



Comitato
per le politiche
macroprudenziali

Relazione sulle attività

marzo 2025

anno
2024



Comitato
per le politiche
macroprudenziali

Relazione sulle attività

marzo 2025

anno
2024

© Comitato per le politiche macroprudenziali, 2025

Indirizzo

Via Nazionale, 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.comitatomacroprudenziale.it>

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

ISSN – richiesta in corso

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

Stampato nel mese di marzo 2025

INDICE

Premessa	5
1. Le funzioni del Comitato	6
Riquadro: <i>La vigilanza macroprudenziale a livello internazionale: un quadro di sintesi</i>	7
2. L'attività del Comitato nel 2024	7
2.1 L'attività di analisi	8
2.2 Le attività organizzative	9
3. Le decisioni di politica macroprudenziale e gli altri strumenti rilevanti per la stabilità finanziaria	10
Riquadro: <i>Gli strumenti a tutela della stabilità finanziaria per il settore assicurativo</i>	11
4. Lo stato del sistema finanziario italiano	12
4.1 I mercati	13
4.2 Le banche	16
4.3 Le assicurazioni	17
4.4 L'industria del risparmio gestito	18
4.5 I fondi pensione	19
5. Valutazioni conclusive sui rischi per il sistema finanziario italiano	19

AVVERTENZE

Le elaborazioni dei dati, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalle autorità partecipanti al Comitato.

Nelle figure con differenti scale di destra e di sinistra i dati riportati nel grafico sono riferiti alla scala di sinistra, salvo quelli esplicitamente indicati in nota come riferiti alla scala di destra.

PREMESSA

Il Comitato per le politiche macroprudenziali è stato istituito dal decreto legislativo n. 207 del 7 dicembre 2023 (“decreto istitutivo”) quale autorità indipendente designata per la conduzione delle politiche macroprudenziali in Italia ai sensi della raccomandazione ESRB/2011/3 del Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB). Vi sono rappresentate, al più alto livello, le autorità nazionali che contribuiscono, a vario titolo, alla tutela della stabilità finanziaria. Il Comitato è composto dal Governatore della Banca d'Italia, che lo presiede, dai Presidenti della Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), della Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip) e dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass). Il Direttore generale del Tesoro partecipa alle riunioni senza diritto di voto.

Con questa Relazione il Comitato presenta il resoconto del proprio operato relativo al 2024, adempiendo ai doveri di trasparenza e agli obblighi di legge previsti dall'art. 1, comma 9, del decreto istitutivo.

La Relazione illustra il ruolo e gli obiettivi del Comitato, offre una panoramica delle attività svolte nel corso dell'anno e delle decisioni di natura macroprudenziale adottate dalle autorità che lo compongono; riporta inoltre una descrizione delle condizioni del sistema finanziario italiano e la valutazione del Comitato sui principali rischi per la sua stabilità.

1. LE FUNZIONI DEL COMITATO

Il Comitato per le politiche macroprudenziali persegue la stabilità del sistema finanziario italiano. Con la sua azione contribuisce a contrastare l'accumulazione e la propagazione dei rischi, promuovendo la capacità del sistema di assorbire le conseguenze di eventi che possano minacciarne il corretto funzionamento.

In base a quanto previsto dall'ordinamento, il Comitato:

- analizza i rischi per la stabilità del sistema finanziario italiano e definisce strategie e obiettivi intermedi per il suo perseguimento;
- ha la facoltà di effettuare segnalazioni al Governo, pubblicamente o in via riservata, in materia di rischio sistemico;
- può indirizzare raccomandazioni alle autorità che lo compongono;
- può formulare segnalazioni al Parlamento, al Governo, ad altre autorità, enti pubblici e organismi dello Stato sull'opportunità di adottare misure, anche normative, volte a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario italiano;
- può esprimere pareri sulle proposte di atti normativi rilevanti per i propri obiettivi;
- elabora e attua metodologie e procedure per identificare le istituzioni e le strutture finanziarie con rilevanza sistemica, fatti salvi i poteri in materia attribuiti dalle rispettive normative di settore alle singole autorità partecipanti al Comitato;
- valuta, ai fini del regolamento UE/2016/1011 (regolamento *benchmark*), se una clausola di riserva di uno specifico contratto di finanziamento o strumento finanziario originariamente convenuta non rispecchi più, del tutto o in parte, il mercato o la realtà economica che l'indice di riferimento in via di cessazione intendeva misurare; valuta inoltre se l'applicazione di tale clausola possa costituire una minaccia per la stabilità finanziaria.

Il Comitato può richiedere dati e altre informazioni necessari all'esercizio delle sue funzioni a soggetti pubblici e privati che svolgono attività di rilievo per la stabilità finanziaria. Nel caso di richieste a soggetti sottoposti a vigilanza, le informazioni sono acquisite avvalendosi delle autorità per i settori di rispettiva competenza; negli altri casi il Comitato presenta una richiesta alla Banca d'Italia, che cura la raccolta dei dati.

Il ruolo del Comitato non pregiudica le competenze e le responsabilità delle autorità che ne fanno parte; ciascuna di esse continua a definire e attuare le misure di supervisione per il proprio settore.

Il Comitato per le politiche macroprudenziali coopera in Europa – anche mediante lo scambio di informazioni – con l'ESRB, con la Banca centrale europea e con le autorità macroprudenziali di altri Stati membri dell'Unione europea, al fine di agevolare le rispettive funzioni (cfr. il riquadro: *La vigilanza macroprudenziale a livello internazionale: un quadro di sintesi*).

LA VIGILANZA MACROPRUDENZIALE A LIVELLO INTERNAZIONALE: UN QUADRO DI SINTESI

La crisi finanziaria globale del 2007-08 ha mostrato quanto l'accumularsi di squilibri nel sistema finanziario possa generare ingenti danni per la società e per l'economia reale. Nell'ambito delle riforme introdotte in seguito a tale crisi, volte a prevenire il ripetersi di eventi tanto negativi, è stato creato un articolato sistema di istituzioni e organismi internazionali con compiti sia di analisi sia di definizione e attuazione delle politiche in tema di stabilità finanziaria.

A livello mondiale, il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB)¹ riunisce i rappresentanti delle principali autorità responsabili in materia di stabilità finanziaria appartenenti a numerosi paesi avanzati ed emergenti (in larga parte coincidenti con quelli del G20) e delle istituzioni internazionali che si occupano di definire gli standard finanziari. L'FSB coordina i lavori delle autorità finanziarie nazionali e degli organismi internazionali per promuovere l'attuazione di efficaci politiche di regolamentazione e vigilanza, contribuendo alla stabilità del sistema finanziario a livello globale.

In Europa, il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB)² analizza i rischi sistemici all'interno della UE e ha il potere di indirizzare segnalazioni e raccomandazioni all'Unione, agli Stati membri e alle autorità di vigilanza europee e nazionali per promuovere l'adozione di misure correttive. Fa parte del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (European System of Financial Supervision, ESFS), che include anche le tre autorità europee di supervisione settoriali, rispettivamente per le banche (European Banking Authority, EBA), per le assicurazioni e i fondi pensione (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) e per i mercati finanziari (European Securities and Markets Authority, ESMA). In ambito macroprudenziale, la BCE collabora con le autorità nazionali ed esercita poteri di coordinamento e di rafforzamento delle misure da queste adottate per il settore bancario.

Gli altri comitati nazionali istituiti in Europa³ a seguito della raccomandazione ESRB/2011/3 includono generalmente le rispettive banche centrali, le autorità di vigilanza dei mercati e degli intermediari finanziari e il ministero dedicato alla gestione dell'economia o delle finanze; le loro modalità di azione riflettono la struttura del sistema finanziario e le priorità macroprudenziali nazionali.

¹ Il Consiglio fu costituito nell'aprile 2009; i suoi membri sottoscrissero il [Financial Stability Board Charter](#) il 25 settembre 2009.

² Regolamento UE/2010/1092 del Parlamento europeo e del Consiglio.

³ Per approfondimenti, cfr. ESRB, [List of national macroprudential authorities and national designated authorities in EEA Member States](#).

2. L'ATTIVITÀ DEL COMITATO NEL 2024

Il decreto istitutivo del Comitato è entrato in vigore l'11 gennaio 2024. I mesi successivi sono stati dedicati allo svolgimento delle attività necessarie per adempiere al proprio mandato di analisi e prevenzione dei rischi sistemici in Italia e per dotarsi degli strumenti necessari allo svolgimento dei compiti assegnati dall'ordinamento.

Nel corso del 2024 il Comitato si è riunito due volte, il 5 luglio e il 13 dicembre, presso la sede centrale della Banca d'Italia a Roma¹. In entrambe le occasioni erano presenti il Governatore della Banca d'Italia Fabio Panetta, il Presidente della Consob Paolo Savona, la Presidente facente funzione della Covip Francesca Balzani, il Presidente dell'Ivass Luigi Federico Signorini e il Direttore generale del Tesoro Riccardo Barbieri Hermitte.

2.1 L'attività di analisi

Nelle due riunioni del 2024 il Comitato ha analizzato i rischi per il sistema economico e finanziario italiano, valutando che le principali vulnerabilità del Paese derivino nel breve termine dall'eventuale inasprimento delle tensioni geopolitiche, dalla possibile introduzione di politiche commerciali più protezionistiche che in passato e dagli sviluppi della situazione politica ed economica in alcune grandi economie europee. L'esposizione dell'Italia a questi rischi, riconducibili a fattori esterni, è amplificata dalla debolezza della propria crescita economica, dovuta anche alla dinamica asfittica della produttività, nonché dall'alto debito pubblico.

Le condizioni del sistema finanziario italiano si sono mantenute nell'insieme favorevoli nel 2024, sia per le banche sia per gli altri intermediari.

I rischi dovuti agli sviluppi del mercato immobiliare, che in altri paesi hanno determinato in passato fenomeni di forte instabilità, sono stati valutati nel complesso moderati per l'Italia. Gli squilibri accumulati in questo comparto da alcune economie estere, per quanto in riduzione, potrebbero tuttavia dare luogo a episodi di contagio, con eventuali ripercussioni anche per il nostro paese.

Le condizioni finanziarie delle famiglie, che hanno un livello di indebitamento molto contenuto nel confronto internazionale, sono nell'insieme solide. In entrambe le riunioni del 2024 il Comitato ha approfondito il fenomeno dell'aumento degli investimenti delle famiglie in *certificates*², strumenti finanziari complessi che possono esporre i detentori al rischio di perdite elevate al verificarsi di scenari di mercato sfavorevoli. È stato inoltre rilevato che recenti indagini campionarie indicano una crescita della quota di famiglie che investono in criptoattività³, il prezzo delle quali è spesso caratterizzato da ampia volatilità.

Nella riunione del 5 luglio la discussione ha riguardato anche le riserve di capitale nel settore bancario utilizzabili in caso di forti tensioni finanziarie. È stata sottolineata l'importanza di continuare a mantenere presidi adeguati ed è stato espresso apprezzamento per la decisione della Banca d'Italia di attivare lo scorso aprile la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SyRB) per le banche e i gruppi bancari autorizzati in Italia (cfr. il capitolo 3).

¹ Per maggiori dettagli sul contenuto e sull'esito delle riunioni, cfr. sul sito del Comitato per le politiche macroprudenziali: [Verbal delle riunioni](#) e [Comunicati stampa](#).

² Per ulteriori informazioni sui *certificates*, 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](#).

³ Per approfondimenti, cfr. Consob, [Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane. Focus investitori](#), 2024 e Organismo per la gestione degli elenchi degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi, [Settimo flusso informativo trasmesso all'OAM dai prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale e di portafoglio digitale. 3° trimestre 2024](#), 2024.

Nell'incontro del 13 dicembre il Comitato ha approfondito l'evoluzione del rischio di liquidità delle assicurazioni vita, alla luce dell'aumento dei riscatti e del calo della raccolta dei premi registrati nel comparto nel biennio 2022-23.

È stato rilevato che il settore dei fondi pensione è finanziariamente solido, in particolare per le sue caratteristiche strutturali, in alcuni casi specifiche dell'esperienza italiana (cfr. il paragrafo 4.5). L'orientamento degli investimenti su un orizzonte temporale di medio e di lungo termine e la tendenziale stabilità della loro composizione possono contribuire a mitigare gli effetti degli episodi di tensione sui mercati. Il Comitato ha rivolto la sua attenzione anche al settore delle casse di previdenza, altra importante categoria di investitori istituzionali che attuano politiche di investimento orientate al medio e al lungo termine e a una tendenziale stabilità.

Sono stati inoltre discussi i rischi legati allo sviluppo del comparto della finanza non bancaria, un settore altamente eterogeneo e in continua crescita. Il Comitato ha preso nota delle iniziative in corso a livello globale per definire un sistema condiviso di regole volto ad aumentare la solidità del settore, nonché delle risposte inviate dalle autorità europee di supervisione alla consultazione in materia di finanza non bancaria condotta dalla Commissione europea e conclusa a novembre del 2024⁴. Alla luce dell'elevato grado di interconnessione del comparto, è stato sottolineato come la valutazione dei rischi derivanti dalla finanza non bancaria richieda uno stretto coordinamento internazionale, anche attraverso la condivisione dei dati.

2.2 Le attività organizzative

Il Comitato si è dotato di norme di funzionamento, approvando all'unanimità il proprio Regolamento interno il 12 luglio 2024⁵. Il Regolamento disciplina in particolare la convocazione e la preparazione delle riunioni, nonché il processo decisionale del Comitato, prevedendo che quest'ultimo possa deliberare con il voto della maggioranza dei membri, anche tramite procedura scritta. Regola le modalità di rendicontazione delle attività, con specifico riferimento ai comunicati stampa e ai verbali relativi all'esito delle riunioni. Definisce il quadro entro il quale è possibile lo scambio di dati e informazioni acquisiti dal Comitato nell'esercizio del suo mandato, assicurando la copertura del segreto d'ufficio, e tratta l'interazione con soggetti terzi, mediante la possibilità di svolgere consultazioni pubbliche e di organizzare incontri con portatori di interesse. Il Regolamento disciplina infine le funzioni della Segreteria tecnica, assegnate alla Banca d'Italia dal decreto istitutivo. La Segreteria facilita la cooperazione tra le autorità partecipanti al Comitato e tra quest'ultimo e le autorità sovranazionali e quelle di altri Stati; prepara analisi e note per le discussioni; assiste la predisposizione di eventuali segnalazioni e

⁴ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Commissione europea: [Targeted consultation assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation \(NBFII\)](#). La Commissione ha focalizzato l'attenzione: (a) sui disallineamenti tra la liquidità dell'attivo e del passivo, specie se non attenuati dall'utilizzo di strumenti per la gestione del rischio; (b) sull'eccessivo ricorso alla leva finanziaria; (c) sulla crescente interconnessione tra i diversi segmenti del comparto e tra questi e il settore bancario; (d) sullo scarso coordinamento nella supervisione, nella regolamentazione e nell'uso degli strumenti prudenziali tra le autorità nazionali degli Stati membri e tra queste e le autorità europee.

⁵ Per ulteriori informazioni, cfr. sul sito del Comitato per le politiche macroprudenziali: [Quadro normativo](#). L'approvazione del Regolamento e la sua pubblicazione sui siti delle autorità partecipanti sono state comunicate al pubblico nella Gazzetta ufficiale della Repubblica italiana, Serie generale n. 175 del 27 luglio 2024.

raccomandazioni e ne verifica l'esito. Inoltre, la Segreteria fornisce supporto organizzativo per la complessiva attività del Comitato.

Lo scorso novembre è stato reso operativo il sito internet del Comitato⁶, distinto rispetto a quelli delle singole autorità che vi sono rappresentate. Sul portale, disponibile in italiano e in inglese, vengono pubblicate le iniziative del Comitato e le informazioni sulle sue attività, garantendo così la trasparenza del suo operato.

3. LE DECISIONI DI POLITICA MACROPRUDENZIALE E GLI ALTRI STRUMENTI RILEVANTI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

Nel 2024 il Comitato non ha adottato proprie iniziative macroprudenziali, valutando sufficienti, per il momento, quelle poste in essere dalle singole autorità nei rispettivi ambiti di competenza.

Per il settore bancario, la Banca d'Italia può adottare misure macroprudenziali volte a rafforzare la stabilità del sistema finanziario e attenuare così i possibili effetti connessi con il manifestarsi di rischi sistemici. Ha la facoltà di imporre le riserve di capitale previste dalla normativa europea: la riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer*, CCyB), le riserve di capitale per le istituzioni creditizie a rilevanza sistemica, sia nazionale (*other systemically important institutions*, O-SII) sia globale (*global systemically important institutions*, G-SII), e la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (SyRB). La Banca d'Italia può inoltre utilizzare strumenti macroprudenziali non armonizzati dalla normativa europea, come quelli basati sulle caratteristiche dei clienti delle banche e dei finanziamenti (misure *borrower based*), nonché vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di strumenti finanziari con l'obiettivo di preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale⁷.

Ad aprile del 2024 la Banca d'Italia ha applicato un SyRB a tutte le banche e i gruppi bancari autorizzati in Italia. La riserva, pari all'1 per cento delle esposizioni ponderate per il rischio di credito e di controparte verso residenti in Italia, è stata costituita per almeno la metà nello scorso anno e dovrà essere completata entro il prossimo 30 giugno⁸.

Nel corso del 2024 il coefficiente della riserva di capitale anticiclica è stato mantenuto allo zero per cento, in assenza di rischi per la stabilità finanziaria derivanti da una crescita eccessiva del credito⁹. La regolamentazione prevede che il CCyB possa essere utilizzato anche a fronte di esposizioni verso controparti residenti in paesi non appartenenti allo Spazio economico europeo. A questo scopo le autorità nazionali sono chiamate a identificare annualmente i paesi

⁶ Consultabile all'indirizzo www.comitatomacroprudenziale.it.

⁷ Per ulteriori informazioni, 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*.

⁸ Banca d'Italia, *Attivazione della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico*, comunicato stampa del 26 aprile 2024.

⁹ Banca d'Italia, *Il coefficiente della riserva di capitale anticiclica (countercyclical capital buffer, CCyB)*, comunicato stampa del 20 dicembre 2024.

terzi verso i quali il sistema bancario presenta esposizioni significative. La Banca d'Italia ha identificato come rilevanti il Regno Unito, la Russia, gli Stati Uniti, la Svizzera e la Turchia¹⁰.

I gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM, BPER Banca, Banca Nazionale del Lavoro, Mediobanca e il Gruppo bancario cooperativo ICCREA sono stati confermati quali O-SII autorizzate in Italia, lasciando invariate per il 2025 le relative riserve di capitale già fissate per l'anno precedente¹¹. Nessuna istituzione finanziaria autorizzata in Italia è stata identificata come G-SII¹².

La Banca d'Italia ha inoltre valutato le richieste di riconoscimento di misure macroprudenziali adottate in Belgio¹³, Danimarca¹⁴ e Portogallo¹⁵. Le esposizioni delle banche italiane ai rischi presidiati da tali misure nei paesi che le hanno adottate sono trascurabili ed è stato pertanto deciso di non applicarle a livello nazionale.

Per il settore assicurativo, l'Ivass non ha ritenuto necessario ricorrere ad alcuno strumento con finalità macroprudenziale nel corso del 2024 (cfr. il riquadro: *Gli strumenti a tutela della stabilità finanziaria per il settore assicurativo*).

GLI STRUMENTI A TUTELA DELLA STABILITÀ FINANZIARIA PER IL SETTORE ASSICURATIVO

Il quadro regolamentare europeo per il settore assicurativo al momento non attribuisce alle autorità nazionali di vigilanza strumenti esplicitamente macroprudenziali, ma prevede la facoltà di utilizzare alcune misure microprudenziali per salvaguardare la stabilità del sistema. Le norme europee in campo assicurativo stanno tuttavia evolvendo in direzione di un maggiore riconoscimento delle finalità proprie della vigilanza macroprudenziale.

La direttiva Solvency II, recentemente aggiornata, e i relativi atti delegati (in fase di revisione) assegnano alle autorità di vigilanza assicurative alcuni poteri con funzione macroprudenziale¹. Tra questi figurano la facoltà di sospendere temporaneamente i riscatti delle polizze vita da parte della clientela e quella di limitare sia la distribuzione degli utili

¹ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito dell'Ivass: [Solvency II](#).

¹⁰ Banca d'Italia, [Identificazione dei paesi terzi rilevanti per l'Italia ai sensi della raccomandazione ESRB/2015/1](#), comunicato stampa del 30 giugno 2024.

¹¹ Banca d'Italia, [Identificazione per il 2025 delle istituzioni a rilevanza sistemica nazionale autorizzate in Italia](#), comunicato stampa del 22 novembre 2024.

¹² Banca d'Italia, [Identificazione annuale delle istituzioni finanziarie italiane a rilevanza sistemica globale](#), comunicato stampa del 1° dicembre 2023.

¹³ Banca d'Italia, [Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale belga ai sensi della raccomandazione ESRB/2023/9](#), comunicato stampa del 22 marzo 2024.

¹⁴ Banca d'Italia, [Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale danese ai sensi della raccomandazione ESRB/2024/3](#), comunicato stampa dell'8 novembre 2024.

¹⁵ Banca d'Italia, [Decisione di non riconoscere una misura macroprudenziale portoghese ai sensi della raccomandazione ESRB/2023/13](#), comunicato stampa del 26 luglio 2024.

delle compagnie sia la componente variabile della retribuzione aziendale. Inoltre, la recente direttiva sul risanamento e la risoluzione delle assicurazioni (*Insurance Recovery and Resolution Directive*, IRRD) attribuisce al supervisore il potere di chiedere alle compagnie ritenute rilevanti per il mercato nazionale² di rafforzare il proprio sistema di gestione dei rischi attraverso la predisposizione di piani preventivi di risanamento.

La normativa italiana³ conferisce già all'Ivass poteri di natura macroprudenziale sostanzialmente equivalenti a quelli di recente introdotti dalla revisione di Solvency II e dalla direttiva IRRD. L'Ivass dispone inoltre della facoltà di sospendere o vietare la commercializzazione di prodotti assicurativi potenzialmente rischiosi per la stabilità finanziaria.

La legge di bilancio per il 2024 ha rafforzato le norme primarie a presidio della stabilità del settore assicurativo, istituendo il Fondo di garanzia assicurativo dei rami vita, cui partecipano le imprese di assicurazione e gli intermediari distributori. L'intervento ha l'obiettivo di evitare possibili perdite di fiducia nei confronti del settore, tutelando gli aventi diritto a prestazioni derivanti da polizze vita nel caso in cui la compagnia che le ha emesse sia sottoposta a procedura concorsuale⁴.

² Le compagnie sono identificate come rilevanti sulla base di diversi criteri: dimensione, modello di business, profilo di rischio, interconnessioni con il resto del sistema finanziario, sostituibilità, importanza per l'economia dello Stato di residenza, rilevanza dell'attività transfrontaliera.

³ Art. 188 del Codice delle assicurazioni private e regolamento Ivass 38/2018.

⁴ Il Fondo ha natura di diritto privato e la contribuzione allo stesso è determinata in proporzione agli impegni assunti per le compagnie e alla raccolta intermediata per i distributori. L'adesione è obbligatoria, pena la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività assicurativa nei rami vita o la cancellazione dal Registro unico degli intermediari. Il Fondo di garanzia, analogamente al Fondo interbancario di tutela dei depositi, rimborsa le prestazioni protette entro l'importo massimo di 100.000 euro per ciascun avente diritto, ad eccezione dei prodotti pensionistici e dei contratti vita – le cui prestazioni maturano soltanto nel caso di decesso o per incapacità dovuta a lesione, malattia o disabilità – per i quali tale limite non trova applicazione.

4. LO STATO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO

Nel 2024 le condizioni macrofinanziarie dell'Italia sono rimaste stabili (fig. 1). La debolezza della crescita economica e il consistente debito pubblico, in presenza di forti tensioni internazionali e di un'elevata incertezza politica in alcune economie avanzate, rappresentano i principali elementi di rischio per il sistema finanziario italiano. I dati dell'Istat indicano che nel 2024 il PIL è cresciuto dello 0,7 cento. A dicembre l'inflazione armonizzata al consumo era pari all'1,4 per cento; la sua componente di fondo all'1,8¹⁶. In prospettiva, la riduzione dei tassi di interesse e il recupero del potere d'acquisto delle famiglie, favorito dalla moderata inflazione e dalla graduale ripresa delle retribuzioni, potranno fornire un impulso positivo all'economia.

¹⁶ Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 1, 2025.

L'alto livello del debito pubblico continua a rappresentare una significativa fonte di vulnerabilità per l'economia italiana. Nel 2024 l'indebitamento netto è diminuito e, secondo il quadro programmatico del Piano strutturale di bilancio di medio termine per gli anni 2025-29, dovrebbe continuare a ridursi progressivamente nei prossimi anni. Tuttavia, il debito in rapporto al prodotto è aumentato nel 2024 e continuerebbe a espandersi fino al 2026, anche per gli effetti dei crediti di imposta sulle ristrutturazioni edilizie maturati negli anni precedenti.

I rischi per la stabilità finanziaria associati al mercato immobiliare sono contenuti. Nel terzo trimestre dello scorso anno i prezzi degli immobili residenziali sono saliti del 3,9 per cento rispetto a dodici mesi prima, senza che si siano tuttavia manifestati segnali di sopravvalutazione. Le compravendite restano inferiori al picco del 2022, anche per effetto di una domanda di abitazioni più debole. Nel comparto non residenziale le compravendite hanno continuato ad aumentare nella prima metà del 2024, mentre i prezzi sono rimasti invariati.

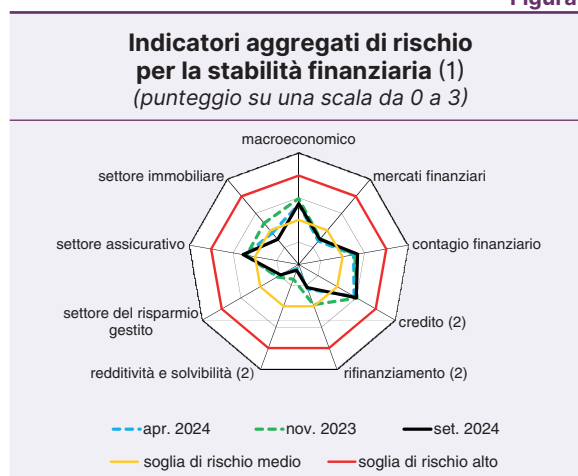
I rischi provenienti dal settore privato non finanziario sono moderati. Il debito delle famiglie italiane in rapporto al reddito è molto inferiore a quello della media dell'area dell'euro e la quota di debito detenuta da nuclei finanziariamente vulnerabili è bassa¹⁷. Nel 2024 i prestiti sottoscritti per l'acquisto di abitazioni hanno registrato una lieve ripresa rispetto a un anno prima, mentre quelli per finalità di consumo sono cresciuti in misura maggiore. I redditi sono sostenuti da un elevato tasso di occupazione.

Lo scorso anno la capacità delle imprese di rimborsare i debiti ha beneficiato di condizioni di bilancio favorevoli, in particolare di una leva finanziaria molto inferiore al picco osservato nel 2011 e di ampie disponibilità liquide. La solvibilità delle imprese più indebitate potrebbe tuttavia risentire della debole crescita dell'economia e del permanere di alti costi di finanziamento.

4.1 I mercati

Nel 2024 le condizioni dei mercati finanziari italiani sono state nel complesso distese, beneficiando della prospettiva di riduzione dei tassi di interesse di riferimento della politica

Figura 1



Fonte: Banca d'Italia, [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), 2, 2024 (elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE e LSEG).

(1) Gli indicatori aggregati sono basati sul quadro analitico dei rischi descritto in F. Venditti, F. Columba e A.M. Sorrentino, [A risk dashboard for the Italian economy](#), Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 425, 2018. La metodologia di aggregazione è spiegata in L. Bonato, G. Cascarino e F. Franceschi, [The Bank of Italy's systemic risk dashboard for the Italian financial system: a technical note on the aggregation of risk indicators](#), Note di stabilità finanziaria e vigilanza, 21, 2020. – (2) Indicatori di rischio riferiti al settore bancario.

¹⁷ Banca d'Italia, [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), 2, 2024.

monetaria. L'indicatore delle condizioni di stress finanziario (*financial stress conditions index*, FSCI) per l'Italia si è mantenuto su valori contenuti (fig. 2).

La fase di instabilità politica in alcuni paesi della UE successiva alle elezioni europee dello scorso giugno e le tensioni sul mercato azionario di agosto hanno determinato un lieve ampliamento del differenziale di rendimento (spread) tra i titoli di Stato italiani a dieci anni e i corrispondenti titoli tedeschi, che si è tuttavia rapidamente riassorbito. Anche la volatilità dei prezzi dei titoli di Stato si è mantenuta su livelli modesti, pur mostrando temporanei aumenti nelle fasi di turbolenza. Nel 2024 lo spread tra i titoli pubblici italiani e quelli tedeschi è sceso di circa 50 punti base, collocandosi attorno a 115 punti alla fine dell'anno (fig. 3); a gennaio e nella prima metà di febbraio del 2025 è rimasto pressoché invariato.

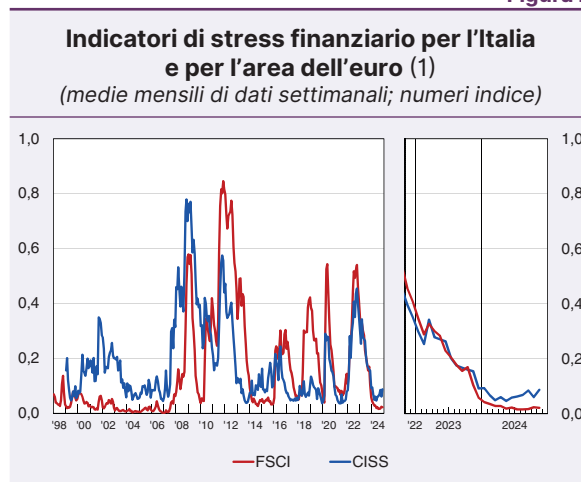
Lo scorso anno l'offerta di titoli di Stato sul mercato primario si è confermata elevata e le condizioni di liquidità su quello secondario sono migliorate rispetto al 2023. Le quote di titoli di Stato detenuti dalle famiglie italiane e dagli investitori esteri sono salite, mentre si sono ridotte quelle dell'Eurosistema, della Banca d'Italia e di banche e assicurazioni italiane.

Il mercato azionario italiano ha avuto un andamento nell'insieme positivo. Nel 2024 l'indice generale è cresciuto del 10,3 per cento, trainato dal settore bancario (fig. 4.a). La volatilità delle quotazioni è stata ancora generalmente contenuta, sebbene si siano osservati alcuni picchi dovuti alle tensioni verificatesi nei mercati internazionali durante i mesi estivi e in prossimità delle elezioni negli Stati Uniti (fig. 4.b).

Lo scorso anno i rendimenti medi delle obbligazioni emesse da imprese italiane sono diminuiti, in particolare per quanto riguarda le *high yield*.

I titoli di debito emessi dalle società finanziarie italiane sono detenuti principalmente da altri intermediari finanziari nazionali, con una quota prossima al 50 per cento, e da investitori esteri (36

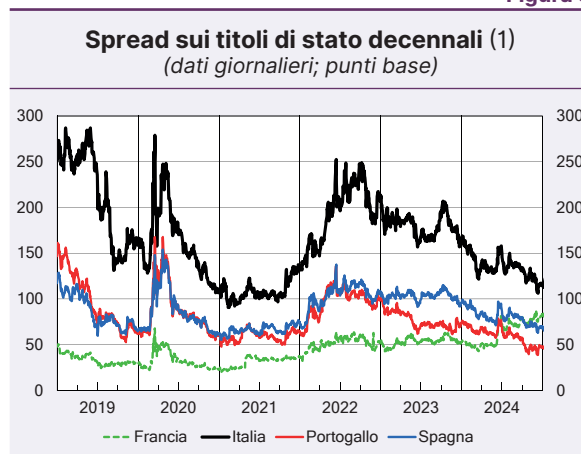
Figura 2



Fonte: Banca d'Italia, [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), 2, 2024 (elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE e LSEG).

(1) I valori sono compresi tra 0 (rischio minimo) e 1 (rischio massimo). I due indicatori sono comparabili in quanto basati sulla stessa metodologia di stima. Per maggiori dettagli sull'FSCI per l'Italia, cfr. A. Miglietta e F. Venditti, [An indicator of macro-financial stress for Italy](#), Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 497, 2019. Per maggiori dettagli sull'indicatore composito di stress sistemico (*composite indicator of systemic stress*, CISS) per l'area dell'euro, cfr. D. Holló, M. Kremer e M. Lo Duca, [CISS - A composite indicator of systemic stress in the financial system](#), European Central Bank, Working Paper Series, 1426, 2012.

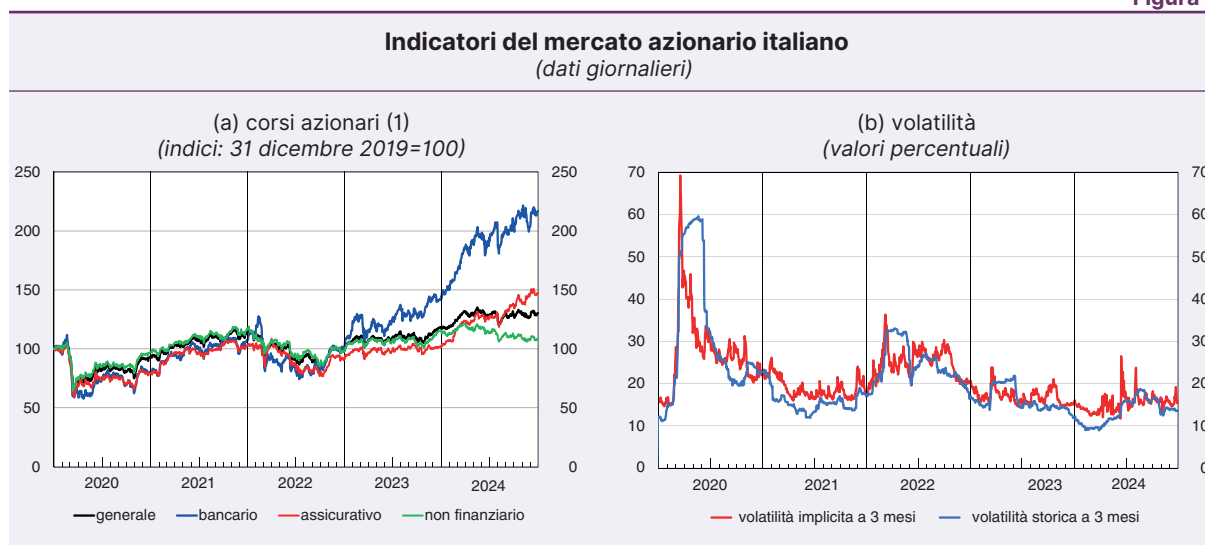
Figura 3



Fonte: LSEG.

(1) Differenziali di rendimento fra i titoli di Stato benchmark con scadenza decennale emessi dai paesi indicati in legenda e il corrispondente titolo tedesco.

Figura 4



Fonte: LSEG e Bloomberg.

(1) Indice generale e indici settoriali Datastream.

per cento). Le obbligazioni emesse dal settore privato non finanziario sono possedute in prevalenza da residenti in altri paesi (oltre il 75 per cento).

I *certificates* ricoprono un ruolo sempre più rilevante tra i titoli di debito emessi dalle banche italiane. Il volume in circolazione a giugno del 2024 era pari a 84 miliardi, in aumento del 25 per cento rispetto a un anno prima. Si tratta di strumenti complessi, detenuti per circa i due terzi dalle famiglie; per queste rappresentano l'1 per cento della ricchezza finanziaria lorda, e quasi il 12 per cento delle obbligazioni in portafoglio, una quota inferiore soltanto a quella dei titoli di Stato italiani. La maggior parte dei *certificates* è costituita da strumenti a capitale totalmente o parzialmente protetto se detenuti fino alla scadenza. Secondo i dati dell'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane* condotta dalla Banca d'Italia ad agosto del 2024¹⁸, investe in *certificates* circa il 10 per cento dei nuclei familiari, soprattutto quelli finanziariamente più solidi e appartenenti alle fasce di reddito più elevate.

In base ad alcune indagini le criptoattività si stanno diffondendo nei portafogli delle famiglie italiane, seppure per importi complessivamente contenuti¹⁹. Secondo i dati dell'Organismo per la gestione degli elenchi degli agenti in attività finanziaria e mediatori (OAM) l'utilizzo di questi strumenti è più frequente tra i giovani, mentre la fascia 40-60 anni vi investe gli importi più consistenti²⁰. Le criptoattività più diffuse sul mercato non sono ancorate al valore di attività reali o finanziarie e i loro prezzi sono spesso caratterizzati da un'elevata volatilità²¹.

¹⁸ Per approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Indagine congiunturale sulle famiglie italiane \(ICF\)](#).

¹⁹ Per ulteriori dettagli, cfr. Consob: [Il monito del Commissario Consob in occasione di un convegno sulle scelte d'investimento degli italiani](#), comunicato stampa del 22 novembre 2024.

²⁰ Per maggiori informazioni, cfr. OAM, [Settimo flusso informativo trasmesso all'OAM dai prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale e di portafoglio digitale. 3° trimestre 2024](#), 2024.

²¹ [Euro digitale: uno per tutti, tutti per uno](#), intervento della Vice Direttrice generale della Banca d'Italia C. Scotti alla Giornata in onore di Gaetano Colicigno, Firenze, 20 novembre 2024.

4.2 Le banche

Le condizioni del sistema bancario italiano si mantengono buone, seppure in presenza di vulnerabilità derivanti dal permanere di una forte incertezza del contesto geopolitico internazionale e dalla bassa crescita economica nel nostro paese.

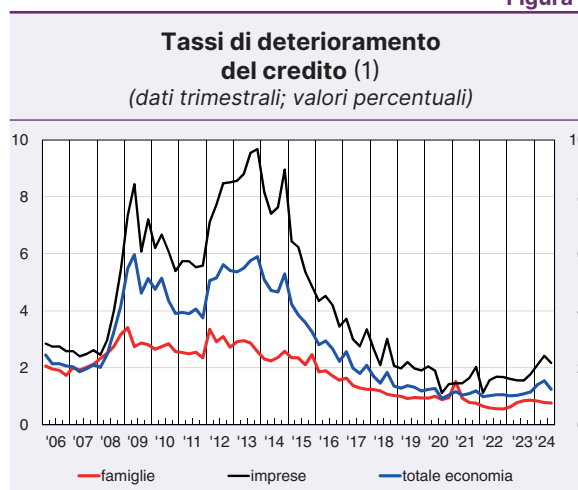
La qualità degli attivi rimane nel complesso soddisfacente. Nella prima metà del 2024 si sono manifestati alcuni segnali di peggioramento per il credito alle imprese (fig. 5). Il rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei finanziamenti (*non-performing loans ratio*, *NPL ratio*) a giugno era pari all'1,5 per cento al netto delle rettifiche.

Lo scorso anno la redditività delle banche italiane è stata sostenuta dall'aumento del margine di interesse e, in misura minore, delle commissioni. Nel primo semestre del 2024 il rendimento del capitale e delle riserve (*return on equity*, *ROE*), al netto delle componenti straordinarie, ha raggiunto il massimo dal 2008, collocandosi al 14,3 per cento (fig. 6).

Il sistema bancario italiano ha rimborsato in modo ordinato i finanziamenti ricevuti dall'Eurosistema nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine. La capacità delle banche di acquisire nuova provvista attraverso altre fonti ha ridotto l'esigenza di ricorrere alle operazioni di rifinanziamento ordinarie della banca centrale. Il costo marginale della raccolta è diminuito nel corso del 2024, pur restando su livelli superiori a quelli registrati prima della fase di rialzo dei tassi di interesse iniziata nel 2022.

A giugno dello scorso anno le condizioni di liquidità e la posizione patrimoniale del sistema bancario si sono confermate solide. L'indice medio di copertura della liquidità su un orizzonte temporale di un mese (*liquidity coverage ratio*, *LCR*) e il coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, *NSFR*) si sono mantenuti su valori alti (in media 177 e 134 per cento, rispettivamente) e comunque superiori al limite regolamentare

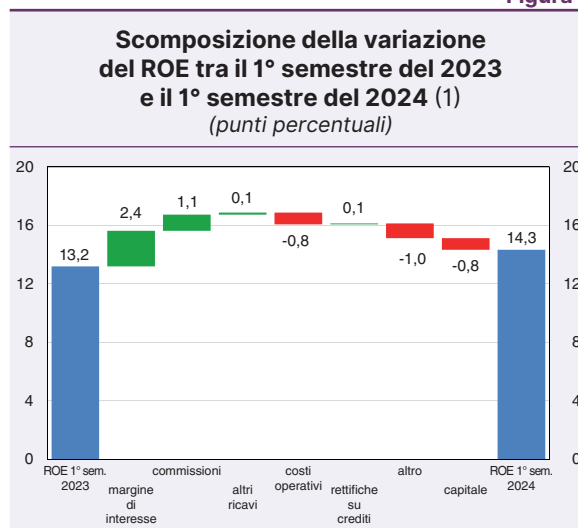
Figura 5



Fonte: Banca d'Italia, [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), 2, 2024 (Centrale dei rischi).

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

Figura 6



Fonte: Banca d'Italia, [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), 2, 2024 (segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi).

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

per tutte le banche. Il rapporto tra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio (*CET1 ratio*) del settore ha raggiunto il 15,9 per cento; il livello medio di patrimonializzazione delle banche significative italiane è maggiore di quello degli intermediari dei paesi partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM).

4.3 Le assicurazioni

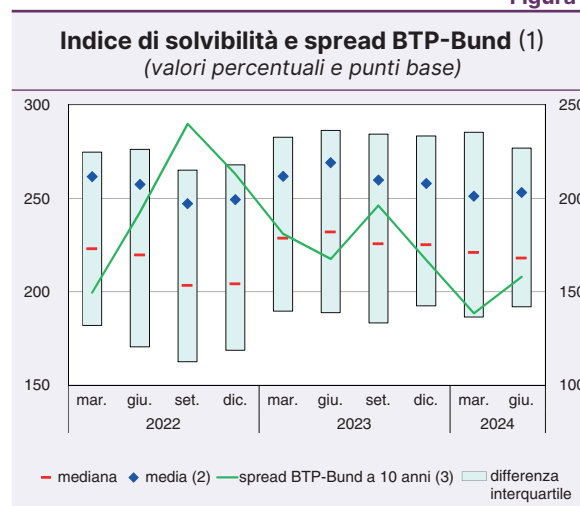
I rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal settore assicurativo italiano si mantengono moderati. La situazione patrimoniale delle compagnie è solida e la ripresa della raccolta ha condotto a un miglioramento della redditività e a una riduzione dei rischi di liquidità, che restano tuttavia rilevanti per il persistere dei riscatti su livelli consistenti. I rischi dell'attività di investimento sono maggiori di quelli connessi con l'attività assicurativa, come quelli di sottoscrizione e di riservazione²².

Nei primi sei mesi del 2024 l'indice di solvibilità è sceso lievemente, ma si mantiene su valori elevati (al 253 per cento in media a giugno, dal 258 a dicembre del 2023; fig. 7). I risultati dell'esercizio di stress test assicurativo condotto in ambito europeo lo scorso anno confermano che il sistema italiano rimarrebbe solvibile anche in presenza di uno shock particolarmente avverso²³.

La redditività della gestione vita è stata negativa, ma in miglioramento nel confronto con lo stesso periodo del 2023 grazie anche alla ripresa della raccolta premi, in aumento del 16 per cento. La gestione danni ha registrato un incremento della redditività, riconducibile prevalentemente alla crescita della raccolta premi nei settori non auto (7 per cento) in un contesto di stabilità delle somme pagate per oneri e spese di gestione rispetto ai premi incassati.

Il rischio di liquidità è in diminuzione, ma ancora rilevante: la raccolta è aumentata e il rapporto tra riscatti e premi è migliorato, passando dal 96 al 79 per cento tra novembre 2023 e lo stesso mese del 2024.

Figura 7



Fonte: Ivass ed elaborazioni su dati LSEG.

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

²² Per rischio di sottoscrizione si intende il rischio di perdita dovuto a una non corretta determinazione dei prezzi del contratto assicurativo o delle riserve tecniche; con rischio di riservazione si indica il rischio, valutato nell'arco di un anno, che le riserve tecniche si rivelino insufficienti a coprire le prestazioni del contratto di assicurazione. Per una panoramica dei termini assicurativi, cfr. Ivass, [Glossario dei termini assicurativi. Sigle](#), 24 giugno 2024.

²³ In particolare, l'indice di solvibilità aggregato delle undici entità assicurative che hanno effettuato l'esercizio diminuirebbe al 135 per cento nel caso in cui gli assicuratori non intervenissero con azioni correttive per fronteggiare gli shock esogeni previsti dall'esercizio. Con l'attivazione di tali misure l'indice medio di solvibilità si ridurrebbe al 149 per cento. Per maggiori dettagli, cfr. Ivass, [Stress test EIOPA 2024](#), comunicato stampa del 17 dicembre 2024.

Il portafoglio degli investimenti per i quali le compagnie sopportano il rischio continua a essere composto prevalentemente da titoli del settore pubblico (45 per cento, di cui oltre due terzi costituiti da titoli di Stato italiani) e da obbligazioni private (21 per cento), per lo più appartenenti al segmento *investment grade*.

Nell'ultimo biennio è salita la quota sul totale del portafoglio obbligazionario privato dei titoli destinati a finanziare attività con impatto positivo sull'ambiente; sono tuttavia cresciuti anche i risarcimenti dei danni causati da eventi climatici estremi, che in prospettiva potrebbero aumentare ancora. Nel complesso l'esposizione ai rischi legati alla sostenibilità ambientale si colloca su un livello medio.

4.4 L'industria del risparmio gestito

I rischi nel settore del risparmio gestito si mantengono bassi. Nel terzo trimestre del 2024 il patrimonio dei fondi comuni aperti gestiti da società e gruppi italiani ammontava a 629 miliardi di euro, circa la metà del totale dei fondi distribuiti in Italia, compresi quelli gestiti da gruppi esteri.

La raccolta netta dei fondi aperti italiani è tornata positiva (fig. 8), sospinta dall'incremento delle sottoscrizioni di quelli obbligazionari che, favoriti dai tassi di interesse più elevati, hanno più che compensato i rimborsi netti registrati negli altri comparti.

L'indebitamento dei fondi di diritto italiano verso banche e altri intermediari è limitato, come l'esposizione in derivati.

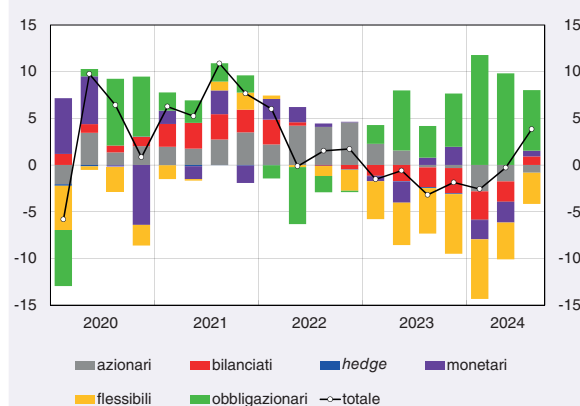
Il rischio di liquidità è basso per la generalità dei fondi aperti italiani. Meno del 2 per cento del patrimonio dei comparti non azionari è rappresentato da fondi considerati vulnerabili in quanto particolarmente esposti all'eventualità di richieste di rimborso eccezionalmente numerose²⁴.

Il patrimonio dei fondi di investimento alternativi mobiliari rappresentava a giugno del 2024 il 12 per cento del totale dei fondi italiani; la loro leva finanziaria è bassa e inferiore a quella dell'area dell'euro.

I rischi derivanti dall'attività dei fondi immobiliari sono contenuti, anche per effetto della normativa vigente nel nostro paese, che ne prevede la costituzione solo in forma chiusa.

Figura 8

Fondi comuni aperti italiani: raccolta netta (1) (dati trimestrali; miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia, [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), 2, 2024 (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.

²⁴ Per maggiori dettagli, cfr. Banca d'Italia, [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), 2, 2024.

4.5 I fondi pensione

I rischi per la stabilità finanziaria riconducibili all'attività dei fondi pensione sono bassi. Il settore continua a mostrare un'elevata resilienza anche in caso di eventi sfavorevoli, come quelli che si sono manifestati con la pandemia.

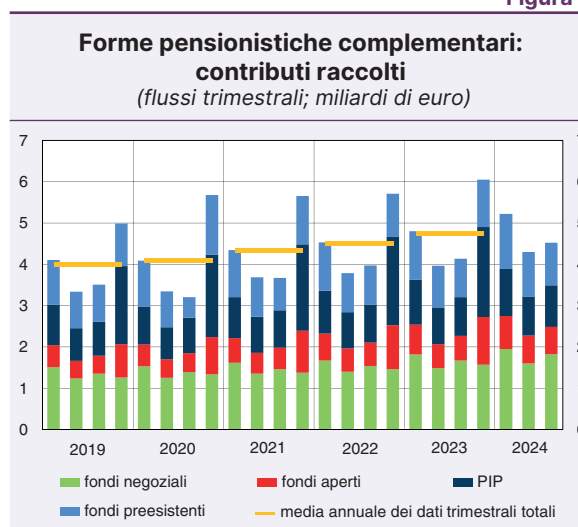
Nei primi nove mesi del 2024 i contributi ricevuti dalle forme pensionistiche complementari sono cresciuti del 7,9 per cento rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente; l'aumento è stato dell'8,3 per i fondi negoziali, del 9,7 per quelli aperti e del 5,9 per i piani individuali pensionistici di tipo assicurativo (PIP). Nello stesso periodo i risultati delle gestioni sono stati positivi, sospinti dall'andamento favorevole dei mercati finanziari, soprattutto per le gestioni con maggiore esposizione azionaria; valutando anche i rendimenti su orizzonti temporali pluriennali i risultati si confermano positivi, in particolare per i comparti azionari.

Alla fine del terzo trimestre del 2024 il totale delle risorse del settore della previdenza complementare ammontava a 238 miliardi di euro, oltre il 6 per cento in più rispetto alla fine del 2023. L'incremento è riconducibile per il 60 per cento alla crescita dei corsi dei titoli in portafoglio e per la restante parte ai flussi contributivi al netto delle uscite.

I fondi sono esposti a rischi di liquidità contenuti poiché, a fronte di investimenti di medio e lungo termine, sussistono stringenti limiti alla possibilità di ritirare in anticipo i risparmi accumulati. I flussi contributivi sono regolari (fig. 9), al netto di fattori stagionali in gran parte prevedibili, grazie all'applicazione dei contratti collettivi di lavoro e alla devoluzione del trattamento di fine rapporto (TFR) per i lavoratori dipendenti. I trasferimenti tra linee di investimento delle posizioni accumulate sono poco frequenti anche in condizioni di tensione dei mercati.

Più in generale, la solidità del sistema dei fondi pensione italiani è determinata anche dalla scelta, compiuta negli anni novanta dal legislatore, di adottare come unico regime di funzionamento quello della contribuzione definita, eliminando la possibilità di squilibri tra attività e passività. Inoltre gli investimenti dei fondi pensione italiani sono molto diversificati per area geografica e per settore di attività economica.

Figura 9



Fonte: Covip.

5. VALUTAZIONI CONCLUSIVE SUI RISCHI PER IL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO

Le condizioni del sistema finanziario italiano sono nell'insieme favorevoli. Il settore bancario beneficia di elevati livelli di redditività e la posizione patrimoniale ha continuato a rafforzarsi.

Il comparto assicurativo ha registrato un aumento della raccolta e una flessione dei rischi di liquidità, e presenta un grado consistente di patrimonializzazione. I rischi del settore del risparmio gestito e di quello dei fondi pensione sono contenuti, anche per effetto delle loro caratteristiche strutturali.

I principali rischi dell'Italia nel breve termine sono riconducibili al contesto esterno, in particolare agli effetti che potrebbero derivare dall'intensificarsi delle tensioni di natura geopolitica. L'alto livello del debito pubblico e la bassa crescita potenziale aumentano la vulnerabilità del Paese agli sviluppi del quadro internazionale e a mutamenti nella percezione e nell'attitudine al rischio da parte degli investitori. Politiche di bilancio responsabili riducono l'esposizione dell'Italia a possibili episodi di contagio associati a tensioni provenienti dall'estero.

In una situazione di generale solidità della condizione finanziaria delle famiglie, il Comitato continuerà a seguire gli sviluppi connessi con gli investimenti in strumenti di complessa valutazione, come i *certificates* e le criptoattività. Inoltre, l'esperienza dell'ultimo biennio ha mostrato l'importanza di proseguire nell'analisi dell'esposizione delle assicurazioni al rischio di liquidità, che potrebbe risentire – in termini di raccolta premi – delle situazioni di crisi che hanno interessato di recente compagnie europee operanti in Italia.

In base all'evoluzione dei rischi legati alla stabilità del sistema finanziario italiano, il Comitato, se necessario, potrà adottare iniziative per contenerli, nell'ambito delle competenze assegnategli dall'ordinamento.



**Comitato
per le politiche
macroprudenziali**

www.comitatomacroprudenziale.it