



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Rapporto sulla stabilità finanziaria

aprile 2018

1 | 2018

1 I RISCHI MACROECONOMICI E SETTORIALI

1.1 I RISCHI MACROECONOMICI

I rischi globali e dell'area dell'euro

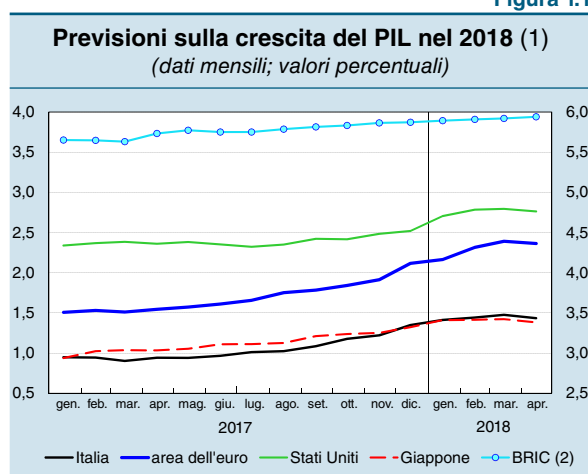
Il miglioramento delle prospettive di crescita (fig. 1.1) contribuisce ad attenuare i rischi per la stabilità finanziaria a livello mondiale. Nonostante un aumento della volatilità (fig. 1.2.a), la liquidità nei mercati è abbondante e i premi per il rischio sono contenuti, anche per la gradualità che ha finora caratterizzato il rialzo dei tassi a lungo termine. I prezzi delle attività finanziarie rimangono tuttavia esposti al rischio di forti oscillazioni.

I premi per il rischio delle obbligazioni private si collocano ampiamente al di sotto dei valori medi di lungo periodo (fig. 1.2.b). In diverse economie avanzate ed emergenti i bassi tassi di interesse hanno favorito la crescita dell'indebitamento delle imprese non finanziarie, soprattutto di quelle con merito di credito relativamente contenuto¹. Un'accelerazione del rialzo dei tassi di interesse a lungo termine potrebbe determinare problemi di rifinanziamento per le società maggiormente indebitate, con riflessi negativi per gli investitori e per gli intermediari finanziari.

Sui mercati azionari i premi per il rischio sono prossimi ai valori medi di lungo periodo negli Stati Uniti, mentre in Europa sono molto più elevati (fig. 1.2.c). Non vi sono evidenti segnali di sopravvalutazione delle quotazioni ma eventi macroeconomici inattesi possono innescare repentini cali dei prezzi e aumenti della volatilità, come avvenuto in febbraio negli Stati Uniti (cfr. il riquadro: *L'aumento della volatilità sui mercati finanziari*, in *Bollettino economico*, 2, 2018). L'inasprimento delle tensioni geopolitiche e commerciali potrebbe incidere sulla fiducia degli investitori.

È notevolmente aumentata la volatilità delle quotazioni delle criptoattività (*cryptoassets*). All'inizio del 2018 il loro valore ha raggiunto circa 660 miliardi di euro (poco meno dell'1 per cento della capitalizzazione totale delle borse a livello globale) e si è successivamente dimezzato in poche settimane. Il volume delle transazioni che coinvolgono le criptoattività non è tale da alimentare rischi rilevanti per la stabilità

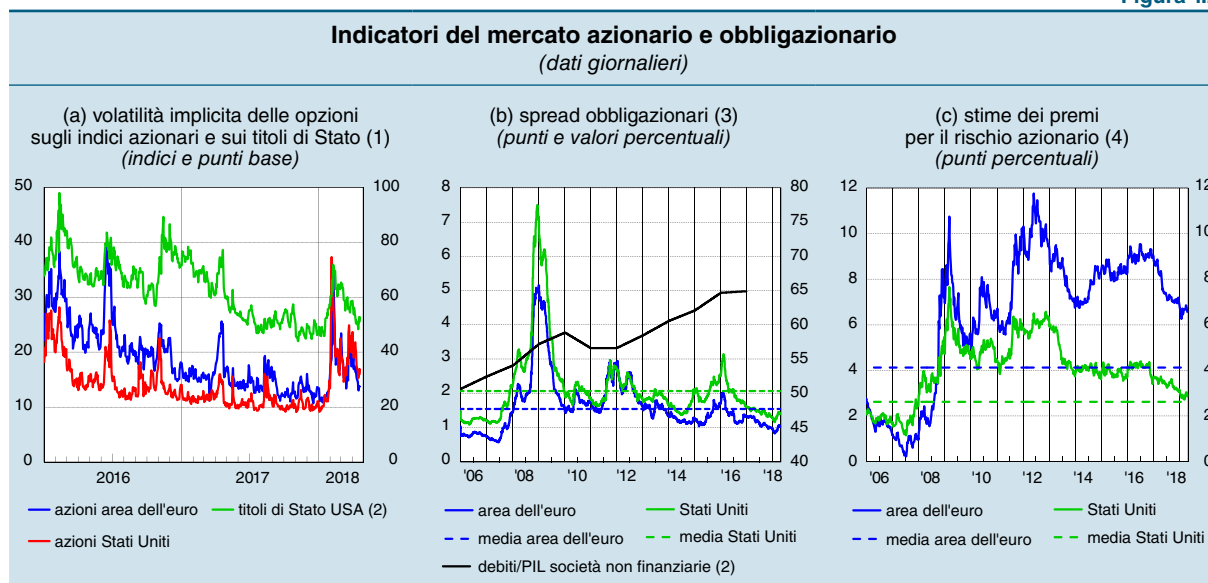
Figura 1.1



Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics.

(1) Previsioni formulate nel mese indicato sull'asse orizzontale. – (2) Scala di destra. Media delle previsioni relative a Brasile, Russia, India e Cina, ponderata con pesi basati sui corrispondenti valori del PIL nel 2016, valutato alla parità dei poteri d'acquisto.

¹ FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2018 e FMI, *Global Financial Stability Report*, aprile 2018.



Fonte: ICE Bank of America Merrill Lynch, FMI e Thomson Reuters Datastream.

(1) Indici VIX, VSTOXX e MOVE per, rispettivamente, le azioni statunitensi, le azioni dell'area dell'euro e i titoli di Stato statunitensi. – (2) Scala di destra. – (3) Gli spread si riferiscono alle obbligazioni con rating BBB emesse dalle società non finanziarie. Le linee tratteggiate indicano le medie degli spread nel periodo dal 2000 al 2018. Il rapporto tra debiti delle società non finanziarie e PIL è riferito al complesso dei paesi appartenenti al G20. – (4) 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 medi per azione e il valore dell'indice (entrambi a prezzi costanti). Al rapporto così ottenuto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il rendimento reale dei titoli di Stato decennali indicizzati all'inflazione, ottenendo una stima del premio per il rischio azionario. Le linee tratteggiate indicano le medie dei premi per il rischio nel periodo dal 1993 al 2018.

finanziaria, che potrebbero tuttavia aumentare con lo sviluppo del mercato (cfr. il riquadro: *La diffusione delle cryptoattività e le implicazioni per la stabilità finanziaria*).

LA DIFFUSIONE DELLE CRIPTOATTIVITÀ E LE IMPLICAZIONI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

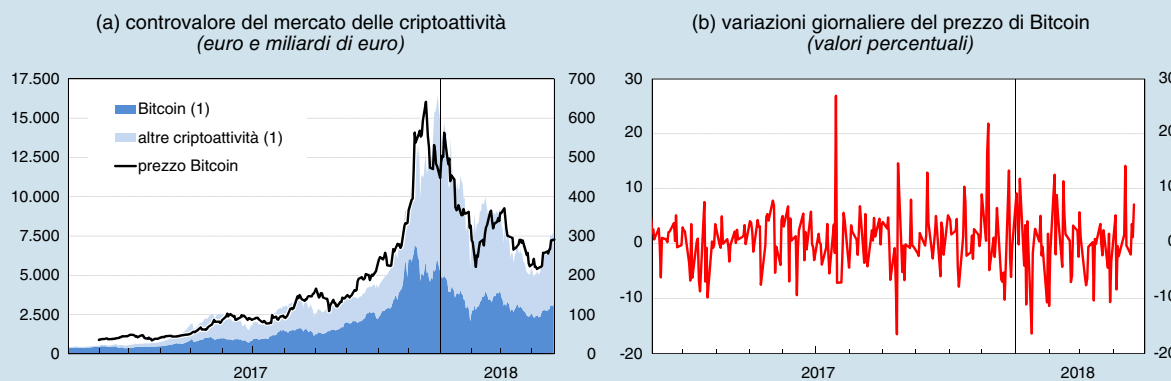
Con il termine cryptoattività (*cryptoassets*) si indicano attività di natura digitale il cui trasferimento è basato sull'uso della crittografia e sulla *distributed ledger technology*¹. Alcune di esse, quali il Bitcoin, vengono comunemente chiamate “valute virtuali”, anche se non svolgono le funzioni economiche della moneta (cfr. i riquadri: *Opportunità e rischi della tecnologia blockchain*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2016 e *La diffusione e i rischi delle monete virtuali: il caso Bitcoin*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2014).

La dimensione del mercato mondiale delle cryptoattività è assai ridotta, ma negli ultimi anni è aumentata in misura notevole. Si stima che dall'inizio del 2017 il numero di tali attività sia più che triplicato, passando da circa 500 a oltre 1.600, e il loro controvalore più che raddoppiato, raggiungendo circa 310 miliardi di euro, un importo comunque inferiore allo 0,5 per cento della capitalizzazione delle borse a livello globale. Quasi la metà del controvalore complessivo delle cryptoattività è costituita da Bitcoin (figura, pannello a). Anche in Italia hanno iniziato a operare diverse piattaforme online attraverso cui è possibile acquistare e vendere queste attività.

Attualmente limiti di natura tecnologica contribuiscono a rendere inefficiente l'utilizzo delle cryptoattività come strumenti di pagamento. L'uso nei pagamenti all'ingrosso è ostacolato

¹ La *distributed ledger technology* permette di archiviare e condividere in maniera considerata sicura informazioni come il trasferimento di un bene o di un'attività finanziaria tra più soggetti. La *blockchain*, dove le informazioni sono archiviate in “catene di blocchi”, è la più nota delle tecnologie *distributed ledger*.

Il mercato delle cryptoattività



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e CoinMarketCap.
(1) Scala di destra.

dall'incertezza sui costi associati alla singola transazione e sui tempi di esecuzione. Il numero di pagamenti al dettaglio che si possono eseguire attraverso queste attività è notevolmente inferiore a quello tipicamente effettuato mediante gli altri sistemi di pagamento. BitcoinCash, una cryptoattività sviluppata appositamente per consentire un numero elevato di transazioni, permette di compiere circa 60 operazioni al secondo mentre un circuito di carte di pagamento tradizionale può eseguirne normalmente circa 2.000 e superare le 50.000. L'estrema volatilità dei prezzi (figura, pannello b) non rende conveniente l'utilizzo di queste attività neanche come riserva di valore e unità di conto.

Le cryptoattività non conferiscono diritti di carattere economico (quali il pagamento di cedole o di dividendi) e non rappresentano passività di un ente emittente. Il loro acquisto è pertanto motivato prevalentemente dalle aspettative di aumenti dei prezzi, un meccanismo tipico delle bolle speculative². A causa dell'anonimato che garantiscono ai loro detentori sono inoltre utilizzate anche per fini illegali, tra cui il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo³.

Sebbene la *distributed ledger technology* possa portare benefici all'economia (ad es. se applicata alle attività di compensazione e regolamento degli acquisti di titoli finanziari), le cryptoattività comportano numerosi rischi, in primo luogo per gli investitori che possono incorrere in perdite rilevanti⁴. Tali rischi potrebbero avere implicazioni per la stabilità del sistema finanziario qualora la dimensione del mercato delle cryptoattività diventasse significativa o gli intermediari finanziari acquisissero esposizioni verso queste attività, che li esporrebbero anche a rischi reputazionali.

Alla luce della rapidità di sviluppo del mercato, il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) ha recentemente sottolineato che i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dalle cryptoattività, sebbene appaiano al momento contenuti, potrebbero aumentare in maniera repentina. Per prevenire le conseguenze sistemiche che potrebbero scaturire da una crescita eccessiva

² E.T. Chean e J. Fry, *Speculative bubbles in Bitcoin markets? An empirical investigation into the fundamental value of Bitcoin*, "Economics Letters" 130, 2015, pp. 32-36.

³ GAFI, *Virtual currencies: key definitions and potential AML/CFT risks*, giugno 2014.

⁴ N. Gandal, J.T. Hamrick, T. Moore e T. Oberman, *Price manipulation in the Bitcoin ecosystem*, "Journal of Monetary Economics", di prossima pubblicazione; A. Cheung, E. Roca e J. Su, *Crypto-currency bubbles: an application of the Phillips-Shi-Yu (2013) methodology on Mt. Gox bitcoin prices*, "Applied Economics", 47, 23, 2015, pp. 2348-2358.

del valore o dell'utilizzo di queste attività, il Consiglio ha avviato un piano di analisi e controllo dei rischi in collaborazione con le autorità nazionali dei paesi membri⁵.

La Banca d'Italia scoraggia gli intermediari finanziari dall'acquistare, vendere e detenere criptoattività⁶; ha diffuso inoltre un documento per chiarire i principali rischi derivanti dal loro utilizzo per i consumatori e i piccoli investitori, così come effettuato anche dalle tre autorità finanziarie europee (l'Autorità bancaria europea, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali)⁷.

⁵ FSB, [FSB Chair's letter] to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 13 marzo 2018.

⁶ Banca d'Italia, *Comunicazione del 30 gennaio 2015. Valute virtuali*, in *Bollettino di Vigilanza*, 1, 2015.

⁷ Banca d'Italia, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 30 gennaio 2015 e Banca d'Italia, *Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee*, 19 marzo 2018.

In Europa l'intesa su alcune parti dell'accordo di recesso del Regno Unito dall'Unione europea ha al momento attenuato l'incertezza sull'esito dei negoziati. L'intesa prevede, tra l'altro, un periodo di transizione fino al dicembre 2020, durante il quale il Regno Unito continuerà a far parte del mercato unico. Permangono tuttavia incertezze sia sull'effettiva ratifica dell'accordo sia sulle condizioni di reciproco accesso a infrastrutture e mercati finanziari, ancora da definire.

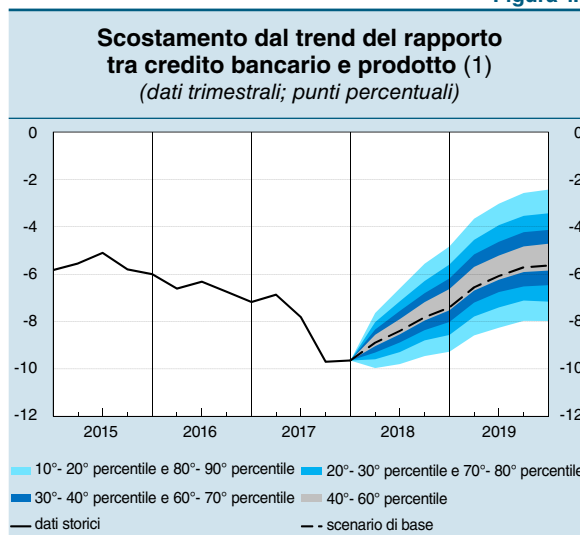
Redditività e grado di patrimonializzazione del settore bancario europeo sono in aumento, anche se persistono aree di vulnerabilità. Il peso dei crediti deteriorati nei bilanci delle banche è in riduzione, ma rimane elevato nei paesi interessati in passato dalle fasi recessive più gravi. Alcuni intermediari sono esposti a significativi rischi di mercato.

La condizione macrofinanziaria dell'Italia

In Italia prosegue il rafforzamento delle condizioni finanziarie di famiglie e imprese (cfr. il par. 1.2) e si riducono i rischi per il settore bancario (cfr. il par. 2.2). Gli indicatori di sostenibilità del debito evidenziano una situazione nel complesso solida e in miglioramento (cfr. nella *Documentazione statistica* la tav. A1). L'indebitamento del settore privato è tra i più bassi nell'area dell'euro; la posizione debitoria netta dell'Italia verso l'estero è fortemente diminuita negli ultimi tre anni, dal 25 a meno del 7 per cento del PIL.

Il credito bancario è in moderato aumento e le imprese hanno accresciuto il ricorso al mercato obbligazionario, ma il ciclo finanziario è ancora debole. Lo scostamento dal trend di lungo periodo del rapporto tra credito bancario e prodotto (*credit-to-GDP gap*) resta ampiamente negativo, di circa 14 punti percentuali se calcolato sulla base della metodologia proposta dal Comitato di Basilea, di 10 secondo il modello sviluppato dalla Banca d'Italia, che tiene conto delle caratteristiche

Figura 1.3



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

(1) Le proiezioni non tengono conto di eventuali operazioni di cartolarizzazione che verosimilmente potrebbero rendere lo scostamento più negativo. La distribuzione di probabilità delle proiezioni, rappresentata graficamente per classi di percentili, consente di valutare la dimensione dei rischi che caratterizzano la previsione ritenuta più probabile (scenario di base). Tale distribuzione tiene conto di shock asimmetrici ai principali fattori di rischio, secondo la procedura descritta in C. Miani e S. Siviero, *A non-parametric model-based approach to uncertainty and risk analysis of macroeconomic forecasts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 758, 2010.