersanti, Dario Ruzzi, Giovanni Secondin

Riquadri

Gianluca Aloia, Paolo Cantatore, Manuel Cugliari, Paolo Fiorenzuolo, Carlo Lanfranchi, Francesca Rinaldi, Carlo Squarcia, Mattia Suardi, Simone Alberto Valletta

Aspetti editoriali

Daniela Falcone, Fabrizio Martello, Marco Paciucci

Grafici

Giuseppe Casubolo, Roberto Marano

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 2280-7594 (stampa)

ISSN 2280-7608 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 14 novembre 2025, salvo diversa indicazione

Questa pubblicazione è stata stampata su carta certificata Ecolabel UE (numero di registrazione: FI/011/001)

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

INDICE

SINTESI	5
1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI	7
1.1 I rischi globali e dell'area dell'euro	7
1.2 La condizione macrofinanziaria dell'Italia	12
1.3 I mercati finanziari	13
1.4 I mercati immobiliari	16
1.5 Le famiglie e le imprese	17
2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI	23
2.1 Le banche	23
2.2 Le assicurazioni	37
2.3 L'industria del risparmio gestito	41
3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA	47

INDICE DEI RIQUADRI

Le regole sulle <i>stablecoins</i> e i potenziali rischi per la stabilità finanziaria	9
Rischi idrogeologici e rischi di credito	25
Lo stress test sulle banche italiane meno significative	34
La revisione della disciplina europea in materia di gestione delle crisi	36
Il comparto dei fornitori di servizi di crowdfunding in Italia	43

L'Appendice è disponibile solo online sul sito internet www.bancaditalia.it

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

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

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

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

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

SINTESI

Dalla scorsa primavera i prezzi delle attività più rischiose sono notevolmente saliti e la volatilità è tornata su livelli molto bassi nei mercati finanziari internazionali, nonostante la perdurante incertezza e le tensioni geopolitiche. Il rischio di correzioni improvvise è aumentato, soprattutto qualora le valutazioni si discostassero dai fondamentali economici.

In Italia i rischi per la stabilità finanziaria riconducibili a fattori interni permangono contenuti, mentre sono non trascurabili quelli connessi con l'instabilità internazionale.

Il quadro macrofinanziario non è complessivamente mutato rispetto allo scorso aprile. Il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e tedeschi si è ulteriormente ridotto, portandosi su valori in linea con quelli osservati prima della crisi dei debiti sovrani del decennio scorso.

La stabilità del quadro macrofinanziario beneficia della moderata ripresa del credito, della tenuta dei redditi da lavoro, della bassa disoccupazione, della prudente impostazione della politica di bilancio, del contenuto debito privato e della posizione creditoria netta sull'estero. Le prospettive di crescita restano tuttavia contenute.

I prezzi delle abitazioni sono saliti nel secondo trimestre, mentre quelli degli immobili commerciali sono rimasti sostanzialmente invariati. Nell'insieme non emergono segnali di sopravvalutazione.

I rischi connessi con la situazione finanziaria delle famiglie si sono mantenuti bassi, grazie alla crescita del reddito e della ricchezza finanziaria nel primo semestre e in presenza di un'ulteriore riduzione dell'indebitamento in rapporto al reddito disponibile. L'elevata incertezza si riflette in una propensione al risparmio ancora superiore ai livelli pre-pandemici.

Le condizioni delle imprese si confermano mediamente buone, sostenute dalla redditività e da un indebitamento contenuto. Le conseguenze

delle tensioni commerciali sono finora state limitate, ma il comparto rimane vulnerabile all'incertezza sulle prospettive economiche e alle possibili ripercussioni dei maggiori dazi e dei conflitti geopolitici.

Il sistema bancario resta complessivamente solido. Nel primo semestre la redditività e la patrimonializzazione si sono mantenute elevate; le condizioni di liquidità sono ancora equilibrate e la qualità del credito non è peggiorata. In prospettiva, la sostenibilità degli attuali livelli di redditività potrebbe risentire della flessione del margine di interesse; in un contesto incerto e con prospettive di crescita contenute sussistono inoltre rischi per la qualità degli attivi. L'esposizione alle minacce cibernetiche e operative continua a richiedere molta attenzione.

Nel comparto assicurativo la posizione di liquidità beneficia del buon andamento della raccolta premi. La redditività è aumentata e la patrimonializzazione si conferma alta.

Nel secondo e nel terzo trimestre il patrimonio dei fondi comuni italiani è cresciuto e la raccolta netta è risultata positiva. Le vulnerabilità del settore del risparmio gestito restano limitate.

In questo Rapporto sono inclusi cinque riquadri tematici. Il primo descrive l'evoluzione del quadro regolamentare relativo alle stablecoins in Europa e negli Stati Uniti e illustra i rischi derivanti da un loro sviluppo incontrollato. Nel secondo si valuta che l'effetto dell'esposizione ai rischi idrogeologici sul merito di credito delle imprese è moderato, e può essere ridotto attraverso un aumento delle coperture assicurative. Nel terzo riquadro si mostra come il recente stress test condotto dalla Vigilanza sulle banche meno significative abbia messo in evidenza una complessiva capacità di tenuta di questi intermediari in uno scenario avverso. Nel quarto si descrivono i recenti sviluppi della disciplina europea in tema di

gestione delle crisi bancarie, con particolare riferimento a quelle degli intermediari di piccola e media dimensione. Nell'ultimo riquadro si analizza il mercato del crowdfunding nel nostro

paese; l'azione della Banca d'Italia è orientata a vigilare sul rispetto dei criteri di gestione sana e prudente degli operatori e sui potenziali rischi per la stabilità finanziaria.

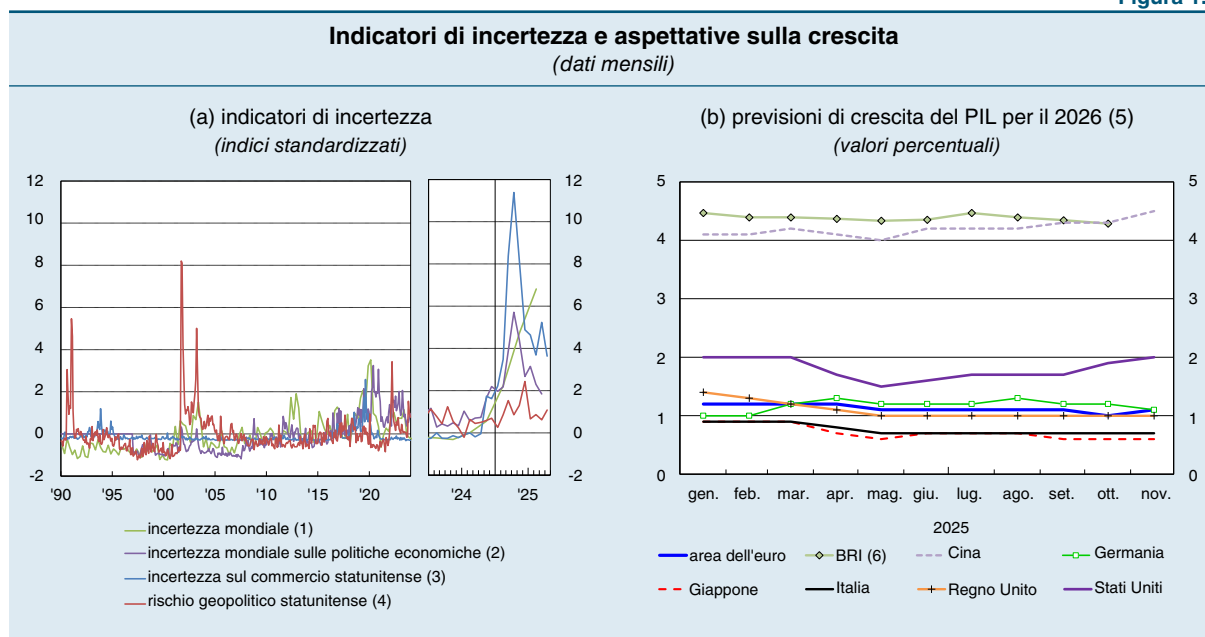
1 I RISCHI MACROECONOMICI, FINANZIARI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI GLOBALI E DELL'AREA DELL'EURO

Nel secondo trimestre del 2025 l'andamento dell'economia globale è stato eterogeneo: la crescita si è rafforzata negli Stati Uniti e in Giappone, ha rallentato nel Regno Unito e nell'area dell'euro, è rimasta invariata in Cina.

Pur in presenza di tensioni geopolitiche e di un'incertezza ancora elevata sulle prospettive del commercio mondiale (fig. 1.1.a), le più recenti previsioni di Consensus Economics per il 2026 indicano un lieve miglioramento rispetto alla scorsa primavera, confermando l'espansione del PIL negli Stati Uniti e una crescita moderata nell'area dell'euro, nel Regno Unito e, in misura minore, in Giappone (sondaggio di novembre; fig. 1.1.b).

Figura 1.1



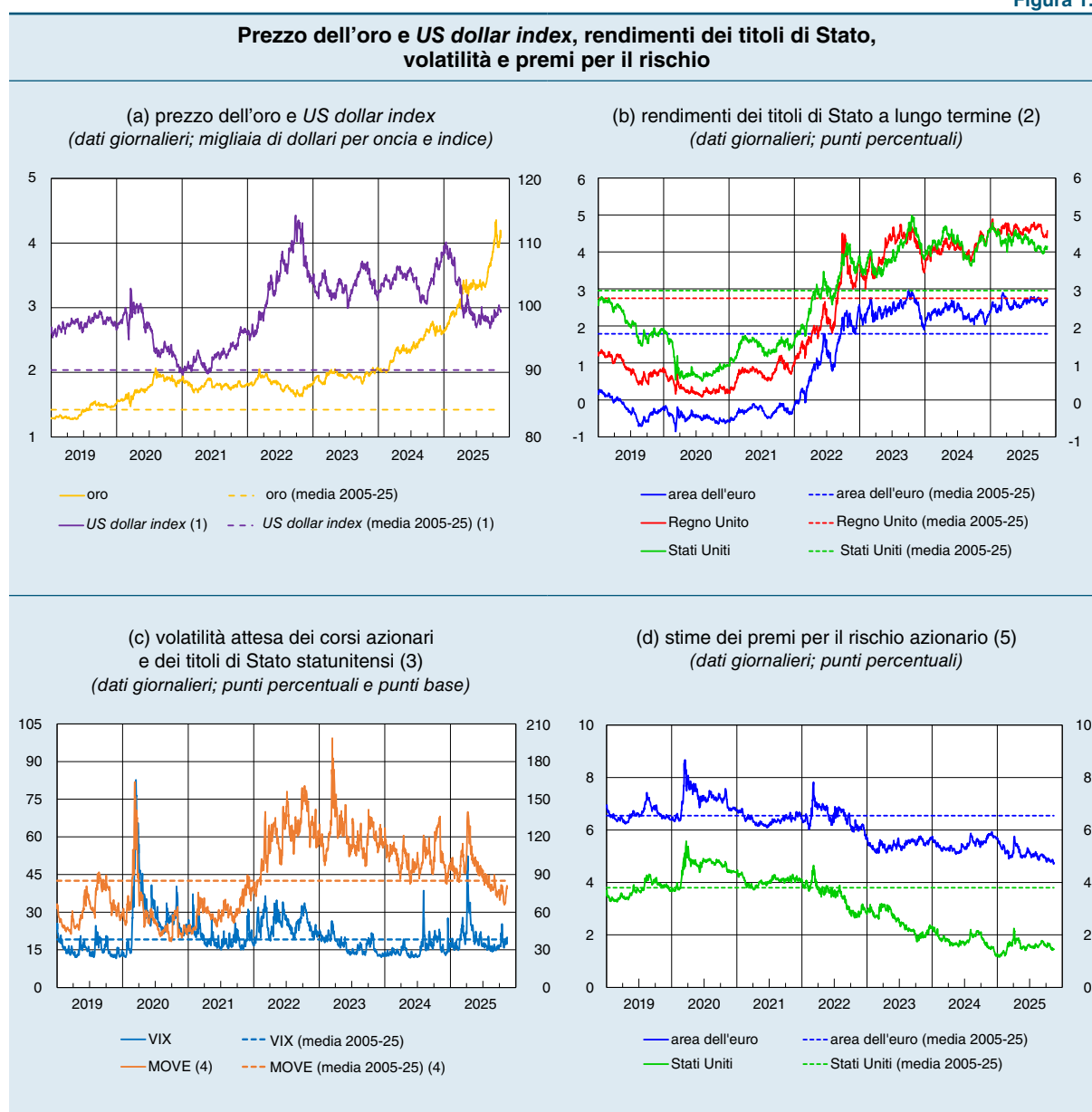
Fonti: per gli indicatori di incertezza, LSEG; per le previsioni di crescita del PIL, elaborazioni su dati Consensus Economics.

(1) H. Ahir, N. Bloom e D. Furceri, *The world uncertainty index*, NBER Working Paper Series, 29763, 2022. – (2) S.J. Davis, *An index of global economic policy uncertainty*, NBER Working Paper Series, 22740, 2016. – (3) S.R. Baker, N. Bloom e S.J. Davis, *Measuring economic policy uncertainty*, "The Quarterly Journal of Economics", 131, 4, 2016, pp. 1593-1636. – (4) D. Caldara e M. Iacoviello, *Measuring geopolitical risk*, "American Economic Review", 112, 4, 2022, pp. 1194-1225. – (5) L'asse delle ascisse riporta il mese di pubblicazione della previsione. – (6) Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India (BRI), ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL (FMI, *World Economic Outlook Database*, ottobre 2025).

Il forte aumento dei dazi deciso dall'amministrazione statunitense sta determinando una riconfigurazione degli scambi commerciali. L'assetto finale dei rapporti commerciali resta incerto e il rischio di nuove escalation rimane alto. I dazi accrescono il rischio di un rallentamento dell'economia mondiale, nonostante la politica monetaria delle principali banche centrali si mantenga moderatamente accomodante.

Sui mercati finanziari globali, dopo il rientro delle tensioni dello scorso aprile, i prezzi delle attività finanziarie più rischiose sono saliti in misura marcata e la volatilità è tornata su livelli molto bassi. Tuttavia rimane significativa l'incertezza macrofinanziaria. In un contesto di inflazione ancora relativamente alta negli Stati Uniti e di disavanzi dei bilanci pubblici in crescita in alcune economie avanzate, il prezzo dell'oro ha toccato i massimi storici (fig. 1.2.a).

Figura 1.2



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

(1) L'indice è calcolato come una media ponderata dei tassi di cambio del dollaro rispetto a euro, yen, sterlina, dollaro canadese, corona svedese e franco svizzero. Indice: 23 aprile 2025=100. Scala di destra. – (2) Per l'area dell'euro, rendimento del titolo di Stato decennale tedesco; per gli Stati Uniti e per il Regno Unito, rendimento del titolo di Stato decennale. – (3) VIX: volatilità implicita nei prezzi delle opzioni a 1 mese sull'indice azionario Standard & Poor's 500 (S&P 500); MOVE: volatilità implicita nelle opzioni a 1 mese sui contratti futures sui titoli di Stato del Tesoro statunitense di diversa scadenza. – (4) Scala di destra. – (5) Per gli indici azionari S&P 500 (Stati Uniti) e Datastream EMU Total Market (area dell'euro) si calcola il rapporto fra la media mobile a 10 anni degli utili e l'indice (entrambi a prezzi costanti). A tale rapporto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il tasso reale ricavato sottraendo al tasso *overnight indexed swap* a 10 anni quello degli *inflation swaps*. In questo modo si ottiene una stima del premio per il rischio azionario.

Un elevato ricorso a strategie di copertura del rischio di cambio¹ ha contribuito a una persistente debolezza del dollaro, pur in assenza di forti dismissioni di attività finanziarie statunitensi da parte degli investitori esteri.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono saliti in Giappone e in Germania mentre sono calati nel Regno Unito e, più nettamente, negli Stati Uniti, grazie alle attese di un allentamento della politica monetaria della Federal Reserve, alimentate da segnali di indebolimento nel mercato del lavoro (fig. 1.2.b). I rendimenti sulle scadenze trentennali hanno raggiunto in diverse economie i valori più alti osservati negli ultimi dieci anni, determinando un generalizzato aumento della pendenza delle curve dei tassi; tale dinamica rifletterebbe anche i timori sulla sostenibilità del debito, nonché l'indebolimento della domanda di obbligazioni a lungo termine a fronte di consistenti emissioni nette.

Le quotazioni sui mercati azionari sono cresciute, soprattutto negli Stati Uniti, sospinte anche dall'incremento degli utili correnti e attesi, in particolare nel settore tecnologico. Molti indicatori di valutazione dei prezzi delle azioni statunitensi sono ai massimi storici e la volatilità e i premi per il rischio sono diminuiti, restando ben al di sotto delle rispettive medie di lungo periodo (figg. 1.2.c e 1.2.d). Ciò contrasta con la significativa incertezza macrofinanziaria e potrebbe prefigurare rischi di correzioni improvvise, soprattutto se gli andamenti delle valutazioni non risultassero giustificati dai fondamentali economici sottostanti.

Nelle principali economie avanzate gli spread obbligazionari delle società non finanziarie si sono ulteriormente ridotti, soprattutto nel segmento *high yield*, rimanendo anch'essi su livelli ampiamente inferiori ai valori medi di lungo periodo. Le emissioni nette sono prontamente riprese dopo l'interruzione in aprile. Nel comparto *high yield* si osservano tuttavia segnali di vulnerabilità, con tassi di insolvenza in crescita; secondo le principali agenzie di rating questi ultimi potrebbero aumentare ancora se gli effetti della politica commerciale statunitense si rivelassero peggiori delle attese.

Dopo aver segnato un rialzo significativo a partire da aprile 2025, raggiungendo un massimo storico di 4.200 miliardi di dollari all'inizio di ottobre, il valore di mercato delle criptoattività ha registrato una marcata riduzione: si è collocato a circa 3.200 miliardi di dollari a metà novembre, riflettendo l'andamento del comparto delle attività non garantite. Di contro, il valore delle *stablecoins* ha mantenuto nelle ultime settimane il livello dell'inizio di ottobre, stabilizzandosi a circa 320 miliardi. Il settore delle *stablecoins* continua a essere fortemente concentrato: ai due strumenti più importanti (Tether e USDC), entrambi ancorati al dollaro, fa capo l'82 per cento del complessivo valore di mercato del settore (cfr. il riquadro: *Le regole sulle stablecoins e i potenziali rischi per la stabilità finanziaria*).

In generale, gli investitori appaiono particolarmente fiduciosi, malgrado l'elevata incertezza del quadro macroeconomico e geopolitico globale.

LE REGOLE SULLE *STABLECOINS* E I POTENZIALI RISCHI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA¹

Nei mercati delle criptoattività le *stablecoins* presentano specifici profili di rischio per la stabilità finanziaria, legati alla solidità degli emittenti e alla variabilità del valore del sottostante. Di particolare rilievo è la possibilità che venga meno la fiducia degli utenti nella capacità di questi strumenti di mantenere il proprio valore, con conseguente corsa ai rimborsi (*redemption run*) e liquidazione di consistenti volumi delle riserve sottostanti. Tali dinamiche possono generare fenomeni di contagio,

¹ A cura di Mattia Suardi.

¹ *Markets shrug off trade conflicts*, "BIS Quarterly Review", settembre, 2025.

alimentati dalle interconnessioni sia all'interno dell'ecosistema delle criptoattività sia con il sistema finanziario².

Nonostante l'adozione di raccomandazioni e standard internazionali volti ad armonizzare la regolamentazione sulle *stablecoins*³, e benché diversi paesi abbiano emanato o stiano aggiornando i propri quadri normativi⁴, la frammentazione del contesto regolamentare rimane una criticità rilevante. Differenze di approccio emergono ad esempio nel confronto tra il regolamento europeo sui mercati delle criptoattività (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR) e il Genius Act promulgato negli Stati Uniti lo scorso luglio⁵. Malgrado alcuni elementi di convergenza su aspetti di rilievo, quali il riconoscimento del diritto di rimborso e l'imposizione di regole sulle attività detenibili come riserve a garanzia del valore dei *tokens*, si osservano divergenze significative su altri aspetti.

Una prima marcata differenza riguarda l'ambito di applicazione. La disciplina statunitense è più circoscritta, in quanto si riferisce esclusivamente alle *stablecoins* "di pagamento" e si concentra sui soli emittenti⁶. Il perimetro di riferimento di MiCAR è invece più ampio, sia perché ricomprende tutte le criptoattività non già disciplinate dalla legislazione finanziaria dell'Unione⁷, sia perché si rivolge non solo agli emittenti, ma anche ai prestatori di servizi in criptoattività (*crypto-asset service providers*, CASP), quali ad esempio i servizi di custodia e di scambio. Nel Genius Act, inoltre, non vengono specificati i requisiti di capitale e di liquidità degli emittenti, la cui definizione è demandata ai singoli supervisori, federali o statali.

Per attenuare il rischio che le *stablecoins* possano affermarsi a livello sistemico come strumenti di riserva di valore, MiCAR prevede anche, sia per gli emittenti sia per i CASP, il divieto di corrispondere interessi; il Genius Act riferisce invece tale divieto esclusivamente agli emittenti, rendendo la proibizione aggirabile.

Un'altra importante differenza riguarda le commissioni sulle operazioni di rimborso delle *stablecoins* da parte degli emittenti. Le commissioni sono infatti vietate da MiCAR ma consentite dal Genius Act; ciò rende le norme europee più tutelanti per i detentori di *stablecoins*.

² Per un'analisi dei rischi relativi alle *stablecoins*, cfr. *Euro digitale, cripto-attività e finanza digitale*, audizione della Vice Direttrice generale della Banca d'Italia C. Scotti, Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario, finanziario e assicurativo, Roma, 24 luglio 2025. Per maggiori dettagli sui rischi di interconnessione, cfr. la *Special Feature A: Just another crypto boom? Mind the blind spots*, in BCE, *Financial Stability Review*, maggio 2025 e il riquadro: *L'evoluzione del mercato delle criptoattività e i rischi per la stabilità finanziaria*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025.

³ In particolare, cfr. FSB, *High-level recommendations for the regulation, supervision and oversight of global stablecoin arrangements*, 17 luglio 2023.

⁴ Oltre all'Unione europea pochi altri ordinamenti, tra cui il Giappone e Hong Kong, hanno finalizzato una regolamentazione specifica per le *stablecoins*. Gli Stati Uniti hanno adottato il Genius Act ma restano ancora da definire le relative norme attuative, nel Regno Unito l'approccio regolamentare è in fase di definizione. Cfr. FSB, *Thematic review on FSB global regulatory framework for crypto-asset activities*, 16 ottobre 2025.

⁵ L'applicazione del Genius Act è prevista entro 18 mesi dalla sua promulgazione o entro 120 giorni dall'entrata in vigore delle norme attuative, a seconda di quale delle due date sia precedente. Inoltre è stato stabilito un periodo transitorio di tre anni dalla promulgazione del Genius Act prima che diventi operativo il divieto per i *digital asset service provider* di offrire o vendere una *stablecoin* di pagamento non emessa da un emittente autorizzato.

⁶ Il Genius Act definisce *stablecoins* di pagamento le attività digitali utilizzate o progettate per essere utilizzate come mezzo di pagamento o di regolamento, che mirano a mantenere un valore stabile, consentendo il rispetto dell'obbligo di rimborso di un importo monetario fisso. È attualmente all'esame del Congresso degli Stati Uniti una proposta di legge (Clarity Act) per l'introduzione di una più generale regolamentazione delle attività digitali.

⁷ Non sono quindi soggette a MiCAR le criptoattività già regolate da altri atti legislativi dell'Unione relativi ai servizi finanziari, come ad esempio gli strumenti finanziari tokenizzati.

Si rilevano infine differenze anche in relazione alla gestione delle crisi: MiCAR richiede agli emittenti di predisporre appositi piani di risanamento e rimborso, mentre il Genius Act si limita ad assegnare priorità di rimborso ai detentori di *stablecoins* rispetto agli altri creditori, nell'ambito delle procedure di insolvenza.

Accanto alla frammentazione regolamentare, una questione esaminata dalle istituzioni europee⁸ concerne gli schemi multiemittente, nei quali *stablecoins* tra loro fungibili sono emesse da più entità che possono avere sede legale in giurisdizioni diverse e che utilizzano la stessa denominazione commerciale⁹. A causa delle loro peculiari caratteristiche, questi schemi amplificano i rischi connessi con le asimmetrie normative, determinando potenziali ripercussioni sulla stabilità finanziaria. In caso di compresenza di emittenti europei ed extra UE (ad esempio, statunitensi), il maggiore livello di tutela dei detentori accordato da MiCAR potrebbe incentivare gli utenti non residenti nell'Unione a richiedere il rimborso dei propri *tokens* agli emittenti europei. Inoltre, dal momento che anche gli utenti europei possono detenere i *tokens* emessi dagli emittenti extra UE, il volume dei *tokens* complessivamente in circolazione nell'Unione potrebbe essere significativamente maggiore rispetto a quello dei soli *tokens* emessi dagli emittenti europei. In entrambi i casi le riserve disponibili nella UE potrebbero non risultare sufficienti a soddisfare tutte le richieste di rimborso, rendendo necessario il trasferimento delle attività dagli emittenti extra UE. Questi meccanismi transfrontalieri di ribilanciamento, previsti in base ad accordi contrattuali tra gli emittenti, possono a loro volta essere fonte di vulnerabilità poiché, soprattutto in situazioni di crisi, le autorità del paese terzo potrebbero limitare il trasferimento, esponendo gli emittenti europei a rischi di *redemption run*. Ulteriori complicazioni possono derivare dall'insufficienza dei dati sui trasferimenti di *stablecoins* e sulla distribuzione delle riserve tra giurisdizioni, insufficienza che può essere di ostacolo non solo per il monitoraggio dei rischi per la stabilità finanziaria, ma anche per le attività di sorveglianza sul sistema dei pagamenti.

Con l'obiettivo di eliminare o attenuare i rischi per la stabilità finanziaria insiti negli schemi di *stablecoins* multiemittente, lo scorso 25 settembre l'ESRB ha adottato la raccomandazione ESRB/2025/9, che esorta innanzitutto la Commissione europea a non considerare questi schemi ammissibili ai sensi di MiCAR. Qualora la Commissione non ritenga di procedere in tal modo, l'ESRB invita la Commissione stessa, insieme alle autorità di vigilanza europee e nazionali, ad adottare provvedimenti idonei ad attenuare i rischi per la stabilità finanziaria, che includono il potenziamento delle misure di vigilanza, una più intensa cooperazione internazionale, un rafforzamento degli scambi informativi e l'introduzione dei necessari interventi normativi.

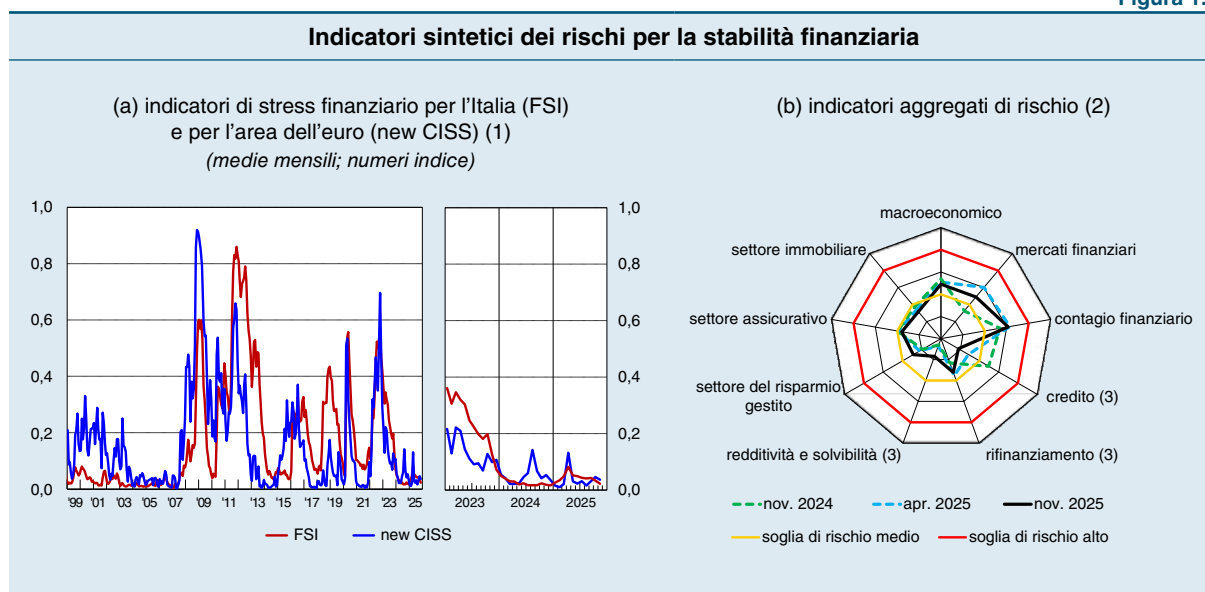
⁸ Per approfondimenti, cfr. Consiglio dell'Unione europea, *ECB non-paper on EU and third country stablecoin multi-issuance*, working document, 10 aprile 2025; *Cutting through the noise: exercising good judgment in a world of change*, discorso della Presidente della BCE C. Lagarde alla 9ª conferenza annuale dello European Systemic Risk Board (ESRB), Francoforte sul Meno, 3 settembre 2025. Si segnala inoltre che l'art. 140 di MiCAR prevede che la Commissione europea, dopo aver consultato la European Banking Authority (EBA) e la European Securities and Markets Authority (ESMA), presenti al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sull'applicazione del regolamento, corredandola eventualmente di una proposta legislativa, che includa la valutazione dell'opportunità di stabilire un regime di equivalenza per gli emittenti di *stablecoins* o per i CASP di paesi terzi.

⁹ *Stablecoins in the payments ecosystem: reflections on responsible innovation*, intervento della Vice Direttrice generale della Banca d'Italia C. Scotti alla 14ª edizione della conferenza *Economics of Payments*, Roma, 18 settembre 2025.

1.2 LA CONDIZIONE MACROFINANZIARIA DELL'ITALIA

Le condizioni dei mercati finanziari sono nel complesso distese e beneficiano dell'andamento favorevole del mercato dei titoli pubblici italiani (cfr. il paragrafo 1.3), della buona performance del sistema bancario (cfr. il paragrafo 2.1) e di una dinamica del credito in progressivo miglioramento grazie alla normalizzazione della politica monetaria (fig. 1.3.b). L'indicatore composito di stress finanziario (fig. 1.3.a) è diminuito dopo il temporaneo e limitato aumento dello scorso aprile; si colloca su livelli vicini ai minimi storici, già osservati prima dell'acuirsi delle tensioni commerciali.

Figura 1.3



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

(1) I valori sono compresi tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). Per maggiori dettagli sull'indicatore delle condizioni di stress finanziario (*financial stress index*, FSI), cfr. A. Miglietta e F. Venditti, *An indicator of macro-financial stress for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 497, 2019. Rispetto alla versione proposta in quest'ultimo lavoro, l'indicatore impiegato nella figura include i segmenti del mercato obbligazionario societario, di quello dei pronti contro termine e del mercato dei titoli di Stato a breve termine, in precedenza non considerati. Per maggiori dettagli sull'indicatore composito di stress sistemico (*new composite indicator of systemic stress*, new CISS), cfr. S. Chavleishvili e M. Kremer, *Measuring systemic financial stress and its risks for growth*, European Central Bank, Working Paper Series, 2842, 2023. Per l'FSI, medie mensili di dati settimanali; per il new CISS, medie mensili di dati giornalieri. — (2) Gli indicatori aggregati sono basati sul quadro analitico dei rischi descritto in F. Venditti, F. Columba e A.M. Sorrentino, *A risk dashboard for the Italian economy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 425, 2018. — (3) Indicatori di rischio riferiti al settore bancario.

Secondo le previsioni più recenti l'Italia crescerebbe dello 0,6 per cento sia nel 2025 sia nel 2026². Al rafforzamento degli investimenti, trainati soprattutto dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR), si assocerebbe la debolezza delle esportazioni, negativamente influenzate dalle politiche protezionistiche e dall'apprezzamento dell'euro. Nel biennio 2025-26 l'inflazione al consumo aumenterebbe dall'1,1 per cento fino a valori di poco superiori all'1,5.

Sulla base di quanto previsto dal *Documento programmatico di finanza pubblica 2025* (DPFP 2025), nell'anno in corso l'indebitamento netto delle Pubbliche amministrazioni scenderà al 3 per cento del PIL, mentre l'avanzo primario salirà allo 0,9. L'indebitamento netto si ridurrà in modo graduale nel triennio 2026-28 e l'avanzo primario migliorerà ulteriormente. Il peso del debito sul prodotto passerà dal 134,9 del 2024 al 137,4 per cento alla fine del 2026, anche a causa dell'impatto di cassa

² Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 17 ottobre 2025.

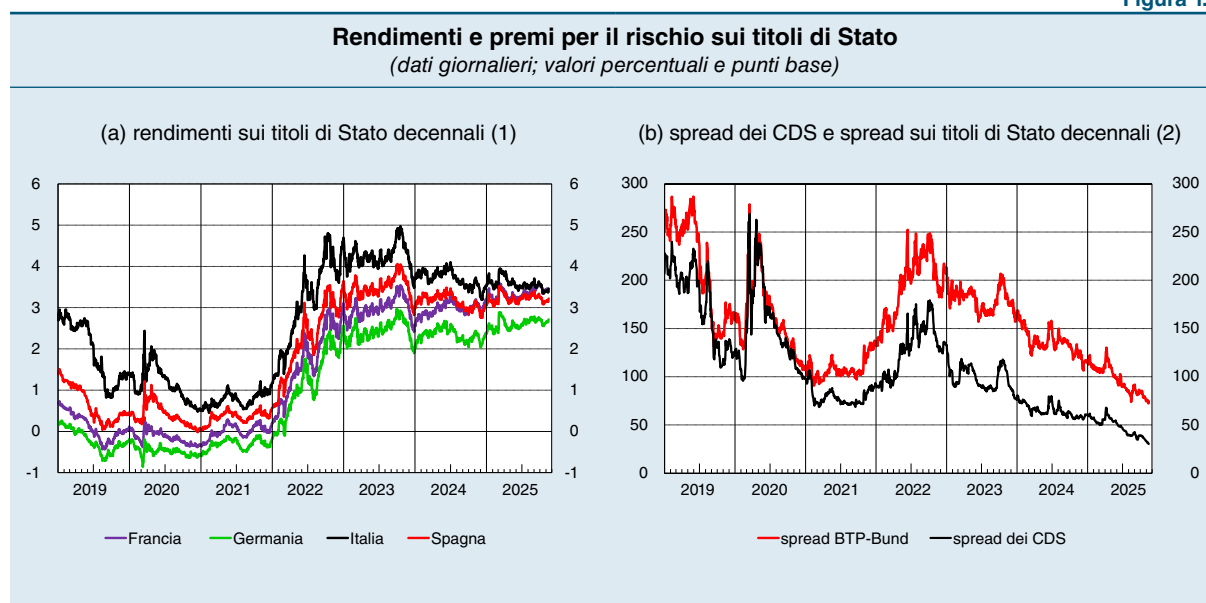
del Superbonus; inizierà a ridursi dal 2027. Sulla sua dinamica inciderà inoltre il differenziale tra l'onere medio del debito e la crescita nominale del PIL.

Le prospettive di crescita dell'economia italiana rimangono contenute e soggette a rischi legati prevalentemente a fattori esterni. Da un lato, la tenuta dei redditi da lavoro, la bassa disoccupazione, la posizione netta sull'estero largamente creditoria e il debito privato contenuto costituiscono elementi di forza. Dall'altro lato, l'elevato debito pubblico rimane un fattore di vulnerabilità. Per assicurare una sua significativa riduzione in rapporto al prodotto sarà necessario combinare azioni concrete per sostenere la crescita³ con il mantenimento della prudente gestione delle finanze pubbliche, uno dei fattori alla base delle recenti revisioni al rialzo del merito di credito del Paese.

1.3 I MERCATI FINANZIARI

Il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi ha continuato a contrarsi dalla scorsa primavera (fig. 1.4.b), per effetto della flessione dei rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani e dell'aumento di quelli dei corrispondenti titoli tedeschi (fig. 1.4.a); lo spread è tornato così sui livelli osservati prima della crisi del debito sovrano. Anche sul mercato dei credit default swap (CDS) il premio per assicurarsi contro il rischio di insolvenza dell'emittente sovrano italiano è sceso ulteriormente, collocandosi sui valori minimi degli ultimi 16 anni.

Figura 1.4



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

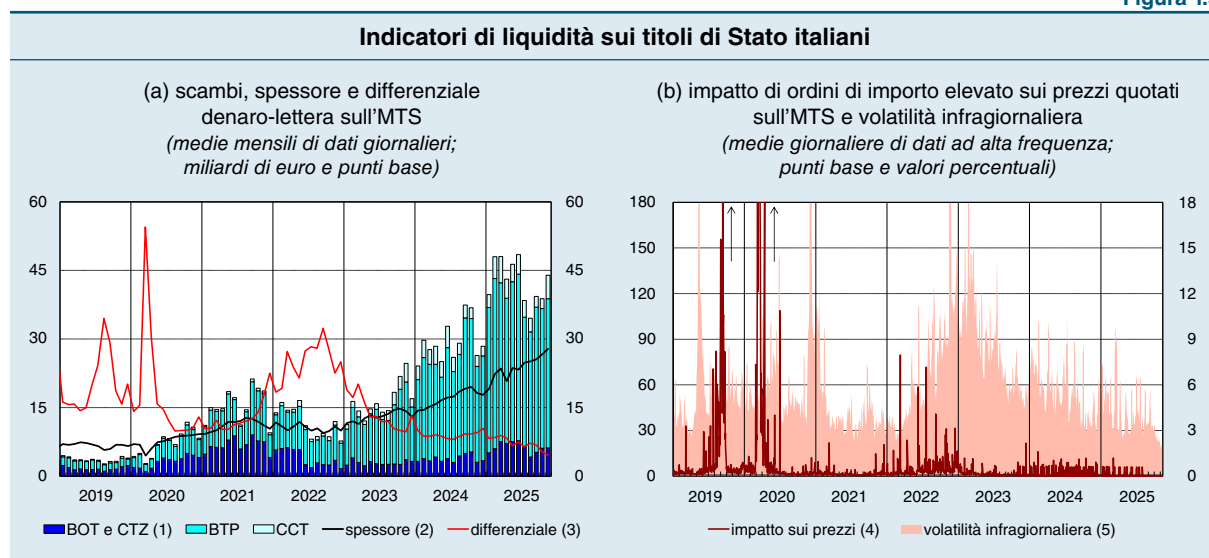
(1) Rendimenti dei titoli di Stato benchmark con scadenza decennale emessi dai paesi indicati in legenda. – (2) Premio dei CDS con scadenza a 5 anni sull'emittente sovrano italiano e differenziale di rendimento fra il titolo di Stato benchmark con scadenza decennale emesso dall'Italia e il corrispondente titolo tedesco.

Le condizioni di liquidità sul mercato secondario dei titoli pubblici italiani sono rimaste distese, con volumi di negoziazione che hanno registrato nuovi massimi a giugno e si sono mantenuti elevati anche nei mesi estivi, nonostante il consueto calo stagionale (fig. 1.5.a). Il differenziale denaro-lettera

³ *Risparmio: tutela, inclusione, sviluppo*, intervento del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta alla Giornata Mondiale del Risparmio, Roma, 28 ottobre 2025.

dei BTP ha continuato a collocarsi su livelli contenuti e le quantità quotate dai *market makers* sono progressivamente aumentate.

Figura 1.5



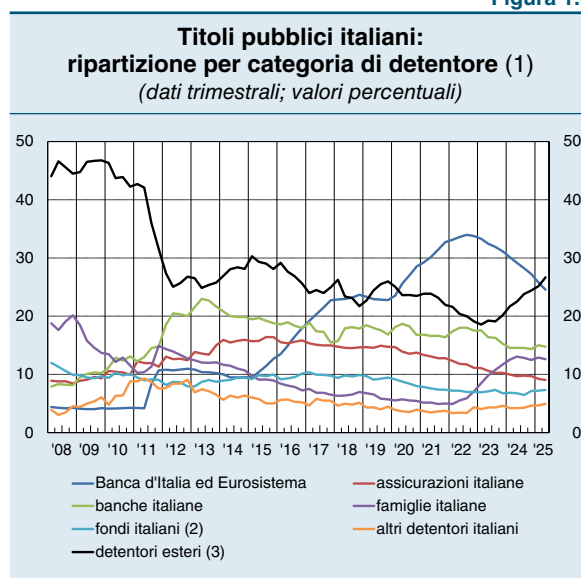
(1) A partire da ottobre 2022 la serie include solo i dati sui BOT in quanto le consistenze dei CTZ si sono azzerate in seguito all'interruzione dei collocamenti di questa tipologia di titoli e al rimborso degli ultimi CTZ giunti a scadenza. – (2) Media delle quantità in denaro e lettera rilevate durante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

La volatilità infragiornaliera dei corsi obbligazionari governativi si è confermata moderata, riflettendo anche minori deterioramenti temporanei della liquidità del comparto rispetto a quelli verificatisi nel 2024 e nei primi mesi del 2025 in occasione della pubblicazione di dati macroeconomici rilevanti (fig. 1.5.b). Gli ordini di ammontare cospicuo hanno continuato a essere assorbiti senza produrre un impatto significativo sui prezzi.

I tassi dei pronti contro termine sui titoli di Stato sul mercato MTS si sono mantenuti leggermente al di sopra del tasso di remunerazione sui depositi dell'Eurosistema; il premio connesso con la scarsità dei titoli (*specialness*) ha raggiunto nuovi minimi storici.

Nella prima metà del 2025 è proseguita la crescita (iniziata nel 2023) della quota di titoli di Stato italiani detenuta da investitori esteri (fig. 1.6); tale quota si colloca tuttavia su livelli inferiori a quelli registrati nei principali paesi dell'area dell'euro. La percentuale detenuta dalle famiglie è rimasta sostanzialmente in linea con i livelli

Figura 1.6



Fonte: Banca d'Italia (Conti finanziari) e stime basate su dati Assogestioni e BCE.

(1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme dei detentori. – (2) Include gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani (*round trip*). – (3) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema e da gestioni e fondi comuni *round trip*.

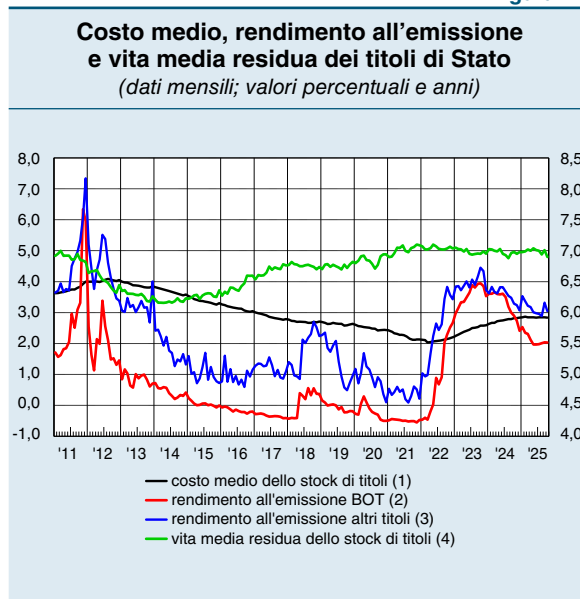
osservati nel 2024 (cfr. il paragrafo 1.4), così come quella delle banche; si sono invece ridotte quella delle assicurazioni e quelle detenute dalla Banca d'Italia e dall'Eurosistema nel loro insieme. Sul mercato primario dei titoli di Stato l'attività di collocamento è proseguita in modo regolare, con quantitativi in aumento nel comparto a medio e a lungo termine; vi hanno contribuito due nuove emissioni collocate direttamente agli investitori al dettaglio (il BTP Italia a giugno e il BTP Valore in ottobre). Rispetto ad aprile, i rendimenti medi all'emissione dei BOT risultano in calo, analogamente a quelli degli altri titoli (per i quali si è tuttavia registrato un temporaneo incremento nel mese di settembre); il costo medio dei titoli in circolazione si è portato al 2,84 per cento (fig. 1.7). Dal 2021 la vita media residua si è stabilizzata intorno a sette anni.

Dopo il picco seguito agli annunci dei dazi statunitensi ad aprile, il differenziale di rendimento tra i titoli emessi dalle imprese italiane e i tassi privi di rischio (asset swap spread) si è ridotto: lo spread del comparto *high yield* è sostanzialmente in linea con il livello precedente l'annuncio, quello del comparto *investment grade* è sceso al di sotto (fig. 1.8).

Anche il mercato azionario italiano ha completamente riassorbito la temporanea flessione dello scorso aprile e ha avuto un recupero migliore di quello del mercato azionario dell'area dell'euro (fig. 1.9.a). La buona performance è principalmente dovuta al contributo del settore bancario, sostenuto da risultati di bilancio accolti con particolare favore dagli investitori. La volatilità implicita del mercato azionario è tornata su livelli contenuti, come nel resto dell'area (fig. 1.9.b), e la struttura a termine della volatilità segnala una percezione di minor rischio a breve termine da parte degli investitori rispetto alla prima metà dell'anno. Tuttavia, dall'inizio di ottobre l'indicatore *risk reversal*⁴ evidenzia un moderato aumento dei rischi al ribasso per le quotazioni.

⁴ L'indicatore, calcolato come la differenza fra la volatilità implicita di opzioni put e call, misura il prezzo relativo delle opzioni che proteggono da una discesa dell'indice azionario rispetto a quelle che traggono profitto da un suo aumento.

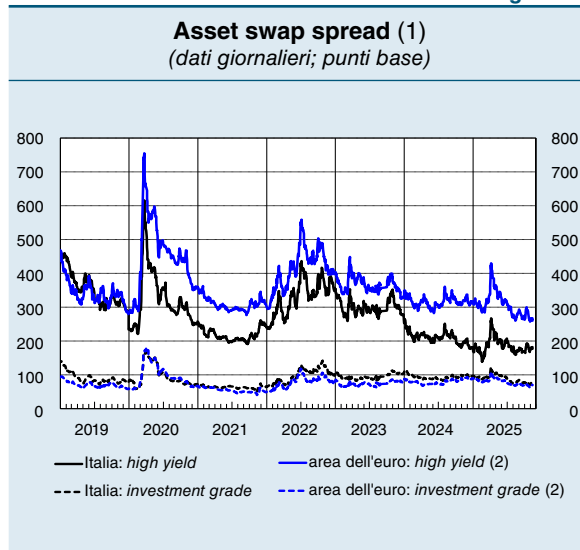
Figura 1.7



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Ministero dell'Economia e delle finanze, aggiornati al 31 ottobre 2025.

(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. — (3) Media ponderata dei tassi dei titoli diversi dai BOT e dai BTP indicizzati collocati nel mese. — (4) Valori di fine periodo ponderati per le consistenze in essere; sono esclusi i prestiti della Commissione europea e i prestiti esteri. Scala di destra.

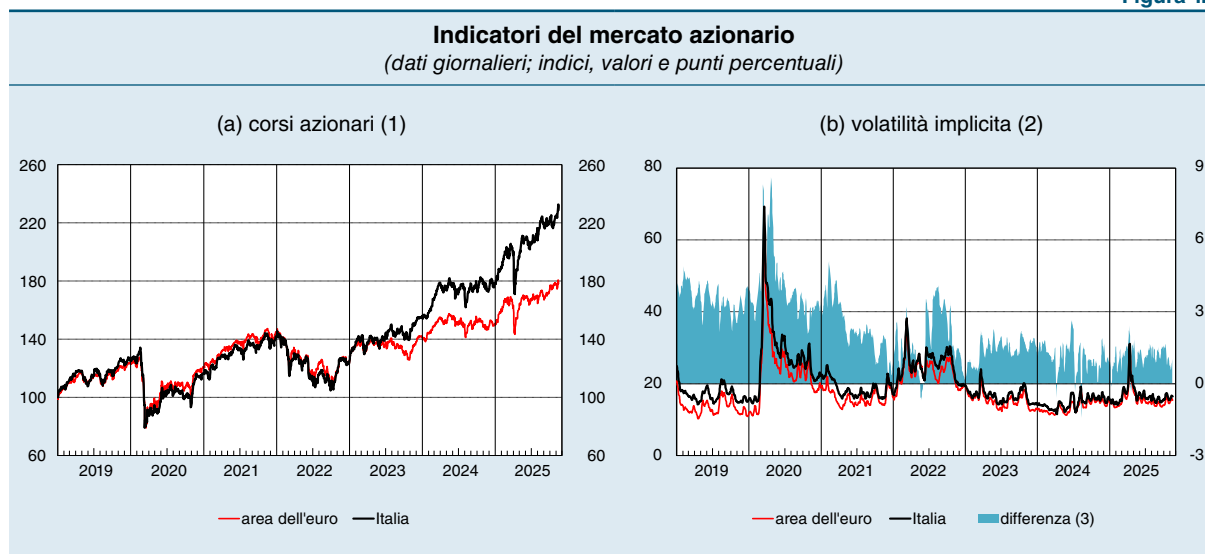
Figura 1.8



Fonte: elaborazioni su dati ICE BofAML.

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

Figura 1.9



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

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

1.4 I MERCATI IMMOBILIARI

Nel secondo trimestre del 2025 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro hanno continuato a crescere (del 5,1 per cento sul corrispondente periodo del 2024; fig. 1.10.a): le quotazioni sono molto aumentate in Spagna (12,8 per cento)⁵, hanno accelerato in Germania e sono tornate a salire lievemente in Francia.

In Italia il rialzo dei prezzi è proseguito (3,9 per cento, fig. 1.10.b), anche in termini reali, interessando tutte le aree del Paese e le principali città. Il volume delle compravendite è aumentato, pur rallentando rispetto al trimestre precedente.

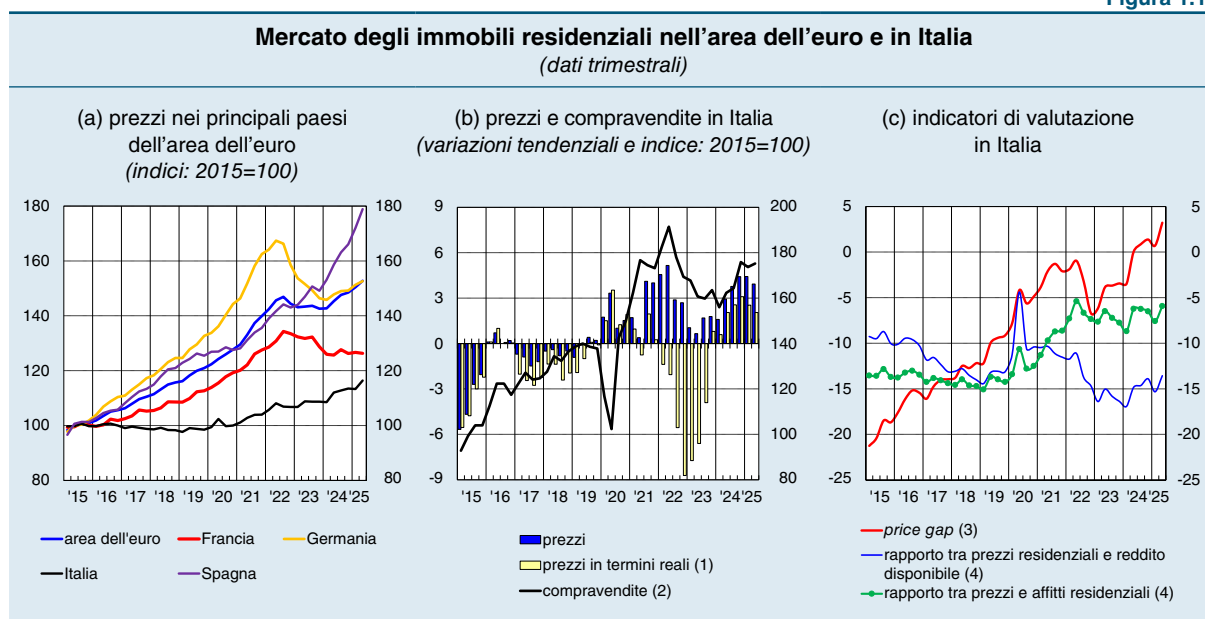
I giudizi raccolti tra settembre e ottobre nel *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* mostrano attese per il quarto trimestre più favorevoli rispetto a tre mesi prima e migliori di quelle dello stesso periodo del 2024. La domanda di abitazioni si è consolidata.

Secondo nostre stime, la crescita dei prezzi delle abitazioni rimarrebbe sostenuta nel 2025, per poi attenuarsi gradualmente nei prossimi due anni⁶. Tra gli indicatori di valutazione, il *price gap* è tornato su valori positivi, mentre in rapporto al reddito disponibile e agli affitti i prezzi rimangono inferiori alla media di lungo periodo (fig. 1.10.c). Complessivamente, nel mercato non si rilevano rischi di sopravvalutazione.

⁵ Il forte aumento dei prezzi in Spagna nel 2025 sarebbe riconducibile all'elevata domanda, alla rigidità dell'offerta e all'aumento degli affitti turistici (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025).

⁶ Le stime sono basate sui modelli descritti in S. Emiliozzi, E. Guglielminetti e M. Loberto, *Forecasting house prices in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 463, 2018.

Figura 1.10



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Eurostat, Istat e Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle Entrate.
(1) Dati deflazionati sulla base della variazione dei prezzi al consumo. – (2) Dati corretti per gli effetti della stagionalità e dei giorni lavorativi. Scala di destra. – (3) Il *price gap* è definito come deviazione percentuale dell'indice dei prezzi delle abitazioni in termini reali dal suo andamento di lungo periodo. – (4) I dati sono espressi in deviazione percentuale rispetto alla media di lungo periodo.

Nel comparto immobiliare non residenziale nell'ultimo trimestre del 2024 nell'area dell'euro si è attenuato il calo delle quotazioni (-1,2 per cento rispetto allo stesso periodo del 2023). Tuttavia la dinamica dei prezzi si conferma eterogenea: nel secondo trimestre del 2025 in Germania i prezzi hanno continuato ad aumentare, mentre in Francia hanno ripreso a crescere in termini tendenziali dopo quasi tre anni di marcata riduzione.

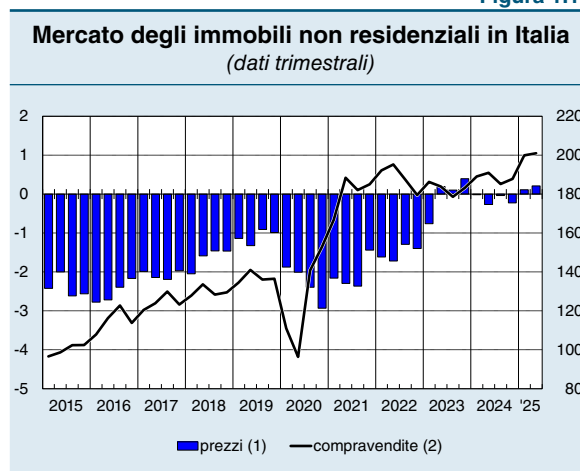
In Italia le compravendite sono salite nella prima metà del 2025, a fronte di una sostanziale stabilità delle quotazioni (fig. 1.11).

1.5 LE FAMIGLIE E LE IMPRESE

Le famiglie

I rischi connessi con la condizione finanziaria delle famiglie si mantengono contenuti. Nel primo semestre di quest'anno il reddito ha continuato a crescere, sostenuto dalla ripresa delle retribuzioni e dal buon andamento dell'occupazione (cfr. *Bollettino economico*, 4, 2025). Secondo l'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane* condotta dalla Banca d'Italia tra agosto e i primi di ottobre, la quota di nuclei familiari che dichiara di avere difficoltà nel far fronte alle spese mensili rimane limitata. Resta comunque forte la percezione di incertezza delle prospettive economiche, che si riflette su una propensione al risparmio ancora superiore ai livelli precedenti la pandemia.

Figura 1.11



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

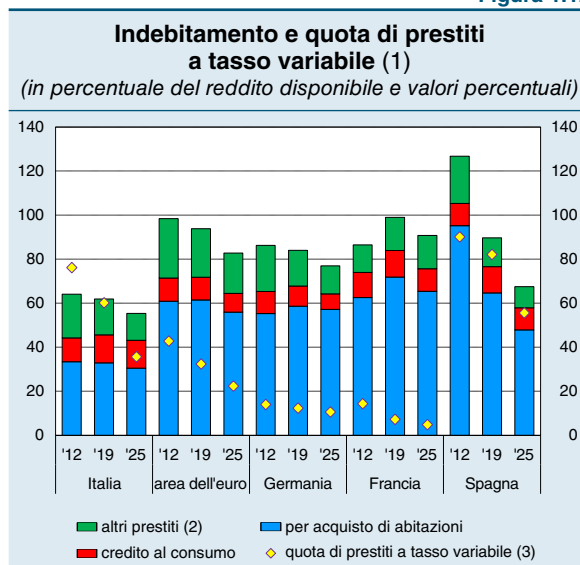
La ricchezza finanziaria è significativamente aumentata nei primi sei mesi dell'anno, trainata soprattutto dal buon andamento dei corsi azionari (cfr. il paragrafo 1.3). In un contesto di riduzione dei tassi di interesse di riferimento, le famiglie hanno decumolato depositi, venduto titoli di Stato a breve termine e titoli di debito del settore privato. Hanno invece incrementato gli investimenti in titoli di Stato a medio e lungo termine, grazie anche a due sessioni di collocamento di BTP dedicate a investitori al dettaglio⁷. Hanno inoltre indirizzato i propri investimenti verso quote di fondi comuni, azioni e partecipazioni.

Sebbene il credito alle famiglie abbia accelerato (3,1 per cento a settembre), la loro esposizione debitoria ha continuato a contrarsi in rapporto al reddito disponibile, portandosi su un valore storicamente basso (55,4 per cento a giugno, fig. 1.12).

La dinamica dei prestiti riflette soprattutto quella dei mutui, la cui espansione si è rafforzata anche nei mesi estivi (3,2 per cento a settembre, dal 2,1 di marzo, fig. 1.13). Le nuove erogazioni di mutui a tasso variabile hanno costituito circa l'11 per cento del totale, nonostante il loro costo sia progressivamente diminuito, fino a divenire marginalmente inferiore a quello dei mutui a tasso fisso in tutto il terzo trimestre (rispettivamente 3,1 e 3,3 per cento alla fine del periodo). La quota delle consistenze di mutui a tasso variabile ha raggiunto il minimo storico, pari al 26,7 per cento.

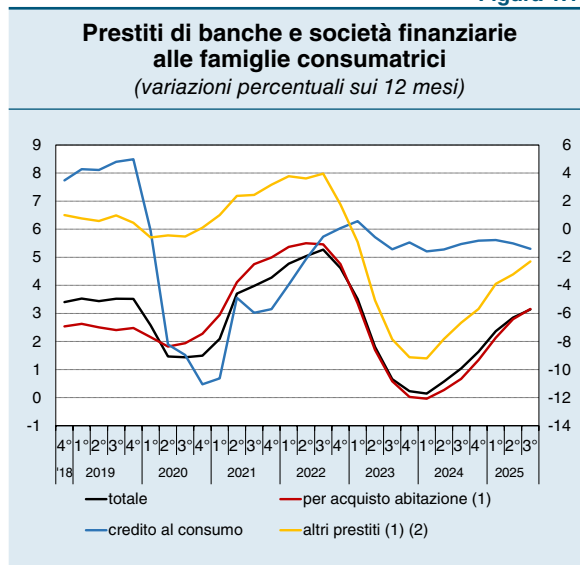
Il credito al consumo pur continuando a crescere in modo sostenuto, ha rallentato nel semestre terminante a settembre, con un incremento annuo del 5,3 per cento rispetto al 5,6 di marzo; è risultato sostanzialmente stabile l'aumento di quello concesso dalle banche (4,5 per cento alla fine del terzo trimestre), che rappresenta quasi i due terzi del totale, mentre ha frenato quello erogato dalle società finanziarie (7,3 per cento a settembre, da 8,2 a marzo). Il costo complessivo del credito al consumo, pari al 10,2 per cento a settembre, si è di poco ridotto rispetto a marzo.

Figura 1.12



Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia, BCE per i paesi dell'area dell'euro.
(1) Dati riferiti ai prestiti erogati da banche e società finanziarie a famiglie consumatrici e produttrici e a istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per il 2025 l'ultimo dato disponibile è riferito a giugno 2025. – (2) Altre forme di finanziamento: le più rilevanti sono le aperture di credito in conto corrente e i mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo. – (3) Rientrano in questa categoria, i prestiti con periodo di rideterminazione del tasso inferiore a 1 anno. Sono esclusi i prestiti per finalità di consumo erogati da società finanziarie. Scala di destra.

Figura 1.13



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Dati riferiti ai soli prestiti erogati dalle banche. – (2) Altre forme di finanziamento; le più rilevanti sono le aperture di credito in conto corrente e i mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo. Scala di destra.

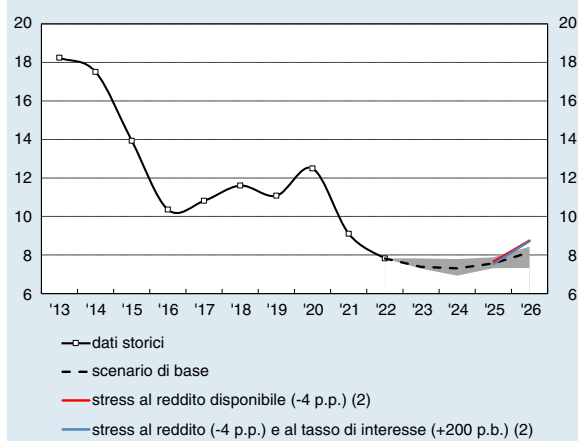
⁷ Si fa riferimento al BTP Più e al BTP Italia emessi rispettivamente a febbraio e giugno scorsi.

Nei primi nove mesi dell'anno il tasso di deterioramento dei mutui si è mantenuto stazionario su livelli storicamente bassi, allo 0,6 per cento (cfr. il paragrafo 2.1). Nello stesso periodo la qualità dei prestiti per finalità di consumo⁸ è lievemente peggiorata, con un tasso di ingresso in deterioramento del 2,4 per cento, dal 2,3 di fine 2024.

In base alle proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia⁹, nel 2026 la vulnerabilità finanziaria delle famiglie tornerebbe a salire, per effetto dell'aumento dell'indebitamento connesso con la ripresa dei mutui residenziali. I nuclei finanziariamente fragili costituirebbero l'1,7 per cento del totale e deterrebbero l'8,1 per cento del totale dei debiti (fig. 1.14). La situazione delle famiglie, considerate nel loro insieme, continuerebbe a rimanere solida anche in presenza di uno scenario particolarmente avverso: nel caso in cui i tassi fossero di 2 punti percentuali superiori a quelli dello scenario di base e la crescita del reddito disponibile fosse di 4 punti inferiore, la quota di nuclei vulnerabili raggiungerebbe il 2 per cento e il relativo debito salirebbe all'8,7 per cento del totale, valori contenuti nel confronto storico.

Figura 1.14

Quota di debito detenuto da famiglie vulnerabili (1)
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF).
(1) Sono considerate vulnerabili le famiglie con un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 30 per cento e un reddito equivalente inferiore al valore mediano. Ultimi dati IBF disponibili: 2022. Area ombreggiata: intervallo tra il 10° e il 90° percentile della distribuzione di probabilità delle simulazioni. – (2) Rispetto allo scenario di base, le condizioni di stress applicate nel 2026 sono: (a) il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali; (b) il tasso di crescita del reddito nominale è più basso di 4 punti percentuali e l'Euribor a 3 mesi, l'interest rate swap (IRS) a 10 anni e il tasso di interesse sul credito al consumo sono più elevati di 200 punti base.

Le imprese

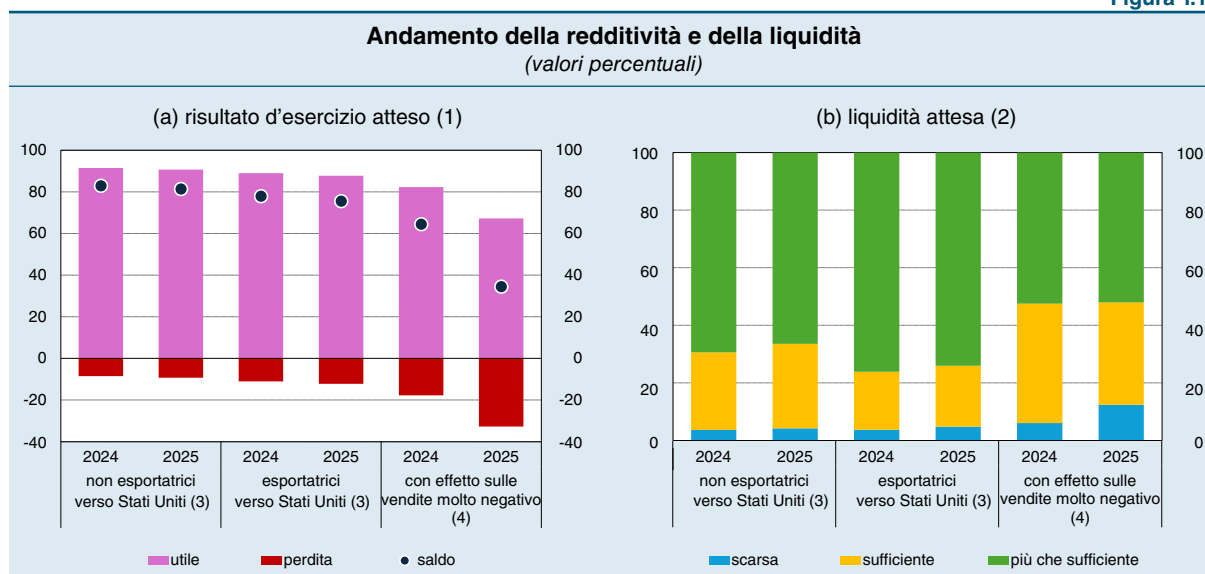
Le condizioni finanziarie delle imprese continuano a essere mediamente buone, sostenute dalla redditività e da un indebitamento contenuto. Le conseguenze delle tensioni commerciali si sono rivelate finora limitate, ma il comparto rimane vulnerabile all'incertezza sull'andamento della crescita economica e alle possibili ripercussioni dei maggiori dazi e dei conflitti geopolitici.

La redditività si mantiene su livelli elevati, nonostante una contrazione del margine operativo lordo (MOL) nei dodici mesi terminanti a giugno (-4,3 per cento). Il calo ha riflesso la perdurante debolezza del valore aggiunto e una più sostenuta dinamica del costo del lavoro. Secondo l'ultimo *Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi* (Sondtel), condotto a settembre tra le aziende con almeno 20 addetti, la quota di imprese che prevedono di chiudere l'anno in utile si riduce lievemente rispetto al 2024 ma permane alta. La flessione è più accentuata tra quelle che riportano un effetto molto negativo dell'inasprimento dei dazi sulle vendite (fig. 1.15.a); il peso di queste aziende è comunque contenuto in termini sia di numerosità sia di addetti.

⁸ Il tasso è calcolato sulla base dei dati forniti dal Consorzio di tutela del credito, società di informazione creditizia (SIC) che include informazioni su base trimestrale relativa ai singoli contratti e ai prenditori, per un campione rappresentativo di finanziamenti a scopo di consumo.

⁹ Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. C.A. Attinà, F. Franceschi e V. Michelangeli, *Modelling households' financial vulnerability with consumer credit and mortgage renegotiations*, "International Journal of Microsimulation", 13, 2020, pp. 67-91, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 531, 2019.

Figura 1.15



Fonte: Sondtel.

(1) Quota di imprese che prevedono di chiudere l'anno in utile o in perdita. – (2) Quota di imprese che valutano il livello delle disponibilità liquide, rispetto alle proprie necessità operative sino alla fine dell'anno. – (3) Imprese che hanno/non hanno dichiarato di avere esportato negli Stati Uniti nel biennio 2024-25. – (4) Imprese che, a seguito all'aumento dei dazi americani, hanno dichiarato di avere avuto o che avranno un effetto "molto negativo" sulle vendite nei primi 9 mesi o negli ultimi 3 del 2025.

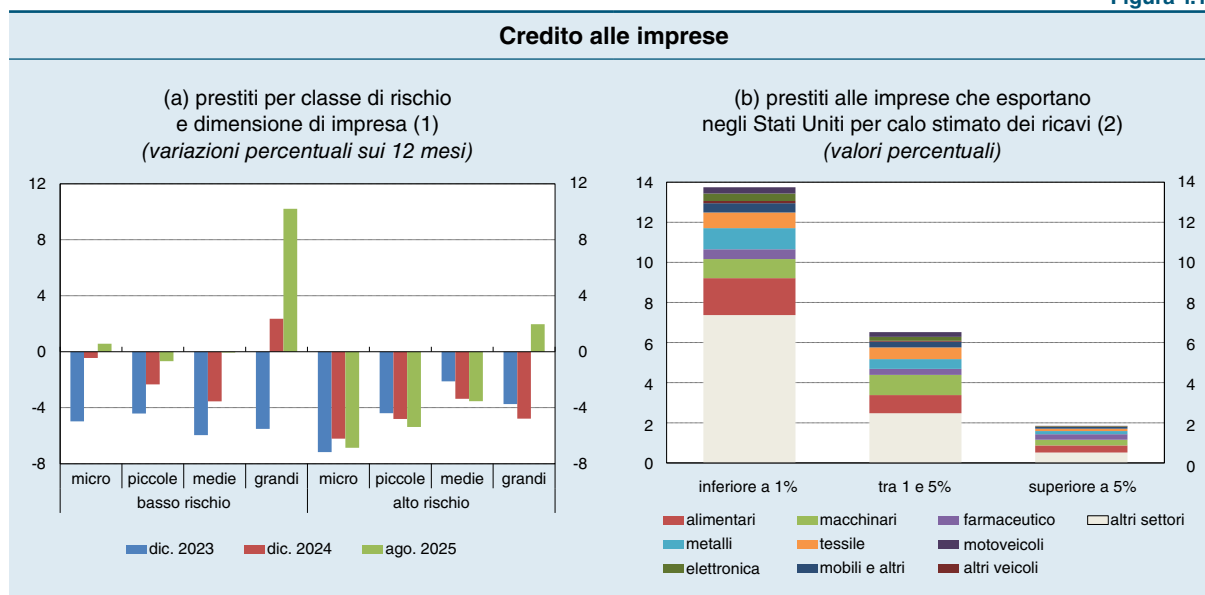
La riduzione del MOL, insieme al favorevole andamento degli investimenti, si è riflessa in un maggiore fabbisogno finanziario. Il rapporto tra autofinanziamento e investimenti è sceso all'89,6 per cento a giugno, dal 96,8 a dicembre. Le risorse liquide, in riduzione principalmente tra le grandi imprese, si sono mantenute su livelli elevati. Secondo l'indagine Sondtel, la quota di aziende che considerano le proprie riserve scarse a fronte delle esigenze operative sino alla fine dell'anno rimane nel complesso limitata, ma è aumentata tra quelle più colpite dai dazi (fig. 1.15.b).

I debiti finanziari sono cresciuti dell'1,4 per cento nel primo semestre, pur restando pressoché costanti in rapporto al PIL (al 59,1 per cento, un valore molto inferiore a quello dei principali paesi europei). La leva finanziaria ha continuato a ridursi, scendendo al 30,7 per cento; il calo è ascrivibile quasi interamente al rialzo dei corsi azionari.

Il credito ha mostrato segnali di ripresa, con un incremento dello 0,7 per cento a settembre su base annua, dopo una fase di contrazione iniziata nel 2023. L'espansione è stata trainata dalle grandi imprese, in particolare da quelle con bilanci più solidi (fig. 1.16.a); per le piccole aziende il calo si è attenuato (a -4,6 per cento, da -6,8 di dicembre 2024), con una crescita degli impieghi tra quelle più sane. Sulla base dei risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS), la domanda di finanziamenti è aumentata, prevalentemente tra le società di maggiore dimensione, anche in seguito alla riduzione dei tassi di interesse; i criteri di offerta sui prestiti sono stati lievemente allentati. Le imprese intervistate nell'ambito di Sondtel, incluse le più piccole, prevedono un miglioramento delle condizioni di indebitamento nel secondo semestre dell'anno.

L'andamento del credito ha finora risentito in misura limitata dell'innalzamento dei dazi statunitensi: dalla fine dello scorso anno la richiesta di finanziamenti da parte dei settori più esposti alle tensioni commerciali con gli Stati Uniti è stata solo leggermente inferiore rispetto al resto dell'economia. Le imprese appartenenti a questi settori hanno domandato più credito a breve termine e meno finanziamenti con orizzonti temporali più lunghi, presumibilmente per il posticipo dei piani di investimento a fronte della forte incertezza (cfr. il riquadro: *Le tensioni commerciali e la domanda di credito delle imprese*

Figura 1.16



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei rischi, Cerved, AnaCredit e (Full International and Global Accounts for Research in Input-Output Analysis, FIGARO). (1) Dati riferiti alla variazione annuale dei prestiti per un campione di circa 500.000 società di capitali. I prestiti includono quelli concessi dalle società finanziarie, tengono conto delle cartolarizzazioni e comprendono anche i finanziamenti classificati in sofferenza. L'attribuzione della classe di rischio è basata sull'indicatore CeBi-Score4 calcolato da Cerved. Le imprese a rischio basso (medio e alto) hanno un valore compreso tra 1 e 4 (5 e 10). La classificazione dimensionale fa riferimento a quanto stabilito dalla raccomandazione CE/2003/361, che definisce micro le società con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo non superiore a 2 milioni di euro; piccole quelle con meno di 50 addetti e un fatturato o un attivo non superiore a 10 milioni, non incluse tra le micro; medie quelle con meno di 250 addetti e un fatturato o un attivo non superiore rispettivamente a 50 e a 43 milioni, non incluse tra le micro o tra le piccole. Le grandi imprese sono quelle residuali. – (2) La quota dei prestiti è calcolata sul totale di quelli erogati alle imprese; le esposizioni creditizie sono considerate al 3° trimestre del 2024. La stima del calo dei ricavi è computata a livello di impresa e include solo gli effetti diretti sull'export, in assenza di informazioni sulle interdipendenze tra singole società non finanziarie.

dell'area dell'euro, in *Bollettino economico*, 4, 2025). Secondo nostre stime, coerenti con i dazi previsti dall'accordo commerciale di luglio concluso tra Stati Uniti e Unione europea, la quota del debito bancario attribuibile alle aziende più esposte rimarrebbe nel complesso contenuta: circa il 9 per cento di quelle che esportano negli Stati Uniti subirebbe un calo del fatturato superiore al 5 per cento e a queste sarebbe riconducibile meno del 2 per cento dei prestiti bancari alle imprese (fig. 1.16.b)¹⁰. Le imprese più vulnerabili all'aumento dei dazi sono in genere di piccola dimensione e hanno un basso grado di diversificazione dei mercati di sbocco. Anche l'impatto delle tariffe sull'indotto delle aziende che esportano verso gli Stati Uniti si manterrebbe limitato (cfr. il riquadro: *L'impatto dei dazi statunitensi sull'indotto delle imprese italiane*, in *Bollettino economico*, 4, 2025).

A seguito del progressivo allentamento della politica monetaria, il costo delle nuove erogazioni – esclusi i finanziamenti in conto corrente – ha continuato a ridursi (3,4 per cento a settembre, rispetto al 4,4 di dicembre 2024 e al picco di 5,6 di novembre 2023); ne hanno beneficiato soprattutto le società di grande dimensione. Il rapporto tra oneri finanziari e MOL, sceso all'8,5 per cento a giugno, rimane ancora di 3,6 punti percentuali più elevato dei valori registrati alla metà del 2022, prima della fase di aumento dei tassi di interesse. La crescita dell'indicatore in tale periodo è stata comunque mitigata dalla concomitanza di diversi fattori, tra cui la buona redditività e l'utilizzo di strategie di copertura attraverso derivati. Le aziende che hanno utilizzato queste strategie, tipicamente di grande dimensione e con un alto grado di indebitamento, avrebbero ridotto il proprio costo del debito di circa 100 punti base nel 2023 e di 70 punti nel 2024.

¹⁰ I risultati dell'esercizio sono lievemente più contenuti rispetto a quelli descritti nel riquadro: *L'esposizione del sistema bancario dell'area dell'euro ai settori più vulnerabili ai dazi statunitensi*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025, dove si ipotizzava un rialzo uniforme dei dazi di 25 punti percentuali su tutte le importazioni statunitensi di merci provenienti dall'Unione europea.

Tra gennaio e settembre il tasso di deterioramento dei prestiti alle imprese è leggermente diminuito, al 2,2 per cento (cfr. il paragrafo 2.1).

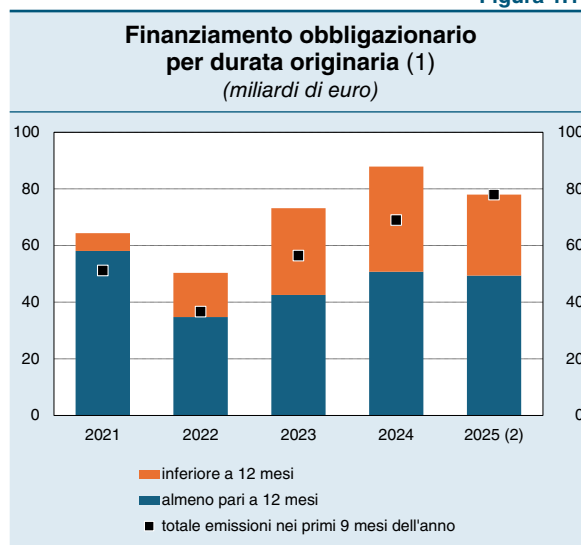
Nei primi nove mesi dell'anno le emissioni lorde nel mercato obbligazionario hanno continuato a espandersi; il valore dei collocamenti da parte delle aziende italiane e delle controllate estere è stato di 78 miliardi di euro (il 13 per cento in più nel confronto con il periodo corrispondente del 2024). La tendenza positiva osservata dal 2023 riflette in buona parte il forte incremento delle emissioni con durata inferiore a un anno, prevalentemente cambiali finanziarie (*commercial paper*) riconducibili a pochi grandi gruppi (fig. 1.17). Il numero delle società che hanno collocato per la prima volta titoli di debito è risultato sostanzialmente stabile rispetto ai primi nove mesi dello scorso anno (erano poco più di 80 unità).

Il merito di credito medio degli emittenti corporate italiani ha beneficiato del miglioramento del rating sovrano: tra aprile e novembre il 21,8 per cento del valore nominale dei titoli in circolazione è stato interessato da revisioni al rialzo del rating, a fronte dello 0,5 per cento di declassamenti. Nel resto dell'area dell'euro si è invece registrato un complessivo deterioramento delle valutazioni: il valore nominale dei titoli declassati è stato pari al 7,4 per cento, rispetto al 2,8 delle variazioni al rialzo. Tuttavia, in Italia la quota delle obbligazioni con rating BBB, più esposte al rischio di declassamento a *high yield*, rimane più elevata della media dell'area dell'euro (86,4 per cento sul totale del comparto *investment grade*, rispetto al 61,9 per cento).

Secondo le proiezioni del modello di microsimulazione della Banca d'Italia¹¹, in uno scenario di base coerente con le più recenti previsioni macroeconomiche, la quota dei debiti finanziari facente capo a imprese vulnerabili si ridurrebbe nel 2026 (di circa 2 punti percentuali, al 28 per cento; fig. 1.18). La diminuzione sarebbe generalizzata tra settori e per dimensione di impresa, e riconducibile a una crescita del MOL più elevata di quella del debito. Le stime restano comunque soggette alla forte incertezza del contesto globale; in uno scenario avverso, caratterizzato da una marcata riduzione della redditività, la quota di debito attribuibile alle imprese vulnerabili aumenterebbe, particolarmente tra quelle piccole e medie.

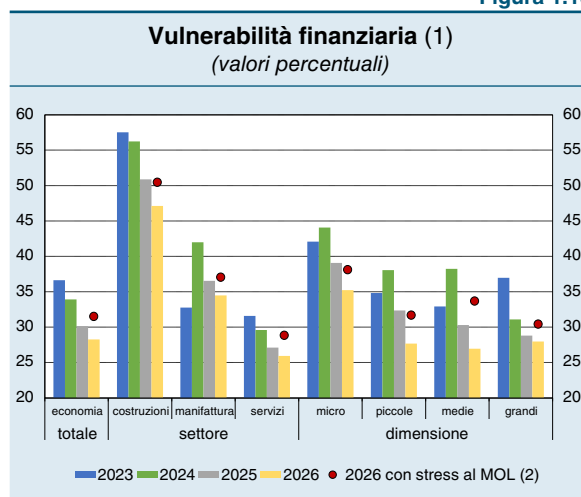
¹¹ Per i dettagli sul modello di microsimulazione, cfr. A. De Socio e V. Michelangeli, *A model to assess the financial vulnerability of Italian firms*, "Journal of Policy Modeling", 39, 2017, pp. 147-168, pubblicato anche in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 293, 2015.

Figura 1.17



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli e Dealogic.
(1) Ammontare lordo di obbligazioni emesse da imprese e gruppi non finanziari italiani. – (2) Il dato del 2025 si riferisce ai primi 9 mesi dell'anno.

Figura 1.18



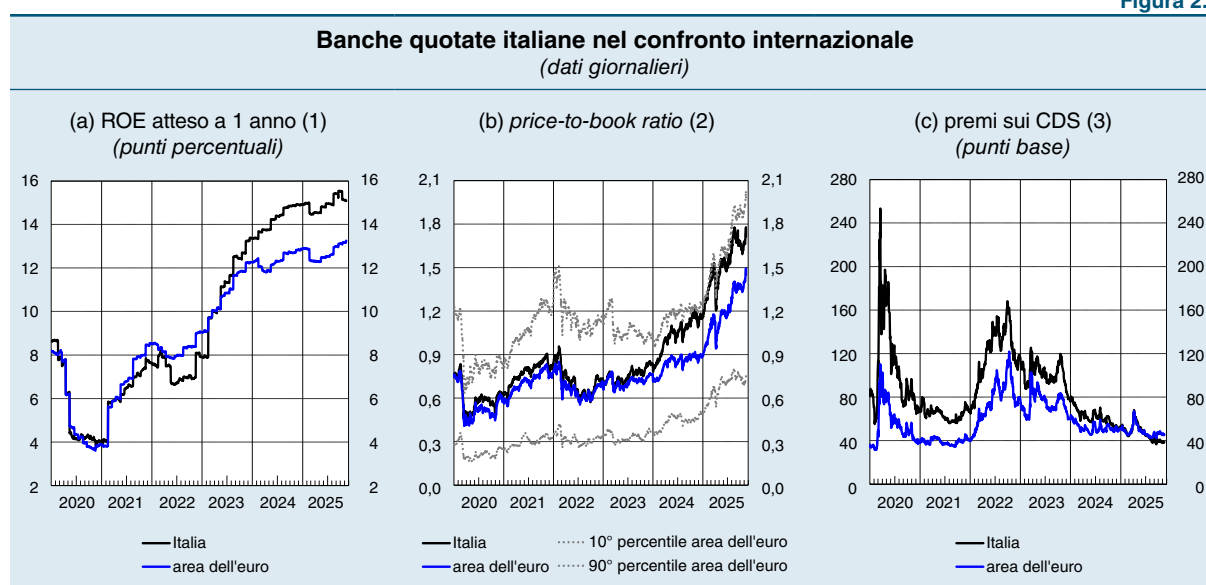
Fonte: elaborazioni su dati Cerved.
(1) Quota di debito detenuto dalle imprese vulnerabili, definite come aziende con MOL negativo o con un rapporto tra oneri finanziari e MOL superiore al 50 per cento. Sono escluse le imprese con prestiti in sofferenza. Gli ultimi bilanci disponibili per l'intero campione sono relativi al 2023. – (2) Rispetto allo scenario di base, la condizione di stress applicata nel 2026 è una variazione del MOL nominale più bassa di 10 punti percentuali.

2 I RISCHI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

2.1 LE BANCHE

Le condizioni del sistema bancario italiano risultano nell'insieme solide: patrimonializzazione e redditività sono su livelli elevati e la qualità del credito non mostra segnali di peggioramento. Gli indicatori di mercato rimangono favorevoli e in generale migliori di quelli dei principali intermediari dell'area dell'euro (fig. 2.1). La redditività potrebbe tuttavia ridursi: la flessione del margine di interesse ne sta già influenzando la dinamica. In un contesto di crescita contenuta e di elevata incertezza geopolitica sussistono in prospettiva rischi per la qualità degli attivi.

Figura 2.1



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

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

I rischi dell'attivo

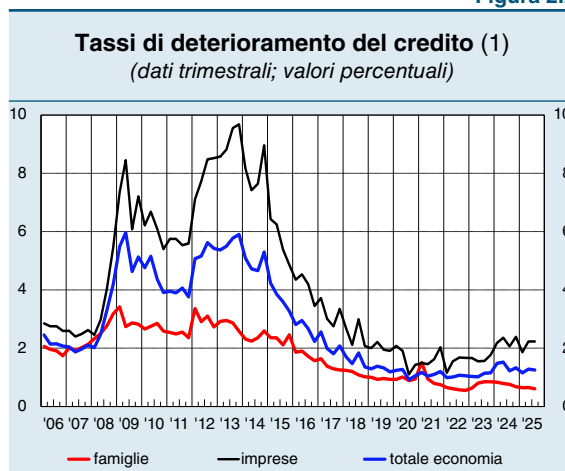
Nonostante il rallentamento dell'attività economica, la qualità complessiva degli attivi bancari è rimasta sostanzialmente stabile nei primi nove mesi del 2025. Nel terzo trimestre il tasso di deterioramento era pari all'1,3 per cento, invariato rispetto alla fine dello scorso anno (fig. 2.2).

A giugno l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti era lievemente diminuita (dall'1,5 per cento alla fine del 2024 all'1,4 nel primo semestre, al netto delle rettifiche; fig. 2.3.a e cfr. nell'*Appendice*

la tav. A2). Il valore dell'indicatore per i gruppi significativi (1,1 per cento) si confermava in linea con quello medio degli intermediari dei paesi partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM; fig. 2.3.b).

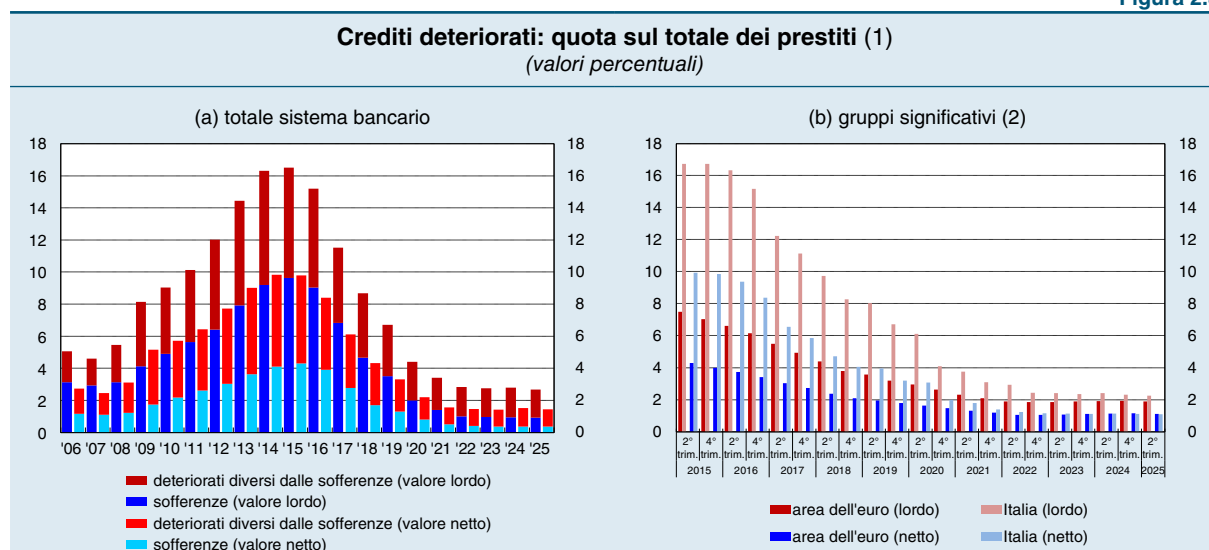
Alla fine del 2024 risultavano in essere 46 operazioni di cartolarizzazione assistite dalla garanzia pubblica sui titoli di classe senior (garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, Gacs)¹; a fronte di tali cartolarizzazioni erano stati emessi titoli per poco meno di 27 miliardi di euro, di cui circa 22 di tranches senior. I rimborsi sinora effettuati su queste ultime hanno ridotto l'esposizione dello Stato a 7,6 miliardi. Le proiezioni degli incassi attesi dagli intermediari specializzati nella gestione e nel recupero di crediti cartolarizzati (*servicers*) mostrano tuttavia un diffuso rallentamento nell'attività di recupero², in particolare per le cartolarizzazioni realizzate prima del 2019.

Figura 2.2



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

Figura 2.3



(1) I prestiti includono i finanziamenti verso clientela, intermediari creditizi e banche centrali. Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri; sono escluse le filiali di banche estere; sono inoltre comprese le banche specializzate nella gestione dei crediti deteriorati, il cui peso sull'intero sistema bancario in termini di tale categoria di prestiti si colloca intorno al 5 per cento. Le quote sono calcolate al netto e al lordo delle relative rettifiche di valore. I dati di giugno 2025 sono provvisori. – (2) Il perimetro delle banche significative e di quelle meno significative non è omogeneo tra le date indicate in figura: a partire da giugno 2019, con il perfezionamento della riforma del settore del credito cooperativo, Cassa Centrale Banca è diventata un gruppo significativo ai fini di vigilanza, inoltre nel gruppo ICCREA, già classificato come significativo prima della riforma, sono confluite 143 banche di credito cooperativo (BCC). Da giugno 2022 tra le banche significative sono incluse FincoBank e Mediobanca.

¹ La Gacs è stata attiva dal 2017 al 2019 e successivamente prorogata, con modifiche, fino al 2022. I requisiti per l'ammissione alla Gacs sono stati resi più stringenti per le operazioni di cartolarizzazione condotte dopo il 6 marzo del 2019, per le quali è stato introdotto un sistema di monitoraggio molto accurato. In particolare, i pagamenti dovuti al *servicer* sono in tutto o in parte condizionati a obiettivi di performance (obiettivi di recupero/incasso); in caso di mancato rispetto di tali obiettivi, sono previste penalità come il differimento dei compensi o la sostituzione del *servicer*.

² Per la descrizione della metodologia utilizzata nelle analisi e per l'andamento nel tempo dei recuperi, cfr. il riquadro: *La performance delle operazioni assistite dalla garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021; cfr. anche *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2022 e *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2024.

A giugno l'incidenza dei prestiti assistiti da una garanzia pubblica del Fondo Centrale di Garanzia o della SACE sul totale dei finanziamenti *in bonis* alle imprese era del 23 per cento. Nel secondo trimestre il loro tasso di deterioramento era aumentato al 4,1 per cento (dal 3,7 del quarto trimestre del 2024) a causa della riclassificazione dei prestiti detenuti da un intermediario posto in amministrazione straordinaria. Escludendo tale intermediario dal campione, il tasso di deterioramento di quelli assistiti da una garanzia pubblica sarebbe diminuito di circa un punto percentuale rispetto allo scorso dicembre, rimanendo comunque superiore a quello dei prestiti privi di garanzie pubbliche.

Nel primo semestre i prestiti nello stadio 2 della classificazione IFRS 9 si sono lievemente ridotti in rapporto al totale di quelli *in bonis* (dall'8,4 all'8,0 per cento), sia per le banche significative sia per quelle meno significative. La dinamica è ascrivibile al perdurare della flessione della consistenza di crediti in stadio 2 nonché, in misura minore, alla moderata ripresa dei prestiti (cfr. il paragrafo 1.5).

Il tasso di ingresso in arretrato, che misura i ritardi di pagamento dei prenditori *in bonis*³, è lievemente sceso per il credito alle imprese ed è rimasto stabile per quello alle famiglie.

Secondo nostre proiezioni, coerenti con lo scenario macroeconomico pubblicato dalla Banca d'Italia a ottobre, il tasso di deterioramento dei prestiti alle imprese si collocherebbe al 2,2 per cento nella media dell'anno in corso, per poi salire al 2,4 nel 2026. Per le famiglie l'indicatore aumenterebbe lievemente, allo 0,7 per cento nel 2025 e nel 2026. Permangono i rischi legati all'evoluzione del quadro economico-finanziario globale.

Si mantiene contenuta la vulnerabilità delle banche italiane derivante dalle esposizioni al settore immobiliare commerciale, generalmente ritenuto più rischioso rispetto a quello residenziale.

Il rischio di credito connesso con l'esposizione delle imprese affidate a eventi idrogeologici estremi è nel complesso moderato. Vi sono tuttavia rilevanti differenze territoriali e settoriali (cfr. il riquadro: *Rischi idrogeologici e rischi di credito*).

RISCHI IDROGEOLOGICI E RISCHI DI CREDITO¹

Le inondazioni che hanno colpito Italia e Spagna tra il 2023 e il 2024 hanno mostrato come l'aumento della frequenza e dell'intensità degli eventi meteorologici estremi renda sempre più importante l'integrazione di misure prospettiche del rischio fisico nei modelli di valutazione del credito e nei processi di allocazione del capitale adottati dalle banche. Eventi idrogeologici di forte intensità possono infatti incidere, anche in misura significativa, sui ricavi e sulla probabilità di fallimento delle imprese affidate². Nostre analisi mostrano inoltre che le informazioni sulle sedi operative delle

¹ A cura di Manuel Cugliari e Francesca Rinaldi.

² Per approfondimenti, cfr. S. Clò, F. David e S. Segoni, *The impact of hydrogeological events on firms: evidence from Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1451, 2024; F. Cusano, D. Liberati, V. Michelangeli e F. Rinaldi, *Euro area physical risk indicators for climate related financial stability analyses*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 949, 2025 e Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025.

³ Gli arretrati (*arrears*) sono le esposizioni scadute da almeno 30 giorni, ma non ancora deteriorate. Il tasso di ingresso in arretrato è definito come il rapporto annualizzato tra flusso trimestrale di nuovi arretrati e prestiti *in bonis* in essere alla fine del trimestre precedente (che non siano in arretrato).

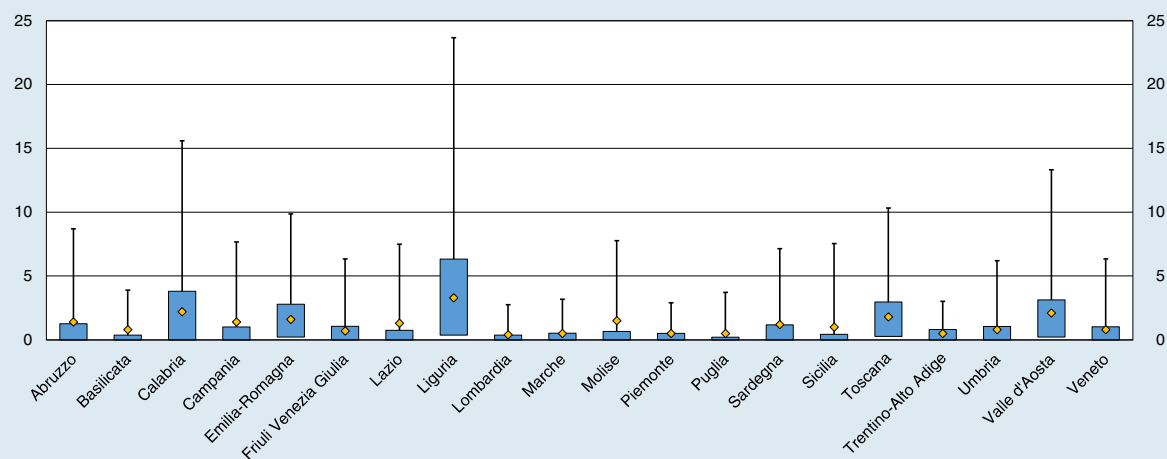
imprese sono utili per la valutazione a livello locale dell'esposizione delle banche ai rischi fisici cui la loro clientela è soggetta³.

L'integrazione dei rischi idrogeologici nel sistema adottato dalla Banca d'Italia per la valutazione del rischio di credito dei prestiti conferiti a garanzia delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema (*In-house Credit Assessment System*, ICAS), combinando informazioni su sedi operative, dati occupazionali e geolocalizzazione⁴, consente di stimare l'aumento della probabilità di insolvenza (PI) delle imprese italiane associato ad alluvioni o frane⁵.

Per l'insieme delle imprese considerate, la media aritmetica della PI (pari al 2,8 per cento) sale di appena un punto base a seguito dell'inclusione dei rischi fisici. Tra le imprese localizzate in aree a rischio elevato⁶ (il 6 per cento del totale delle aziende), l'incremento della PI media risulta tuttavia più marcato, pari a 9 punti base, con differenze territoriali significative (figura).

Figura

Aumento della PI delle imprese dovuto ai rischi fisici: distribuzione per regione (1)
(punti base)



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia, Environmental systems research institute (ESRI) Italia e ISPRA.

(1) Per le diverse regioni italiane il grafico riporta gli aumenti della PI a un anno associata ai rischi fisici idrogeologici. Il rombo giallo rappresenta la media degli incrementi stimati della PI, il rettangolo indica l'intervallo compreso tra il 50° e il 90° percentile, mentre la linea nera superiore si estende dal 90° al 97,5° percentile, evidenziando la coda superiore della distribuzione degli incrementi della PI. Poiché la mediana è prossima a 0, la rappresentazione consente di individuare la coda superiore della distribuzione degli incrementi della probabilità di insolvenza.

³ Per maggiori dettagli, cfr. G. Meucci e F. Rinaldi, *Bank exposure to climate-related physical risk in Italy: an assessment based on AnaCredit data on loans to non-financial corporations*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 706, 2022; M. Loberto e R. Russo, *The exposure of Italian manufacturing firms to hydrogeological risk*, Questioni di economia e finanza, 899, 2024; F. Cusano, D. Liberati e F. Rinaldi, *L'integrazione delle sedi operative di impresa negli indicatori di rischio fisico*, Banca d'Italia, mimeo, 2025.

⁴ L'analisi si basa sulla geolocalizzazione delle sedi operative indicate nel Registro Imprese delle camere di commercio (elaborata attraverso il servizio cartografico della piattaforma ArcGIS di ESRI). I livelli di pericolosità idrogeologica provengono dalle mappature di rischio dell'Istituto superiore per la protezione e la ricerca ambientale (ISPRA), fonte tecnica nazionale di riferimento. L'integrazione di queste componenti consente di censire puntualmente l'esposizione fisica delle imprese, secondo una metodologia replicabile da qualsiasi ente in grado di accedere alle stesse basi informative.

⁵ M. Cugliari, S. Narizzano e F. Vassalli, *Hydrogeological and credit risk: the Italian firms' physical risk-adjusted probability of default*, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, di prossima pubblicazione.

⁶ Le mappe di pericolosità idrogeologica dell'ISPRA associano ai vari livelli di rischio un intervallo di frequenza atteso di eventi di danno, basato sugli eventi storici di alluvioni e frane. Le stime indicate nel testo fanno riferimento a una media degli intervalli, mentre lo scenario avverso corrisponde all'estremo superiore dell'intervallo di frequenza.

Inoltre, in uno scenario che ipotizza un aumento della frequenza e dell'intensità di alluvioni e frane in linea con le proiezioni climatiche più avverse elaborate da ISPRA, la PI media delle imprese situate nelle aree a rischio elevato sale di 32 punti base.

L'esistenza di una copertura assicurativa sottoscritta dalle imprese attenua i rischi di credito, ma in Italia la sua diffusione è contenuta e non sembra correlata all'effettiva esposizione ai rischi fisici⁷. L'obbligo assicurativo contro danni da eventi calamitosi introdotto per le imprese italiane dalla legge di bilancio per il 2024 mira a rafforzare la salvaguardia del tessuto produttivo⁸.

Anche quando tali coperture sono presenti, peraltro, le banche le considerano solo marginalmente nella valutazione del merito di credito delle imprese affidate, a causa della difficoltà di integrare le relative informazioni nei loro modelli interni⁹ (dovuta almeno in parte alla mancanza di uniformità delle polizze proposte) e della scarsità dei dati disponibili¹⁰. Queste carenze evidenziano l'esigenza da parte degli intermediari di avviare una raccolta sistematica di tali informazioni.

⁷ Per approfondimenti, cfr. R. Gallo, G. Guazzarotti, V. Nigro e M. Cosconati, *Le coperture assicurative contro i rischi operativi delle imprese italiane: alcune evidenze dai risultati dell'indagine sulle imprese industriali e dei servizi della Banca d'Italia*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 31, 2022; A. Frigo e A. Venturini, *La copertura assicurativa contro i rischi naturali: un'analisi preliminare*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 830, 2024. Cfr. inoltre sul sito dell'EIOPA: *Dashboard on insurance protection gap for natural catastrophes*.

⁸ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *La mitigazione dei rischi derivanti da catastrofi naturali*, Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025.

⁹ R. Gallo, G. Guazzarotti e V. Nigro, *Rischi operativi delle imprese e coperture assicurative: evidenze dall'indagine RBLS presso le banche*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 37, 2024.

¹⁰ I. Faiella e L. Lavecchia, *Here comes the flood: il rischio climatico dei mutui residenziali a Rimini*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 925, 2025.

I rischi di mercato e di tasso di interesse

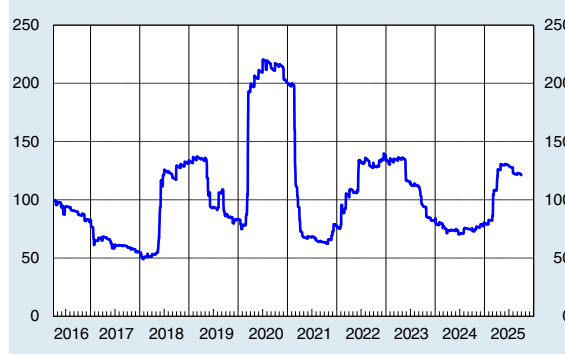
Tra aprile e settembre il *Value at Risk* (VaR) del portafoglio titoli delle banche è diminuito (fig. 2.4). La riduzione osservata è dovuta soprattutto ai titoli di capitale, sebbene il maggiore contributo all'indicatore sia attribuibile alla dinamica dei tassi di interesse e, in misura più modesta, agli spread creditizi; il contributo dei tassi di cambio rimane limitato.

A settembre l'ammontare di titoli pubblici italiani detenuti dalle banche residenti è leggermente aumentato rispetto allo scorso aprile, per effetto di un incremento del valore di mercato dei titoli in portafoglio che ha più che compensato le cessioni nette, risultate comunque molto contenute. Il rapporto tra l'ammontare dei titoli pubblici e il totale delle attività è dell'8,7 per cento (8,6 per cento ad aprile; fig. 2.5.a).

La durata finanziaria media del portafoglio di titoli pubblici riconducibili alle banche si è ridotta

Figura 2.4

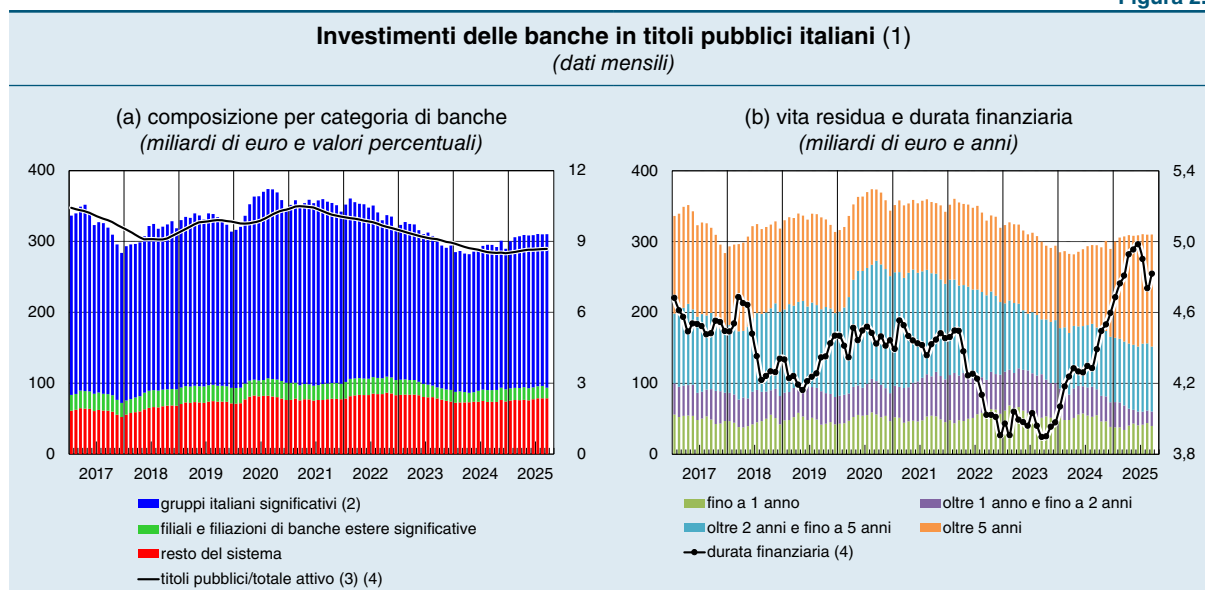
Andamento del VaR delle banche italiane (1)
(dati giornalieri; indice: marzo 2016=100)



Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe titoli, LSEG e Matrice dei conti.

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

Figura 2.5



(a 4,8 anni; fig. 2.5.b). La quota dei titoli valutati al costo ammortizzato è rimasta pressoché stabile, al 74,4 per cento (dal 74,2 di aprile).

Con riferimento al portafoglio dei titoli pubblici valutati al costo ammortizzato, l’impatto medio delle perdite potenziali che si realizzerebbero se gli intermediari fossero costretti a vendere i titoli prima della scadenza⁴, considerando le quotazioni rilevate a fine settembre, è stimato in 21 punti base di *CET1 ratio* (era 59 alla fine di marzo).

Nell’ipotesi di un andamento dei tassi di interesse in linea con le aspettative a un anno implicite nelle curve di mercato, caratterizzate da stabilità dei tassi a breve e da un incremento sulle scadenze più lunghe⁵, il valore economico delle attività e passività comprese nel portafoglio bancario alla fine dello scorso giugno si ridurrebbe in media sia per le banche significative sia per quelle meno significative (-42 e -12 punti base in termini di *CET1 ratio*, rispettivamente)⁶.

I rischi di rifinanziamento e di liquidità

A settembre la raccolta delle banche è tornata ad aumentare moderatamente sui dodici mesi⁷. Vi hanno contribuito la crescita dei depositi sia di residenti sia di non residenti (in prevalenza interbancario estero) e,

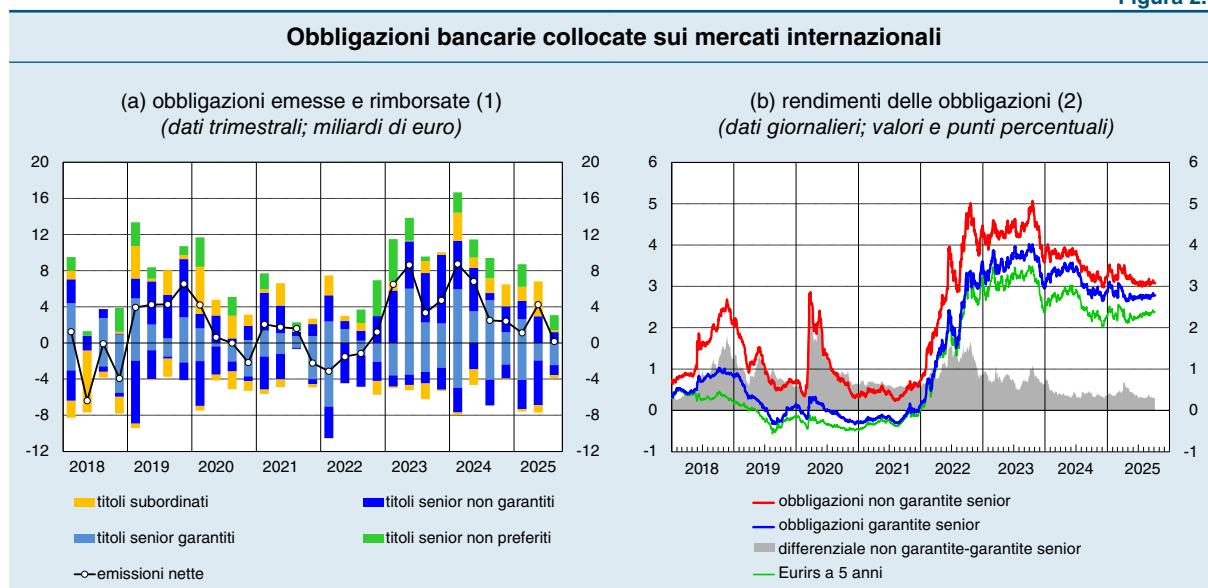
⁴ Il calcolo delle perdite potenziali è effettuato tenendo conto delle coperture effettuate dalle banche attraverso i derivati.

⁵ A partire da giugno del 2025 lo scenario prefigura per i tassi una sostanziale invarianza per le scadenze fino a un anno e un rialzo medio di 20 punti base per quelle successive.

⁶ Le stime sono basate sulla metodologia semplificata per la determinazione dell’esposizione al rischio di tasso definita nella circolare della Banca d’Italia 285/2013 (Disposizioni di vigilanza per le banche).

⁷ La raccolta complessiva è cresciuta del 5,2 per cento a causa di un’operazione di tesoreria condotta dalla filiale di un intermediario estero con la rispettiva capogruppo, che ha generato un notevole aumento nei depositi di non residenti. Tale operazione non ha tuttavia alcuna rilevanza economica; al netto di questa componente, la crescita della raccolta risulta dunque ben più contenuta.

Figura 2.6



Fonte: Bloomberg e Dealogic.

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

in misura più contenuta, l'aumento delle emissioni obbligazionarie; le passività verso l'Eurosistema hanno continuato invece a contrarsi (tav. 2.1).

Nel terzo trimestre le emissioni obbligazionarie nette collocate sui mercati internazionali sono state pressoché nulle (fig. 2.6.a). Il differenziale di rendimento tra le obbligazioni non garantite e quelle garantite è rimasto su livelli modesti (fig. 2.6.b).

A settembre il costo marginale della raccolta è diminuito di 32 punti base rispetto a febbraio (all'1,1 per cento; fig. 2.7), rispondendo alla flessione dei tassi ufficiali. Alla riduzione ha contribuito prevalentemente il calo dei tassi sul mercato interbancario. Il tasso sui depositi in conto corrente, che rappresentano più della metà della raccolta bancaria, è lievemente sceso (11 punti base), portandosi allo 0,3 per cento.

Nel corso dell'anno è leggermente diminuito l'utilizzo delle operazioni di rifinanziamento principali (*Main Refinancing Operations*, MRO) e di quelle a più lungo termine di durata trimestrale (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO). L'ammontare di riserve in eccesso depositate presso la Banca d'Italia si è ridotto in linea con la normalizzazione del bilancio dell'Eurosistema: nel periodo di mantenimento terminato a novembre la liquidità è risultata in media pari a 88 miliardi, il 3,4 per cento del totale dell'area (fig. 2.8).

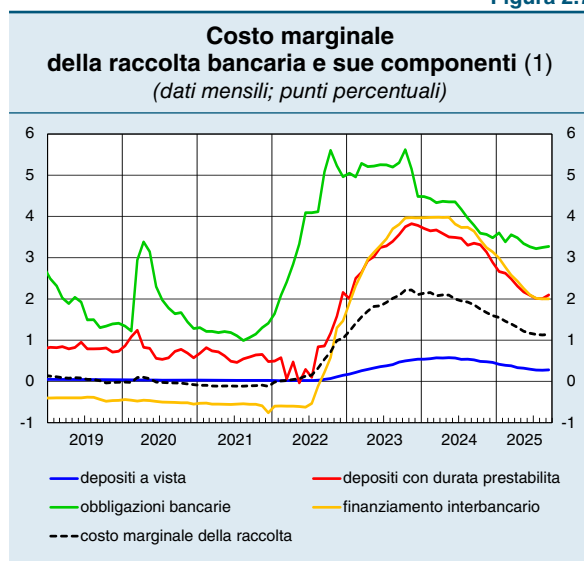
Tavola 2.1

Raccolta delle banche italiane (1)
(quote e variazioni percentuali)

VOCI	Consi- stenze (quote sul totale)	Variazioni percentuali sui 12 mesi (2)	
		settembre 2025	aprile 2025
Depositi di residenti in Italia (3)	66,8	2,1	3,3
Depositi di non residenti (4)	20,7	0,7	25,2
Obbligazioni	10,7	0,2	2,7
di cui: detenute da famiglie	2,9	-1,0	-1,7
Passività nette verso controparti centrali (5)	1,1	42,2	47,1
Passività verso l'Eurosistema (6)	0,7	-68,5	-50,3
Raccolta complessiva	100,0	0,3	5,2

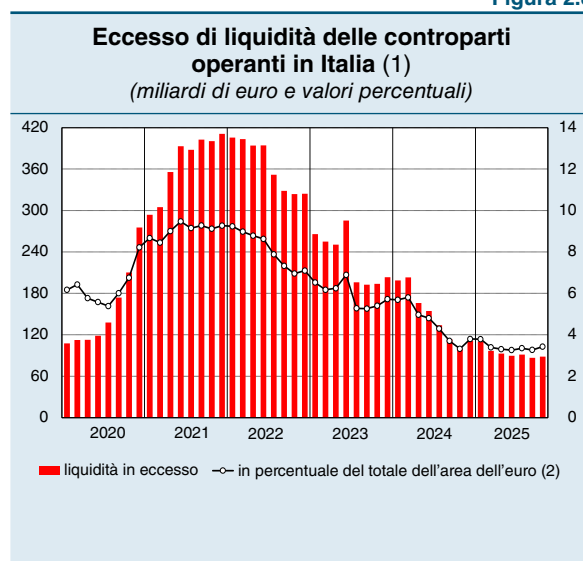
Fonte: segnalazioni di vigilanza individuali. È esclusa Cassa depositi e prestiti. (1) Esclude tutte le passività verso altre banche residenti in Italia. – (2) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. – (3) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (4) Nel periodo considerato questa voce include prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (5) Include le sole operazioni di pronti contro termine e rappresenta la raccolta estera effettuata tramite controparti centrali. – (6) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria.

Figura 2.7



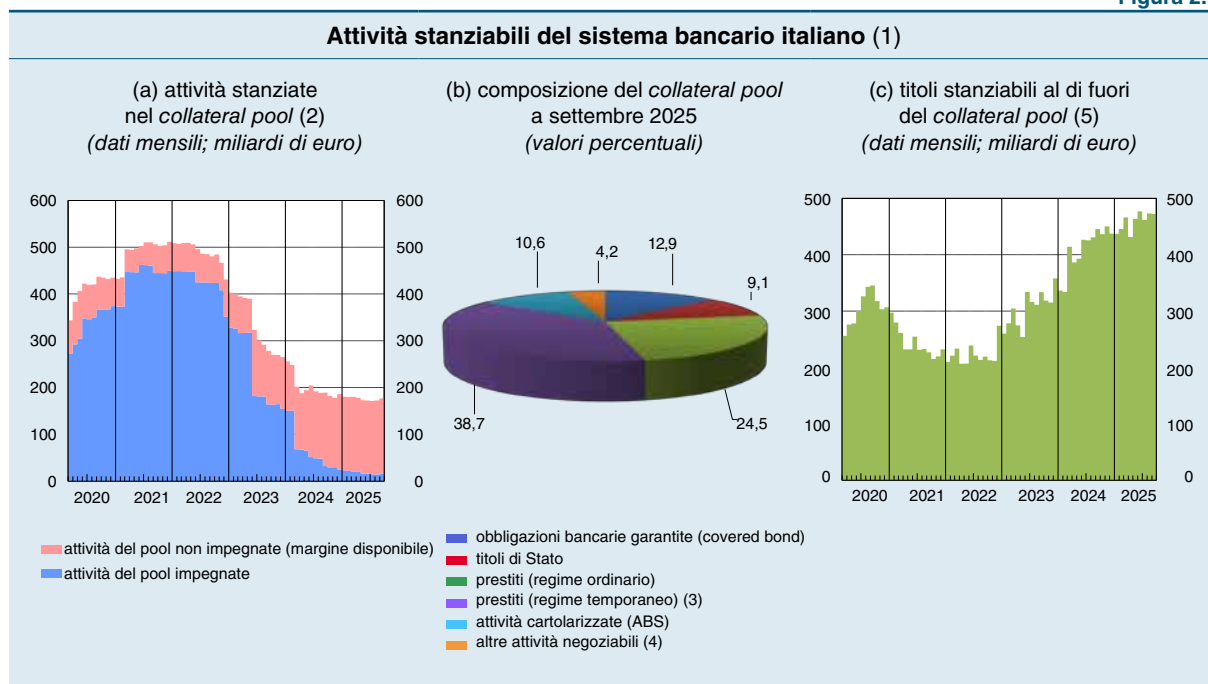
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Bloomberg e ICE BofAML.
(1) Il costo marginale della raccolta è calcolato come media ponderata del costo delle varie fonti di provvista delle banche, utilizzando come pesi le rispettive consistenze. Tale indicatore rappresenta il costo che la banca sosterebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento.

Figura 2.8



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE.
(1) Ogni barra indica l'eccesso di liquidità medio per ciascun periodo di mantenimento, calcolato come somma del saldo medio sui conti di riserva delle banche, al netto dell'obbligo di riserva, e del ricorso medio alla *deposit facility*. L'ultimo dato è riferito al 6° periodo di mantenimento del 2025, terminato il 4 novembre. – (2) Scala di destra.

Figura 2.9



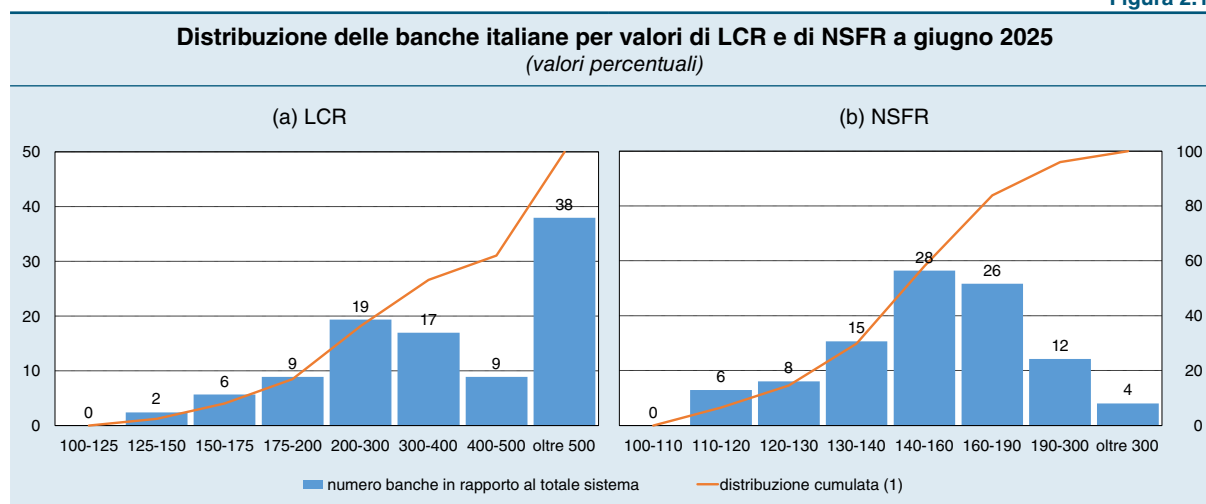
Fonte: elaborazioni su dati Eurosystem e su segnalazioni di vigilanza.
(1) Dati di fine periodo riferiti alle controparti di politica monetaria della Banca d'Italia. – (2) L'ammontare delle attività impegnate presso l'Eurosystem comprende la parte a copertura degli interessi maturati e del rifinanziamento in dollari. Il *collateral pool* è valutato ai prezzi rilevati dal Common Eurosystem Pricing Hub, al netto degli sconti di garanzia (*haircuts*). – (3) Nel regime temporaneo i criteri di idoneità delle attività conferibili in garanzia, che nel regime ordinario sono definite sulla base di regole comuni a tutto l'Eurosystem, sono stabiliti dalle singole banche centrali nazionali nell'ambito di regole definite dal Consiglio direttivo della BCE. – (4) La categoria include le obbligazioni bancarie anche con garanzia dello Stato, titoli di società non finanziarie e sovranazionali. – (5) Gli importi sono espressi al valore di mercato segnalato dalle banche, al netto degli *haircuts* applicati dall'Eurosystem.

A fronte del calo degli importi domandati alle operazioni di rifinanziamento, il valore delle attività conferite come garanzia (*collateral pool*) è diminuito tra febbraio e settembre, portandosi a 177 miliardi (fig. 2.9.a). Tale contrazione riflette principalmente un calo nei prestiti, che continuano comunque a rappresentare il 63 per cento delle attività in garanzia (fig. 2.9.b). Sono aumentate invece le attività cartolarizzate (*asset-backed securities*, ABS) e le obbligazioni bancarie garantite.

Nonostante la flessione, il margine disponibile si mantiene cospicuo (161 miliardi, pari al 91 per cento del pool; fig. 2.9.a). Le banche dispongono inoltre di 472 miliardi di titoli potenzialmente stanziabili (fig. 2.9.c), costituiti per il 66 per cento da titoli di Stato.

Il profilo della liquidità delle banche si conferma equilibrato su tutte le scadenze: a giugno l'indice medio di copertura della liquidità su un orizzonte temporale di un mese (*liquidity coverage ratio*, LCR) era mediamente del 179 per cento e il coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR) si collocava al 134 per cento. Per entrambi gli indicatori tutti gli intermediari riportavano valori al di sopra del minimo regolamentare (pari al 100 per cento) e più del 90 per cento di essi disponeva di un ampio margine (fig. 2.10).

Figura 2.10



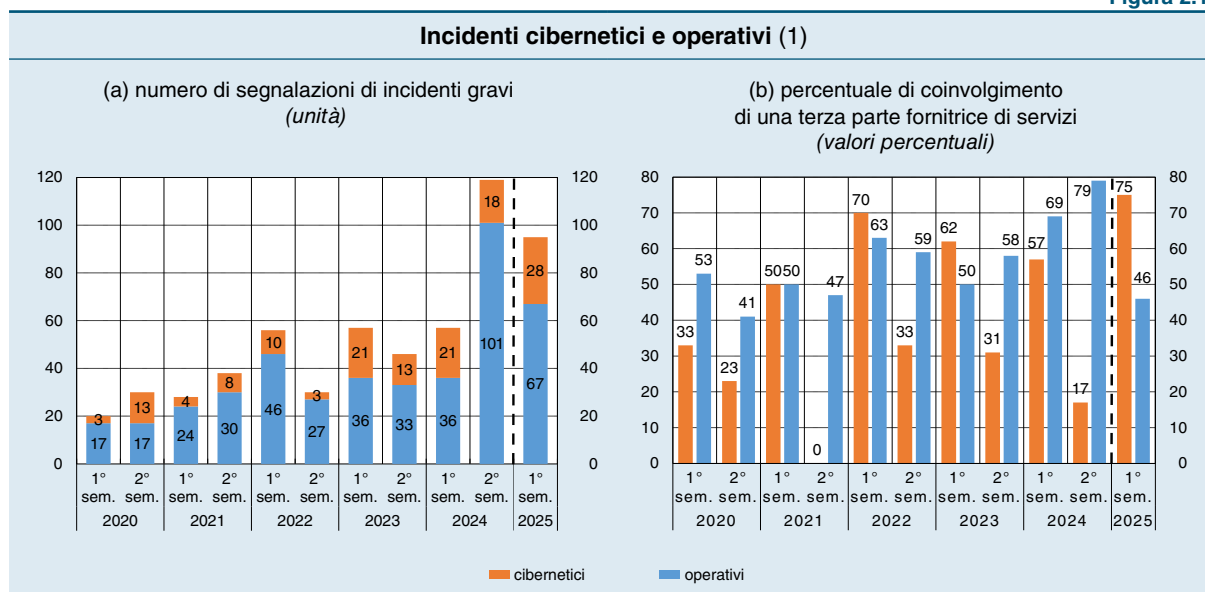
Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.
(1) Scala di destra.

I rischi operativi e cibernetici

Da gennaio il regolamento europeo sulla resilienza operativa digitale (Digital Operational Resilience Act, DORA) ha introdotto nuovi requisiti finalizzati al rafforzamento della resilienza operativa per i sistemi informativi degli intermediari⁸. Nella rilevazione della Banca d'Italia per valutare il grado di preparazione al nuovo quadro normativo, alla fine di aprile circa la metà degli intermediari direttamente vigilati si considerava in linea con buona parte dei requisiti previsti; ulteriori progressi erano attesi nei mesi

⁸ Per approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Regolamento DORA: comunicazione al mercato](#), 30 dicembre 2024. Il regolamento di base su cinque pilastri; tra questi, sono previste nuove modalità di segnalazione dei gravi incidenti che possono colpire le tecnologie dell'informazione e della comunicazione (*information and communication technology*, ICT). Per maggiori dettagli relativi a tali modalità, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Comunicazione di gravi incidenti ICT e delle minacce informatiche significative](#), 27 dicembre 2024. Sulle novità introdotte dal regolamento DORA cfr. anche [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), 2, 2024 e [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), 1, 2025.

Figura 2.11



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza.

(1) Fino al 2024 erano soggetti alla segnalazione le capogruppo di gruppi bancari per gli intermediari appartenenti a gruppi, le banche individuali, gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica. A partire dal 2025 lo schema segnaletico si applica alle banche, sia a livello individuale sia consolidato, agli istituti di pagamento, agli istituti di moneta elettronica, alle imprese di investimento, ai gestori e agli emittenti di *tokens* collegati ad attività, ai prestatori di servizi per le cryptoattività, ai fornitori di servizi di crowdfunding, a Cassa depositi e prestiti e a Poste Italiane, limitatamente all'attività di Bancoposta. Per la definizione di "incidente grave" per i dati fino al 2024, cfr. la circolare della Banca d'Italia [285/2013](#); per i dati a partire dal 2025, cfr. l'articolo 3 del regolamento DORA.

successivi. Le autovalutazioni hanno tuttavia fatto emergere condizioni eterogenee tra le diverse categorie di intermediari e differenti gradi di allineamento alla normativa per quanto riguarda i fornitori di servizi⁹.

Rispetto alla situazione preesistente, il regolamento DORA ha esteso a nuove entità finanziarie l'obbligo segnaletico per i gravi incidenti¹⁰. Nel primo semestre 2025 gli intermediari finanziari italiani vigilati hanno comunicato 95 incidenti gravi¹¹, di cui 28 cibernetici¹² (fig. 2.11.a). Le segnalazioni evidenziano anche il ruolo significativo dei fornitori di servizi, che complessivamente risultano coinvolti in circa la metà degli incidenti riportati (fig. 2.11.b).

Con riferimento ai sistemi di pagamento e alle infrastrutture di mercato, sono stati segnalati alla Banca d'Italia 7 incidenti gravi (5 operativi e 2 cibernetici), che non hanno tuttavia avuto impatti significativi sulla continuità dei servizi. Nell'ambito delle analisi svolte sulle vulnerabilità operative e sui rischi cibernetici sistemici si è posta attenzione anche agli eventi di portata transfrontaliera accaduti all'estero¹³.

⁹ Per approfondimenti, cfr. *La resilienza digitale: attuazione di DORA e profili di vigilanza*, intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia G. Siani al convegno CSE *L'evoluzione tecnologica funzionale e normativa nel sistema bancario*, Torino, 26 settembre 2025.

¹⁰ Per l'elenco degli intermediari compresi nel nuovo schema segnaletico, nonché in quello precedente, cfr. la nota 1 della fig. 2.11. Il DORA prevede la condivisione tra le autorità nazionali competenti degli incidenti avvenuti nel proprio paese, con impatti rilevanti in altri Stati. Un incidente è "grave" se ha un impatto avverso sui sistemi informatici e di rete a supporto delle funzioni essenziali o importanti dell'entità finanziaria.

¹¹ Circa il 10 per cento delle segnalazioni ricevute proviene da intermediari non soggetti al precedente schema segnaletico.

¹² Sulla base del DORA, si definisce rischio cibernetico quello derivante da un possibile attacco informatico, ossia un incidente doloso provocato dal tentativo, da parte dell'autore della minaccia, di distruggere, rivelare, alterare, disabilitare, rubare o utilizzare senza autorizzazione un'attività, o ancora di accedervi senza autorizzazione.

¹³ Recenti esempi sono i malfunzionamenti che hanno interessato Barclays, il black-out verificatosi nella Penisola Iberica e l'incidente cibernetico relativo al fornitore di servizi di rete Colt.

Il rafforzamento della resilienza al rischio cibernetico resta un tema centrale nelle iniziative degli organismi di cooperazione internazionale¹⁴.

Il patrimonio e la redditività

A giugno la posizione patrimoniale delle banche italiane risultava lievemente migliorata rispetto a dicembre, confermandosi su livelli elevati; il *CET1 ratio* medio – dato dal rapporto tra il capitale di migliore qualità (CET1) e le attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA) – era pari al 16,0 per cento.

L'indicatore si è mantenuto stabile al 16,2 per cento per le banche significative, un livello sostanzialmente in linea con quello medio degli intermediari soggetti all'SSM. Il contributo positivo della redditività di periodo e il miglioramento della riserva patrimoniale a valore sulla redditività complessiva¹⁵ hanno compensato l'effetto negativo dovuto all'incremento delle attività immateriali e degli RWA. Questi ultimi sono cresciuti, in particolare nella componente per il rischio operativo, a seguito dell'applicazione delle nuove regole europee di recepimento di Basilea 3 (regolamento UE/2024/1623, Capital Requirements Regulation, CRR3)¹⁶. Il *CET1 ratio* medio delle banche meno significative è aumentato di 80 punti base, al 18,9 per cento, beneficiando soprattutto dell'autofinanziamento e della diminuzione degli RWA¹⁷. La variazione degli attivi ponderati per il rischio è anche in questo caso riconducibile prevalentemente all'introduzione della CRR3¹⁸.

Recenti prove di stress condotte dalla Banca d'Italia sulle banche meno significative mostrano una complessiva resilienza di fronte al materializzarsi di possibili eventi macroeconomici avversi. Questi risultati sono da interpretare tuttavia con cautela, visto l'attuale contesto di elevata incertezza (cfr. il riquadro: *Lo stress test sulle banche italiane meno significative*).

Nel primo semestre le emissioni di titoli idonei a soddisfare il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL), effettuate soprattutto dalle banche significative, si sono ridotte rispetto al corrispondente periodo del 2024, pur mantenendosi su livelli consistenti. Il rapporto tra queste passività e gli RWA delle banche significative e di quelle meno significative assoggettabili a risoluzione, pari al 33,5 per cento, continua a essere ampiamente superiore ai valori dei requisiti stabiliti dalle autorità di risoluzione.

¹⁴ La Banca centrale europea ha recentemente pubblicato la Guida sull'esternalizzazione di servizi cloud, che indica buone prassi per un'efficace gestione dei rischi da parte degli intermediari vigilati (cfr. sul sito della Banca d'Italia: [La BCE completa la Guida sull'esternalizzazione di servizi cloud](#), comunicato stampa del 16 luglio 2025). Nell'ambito del Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB), accanto alla promozione e al monitoraggio dell'adozione del *Format for incident reporting exchange* (FIRE), resta centrale l'attenzione sia al rafforzamento della resilienza operativa del sistema finanziario ai rischi da terze parti sia alla cooperazione tra autorità e soggetti vigilati (cfr. sul sito della Banca d'Italia: [La Banca d'Italia per la cybersicurezza](#)).

¹⁵ Nella riserva patrimoniale a valore sulla redditività complessiva rientrano le variazioni di valore di attività e passività che non transitano nell'utile o nella perdita di esercizio, ma alimentano una specifica voce del patrimonio netto e, attraverso questa, il patrimonio di vigilanza. Nel primo semestre dell'anno ha contribuito anche l'incremento di valore dei titoli di Stato detenuti dalle banche.

¹⁶ L'aumento è concentrato negli intermediari di maggiore dimensione, che hanno dismesso l'utilizzo dei loro modelli interni, non più contemplato dalla nuova regolamentazione. La crescita ha più che compensato il calo degli RWA dovuto alle nuove regole sul rischio di credito. L'entrata in vigore di queste norme a partire dal 1° gennaio 2025 ha prodotto, per la sola parte già a regime e per le banche significative italiane, un assorbimento patrimoniale contenuto, di circa 50 punti base di *CET1 ratio*.

¹⁷ Nel sistema bancario italiano sono comprese anche le filiazioni di gruppi significativi europei, per le quali l'indicatore – marcatamente inferiore alla media – è aumentato, portandosi al 12,8 per cento nel primo semestre dell'anno.

¹⁸ Per gli intermediari meno significativi il nuovo regime regolamentare, oltre a determinare un calo degli RWA per la componente di rischio di credito, introduce maggiore proporzionalità nel calcolo dei requisiti a fronte del rischio operativo, che riduce gli attivi ponderati per le banche di minore dimensione.

LO STRESS TEST SULLE BANCHE ITALIANE MENO SIGNIFICATIVE¹

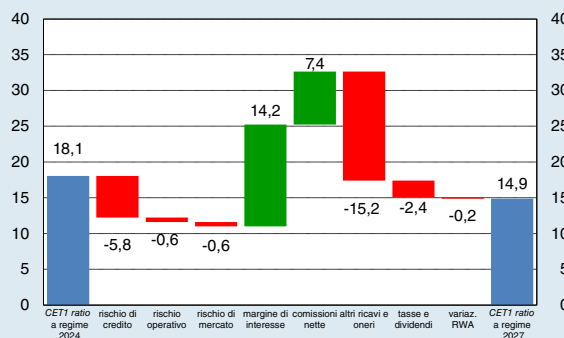
Nei mesi scorsi la Banca d'Italia ha condotto il consueto esercizio di stress test sulle banche italiane meno significative (*less significant institutions*, LSI). L'analisi ha coinvolto 110 intermediari, con operatività sia tradizionale sia specializzata, che rappresentano circa il 10 per cento del totale attivo del sistema bancario². Il test, analogo a quello effettuato dall'EBA e dalla BCE sugli intermediari significativi europei nell'ambito dell'*EU-wide stress test*³, mira a valutare la capacità delle banche di fronteggiare eventi macroeconomici sfavorevoli. I risultati sono stati utilizzati nel processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP), in particolare per quantificare i requisiti di secondo pilastro (*Pillar 2 Guidance*, P2G).

L'analisi, svolta senza il coinvolgimento diretto degli intermediari (approccio *top-down*) e sulla base dell'ipotesi di bilancio statico, si è fondata sugli stessi due scenari macroeconomici, di base e avverso, adottati nello stress test condotto a livello europeo⁴, utilizzando i dati relativi alla fine del 2024 e stimando l'impatto per il triennio 2025-27.

Nell'orizzonte temporale considerato le LSI italiane mostrano nell'insieme un'adeguata capacità di tenuta anche nello scenario avverso, con un *CET1 ratio*⁵ medio finale del 14,9 per cento (figura). La riduzione di questo indicatore (*capital depletion*) nel triennio in esame, pari a 3,2 punti percentuali, riflette principalmente l'aumento dei costi amministrativi – a seguito della dinamica inflativa prevista nello scenario macroeconomico – e del rischio di credito. Tali impatti verrebbero attenuati dal margine di interesse e dalle commissioni. I risultati appaiono complessivamente migliori di quelli ottenuti nello stress test precedente (svolto nel 2023)⁶, per effetto sia della crescita del margine di interesse – che ha beneficiato della proiezione dei risultati particolarmente favorevoli registrati nel 2024, difficilmente replicabili nel contesto attuale – sia del minore impatto delle perdite da rischio di mercato.

Figura

Variazione del CET1 ratio a regime nel triennio 2025-27 per le banche italiane meno significative, nello scenario avverso (1)
(valori e punti percentuali)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Risultati complessivi dello stress test sulle LSI condotto nel 2025 ipotizzando uno scenario avverso. L'eventuale mancata quadratura è dovuta agli arrotondamenti.

¹ A cura di Paolo Fiorenzuolo e Simone Alberto Valletta.

² Nello specifico si tratta di 85 intermediari a operatività tradizionale (di cui 38 casse Raiffeisen), 15 enti specializzati in attività di gestione e investimento e 5 specializzati nel credito, oltre a 5 operanti nella gestione di crediti deteriorati. Sono state escluse 4 banche impegnate in processi di variazione dell'assetto societario e di operatività o in amministrazione straordinaria, per le quali l'ipotesi di bilancio statico è eccessivamente stringente.

³ Per maggiori dettagli, cfr. EBA, *The EBA publishes the results of its 2025 EU-wide stress test*, comunicato stampa del 1° agosto 2025.

⁴ Per la descrizione dello scenario macroeconomico e finanziario, cfr. sul sito dell'EBA: *Macro-financial scenario for the 2025 EU-wide banking sector stress test*.

⁵ L'esercizio è stato condotto utilizzando, per dicembre 2024, il *CET1 fully loaded* segnalato dalle banche ai sensi della normativa CRR2.

⁶ Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro: *Gli stress test sulle banche italiane meno significative*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2023.

Considerando le sole LSI con operatività tradizionale, la *capital depletion*, corrispondente a 2,5 punti percentuali, è risultata maggiore di un punto percentuale rispetto a quella osservata per le banche italiane significative nello stress test condotto a livello europeo. La differenza deriva principalmente da un maggiore impatto del rischio di credito, pur attenuato da una meno elevata esposizione al rischio di mercato.

Nello scenario avverso, un numero limitato di intermediari (circa il 13 per cento del totale attivo del campione) non sarebbe in grado di rispettare i requisiti prudenziali minimi. Tali situazioni sono da tempo all'attenzione della Banca d'Italia, che ha già adottato interventi correttivi.

I risultati dell'esercizio vanno interpretati tenendo conto che, nell'attuale contesto di forte incertezza, lo scenario considerato è solo uno tra quelli possibili.

Un accordo raggiunto nei mesi scorsi per la revisione delle regole europee relative alla gestione delle crisi delle banche, in particolare di quelle minori, mira a rafforzare il quadro normativo esistente (cfr. il riquadro: *La revisione della disciplina europea in materia di gestione delle crisi*).

Tenendo conto delle sovrapposizioni di capitale¹⁹, a giugno la capacità complessiva di assorbimento delle perdite²⁰ da parte delle banche italiane si era ampliata, risultando pari al 6,1 e al 10,5 per cento degli attivi ponderati per il rischio, rispettivamente per gli intermediari significativi e per quelli meno significativi (fig. 2.12).

Nel primo semestre la redditività è lievemente aumentata; il ROE, al netto delle componenti straordinarie, è salito dal 14,3 al 14,8 per cento (fig. 2.13). I ricavi dell'attività caratteristica²¹ sono tuttavia diminuiti: l'incremento delle commissioni, soprattutto nel comparto del risparmio gestito, non ha interamente compensato la flessione del margine di interesse. Il margine di intermediazione è cresciuto, sostenuto in misura rilevante dai risultati della negoziazione e dai dividendi, oltre che da componenti di natura non ricorrente. I costi operativi sono diminuiti per il venire meno dei contributi ordinari agli schemi di garanzia dei depositi²²; le spese per il personale sono aumentate.

Il miglioramento della redditività ha beneficiato anche del calo delle rettifiche nette su crediti; il costo del rischio ha raggiunto infatti il valore più basso dal 2008 (26 punti base).

Stime coerenti con lo scenario macroeconomico pubblicato dalla Banca d'Italia lo scorso ottobre indicano che la redditività complessiva delle banche resterebbe elevata quest'anno per poi ridursi moderatamente nel successivo biennio. Le rettifiche di valore su crediti, in diminuzione nell'anno in corso, aumenterebbero nel 2026 e nel 2027.

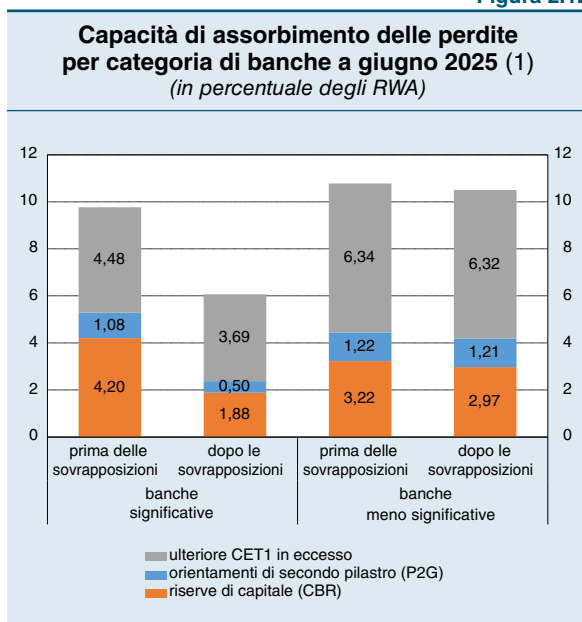
¹⁹ Le sovrapposizioni derivano dall'utilizzo contestuale del CET1 per i requisiti ponderati, per la leva finanziaria e per il requisito MREL; per maggiori dettagli, cfr. la nota 1 della fig. 2.12. Per un'illustrazione delle sovrapposizioni e della metodologia utilizzata cfr. W. Cornacchia e G. Guerra, *Le sovrapposizioni (overlaps) tra requisiti minimi e riserve di capitale: la situazione delle banche italiane*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 30, 2022; cfr. anche *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2024.

²⁰ L'ammontare delle risorse patrimoniali utilizzabili, senza incorrere nella violazione di un requisito minimo, è composto dalla riserva combinata di capitale (*combined buffer requirement*, CBR), dagli orientamenti di secondo pilastro (P2G) e dall'ulteriore eccedenza di CET1 disponibile.

²¹ L'aggregato include il margine di interesse e le commissioni.

²² I mancati versamenti al Fondo interbancario di tutela dei depositi sono dovuti al raggiungimento dell'obiettivo dello 0,8 per cento del totale dei depositi protetti.

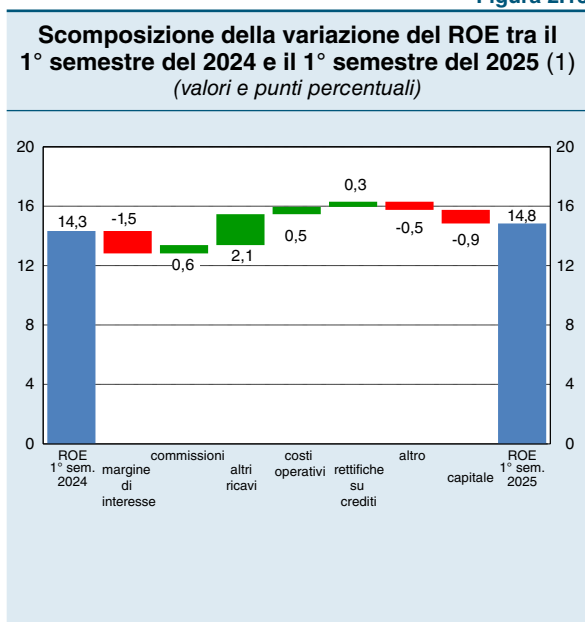
Figura 2.12



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

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

Figura 2.13



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

(1) Le variazioni sono rapportate al capitale proprio e alle riserve, e contribuiscono positivamente (barre verdi) o negativamente (barre rosse) al ROE di partenza dei primi 6 mesi del 2024, determinando il valore finale del ROE del 1° semestre 2025.

LA REVISIONE DELLA DISCIPLINA EUROPEA IN MATERIA DI GESTIONE DELLE CRISI¹

A circa due anni dall'avvio dei negoziati, nel giugno scorso la Presidenza del Consiglio dell'Unione europea e i rappresentanti del Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo riguardante la revisione del quadro normativo sulla gestione delle crisi bancarie e l'assicurazione dei depositi (*crisis management and deposit insurance*, CMDI)². I lavori per incorporare gli elementi dell'accordo nei testi normativi di modifica del quadro attualmente in vigore sono da poco terminati. Gli atti normativi sono in corso di approvazione da parte dei colegislatori.

La riforma mira a rafforzare il sistema europeo di gestione delle crisi, con particolare attenzione per le banche di piccola e media dimensione. I principali contenuti dell'accordo sono:

¹ A cura di Gianluca Aloia e Carlo Lanfranchi.

² La revisione del quadro normativo CMDI comporta modifiche: alla direttiva UE/2014/59 (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD), sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento; alla direttiva UE/2014/49 (Deposit Guarantee Schemes Directive, DGSD), relativa ai sistemi di garanzia dei depositi; al regolamento UE/2014/806 (Single Resolution Mechanism Regulation, SRMR), che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del Meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il regolamento UE/2010/1093. Il negoziato ha preso avvio nel giugno 2022, a seguito dell'invito rivolto alla Commissione europea dall'Eurogruppo a presentare una proposta legislativa per rafforzare l'attuale quadro normativo. La proposta della Commissione è stata pubblicata nell'aprile 2023.

- a) la revisione dei criteri di scelta della procedura di gestione della crisi da applicare, individuabile tra la procedura di insolvenza nazionale (in Italia, la liquidazione coatta amministrativa) e la risoluzione;
- b) la conferma del rango privilegiato (*super-priority*) dei depositi protetti, nonché l'introduzione della priorità di tutti i depositi rispetto agli altri creditori chirografari (*general depositor preference*, che è già in vigore in Italia);
- c) l'ampliamento delle possibilità per i sistemi di garanzia dei depositi di intervenire, sulla base di un'opzione nazionale, con misure diverse dal rimborso dei depositi protetti (volte a prevenire lo stato di dissesto o a finanziare strategie di cessione a terzi di attività e passività della banca in liquidazione o in risoluzione);
- d) la conferma della disciplina del requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (MREL) e, al contempo, l'introduzione della funzione di *bridge the gap* dei sistemi di garanzia dei depositi. Sulla base di questa nuova funzione, i sistemi di garanzia dei depositi potranno contribuire insieme alle passività MREL, al ricorrere di specifiche condizioni, a finanziare il costo di gestione della crisi e a integrare il requisito di *bail-in* minimo pari all'8 per cento delle passività totali e dei fondi propri della banca, necessario per accedere alle risorse del Fondo di risoluzione unico (Single Resolution Fund, SRF).

Valutazioni complete sugli impatti della revisione potranno essere condotte solo dopo l'analisi dei testi normativi approvati in via definitiva. In via preliminare, si può ritenere che le modifiche introdotte siano idonee a rafforzare il quadro europeo di gestione delle crisi. Il sistema di garanzia dei depositi potrà intervenire più facilmente sia per prevenire il dissesto di una banca sia per finanziare la cessione dell'azienda bancaria a terzi, evitando la liquidazione "atomistica"³ e minimizzando gli impatti negativi della crisi per gli stakeholders e per la stabilità del sistema. La nuova disciplina consentirà di finanziare la risoluzione attraverso un insieme composito di fonti: mezzi interni della banca (MREL) e, al ricorrere di determinate condizioni, risorse dell'industria raccolte sia a livello nazionale (sistema di garanzia dei depositi) sia a livello europeo (SRF), permettendo di ridurre il rischio che i depositanti non protetti siano esposti a perdite e che ciò possa comportare effetti negativi per la stabilità finanziaria.

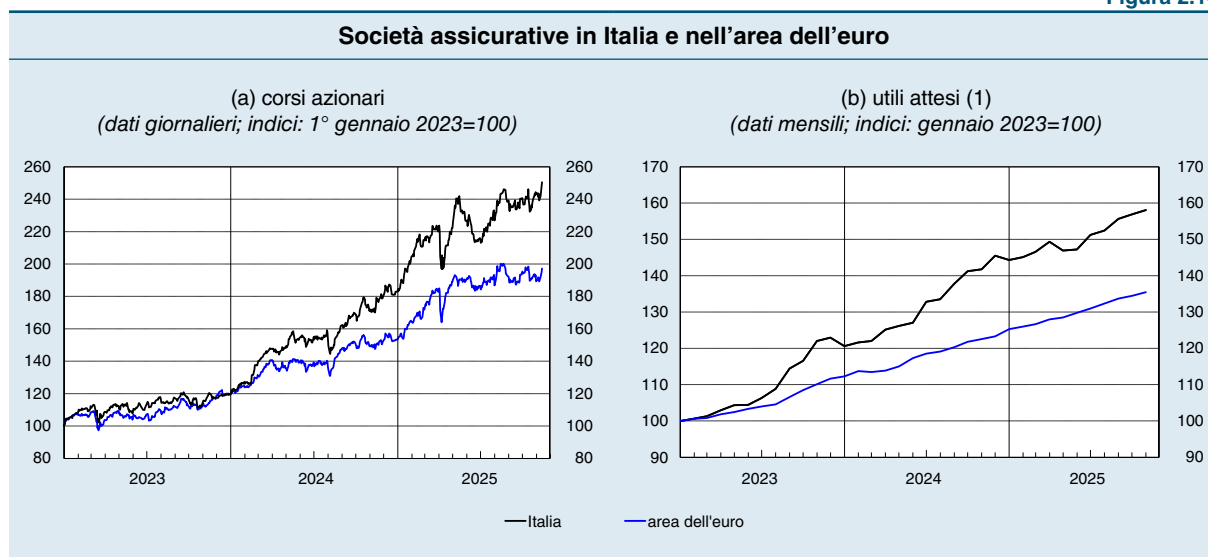
In prospettiva, anche per favorire il completamento dell'Unione bancaria con la creazione di uno schema europeo di assicurazione dei depositi, si rende tuttavia necessaria una più estesa armonizzazione delle regole sull'utilizzo dei sistemi di garanzia dei depositi per interventi diversi dal rimborso dei depositanti.

³ Questa liquidazione si caratterizza per la vendita frammentata degli attivi e la cessazione immediata dell'attività, e può pertanto generare una significativa distruzione di valore.

2.2 LE ASSICURAZIONI

I rischi del settore assicurativo italiano rimangono stabili e moderati (cfr. la fig. 1.3.b). Nel primo semestre del 2025 la patrimonializzazione si è rafforzata, con un ulteriore miglioramento della redditività e delle condizioni di liquidità, favorito dal significativo incremento della raccolta premi e dalla diminuzione dei riscatti.

Figura 2.14



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

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

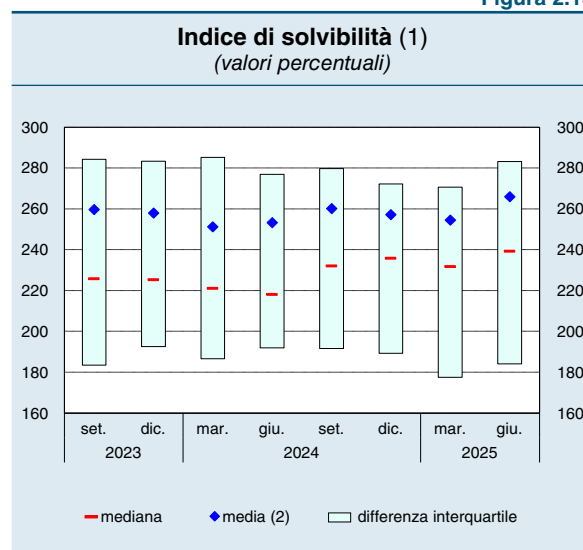
Le quotazioni azionarie delle principali società assicurative italiane ed europee sono tornate su valori più alti di quelli precedenti l'annuncio dei dati statunitensi (fig. 2.14.a); crescono anche gli utili attesi del comparto assicurativo italiano, che continuano a collocarsi su livelli superiori a quelli delle compagnie dell'area dell'euro (fig. 2.14.b).

Nel semestre l'indice di solvibilità medio delle imprese di assicurazione italiane è salito al 266 per cento (fig. 2.15), uno dei valori più elevati dal 2016 (anno dell'entrata in vigore della normativa Solvency II) e superiore alla media delle compagnie europee (247 per cento). Il miglioramento ha beneficiato del calo dello spread dei titoli di Stato italiani.

Con riferimento alla composizione del requisito di solvibilità, i rischi dell'attività di investimento si confermano maggiori di quelli connessi con l'attività assicurativa (cfr. nell'Appendice la fig. A.7). Il valore complessivo degli investimenti ha raggiunto 1.062 miliardi, in aumento del 2 per cento rispetto a dicembre; il peso sul totale degli investimenti del mercato assicurativo europeo resta stabile al 12 per cento.

Tra gli investimenti per i quali le compagnie sopportano il rischio (pari a 779 miliardi di euro) prevalgono i titoli governativi (per due terzi domestici) che, seppure in costante diminuzione nell'ultimo quinquennio, continuano a rappresentare una quota nettamente più alta della media

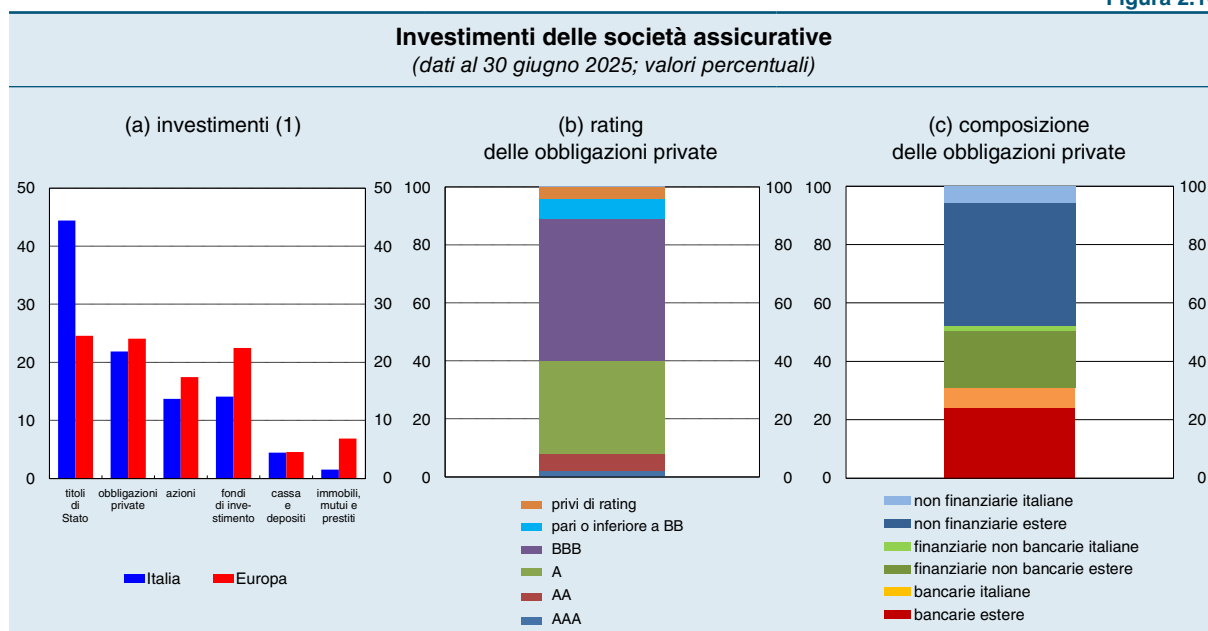
Figura 2.15



Fonte: Ivass.

(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 individuali (*Quantitative reporting template*). – (2) Media ponderata con pesi pari al requisito patrimoniale di solvibilità.

Figura 2.16



Fonte: Ivass ed EIOPA.

(1) I dati per l'Europa, aggiornati al 31 marzo 2025, sono riferiti allo Spazio economico europeo.

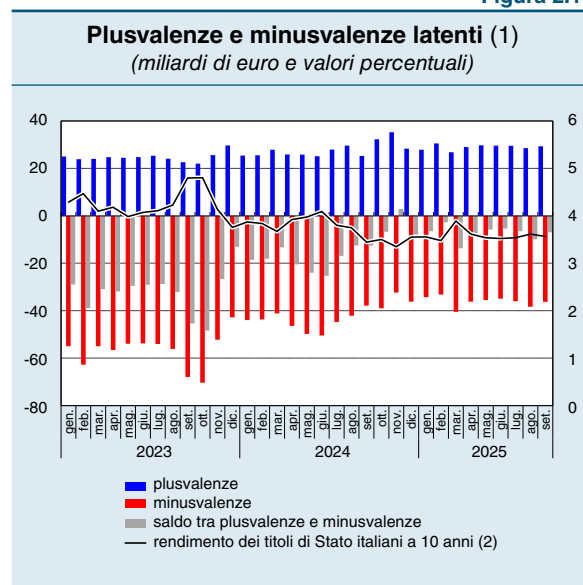
europea (fig. 2.16.a). I titoli obbligazionari privati, in lieve aumento rispetto a dicembre, hanno per lo più rating BBB e A (fig. 2.16.b) e sono in prevalenza emessi da società estere (fig. 2.16.c). Gli investimenti in azioni rimangono stabili, mentre i fondi comuni sono in lieve diminuzione.

Sul totale delle obbligazioni private è salita la quota di quelle destinate a finanziare attività con un impatto positivo sull'ambiente (green bond), che ha raggiunto l'11 per cento (10 a dicembre), mantenendosi al di sopra della media europea (7,2 per cento).

Le minusvalenze nette non realizzate sono diminuite a 5,4 miliardi a giugno, da 8 a dicembre (fig. 2.17), contribuendo al miglioramento della redditività del settore nel primo semestre. Nella gestione vita il ROE ha raggiunto il 9 per cento (in deciso aumento rispetto al primo semestre del 2024²³; fig. 2.18.a); la significativa crescita della raccolta premi (11 per cento; fig. 2.18.c) ha contribuito al miglioramento della redditività.

Anche nel comparto danni il ROE è salito, collocandosi al 12 per cento (fig. 2.18.a), grazie alla diminuzione del rapporto tra la somma di

Figura 2.17

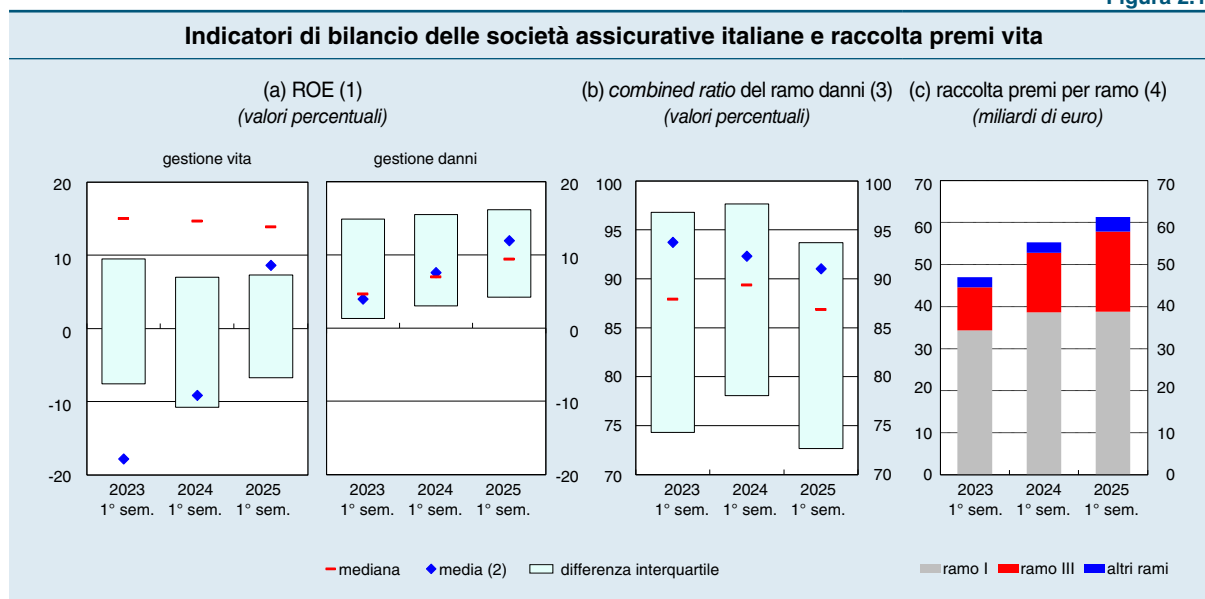


Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati LSEG.

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

²³ I dati relativi al primo semestre del 2025 si riferiscono a un campione di imprese differente da quello del corrispondente periodo del 2024. Considerando un campione omogeneo l'aumento del ROE sarebbe minore.

Figura 2.18



Fonte: Ivass.

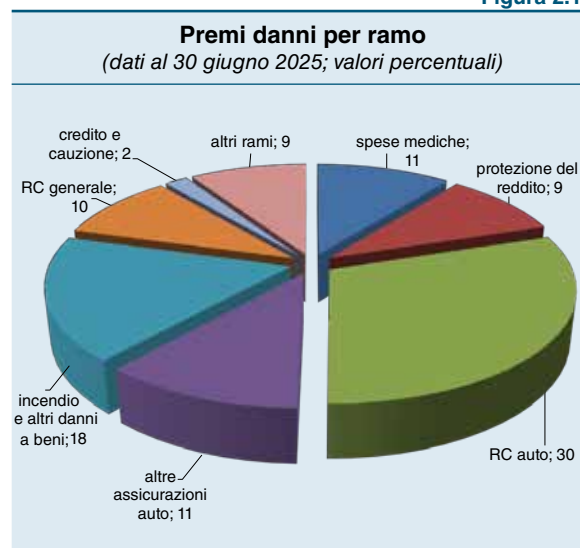
(1) Rapporto tra utile e patrimonio netto. I dati dei semestri non sono annualizzati e sono basati su un campione rappresentativo delle principali compagnie italiane. – (2) Media ponderata con pesi pari al denominatore di ciascun rapporto. – (3) Rapporto tra la somma di oneri e spese di gestione e premi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

oneri e spese di gestione e i premi di competenza (*combined ratio*, portatosi al 91 per cento, dal 92 di giugno 2024; fig. 2.18.b) e all'aumento della raccolta (8 per cento).

Si è ampliata la diversificazione nei rischi sottoscritti dagli assicurati nel comparto danni, con una flessione dell'incidenza della RC auto (al 30 per cento) e un incremento dei premi per le assicurazioni per spese mediche, incendio e altri danni ai beni e altre assicurazioni auto (fig. 2.19). La progressiva entrata in vigore dell'obbligo per le imprese italiane di assicurarsi contro le catastrofi naturali entro la fine del 2025 (cfr. il riquadro: *La mitigazione dei rischi derivanti da catastrofi naturali*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2025) sosterrà ulteriormente la crescita della raccolta per gli ultimi due rami²⁴.

Nel comparto vita prosegue il miglioramento del rapporto tra riscatti e premi, che a settembre 2025 risultava del 70 per cento, in sensibile calo rispetto a settembre dello scorso anno (81 per cento; fig. 2.20).

Figura 2.19



Fonte: Ivass.

²⁴ Nel ramo incendio e altri danni ai beni e in quello altre assicurazioni auto si concentra la quasi totalità della raccolta premi per i rischi da catastrofi naturali.

Il miglioramento è ascrivibile sia alla crescita della raccolta sia alla riduzione dei riscatti e ha interessato i prodotti unit linked e quelli tradizionali.

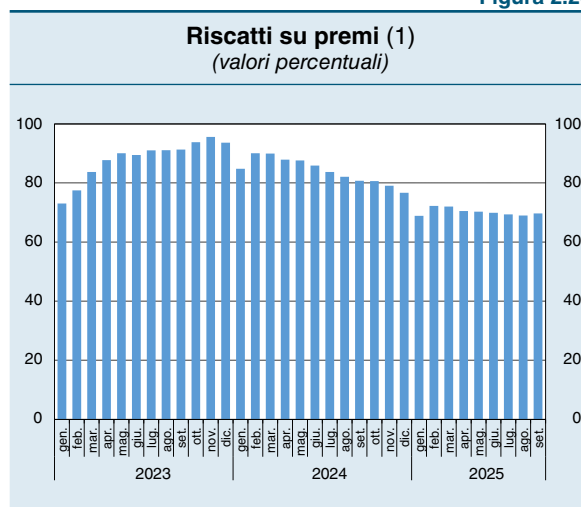
Il grado di liquidabilità degli attivi delle compagnie italiane (misurato con il *liquid asset ratio*)²⁵ è sostanzialmente stabile (mediana pari al 60 per cento) e superiore ai livelli delle compagnie europee (mediana del 46 per cento).

2.3 L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

Nel secondo e nel terzo trimestre il patrimonio dei fondi comuni aperti gestiti da società e gruppi italiani è aumentato del 5,7 per cento, a 680 miliardi di euro²⁶; la raccolta netta è rimasta positiva (12 miliardi; fig. 2.21), con gli afflussi concentrati nei fondi obbligazionari. La raccolta netta si conferma marginalmente positiva (per 3,5 miliardi) per l'insieme dei fondi che rispettano criteri di sostenibilità sotto i profili ambientale, sociale e di governo societario (*environmental, social and governance*, ESG). In seguito alle tensioni legate all'introduzione dei dazi e alle preoccupazioni sul bilancio pubblico negli Stati Uniti, i fondi obbligazionari specializzati nell'acquisto di titoli governativi statunitensi hanno rilevato deflussi netti pari al 10 per cento del proprio patrimonio.

Il rischio di liquidità dei fondi di diritto italiano dei comparti non azionari²⁷ si è mantenuto nel complesso stabile (fig. 2.22.a); il patrimonio dei fondi vulnerabili a richieste di rimborso particolarmente elevate²⁸ resta su livelli bassi e rappresenta una quota di circa il 2 per cento del patrimonio totale dei fondi.

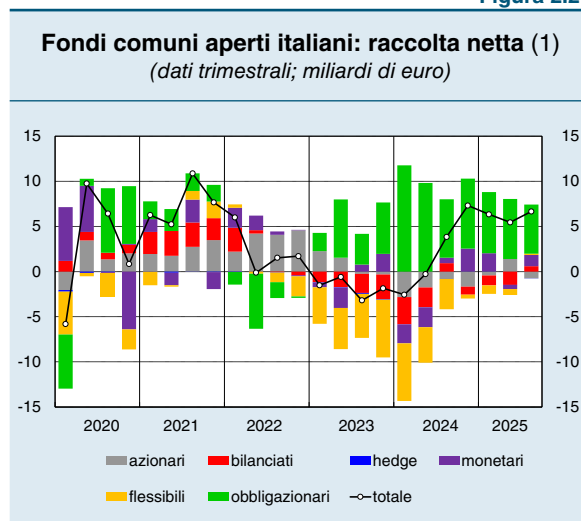
Figura 2.20



Fonte: Ivass.

(1) L'indicatore è calcolato come rapporto tra gli oneri per i riscatti e i premi. I dati sono cumulati dall'inizio dell'anno.

Figura 2.21



Fonte: Assogestioni.

(1) Dati riferiti ai fondi, sia di diritto italiano sia di diritto estero, gestiti da società di gestione del risparmio italiane o appartenenti a gruppi italiani. I dati relativi al 3° trimestre 2025 sono provvisori.

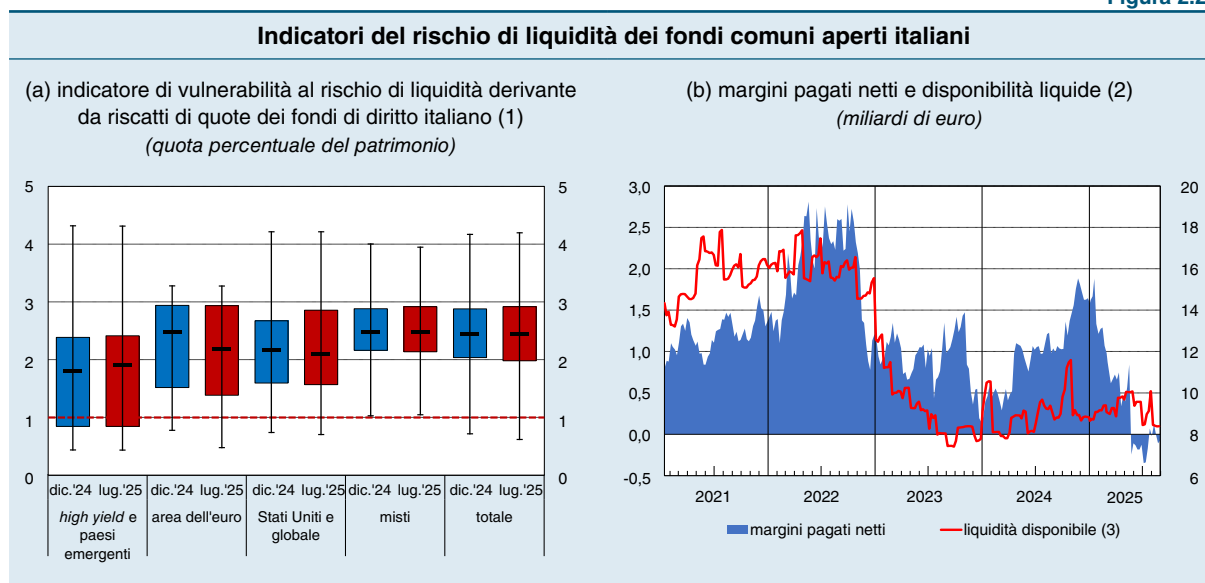
²⁵ L'indicatore è dato dal rapporto tra gli attivi liquidi e il totale delle attività. Gli attivi liquidi sono determinati applicando i coefficienti di scarto alle diverse tipologie di attivo, secondo la metodologia definita a livello europeo dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) per il monitoraggio sui rischi di liquidità del settore assicurativo (*liquidity monitoring*).

²⁶ Il comparto rappresenta circa il 50 per cento del patrimonio complessivo dei fondi distribuiti in Italia, che comprendono anche quelli gestiti da gruppi esteri.

²⁷ Misurato dal rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità delle sue componenti e i riscatti netti in uno scenario di stress (cfr. la nota 1 della fig. 2.22.a).

²⁸ Sono definiti vulnerabili i fondi per cui l'indicatore di liquidità è inferiore all'unità.

Figura 2.22



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

(1) Sono inclusi i fondi comuni aperti appartenenti ai comparti obbligazionario e misto. L'indicatore del rischio di liquidità è pari al rapporto tra l'attivo di un fondo ponderato per il grado di liquidità di ciascuna esposizione e i riscatti netti in uno scenario di stress. Gli scenari di stress sono pari alla media dei valori superiori al 99° percentile delle distribuzioni dei riscatti netti mensili in rapporto al patrimonio relativi a ciascuno dei comparti analizzati tra gennaio 2008 e novembre 2020 (*high yield* e paesi emergenti: 14 per cento; area dell'euro: 30 per cento; Stati Uniti e globale: 24 per cento; fondi misti: 24 per cento). Le aree colorate rappresentano la differenza interquartile; i trattini inferiori e superiori delle linee verticali indicano rispettivamente il 1° e il 99° percentile della distribuzione. I fondi al di sotto della linea rossa tratteggiata sono considerati vulnerabili. – (2) Valori aggregati dei margini pagati al netto dei ricevuti per le esposizioni in derivati e le disponibilità aggregate di liquidità da gennaio 2021 ad agosto 2025. Frequenza settimanale. – (3) Scala di destra.

L'indebitamento dei fondi verso banche e altri intermediari rimane contenuto²⁹, così come l'esposizione in derivati. Alla fine di agosto la leva sintetica (ossia il rapporto tra l'esposizione nozionale lorda in derivati³⁰ e il patrimonio netto) era inferiore all'unità. I margini netti corrisposti nel 2025 sono stati sensibilmente inferiori alla liquidità disponibile (fig. 2.22.b) e hanno registrato valori netti negativi (margini incassati) nel secondo trimestre³¹.

Nel primo semestre il patrimonio complessivo dei fondi di investimento alternativi (FIA) mobiliari italiani (57 miliardi di euro, di cui 4 riconducibili a gestori sotto soglia³²) è aumentato del 2 per cento; è in lieve crescita l'attivo dei fondi di credito (12,4 miliardi) che acquistano prevalentemente crediti originati da terzi, per lo più deteriorati (appartenenti soprattutto alla categoria delle inadempienze probabili, *unlikely to pay*); rimane stabile l'attivo dei fondi di private equity (29,4 miliardi), che investono nel capitale di rischio delle aziende. Nel comparto dei FIA operano anche le piattaforme di

²⁹ La normativa italiana prevede che i fondi aperti italiani possano assumere prestiti solo temporaneamente, in relazione a esigenze di investimento o disinvestimento dei beni del fondo, ed entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo stesso.

³⁰ Oltre l'80 per cento del nozionale lordo è rappresentato da derivati su tassi di interesse, tassi di cambio e azioni.

³¹ Questa dinamica è prevalentemente ascrivibile al deprezzamento del dollaro, che ha fatto registrare profitti netti per i fondi italiani sui derivati in valuta posti a copertura degli investimenti in titoli denominati in tale valuta.

³² Rientrano in questa categoria, che è sottoposta a un regime normativo semplificato, i gestori di fondi con un patrimonio inferiore ai 100 milioni di euro oppure con un patrimonio fino a 500 milioni, a condizione che i fondi non ricorrano alla leva finanziaria e prevedano che il diritto dei partecipanti al rimborso delle quote o delle azioni non sia esercitabile per un periodo di almeno cinque anni a decorrere dalla data di investimento iniziale. Per i gestori sotto soglia il capitale sociale minimo iniziale è fissato in almeno 50.000 euro (anziché un milione); inoltre ad essi non si applicano i divieti relativi all'attività di investimento, le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, nonché altri adempimenti amministrativi e informativi.

crowdfunding, che negli ultimi anni hanno offerto un canale di finanziamento alternativo soprattutto alle piccole e medie imprese (cfr. il riquadro: *Il comparto dei fornitori di servizi di crowdfunding in Italia*). Gli investitori nei FIA mobiliari istituiti nel primo semestre sono stati in larga parte italiani, principalmente banche e imprese non finanziarie.

IL COMPARTO DEI FORNITORI DI SERVIZI DI CROWDFUNDING IN ITALIA¹

Lo sviluppo tecnologico e la crescente digitalizzazione dei servizi finanziari hanno favorito l'espansione di meccanismi di finanziamento, tra cui il crowdfunding², che agevolano la raccolta di capitale o l'accesso al credito per finanziare singoli progetti, anche attraverso l'investimento di piccoli importi da parte di clientela non istituzionale.

A livello europeo il settore del crowdfunding è disciplinato dal regolamento UE/2020/1503, recepito nell'ordinamento nazionale con il D.lgs. 30/2023; tale provvedimento ha sancito l'inserimento nel D.lgs. 58/1998 (Testo unico della finanza, TUF) dell'art. 4-sexies.1, che ha assegnato alla Banca d'Italia e alla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), in base alle rispettive competenze, compiti di vigilanza sui fornitori di servizi di crowdfunding³.

Alla fine di ottobre gli operatori di crowdfunding autorizzati nell'Unione europea erano 242⁴, di cui 42 italiani (un numero superato solo dalla Francia, con 59 operatori). Nel 2023, ultimo anno per il quale sono disponibili dati a livello europeo⁵, la raccolta, per lo più da investitori al dettaglio principalmente per operazioni di *lending-based crowdfunding*, è stata superiore a un miliardo di euro.

In Italia la raccolta cumulata complessiva realizzata dagli operatori a partire dall'inizio della loro attività è stata di 1,4 miliardi (circa 0,3 miliardi annui nel triennio 2022-24): il 56 per cento attraverso la sottoscrizione di strumenti di capitale (*equity crowdfunding*), il 36 attraverso la concessione di prestiti (*lending-based crowdfunding*) e l'8 per cento attraverso l'acquisto di titoli di debito (*debt crowdfunding*). Dopo una fase di crescita iniziale, la raccolta è diminuita del 5 per cento nel 2024, ad eccezione del comparto immobiliare – a cui è ascrivibile il 94 per cento della raccolta cumulata nel segmento *lending-based* – che ha registrato un aumento (figura). La flessione della raccolta complessiva è proseguita nel primo semestre di quest'anno. Il grado di concentrazione del comparto è elevato: ai primi tre operatori fa capo il 44 per cento della raccolta cumulata totale. Gli operatori che, sebbene autorizzati, non hanno ancora avviato l'attività (oltre il 10 per cento del totale) risultano per lo più inattivi da oltre un anno⁶.

Sul calo della raccolta hanno inciso sia le difficoltà di adeguamento ai requisiti imposti dalla disciplina europea (più stringenti rispetto alla normativa nazionale previgente), sia la fase di rialzo dei tassi di

¹ A cura di Paolo Cantatore e Carlo Squarcia.

² La prestazione di servizi di crowdfunding assume le forme dell'intermediazione nella concessione di prestiti (*lending-based crowdfunding*) e del collocamento senza impegno irrevocabile di valori mobiliari e altri strumenti ammessi (*investment-based crowdfunding*). Tale ultimo servizio si declina in due ulteriori tipologie a seconda del tipo di strumento che viene collocato: *equity crowdfunding* (titoli di partecipazione al capitale) e *debt crowdfunding* (titoli di debito).

³ In particolare, la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda l'osservanza degli obblighi in materia, tra l'altro, di governo societario e requisiti generali di organizzazione, sistemi interni di segnalazione delle violazioni, controlli interni, esternalizzazione di funzioni operative, requisiti dei partecipanti al capitale e degli esponenti aziendali. La normativa europea e nazionale assegna inoltre alla Banca d'Italia poteri di regolamentazione secondaria e di intervento. Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia la sezione: [FAQ. Fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese](#).

⁴ Per approfondimenti, cfr. sul sito dell'ESMA il [registro degli operatori di crowdfunding](#).

⁵ Per ulteriori dettagli, cfr. ESMA, *ESMA Market Report. Crowdfunding in the EU 2024*, 8 gennaio 2025.

⁶ Ai sensi del regolamento UE/2020/1503, le autorità competenti che hanno concesso l'autorizzazione hanno il potere di revocarla qualora il fornitore di servizi di crowdfunding non l'abbia utilizzata entro 18 mesi dalla data di concessione.

interesse, che ha reso più oneroso per i titolari di progetto raccogliere mezzi finanziari (a causa del maggiore rendimento richiesto dagli investitori rispetto ad alternative di investimento meno rischiose del crowdfunding).

Secondo l'analisi delle informazioni fornite dai siti web delle piattaforme di crowdfunding, il tasso di default medio è dell'8 per cento (con punte superiori al 30 per alcuni operatori)⁷.

Nel 2024 la maggior parte dei fornitori di servizi di crowdfunding ha chiuso il bilancio in perdita o con risultati inferiori alle attese; la patrimonializzazione, sebbene in linea con i requisiti minimi, rimane contenuta.

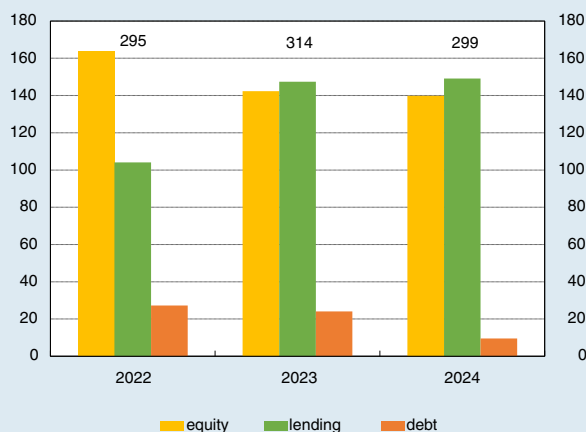
Nell'ambito dell'ordinaria attività di supervisione, per alcuni operatori sono emerse carenze nella governance, nei controlli interni, nel processo di selezione, valutazione e monitoraggio dei progetti, nonché nella classificazione e nella divulgazione di informazioni rilevanti sul tasso di default. Nei casi di maggiore criticità la Banca d'Italia e la Consob hanno adottato provvedimenti restrittivi dell'attività.

Le difficoltà operative e l'andamento generale del comparto lasciano presumere che in futuro possa realizzarsi un ulteriore consolidamento, sia nel segmento *investment-based* sia in quello *lending-based*. L'azione di supervisione della Banca d'Italia sarà orientata a monitorare l'evoluzione del settore, vigilando sul rispetto dei criteri di sana e prudente gestione da parte dei fornitori di servizi di crowdfunding e sui potenziali rischi per la stabilità finanziaria.

⁷ Si considerano default i seguenti casi, che possono verificarsi alternativamente o congiuntamente: (a) il fornitore di servizi di crowdfunding giudica improbabile (ad esempio a causa della ristrutturazione onerosa dell'obbligazione creditizia relativa al prestito o del fallimento o situazione assimilabile del titolare di progetto) che, senza il ricorso ad azioni da parte degli investitori, come l'escussione delle garanzie, il titolare di progetto rimborsi integralmente o adempia altrimenti alle sue obbligazioni creditizie relative al prestito in questione; (b) il titolare di progetto è in arretrato da oltre 90 giorni su un'obbligazione creditizia di entità rilevante riguardante il prestito.

Figura

Evoluzione della raccolta annuale in Italia degli operatori di crowdfunding per tipologia di servizio prestato (1)
(milioni di euro)



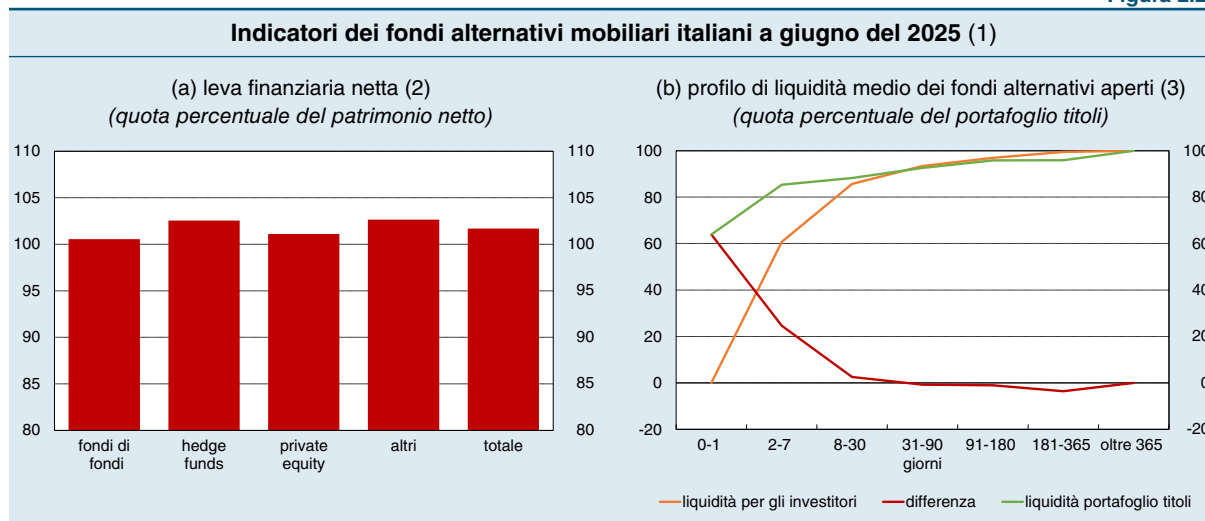
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia; ESMA; Politecnico di Milano, 10° Report italiano sul Crowdfunding, luglio 2025.

(1) I dati sono aggiornati al 31 dicembre di ogni anno. I valori riportati sopra gli istogrammi rappresentano gli importi complessivi della raccolta per ciascun anno.

La leva finanziaria diretta dei FIA è rimasta pressoché stabile (102 per cento; fig. 2.23.a); la leva indiretta dei fondi di private equity, che tiene conto dell'indebitamento delle società controllate, ha continuato a diminuire (dal 48 al 34 per cento del patrimonio netto del comparto). I rischi di liquidità rimangono limitati, in quanto circa il 90 per cento dei FIA mobiliari italiani è costituito in forma chiusa³³; per quelli aperti si osserva un sostanziale allineamento tra la liquidità dell'attivo e il profilo di rimborso delle passività a breve termine (fig. 2.23.b). Anche i rischi derivanti dalle interconnessioni all'interno del settore sono invariati: l'incidenza degli investimenti in altri fondi sull'attivo dei FIA mobiliari è pari a poco più di un quinto del totale, in linea con la media dell'area dell'euro.

³³ La normativa italiana impone la costituzione in forma chiusa per i fondi che investono più del 20 per cento del proprio patrimonio in attività illiquide.

Figura 2.23

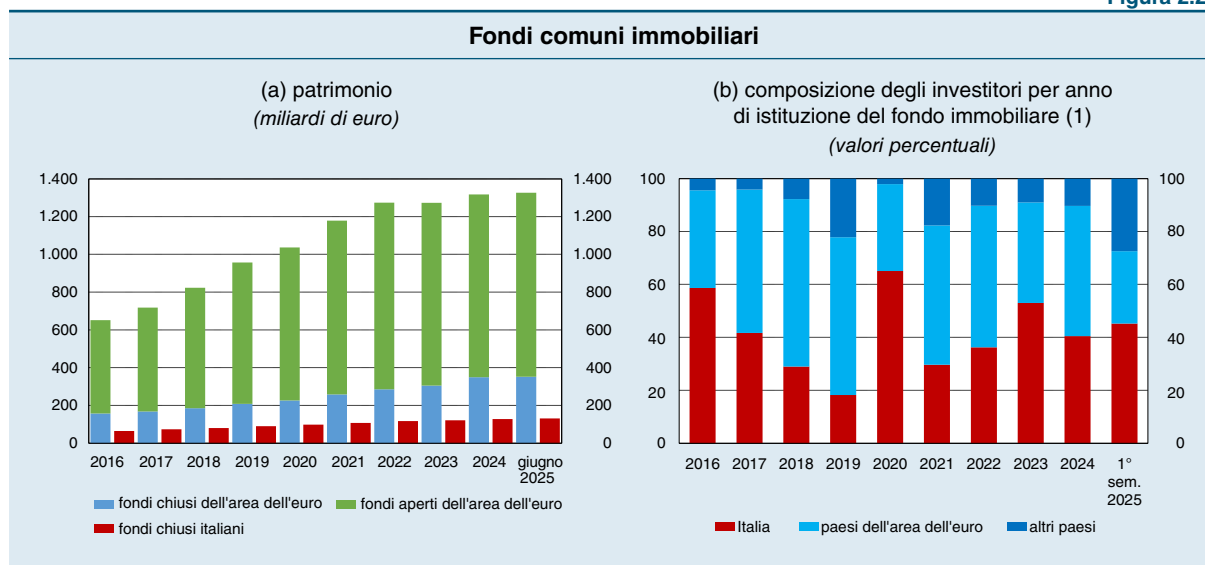


Fonte: segnalazioni di vigilanza e dati trasmessi in base alla direttiva UE/2011/61 sui gestori di fondi di investimenti alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD).

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

Nella prima metà del 2025 il patrimonio gestito dal comparto dei fondi immobiliari italiani è lievemente aumentato (da 128 a 131 miliardi di euro; fig. 2.24.a). Gli investitori nei fondi istituiti nel periodo sono per oltre la metà esteri, equamente distribuiti tra area UE ed extra UE (fig. 2.24.b). I fondi, in un contesto di stabilità delle quotazioni dei prezzi degli immobili non residenziali, hanno complessivamente effettuato rivalutazioni nette del patrimonio gestito per un ammontare pari allo 0,1 per cento del portafoglio, a fronte di svalutazioni nette registrate nel 2024 (fig. 2.25.a).

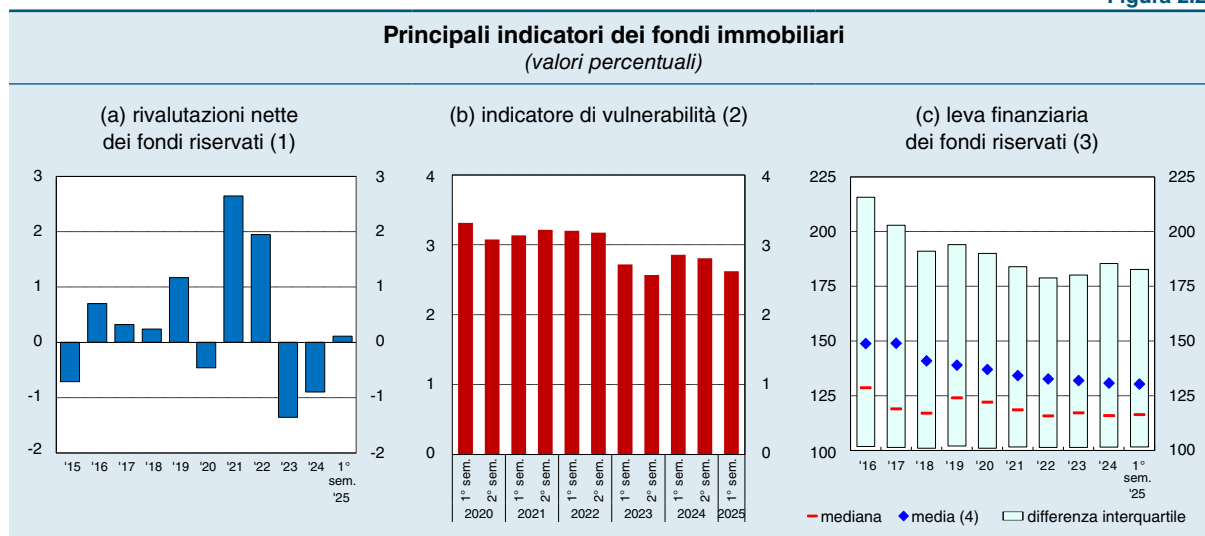
Figura 2.24



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

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

Figura 2.25



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

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

I nuovi investimenti del comparto sono stati destinati quasi interamente al settore del *commercial real estate* e si sono concentrati per oltre un terzo nella provincia di Milano; la quota dei nuovi investimenti in questa provincia ha tuttavia registrato un netto calo rispetto al primo semestre del 2024, quando si attestava al 60 per cento del totale.

I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dai fondi immobiliari si mantengono complessivamente contenuti. Diversamente dalla maggior parte dei fondi europei, quelli italiani, in base alla normativa vigente, sono costituiti in forma chiusa e di conseguenza non sono soggetti al rischio di liquidità derivante da elevate richieste di rimborso. Anche il rischio che alla scadenza le valutazioni del portafoglio immobiliare dei fondi si discostino in modo significativo dai valori di mercato resta ridotto (fig. 2.25.b).

La leva finanziaria dei fondi immobiliari è rimasta stabile (130 per cento a giugno del 2025; fig. 2.25.c). La quota di patrimonio riconducibile ai fondi che utilizzano la leva in modo sostanziale (ossia con livelli superiori al 300 per cento) resta su valori contenuti (3 per cento del totale). I fondi con un patrimonio netto negativo, condizione che segnala una particolare situazione di stress finanziario, continuano a rappresentare poco meno dell'1 per cento degli attivi. Le passività verso banche e altri intermediari operanti in Italia costituiscono circa l'1 per cento del credito da essi erogato.

3 LE POLITICHE PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

La Banca d'Italia ha mantenuto invariato il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB) allo zero per cento negli ultimi due trimestri del 2025, valutandolo adeguato all'attuale contesto macrofinanziario (cfr. nell'*Appendice* la tav. A11)¹.

Il 30 giugno 2025 è entrata pienamente in vigore la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB), pari all'1 per cento delle esposizioni ponderate per il rischio di credito e di controparte verso i residenti in Italia². La riserva, attivata per aumentare la capacità del sistema bancario di fronteggiare eventi inattesi (anche indipendenti dal ciclo economico e finanziario) ammonta per l'intero sistema bancario a 7,4 miliardi in termini di CET1.

Sulla base dei dati disponibili al 31 dicembre 2024, la Banca d'Italia ha confermato i gruppi bancari Banco BPM, Banca Nazionale del Lavoro, Intesa Sanpaolo, UniCredit e il gruppo bancario cooperativo ICCREA come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions*, O-SII). Le riserve di capitale per il 2026 sono rimaste invariate per tutti i gruppi ad eccezione di UniCredit, per il quale il coefficiente di riserva è stato ridotto all'1,25 per cento³. Per gli intermediari recentemente interessati da processi di aggregazione (i gruppi BPER Banca e Banca Popolare di Sondrio e i gruppi Monte dei Paschi di Siena e Mediobanca), la Banca d'Italia ha avviato una nuova valutazione della rilevanza sistemica che consideri gli effetti di tali operazioni.

La Banca ha identificato come paesi terzi rilevanti per il sistema bancario italiano ai fini dell'applicazione del CCyB il Regno Unito, la Russia, gli Stati Uniti e la Svizzera⁴. L'attività di sorveglianza diretta dei rischi di questi quattro paesi è svolta dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB), che li ha inclusi tra quelli rilevanti per l'intero Spazio economico europeo.

Sono state valutate le richieste di riconoscimento del rinnovo di cinque misure macroprudenziali: una tedesca, due norvegesi e due svedesi⁵. La Banca d'Italia ha esteso il riconoscimento della misura tedesca, che prevede il mantenimento di un SyRB pari all'1 per cento delle esposizioni ponderate per il rischio garantite da immobili residenziali situati in Germania. Le altre misure continuano a non essere riconosciute per la non rilevanza delle relative esposizioni del sistema bancario italiano.

¹ Banca d'Italia, *Il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (countercyclical capital buffer, CCyB)*, comunicato stampa del 26 settembre 2025.

² Banca d'Italia, *Attivazione della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico*, comunicato stampa del 26 aprile 2024.

³ Banca d'Italia, *Identificazione per il 2026 delle istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia*, comunicato stampa del 14 novembre 2025.

⁴ Banca d'Italia, *Identificazione dei paesi terzi rilevanti per l'Italia ai sensi della raccomandazione ESRB/2015/1*, comunicato stampa del 4 luglio 2025.

⁵ Banca d'Italia, *Decisione di riconoscere una misura macroprudenziale tedesca ai sensi della raccomandazione ESRB/2025/4*, 18 novembre 2025 e Banca d'Italia, *Decisione di non riconoscere due misure macroprudenziali svedesi e due norvegesi ai sensi delle raccomandazioni ESRB/2025/5 e ESRB/2025/6*, 18 novembre 2025.

Tra gli strumenti a disposizione della Banca d'Italia per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale rientra il potere di intervento previsto dal regolamento UE/2014/600⁶. A questo fine vengono svolte periodicamente analisi dei rischi che possono derivare dagli strumenti finanziari commercializzati, distribuiti o venduti in Italia o a partire dall'Italia⁷. In base alle ultime analisi su titoli e derivati, il volume dei *certificates* detenuti dalle famiglie italiane è lievemente aumentato nella prima metà del 2025. Secondo le rilevazioni preliminari della più recente *Indagine congiunturale sulle famiglie italiane*, tali strumenti risultano detenuti principalmente da nuclei caratterizzati da redditi elevati, da una solida condizione economico-finanziaria e da un alto livello di istruzione. Nello stesso periodo è cresciuto il volume delle obbligazioni strutturate e dei derivati, prevalentemente CDS e *swaptions*⁸; le posizioni lunghe e corte detenute dai principali operatori di mercato risultano bilanciate e i rischi per la stabilità finanziaria associati a queste categorie di strumenti appaiono complessivamente limitati.

Il 13 giugno si è tenuta la prima riunione del 2025 del Comitato per le politiche macroprudenziali⁹. Sono stati discussi i rischi per la stabilità del sistema finanziario italiano e le iniziative in corso per la semplificazione della regolamentazione sul sistema finanziario in Europa. Il Comitato ha avviato i lavori per la realizzazione di un quadro analitico per l'assolvimento dei compiti ad esso affidati dalla normativa in materia di valutazione dei rischi derivanti dall'applicazione delle clausole di riserva nei contratti e negli strumenti finanziari indicizzati (sulla base delle previsioni del regolamento UE/2016/1011, regolamento benchmark). La successiva riunione del Comitato è prevista per il 4 dicembre 2025.

⁶ La stessa facoltà è anche assegnata alla Consob, con l'obiettivo di tutelare gli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari e delle merci. Per approfondimenti sul potere di intervento sui prodotti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Il "potere di intervento" della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate*.

⁷ Per maggiori informazioni sui criteri utilizzati dalla Banca d'Italia per l'esercizio del potere di intervento, cfr. Banca d'Italia, *Il potere di intervento della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate: quadro giuridico, analitico e metodologico*, aprile 2024. Per l'elenco e le definizioni di tutti gli strumenti finanziari analizzati nell'ambito del potere di intervento, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Glossario delle tipologie di strumenti finanziari analizzati dalla Banca d'Italia nell'ambito del potere di intervento*.

⁸ Le *swaptions* sono opzioni che conferiscono al detentore la facoltà di concludere un contratto swap su tassi di interesse a una data futura e a condizioni contrattuali predeterminate.

⁹ Comitato per le politiche macroprudenziali, *Verbale della riunione del 13 giugno 2025*, 11 luglio 2025.