

Banking Monitor

Tendenze del settore bancario

Tassi d'interesse

Il costo della raccolta da clientela è risultato essenzialmente stabile anche negli ultimi due mesi del 2025. Il tasso sullo stock dei depositi è rimasto sullo 0,63% da agosto e quello medio sui nuovi depositi con durata prestabilita si è assestato sul 2,1%. Il tasso sulle obbligazioni ha continuato a muoversi entro il range ristretto tra 2,8% e 2,9% tracciato da inizio 2024. Dal lato dei prestiti, i tassi sui nuovi finanziamenti a società non finanziarie e sulle erogazioni di mutui si sono mossi poco a novembre, mentre contenuti aumenti sono emersi dai dati preliminari su dicembre.

Prestiti

I prestiti alle società non finanziarie a novembre hanno registrato il sesto aumento consecutivo, a un ritmo salito a +1,8% a/a. Anche la dinamica dei prestiti alle famiglie si è irrobustita, a +2,4% a/a, sostenuta dall'accelerazione dello stock di mutui a +3,3%, con nuove erogazioni in aumento del 12,6%. Nel complesso, i prestiti a famiglie e imprese sono cresciuti del 2,1%, seguito da un rafforzamento a +2,3% a fine 2025, secondo i dati preliminari ABI.

Raccolta

A novembre, l'aggregato dei depositi ha confermato un tasso di variazione del +2,6%, mentre a dicembre avrebbe decelerato leggermente secondo le anticipazioni ABI (a 2,1%). L'andamento ha riflesso quello dei depositi delle famiglie che hanno mantenuto la dinamica del 2,6%, con un apporto di risparmi per 4,5 miliardi. I depositi delle società non finanziarie hanno registrato un incremento mensile di quasi 19,8 miliardi, coerente con le regolarità stagionali, e un tasso di crescita del 3,4% a/a. Ancora una volta, i conti correnti hanno fatto la parte del leone (+4,5%).

Risparmio gestito

A novembre, raccolta netta dei fondi in negativo, a seguito dei deflussi dai monetari e degli afflussi particolarmente contenuti verso il comparto obbligazionario. In negativo anche la raccolta delle gestioni patrimoniali, sia per i mandati istituzionali sia per le gestioni retail. Ancora in crescita la nuova produzione delle assicurazioni vita.

Attività finanziarie delle famiglie

Nel 3° trimestre 2025, il flusso di attività finanziarie delle famiglie è stato positivo, sebbene più contenuto rispetto ai tre mesi precedenti. Nel trimestre, l'aggregato degli strumenti del risparmio gestito ha assunto particolare rilevanza sia in termini di afflussi che di aumento delle consistenze.

Approfondimento - Rivitalizzare il mercato delle cartolarizzazioni

Partendo dallo stato del mercato delle cartolarizzazioni, vengono approfonditi i principali contenuti della proposta legislativa della Commissione Europea volta a rivitalizzare il ruolo dello strumento. L'importanza di un efficiente e sviluppato mercato delle cartolarizzazioni nell'UE è stata oggetto di dibattito negli ultimi anni e fortemente promossa da autorevoli esponenti (Draghi, Letta, Noyer). Nell'approfondimento vengono affrontate sia le principali modifiche proposte alla Securitisation Regulation del 2017, che promuovono una semplificazione dei criteri attuali, sia le specifiche previsioni della Capital Requirement Regulation sul trattamento prudenziale, verso un approccio più sensibile all'effettivo rischio degli attivi. In termini generali, le proposte della Commissione vanno nella giusta direzione per rivitalizzare il mercato, anche se qualche punto specifico meriterebbe alcune rettifiche. La proposta è attualmente al vaglio del Parlamento Europeo, mentre il Consiglio dell'UE ha già raggiunto la propria posizione, correggendo alcune discrasie riguardanti il trattamento prudenziale.

Gennaio 2026

Nota mensile

Research Department

Banking Research

Elisa Coletti
Economista

Carol Salvadori
Economista

Ha collaborato:

Stefano Patruno
Regulatory Impact Assessment

Indice

Tassi bancari nel segno della stabilità anche sul finire del 2025	2
Accelerazione dei prestiti alle società non finanziarie a +1,8% a novembre	6
La crescita dei depositi si conferma solida	8
A novembre, raccolta netta negativa per fondi comuni e gestioni patrimoniali	11
Flusso di attività finanziarie delle famiglie positivo nel 3° trimestre 2025	13
Focus: Rivitalizzare il mercato delle cartolarizzazioni	17
Appendice statistica	27

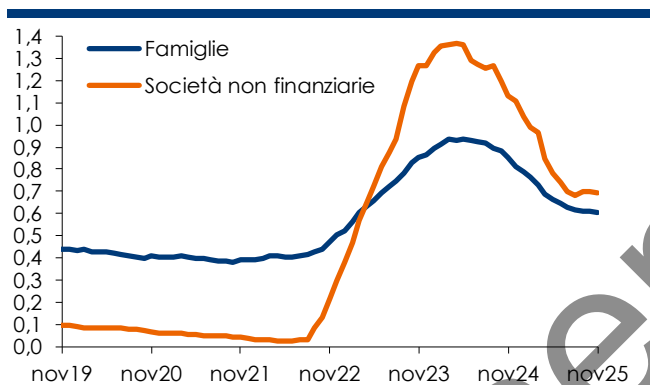
Tassi bancari nel segno della stabilità anche sul finire del 2025

Il costo della raccolta da clientela è risultato essenzialmente stabile anche negli ultimi due mesi del 2025. Il tasso sullo stock dei depositi è rimasto sullo stesso livello di 0,63% da agosto e quello medio sui nuovi depositi con durata prestabilita si è assestato sul 2,1% negli ultimi quattro mesi del 2025. Il tasso sulle obbligazioni ha continuato a muoversi entro il range ristretto tra 2,8% e 2,9% tracciato da inizio 2024. Dal lato dei prestiti, i tassi sui nuovi finanziamenti a società non finanziarie e sulle erogazioni di mutui si sono mossi poco a novembre, mentre contenuti aumenti sono emersi dai dati preliminari ABI su dicembre.

Elisa Coletti

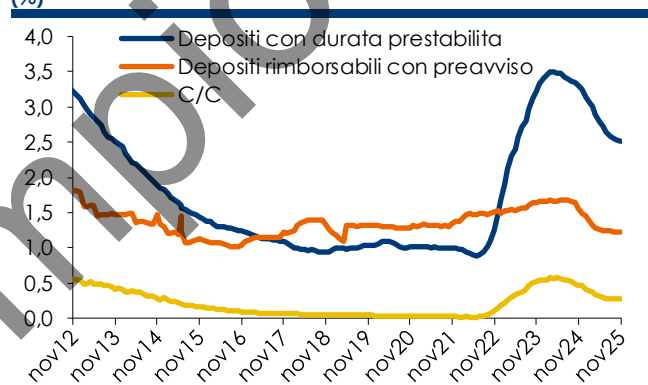
Il costo della raccolta è rimasto essenzialmente stabile anche negli ultimi due mesi del 2025. A novembre **il tasso medio sui depositi è risultato invariato a 0,63% per il 4° mese consecutivo, livello su cui ha chiuso l'anno**, secondo le stime ABI. Tra le componenti dei depositi, **il tasso medio sui conti correnti è rimasto stabile** a 0,28% da settembre a novembre e sarebbe salito di 1pb m/m a dicembre. Si è osservata **un'ulteriore riduzione del tasso medio sullo stock di depositi con durata prestabilita, sebbene di piccola misura**, a novembre come a ottobre, pari a -2pb m/m a 2,50%, totalizzando -1 punto percentuale in diciannove mesi.

Tassi sui depositi delle famiglie e delle società non-finanziarie (%)



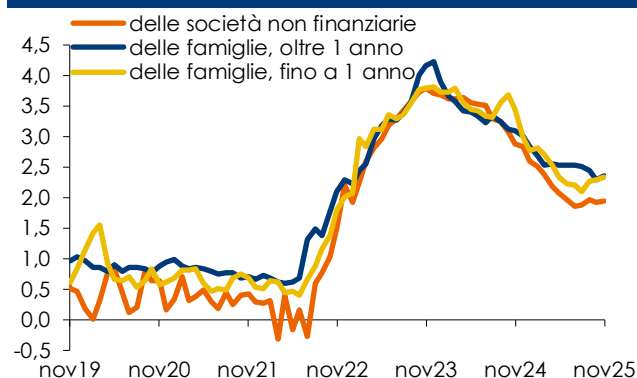
Fonte: Banca d'Italia

Tassi sui principali strumenti che compongono lo stock dei depositi (%)

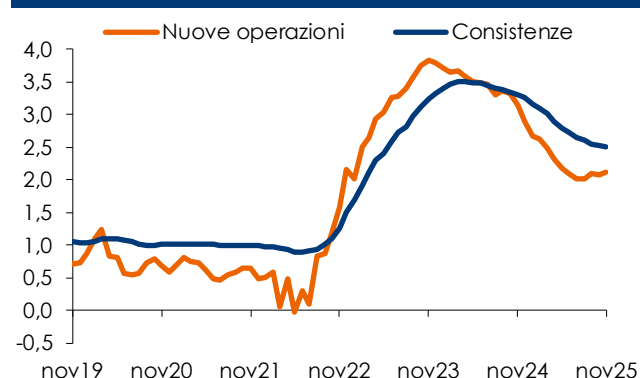


Fonte: Banca d'Italia

I tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita sono aumentati lievemente: il medio complessivo sui nuovi depositi a tempo delle famiglie è salito di 3pb m/m rispetto a ottobre, per effetto di aumenti sia del tasso sui vincoli fino a 1 anno, che è stato interessato da un ritocco verso l'alto di 3pb m/m a 2,32%, sia di quello applicato sui depositi con durate superiori a 1 anno, che ha riportato +6pb m/m a 2,35%. **Un leggero rialzo ha interessato anche il tasso d'interesse offerto alle società non-finanziarie**, pari a +4pb m/m a 1,95%, confermando un **assestamento sull'1,9% nei sei mesi da giugno a novembre**. Per effetto di questi **lievi movimenti verso l'alto, il tasso sul totale dei nuovi depositi a tempo è salito a novembre di 4pb m/m a 2,12%**, seguito da un altro piccolo aumento a dicembre di +2pb m/m a 2,14%, secondo le stime ABI. In sostanza, **il tasso medio complessivo si è posizionato nell'intorno del 2,1% negli ultimi quattro mesi del 2025**.

Tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita delle famiglie e delle società non-finanziarie (%)


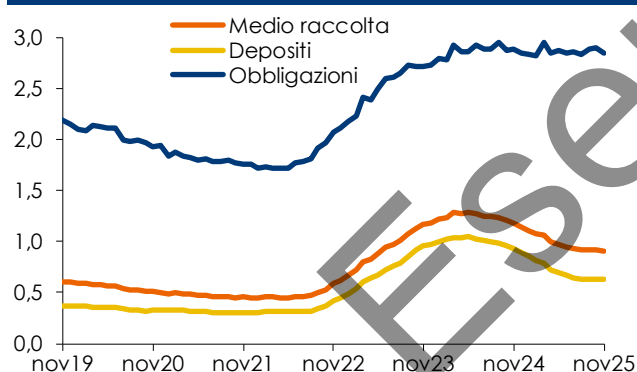
Fonte: Banca d'Italia

Tassi sulle nuove operazioni e sulle consistenze dei depositi con durata prestabilita (%)


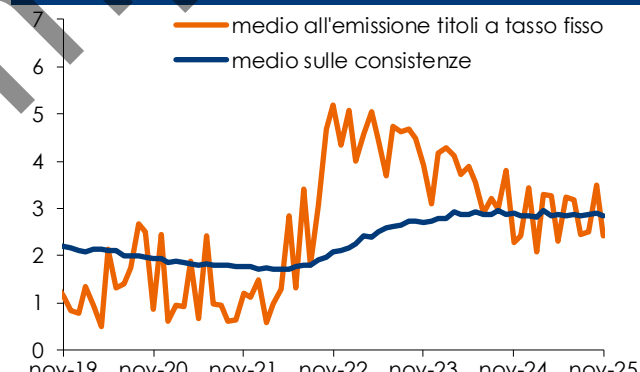
Fonte: Banca d'Italia

Il **tasso sullo stock di obbligazioni** è tornato a scendere a novembre, di 6pb m/m a 2,85% e di altri 2pb m/m a 2,83% a fine 2025, secondo le stime ABI, **confermando ancora una volta l'oscillazione nel range tra 2,8% e 2,9% tracciata da inizio 2024**.

Risentendo dell'aggiustamento verso il basso del tasso sulle obbligazioni, **il costo complessivo della raccolta da clientela** ha segnato una riduzione di 2pb m/m a 0,91% a novembre, con una successiva stabilizzazione a fine anno, confermando un **sostanziale assestamento da agosto in poi**.

Tassi sulla raccolta bancaria – Consistenze (%)


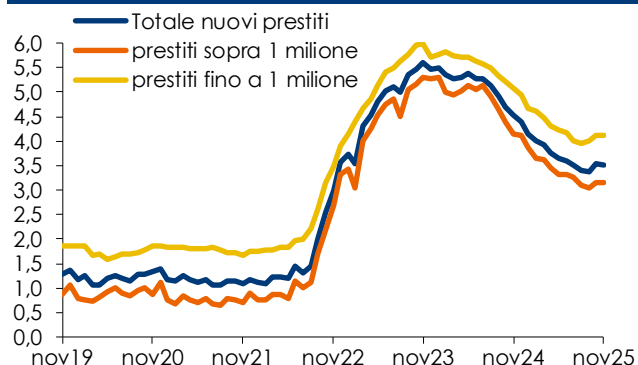
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi su obbligazioni bancarie in essere e nuove emissioni (%)


Fonte: Banca d'Italia

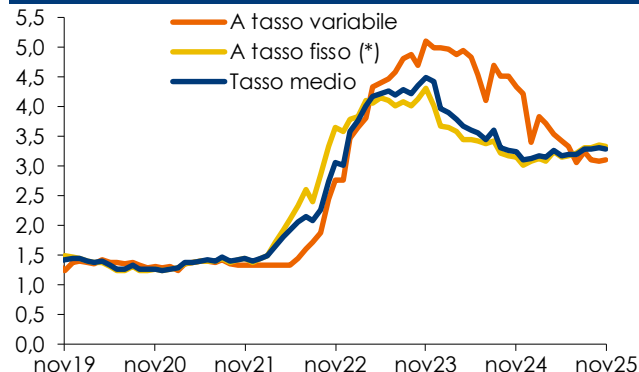
Anche i **tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie si sono mossi poco**. In dettaglio, il tasso medio sugli importi oltre 1 milione è rimasto invariato a 3,16%, mentre quello sulle operazioni fino a 1 milione è sceso lievemente di 1pb m/m a 4,10%, confermandosi più alto rispetto al 4,0% registrato in media nel 3° trimestre. **Di conseguenza, il tasso medio complessivo è rimasto circa stabile a 3,52%**. Diversamente, **secondo i dati preliminari ABI, a dicembre risulta essersi verificato un ulteriore aumento, di 12pb a 3,64%**.

Tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie in Italia (%)



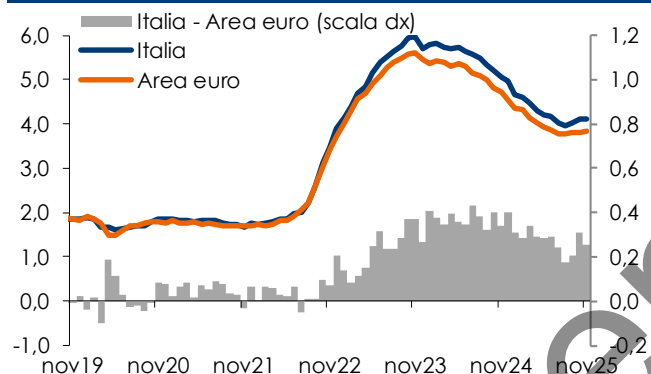
Fonte: Banca d'Italia

Tassi sui nuovi prestiti a famiglie per acquisto di abitazioni (%)



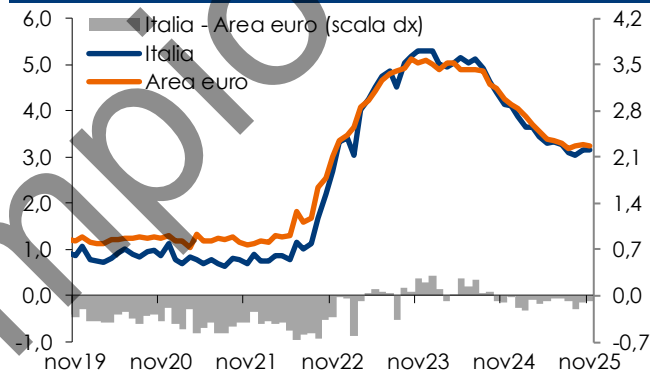
Nota: (*) periodo di determinazione iniziale del tasso oltre 10 anni.
Fonte: Banca d'Italia

Tasso medio sui nuovi prestiti di importo fino a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia-area euro (%)



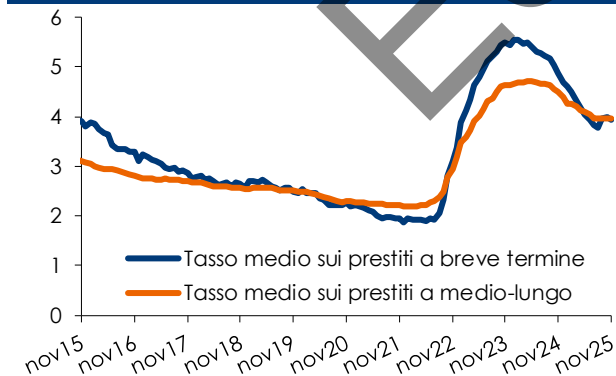
Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non-finanziarie, confronto Italia-area euro (%)



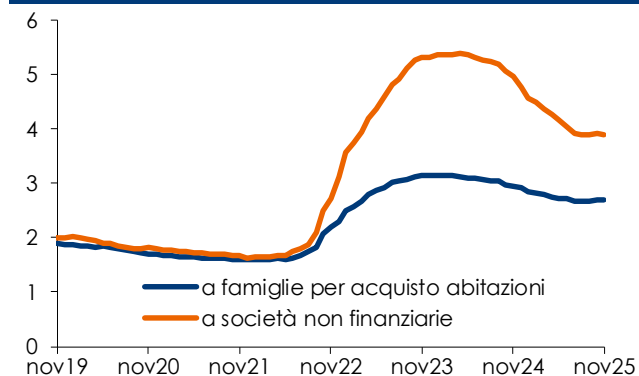
Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi sulle consistenze dei prestiti a famiglie e imprese: confronto tra breve termine e medio-lungo termine



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi medi sugli stock di prestiti a famiglie e su quelli a società non-finanziarie (%)



Fonte: Banca d'Italia

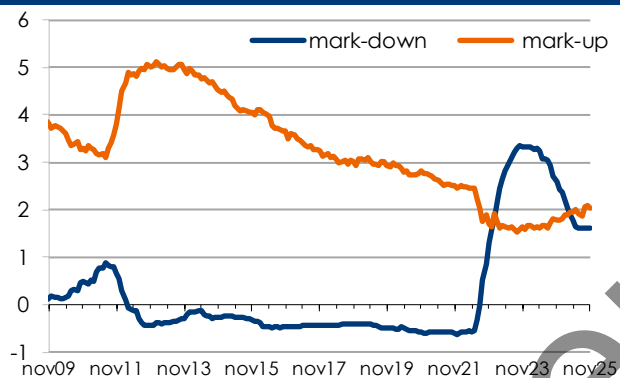
Per i **tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni anche novembre è stato un mese di assestamento**, dopo la fine del ciclo di discesa. In dettaglio, il tasso variabile ha visto il recupero dei 2pb persi a ottobre, tornando al 3,10% di settembre, mentre il tasso fisso, all'opposto, è sceso di 3pb m/m riassorbendo quasi interamente i 4pb di aumento registrati a ottobre, per posizionarsi anch'esso verso il livello di settembre, a 3,32%. Pertanto, **il tasso fisso è rimasto più alto del tasso variabile come già visto nei quattro mesi precedenti**, con un

differenziale tra i due tassi pari a 22pb a novembre. Il **tasso medio complessivo, dopo essere aumentato a 3,31% a ottobre, si è ridotto marginalmente (-1pb m/m) a novembre a 3,30%, per poi tornare a salire a 3,37% a dicembre**, secondo i dati preliminari ABI.

Anche il tasso medio sullo stock di prestiti a famiglie e imprese ha mostrato una tendenza alla stabilizzazione, risultando pari a 3,97%, sullo stesso livello di ottobre sia a novembre sia a dicembre, secondo le stime ABI.

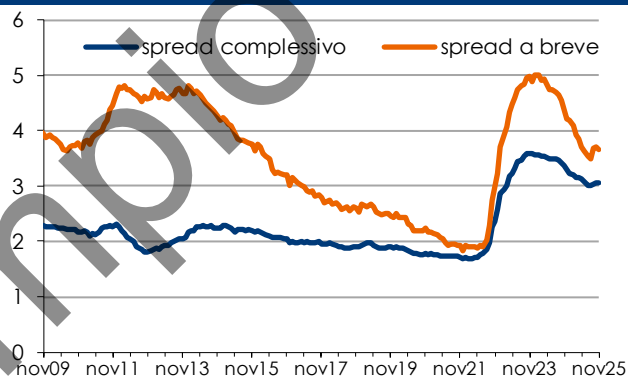
A seguito del lieve calo del costo della raccolta da clientela, **la forbice tra tassi attivi e passivi è salita leggermente di 1pb a 3,06% a novembre**, sul livello dei cinque mesi precedenti. **Anche la contribuzione dei depositi a vista è rimasta stabile**: il mark-down tra Euribor a 1 mese e tasso sui conti correnti è risultato pari a 1,62%, in linea con i cinque mesi precedenti. Contenute oscillazioni hanno caratterizzato l'andamento del mark-up tra tasso medio sui prestiti a breve termine ed Euribor a 1 mese nel 2° semestre, sceso di 5pb m/m a 2,03% a novembre, un livello anch'esso poco distante da quello di giugno (2,00%).

Contribuzione a breve termine (%) (*)



Nota: (*) mark-down = Euribor a 1 mese – tasso medio sui conti correnti a famiglie e imprese; mark-up = tasso attivo a breve termine – Euribor a 1 mese. Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Spread a breve termine e spread complessivo (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Accelerazione dei prestiti alle società non finanziarie a +1,8% a novembre

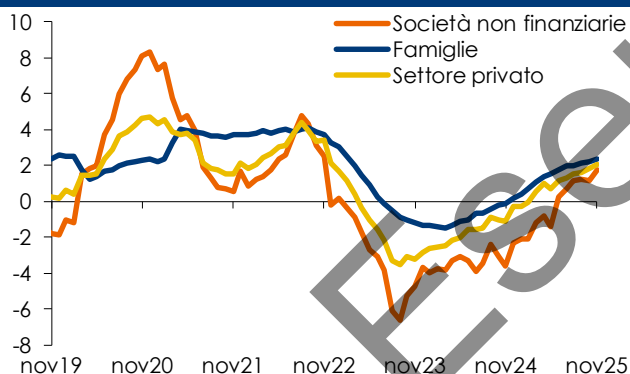
I prestiti alle società non finanziarie a novembre hanno registrato il sesto aumento consecutivo, a un ritmo salito a +1,8% a/a. Anche la dinamica dei prestiti alle famiglie si è irrobustita, a +2,4% a/a, sostenuta dall'accelerazione dello stock di mutui a +3,3%, con nuove erogazioni in aumento del 12,6%. Nel complesso, i prestiti a famiglie e imprese sono cresciuti del 2,1%, seguito da un rafforzamento a +2,3% a fine 2025, secondo i dati preliminari ABI.

Elisa Coletti

I prestiti al settore privato hanno mostrato un'accelerazione a novembre, con una crescita del 2,1% a/a, dal +1,8% di ottobre, riportando il miglior dato da fine 2022, conseguito in nove mesi di ripresa dallo zero di febbraio. Il miglioramento è stato determinato dai **prestiti alle società non finanziarie, che a novembre hanno registrato il sesto aumento consecutivo, a un ritmo salito a +1,8% a/a da +1,1% a ottobre** e +1,2% nei due mesi precedenti. Anche la dinamica dei **prestiti alle famiglie si è irrobustita ulteriormente, a +2,4% a/a dal +2,3% di ottobre**. Le prime indicazioni sulla chiusura del 2025 sono di ulteriore rafforzamento della crescita del totale dei prestiti a famiglie e imprese (a +2,3% dal +2,1% di novembre), mentre l'aggregato più ampio dei prestiti al settore privato risulterebbe in aumento dell'1,6% a/a secondo i dati preliminari ABI.

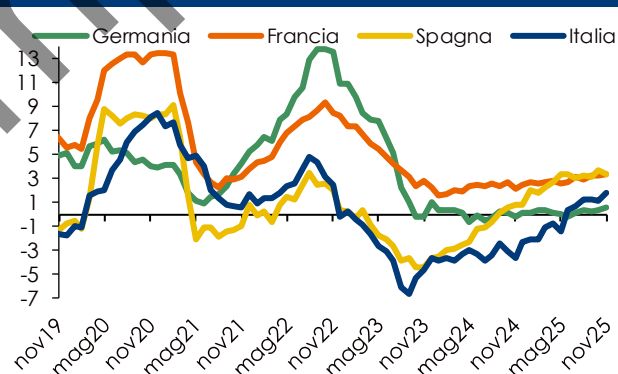
Nel confronto europeo, la crescita dei **prestiti a società non finanziarie dell'area euro mostra un miglioramento, a +2,8% a novembre** da +2,6% a ottobre, dopo due mesi sul 2,5%. Tra i principali paesi, **anche il dato tedesco appare in recupero**, con una variazione di +0,6% a novembre, il miglior risultato da fine 2023, da +0,3% a ottobre. **Una dinamica del 3,3% si è registrata in Francia**, dal 3,2% a ottobre, **mentre in Spagna la variazione annua si è portata a +3,4% dal +3,7% di ottobre**, due mesi comunque **più robusti rispetto al 3,1% medio del 3° trimestre**.

Prestiti al settore privato residente in Italia, dati corretti per le cartolarizzazioni e al netto delle controparti centrali (var. % a/a)



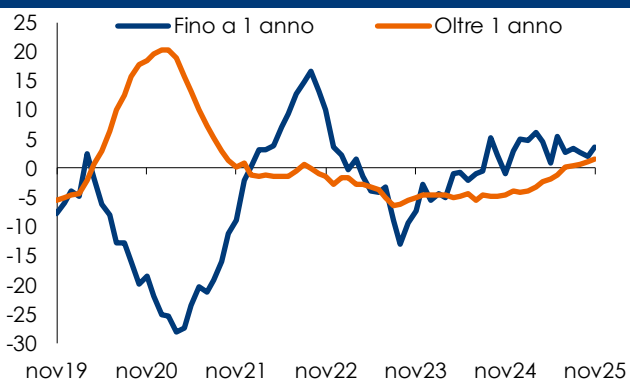
Fonte: Banca d'Italia

Dinamica dei prestiti a società non finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



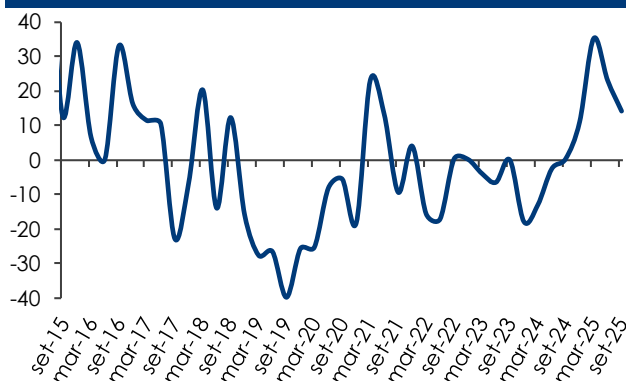
Fonte: BCE

Andamento dei prestiti a società non finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Erogazioni trimestrali a medio-lungo termine per investimenti in macchinari, attrezzature, mezzi di trasporto e altri beni (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il recupero dei prestiti alle società non finanziarie italiane si conferma alimentato dai **finanziamenti a medio-lungo termine, in ulteriore miglioramento con un aumento dell'1,6%**, dall'1% di ottobre, grazie a 4,4 miliardi in più in volume a novembre, che portano l'incremento netto da inizio anno a 10,9 miliardi. Parallelamente, è proseguita la crescita dei prestiti a breve termine, pari a +3,5% a/a.

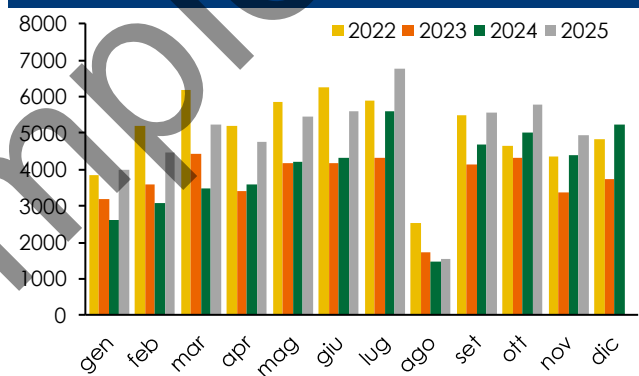
Passando al credito alle famiglie, i **prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno continuato ad accelerare, raggiungendo una crescita dello stock del 3,3% a/a**, dal 3,2% di ottobre. È proseguito, infatti, l'**aumento delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo**, che hanno mantenuto una dinamica a due cifre, sebbene più moderata, del +12,6% a novembre, dal +14,9% di ottobre e +18,4% di settembre. Nell'ambito del complesso delle erogazioni mensili, **quelle a tasso variabile hanno confermato la ripresa**, in atto da metà 2025, risultando più che raddoppiate a novembre rispetto a dodici mesi prima. Diversamente, le operazioni a tasso fisso hanno conosciuto un calo da agosto. Il differenziale tra i due tassi, fisso e variabile, è infatti favorevole al secondo per il quinto mese consecutivo, essendo il variabile più basso del fisso per 22pb. Tuttavia, sul totale delle erogazioni mensili, **le operazioni a tasso fisso restano di gran lunga prevalenti, pari all'85%**.

Andamento dei prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni e del credito al consumo (var. % a/a corrette per le cartolarizzazioni)



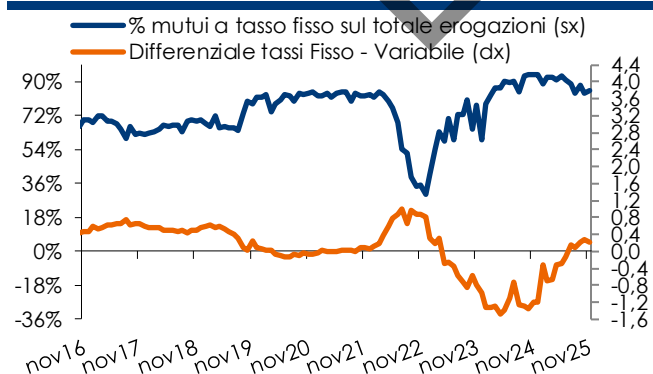
Fonte: BCE

Flussi mensili per nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni: quattro anni a confronto (EUR mln)



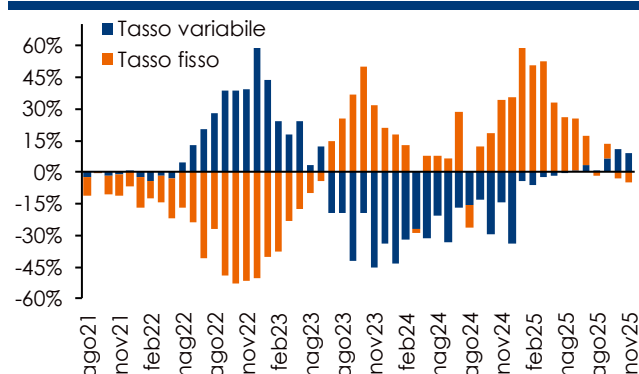
Fonte: BCE

Erogazioni di prestiti per acquisto abitazioni: a tasso fisso in % sul totale e differenziale tassi, tra fisso e variabile



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Contributo dei flussi a tasso fisso e a tasso variabile alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La crescita dei depositi si conferma solida

A novembre, l'aggregato dei depositi ha confermato un tasso di variazione del +2,6%, mentre a dicembre avrebbe decelerato leggermente secondo le anticipazioni ABI (a 2,1%). L'andamento ha riflesso quello dei depositi delle famiglie che hanno mantenuto la dinamica del 2,6%, con un apporto di risparmi per 4,5 miliardi. I depositi delle società non finanziarie hanno registrato un incremento mensile di quasi 19,8 miliardi, coerente con le regolarità stagionali, e un tasso di crescita del 3,4% a/a. Ancora una volta, i conti correnti hanno fatto la parte del leone (+4,5%).

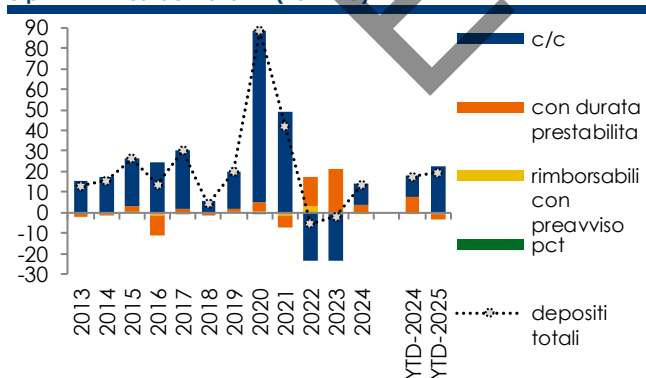
Elisa Coletti

La crescita dei depositi resta solida: a novembre, l'aggregato complessivo ha confermato il tasso di variazione del +2,6% registrato nel mese precedente, mentre a dicembre l'andamento positivo avrebbe decelerato leggermente, secondo le anticipazioni ABI (al 2,1% rispetto al 2,7% dei due mesi precedenti, su dati tra loro omogenei). Delle due principali componenti, i **depositi delle famiglie hanno mantenuto la dinamica del 2,6%, con un apporto di risparmi per 4,5 miliardi nel mese**, dopo il deflusso di -5,5 miliardi a ottobre, legato alla sottoscrizione della sesta emissione di BTP valore. **I depositi delle società non finanziarie hanno registrato un incremento mensile di quasi 19,8 miliardi, coerente con le regolarità stagionali, e un tasso di crescita del 3,4%**, in linea con il 3,5% di ottobre.

I dati cumulati da gennaio a novembre riassumono il miglioramento registrato nel corso dell'anno passato, con i **depositi delle famiglie aumentati negli undici mesi di 14,1 miliardi**, rispetto all'invarianza nello stesso periodo del 2024. **Sui depositi delle società non finanziarie è stata versata liquidità per 19,4 miliardi**, un importo superiore a quanto confluito nello stesso periodo del 2024 (17,7 miliardi). I conti correnti hanno fatto la parte del leone, con 15,7 miliardi in più su quelli delle famiglie e ben 22,5 miliardi di incremento netto su quelli delle società non finanziarie.

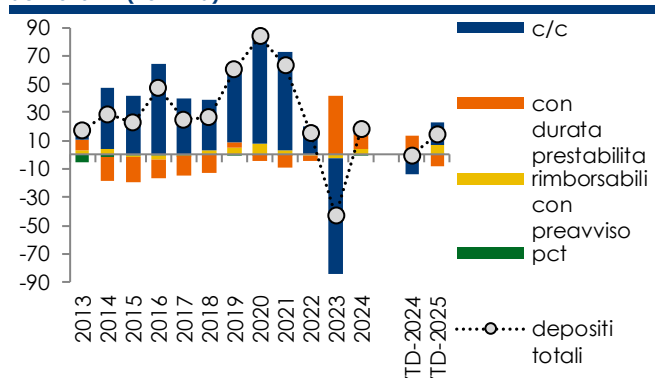
Nel complesso, a novembre, **i conti correnti sono cresciuti del 4,5%, circa in linea con il 4,7% di ottobre** e della media dei cinque mesi da luglio, un ritmo più dinamico rispetto alla prima metà dell'anno. È continuato l'andamento negativo dei **depositi con durata prestabilita, che hanno riportato un calo a due cifre** per la terza volta consecutiva, del -10,1% a/a. Su base mensile, tuttavia, il flusso è risultato positivo, come lo è stato nel mese precedente, pari a 2,3 miliardi nel bimestre ottobre-novembre per il totale di famiglie e imprese, di cui la gran parte afferente a società non finanziarie (2,1 miliardi) e solo per 225 milioni proveniente dalle famiglie.

Flussi netti verso i depositi delle società non finanziarie, dati annui e primi 11 mesi del 2025-24 (EUR mld)



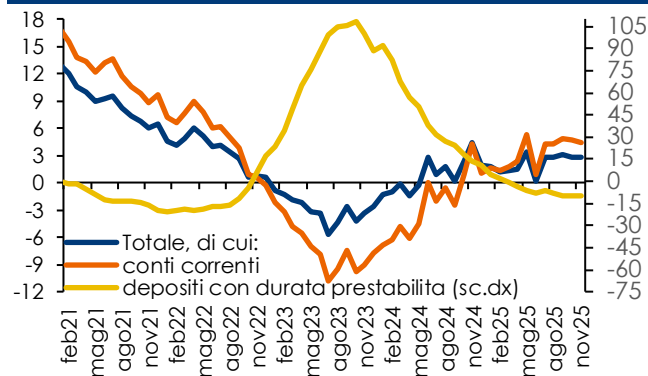
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e primi 11 mesi del 2025-24 (EUR mld)



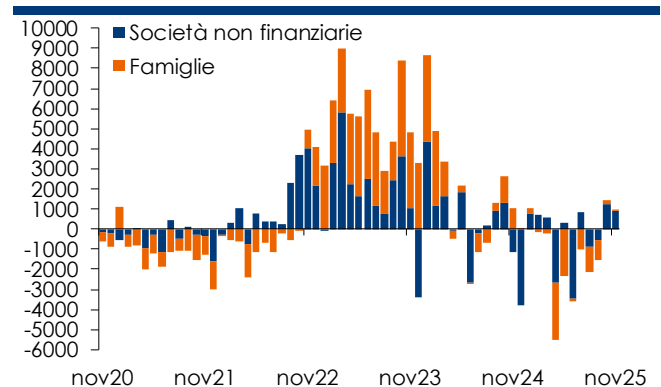
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Depositi di famiglie e imprese: totale e principali componenti (conti correnti e depositi con durata prestabilita, var. % a/a)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR milioni)



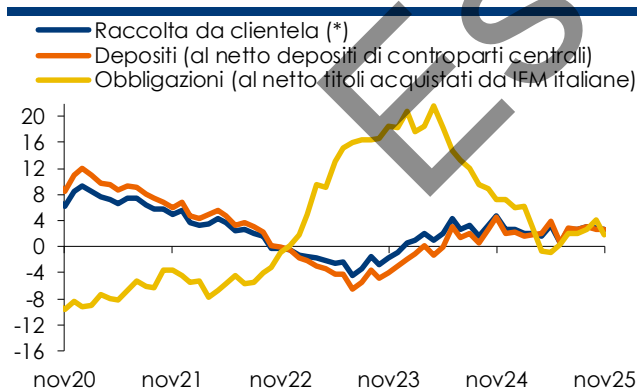
Fonte: BCE

Le obbligazioni bancarie hanno visto un nuovo rallentamento, registrando un tasso di crescita di **1,9% a/a a novembre**, seguito da **1,1% a dicembre** secondo le anticipazioni ABI, dal 4,1% di ottobre.

Ciò ha determinato una **leggera decelerazione anche della raccolta complessiva da clientela**, **cresciuta del 2,6% a novembre**, e del **2,0% a dicembre** secondo le stime ABI, dal 2,9% di ottobre e 3,0% di settembre.

La **raccolta bancaria complessiva** ha invece mostrato un'ulteriore accelerazione, a **6,5% a/a a novembre**, da 5,7% a ottobre. L'andamento resta influenzato dalla **dinamica dei depositi di non residenti in Italia, che hanno visto un balzo del trend a due cifre** (+35,6% a novembre da +19,8% a/a a ottobre), mentre la contrazione del rifinanziamento presso la BCE si conferma in via di ridimensionamento.

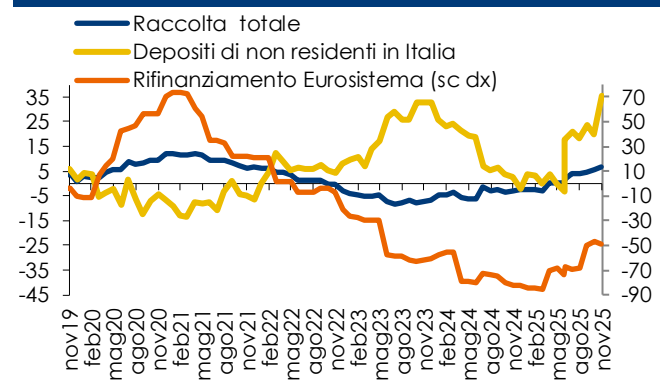
Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (*)



Nota: (*) al netto di depositi con controparti centrali e obbligazioni acquistate da IFM italiane. Il totale dei depositi e la raccolta escludono le passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati.

Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tasso di variazione della raccolta totale, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non residenti (var. % a/a)

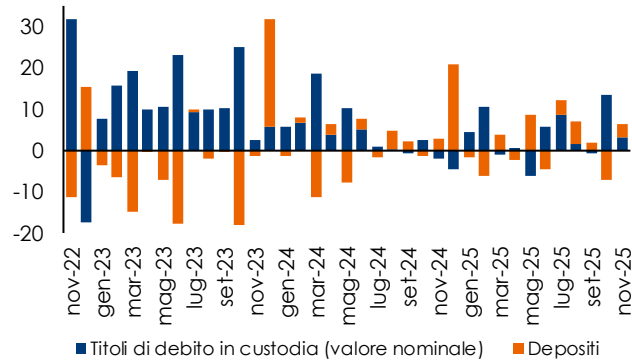


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Infine, per la **raccolta amministrata**, anche novembre è stato un mese positivo in termini di flusso netto mensile, con un **incremento dello stock di titoli di debito a custodia da parte di famiglie e imprese pari a 3,9 miliardi m/m**, dopo i 17,4 miliardi registrati a ottobre di riflesso alla citata sottoscrizione di BTP valore. A novembre, **3 miliardi si riferiscono agli investimenti netti effettuati nel mese dalle famiglie e 0,8 miliardi a quelli delle imprese**. A conferma del permanere di una **buona situazione di liquidità delle imprese**, i loro titoli di debito in custodia presso le banche da

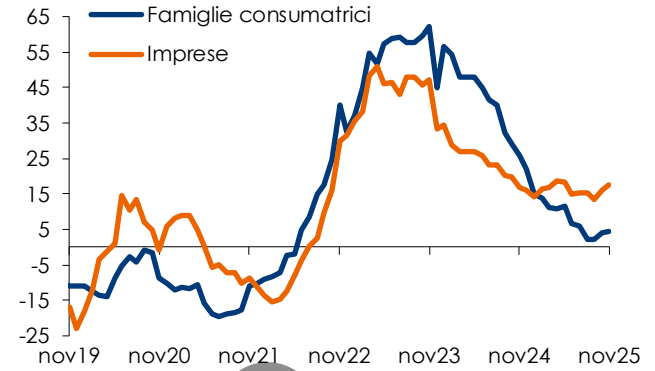
gennaio a novembre 2025 hanno registrato un incremento netto di 19,3 miliardi, superiore ai 16,6 miliardi dello stesso periodo del 2024.

Flussi netti mensili di depositi e titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici (EUR mld, valori nominali)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Andamento dei titoli di debito a custodia delle famiglie e delle imprese (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Esempio

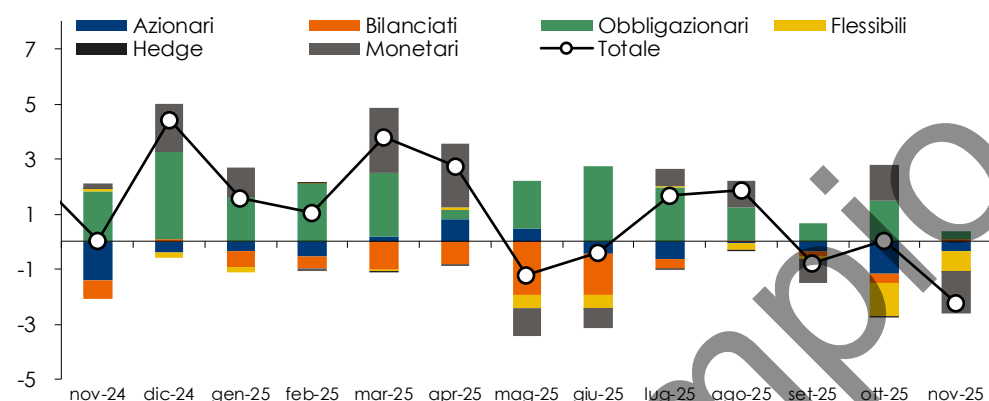
A novembre, raccolta netta negativa per fondi comuni e gestioni patrimoniali

A novembre, raccolta netta dei fondi in negativo, a seguito dei deflussi dai monetari e degli afflussi particolarmente contenuti verso il comparto obbligazionario. In negativo anche la raccolta delle gestioni patrimoniali, sia per i mandati istituzionali sia per le gestioni retail. Ancora in crescita la nuova produzione delle assicurazioni vita.

Carol Salvadori

Dai dati della Mappa Mensile del Risparmio Gestito di Assogestioni¹, **a novembre 2025 la raccolta netta dei fondi comuni è stata negativa per -2,2 miliardi**, dovuti ai deflussi dai fondi monetari (-1,5 miliardi), flessibili (-731 milioni) e azionari (-351 milioni). Completano il quadro deludente gli afflussi ridotti verso i fondi obbligazionari (291 milioni), dato più basso a partire dallo stesso mese del 2022, in cui era risultato negativo (-216 milioni), e bilanciati (88 milioni).

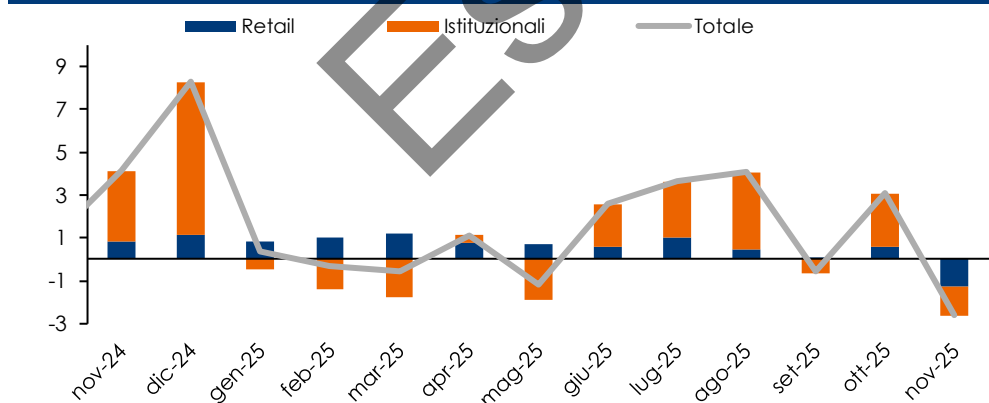
Fondi comuni aperti: scomposizione raccolta netta mensile per categoria (miliardi di euro)



Fonte: Assogestioni

Anche le **gestioni di portafoglio** a novembre hanno registrato **deflussi per complessivi -2,6 miliardi**, ascrivibili sia ai mandati istituzionali (-1,4 miliardi), sia alla raccolta retail (circa -1,3 miliardi).

Gestioni di portafoglio: scomposizione della raccolta netta mensile per tipologia di cliente (miliardi di euro)



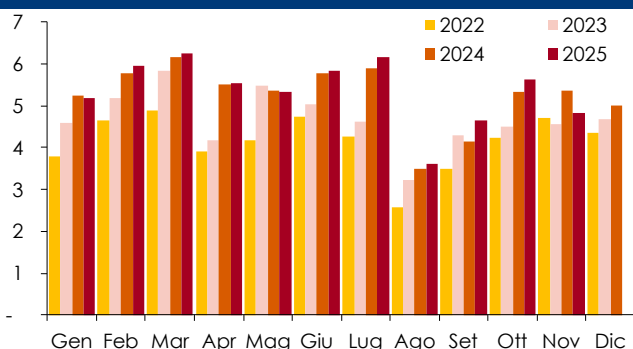
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Assogestioni

Per le **assicurazioni vita**, **a novembre 2025 la nuova produzione si è attestata a 8,7 miliardi**, in aumento rispetto allo stesso mese del 2024 (+4% a/a).

¹ I risultati della Mappa mensile hanno natura preliminare e costituiscono un'anticipazione dei dati più completi pubblicati nella corrispondente Mappa trimestrale.

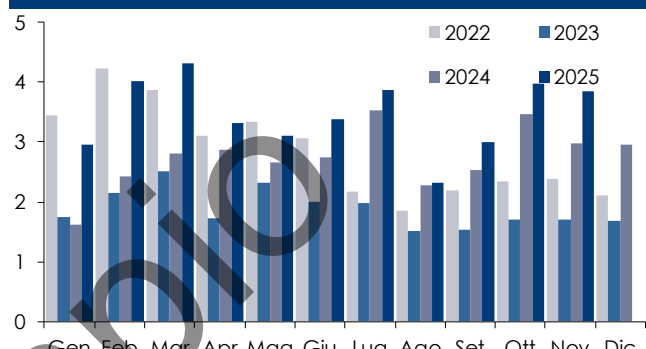
I premi delle polizze tradizionali sono risultati in calo (circa -10% a/a l'aggregato dei Rami I e V rispetto al +8% del mese precedente), riportando il dato peggiore da aprile 2022, anno in cui ha preso avvio una fase di crescita che, salvo alcuni mesi in cui si sono osservati cali di minore entità, si è mantenuta fino ad ottobre scorso. **È proseguito l'incremento a doppia cifra della nuova produzione delle polizze di ramo III**, che a novembre è stato pari al 28,7% a/a, con le polizze standalone ancora in aumento (+66,5%) rispetto a novembre 2024. Il confronto tra la raccolta lorda cumulata a novembre 2025 e lo stesso periodo dell'anno precedente evidenzia una crescita a doppia cifra per le polizze ad alto contenuto finanziario (+27,5%), mentre quelle tradizionali sono cresciute limitatamente (1,7% a/a), indicando un assestamento del segmento rispetto agli incrementi molto positivi del 2024.

Premi vita: nuova produzione mensile ramo I e V (imprese italiane-extra UE e UE) (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Ania

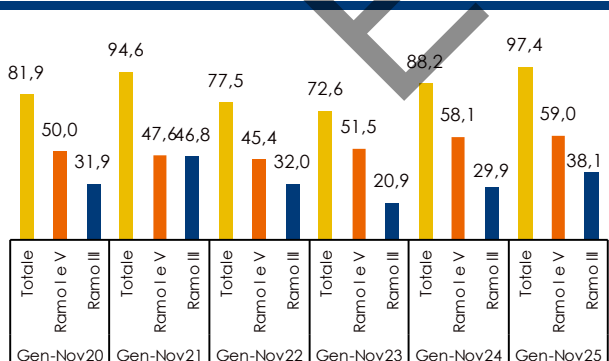
Premi vita: nuova produzione mensile ramo III (imprese italiane-extra UE e UE) (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Ania

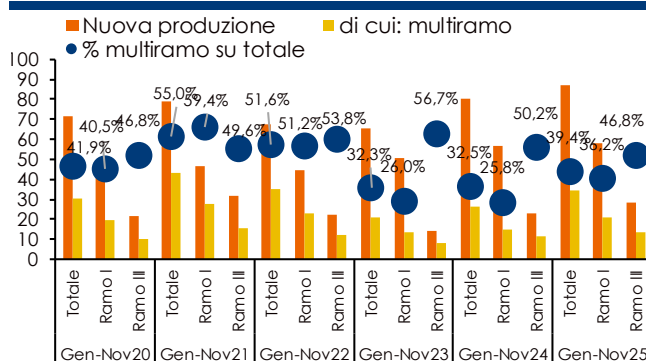
Guardando alle **polizze multi-ramo**, riferite al campione delle sole imprese italiane ed extra-UE, **la nuova produzione a novembre si è attestata a circa 2,8 miliardi**, poco variata (+0,7% a/a) rispetto al corrispondente dato del 2024. Del totale dei prodotti ibridi, 1,7 miliardi fanno riferimento alle polizze di ramo I e 1 miliardo a quelle di ramo III, con le prime che si confermano in aumento (+21,7 a/a), mentre sono proseguite le variazioni negative a doppia cifra per la componente a più alto rischio finanziario (-21,5%).

Premi vita: nuova produzione ramo I e V e ramo III (imprese italiane-extra UE e UE) (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Ania

Premi vita (imprese italiane-extra UE): componente multi-ramo e totale polizze sottoscritte per ramo (miliardi di euro)



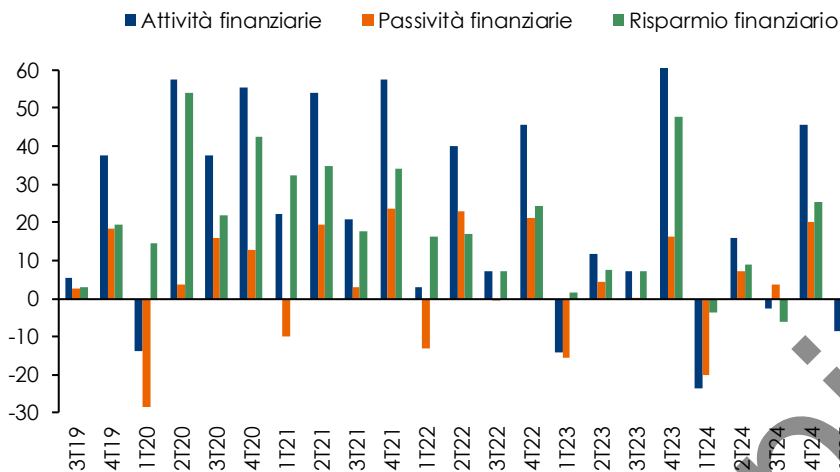
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Ania

Flusso di attività finanziarie delle famiglie positivo nel 3° trimestre 2025

Dall'ultima pubblicazione dei Conti Finanziari della Banca d'Italia emerge che, nel 3° trimestre 2025, il flusso di attività finanziarie delle famiglie è stato positivo, sebbene più contenuto rispetto ai tre mesi precedenti. Nel trimestre, l'aggregato degli strumenti del risparmio gestito ha assunto particolare rilevanza sia in termini di afflussi che di aumento delle consistenze.

Carol Salvadori

Flussi netti di attività e passività finanziarie e risparmio finanziario delle famiglie italiane (miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel 3° trimestre 2025, il flusso di attività finanziarie delle famiglie italiane è risultato positivo per 18 miliardi, dopo gli afflussi significativi del 2° trimestre (34,4 miliardi), realizzando un'inversione di segno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, in cui si erano registrati deflussi pari a -2,5 miliardi.

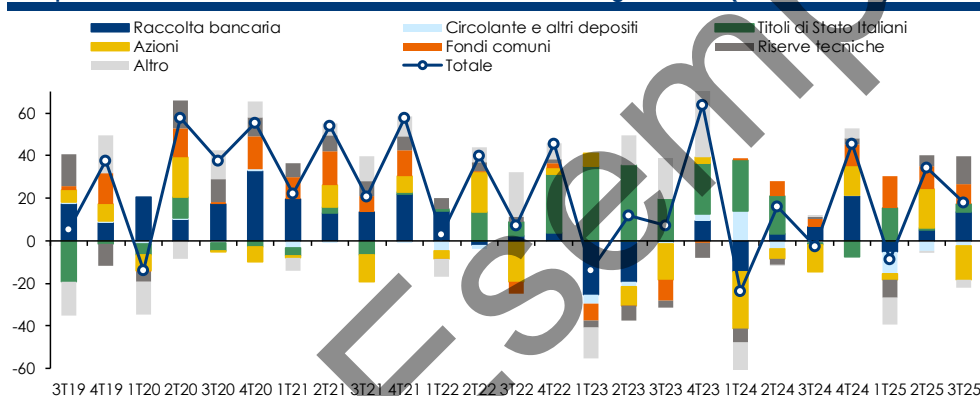
A contribuire al risultato sono stati in particolare **depositi e titoli bancari** (13,4 miliardi, di cui 12 i soli depositi), **le riserve tecniche** (13 miliardi) e **i fondi comuni** (9,2 miliardi). I titoli di Stato hanno registrato un afflusso netto pari a 4 miliardi, decisamente migliore rispetto agli 800 milioni dei tre mesi precedenti e ai flussi netti negativi (-600 milioni) del 3° trimestre 2024. Significativi **deflussi hanno caratterizzato gli investimenti netti in azioni e partecipazioni**² per un ammontare di circa -16 miliardi, dopo il risultato di segno opposto nel trimestre precedente (18 miliardi), rimanendo tuttavia in linea con lo stesso periodo dell'anno precedente (-13 miliardi).

² Sulla cui effettiva entità occorre avere prudenza, essendo una voce stimata in via residuale e soggetta a revisioni.

Attività e passività finanziarie delle famiglie italiane – Flussi netti (miliardi di euro)

	3T23	4T23	1T24	2T24	3T24	4T24	1T25	2T25	3T25
Depositi e titoli bancari	-0,5	9,3	-14,7	3,0	6,4	21,3	-5,2	5,3	13,4
- Depositi	-3,4	4,7	-21,1	3,5	1,3	22,7	-4,4	8,5	12,0
- Obbligazioni	2,8	4,6	6,5	-0,5	5,1	-1,5	-0,8	-3,2	1,4
Circolante e altri depositi	-1,0	3,1	13,9	-3,5	-1,1	0,5	-10,2	-4,8	-2,2
Titoli di Stato italiani	19,7	24,1	23,9	18,2	-0,6	-7,6	15,6	0,8	4,1
Altri titoli di debito	5,4	4,9	3,1	5,6	0,2	1,6	-0,6	-2,9	-4,7
- di cui: italiani	0,1	-0,7	0,6	2,3	-2,3	0,7	-0,7	-4,1	-3,5
- di cui: emessi dal resto del mondo	5,3	5,5	2,5	3,3	2,6	0,8	0,1	1,2	-1,3
Strumenti derivati	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Azioni e altre partecipazioni	-16,9	3,0	-26,6	-5,1	-12,9	13,2	-2,8	18,1	-15,8
Fondi comuni	-9,9	-0,8	0,9	6,7	3,8	10,4	14,9	10,8	9,2
Riserve tecniche	-3,1	-7,0	-6,4	-2,5	1,0	3,1	-8,6	5,1	13,1
Altri conti attivi	13,6	27,5	-17,9	-6,4	0,9	3,2	-11,8	1,9	1,0
Totale attività	7,3	63,9	-23,7	16,1	-2,5	45,4	-8,7	34,4	17,9
Prestiti a breve termine	-1,1	0,0	-1,8	-1,5	0,3	0,7	0,0	-0,2	0,2
Prestiti a medio/lungo termine	0,5	0,0	-0,8	1,7	1,2	5,1	2,7	6,0	4,4
Riserve tecniche di assicurazione	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Altri conti passivi	0,7	16,0	-17,5	6,8	2,1	14,3	-16,9	13,4	0,1
Totale passività	0,2	16,2	-19,9	7,2	3,7	20,2	-14,1	19,4	4,7
Risparmio finanziario	7,1	47,7	-3,7	8,9	-6,1	25,2	5,4	15,0	13,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Banca d'Italia

Composizione dei flussi netti delle attività finanziarie delle famiglie italiane (miliardi di euro)

Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tra le passività finanziarie, sono aumentati sia i prestiti a medio-lungo termine (4,4 miliardi) sia, seppure in modo meno significativo, quelli a breve termine (200 milioni nel trimestre).

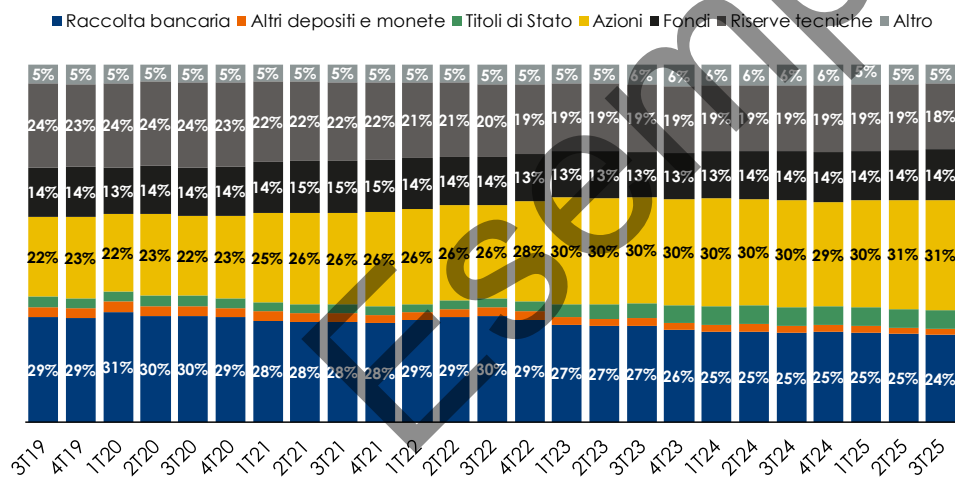
Passando alle consistenze, lo stock di attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane è cresciuto del 2% rispetto al 2° trimestre 2025 e del 4,6% rispetto a dodici mesi prima, attestandosi a 6,3 trilioni.

Sono aumentati più della media, grazie anche alla performance positiva dei mercati, gli stock di fondi comuni (+3,6%, t/t), azioni e partecipazioni (+3,4% t/t) e riserve tecniche (+1,5% t/t), mentre i titoli di Stato e la raccolta bancaria sono cresciuti poco meno dell'1% t/t (+0,9% e +0,8% rispettivamente su fine giugno).

Attività e passività finanziarie delle famiglie italiane – Consistenze (miliardi di euro)

	3T23	4T23	1T24	2T24	3T24	4T24	1T25	2T25	3T25	Var. % t/t	Var % a/a
Depositi e titoli bancari	1.494	1.504	1.490	1.494	1.499	1.519	1.513	1.521	1.532	0,8	2,2
- Depositi	1.455	1.459	1.438	1.442	1.443	1.466	1.461	1.470	1.482	0,8	2,7
- Obbligazioni	40	45	51	52	56	53	52	51	50	-1,0	-10,8
Circolante e altri depositi	113	114	117	115	114	114	106	104	102	-1,1	-10,3
Titoli di Stato italiani	239	273	298	313	318	310	322	327	330	0,9	3,8
Altri titoli di debito	106	117	120	126	129	132	130	127	123	-2,7	-4,1
- di cui: italiani	14	17	17	20	18	19	19	15	13	-18,2	-31,1
- di cui: emessi dal resto del mondo	91	100	103	106	110	112	111	111	111	-0,6	0,3
Strumenti derivati	9	9	9	10	10	10	11	11	12	4,1	11,9
Azioni e altre partecipazioni	1.636	1.736	1.783	1.746	1.795	1.759	1.799	1.875	1.939	3,4	8,1
Fondi comuni	708	749	779	794	819	841	835	858	888	3,6	8,5
Riserve tecniche	1.039	1.085	1.095	1.090	1.118	1.130	1.121	1.138	1.155	1,5	3,3
Altri conti attivi	191	218	200	194	195	198	186	188	189	0,5	-3,0
Totale attività	5.534	5.807	5.891	5.882	5.996	6.013	6.024	6.148	6.271	2,0	4,6
Prestiti a breve termine	44	44	42	41	41	42	42	42	42	0,3	0,8
Prestiti a medio/lungo termine	748	747	744	745	746	749	751	757	760	0,4	1,9
Riserve tecniche di assicurazione	39	39	39	39	40	40	40	40	40	0,3	1,1
Altri conti passivi	189	205	188	194	197	211	194	208	208	0,0	5,6
Totale passività	1.020	1.035	1.013	1.021	1.024	1.042	1.028	1.046	1.050	0,4	2,6
Ricchezza finanziaria netta	4.514	4.772	4.878	4.861	4.973	4.971	4.996	5.101	5.221	2,3	5,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Banca d'Italia

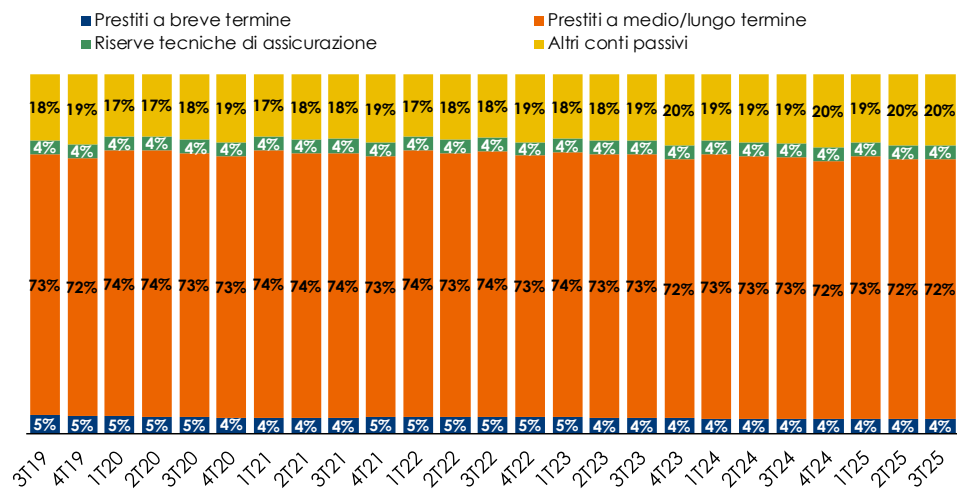
Composizione percentuale delle attività finanziarie delle famiglie italiane (consistenze)

Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Con riferimento alle passività finanziarie, lo stock è cresciuto dello **+0,4%** rispetto al trimestre precedente, mantenendosi nell'intorno di 1 trilione. Variazioni di analoga entità hanno caratterizzato le consistenze dei prestiti a medio-lungo termine (+0,4% t/t) e di quelli a breve termine (+0,3 t/t).

La ricchezza finanziaria netta delle famiglie, data dalla differenza tra le attività e le passività, a settembre 2025 si è attestata a **5,2 trilioni**, in aumento del +2,3% rispetto al dato di giugno.

Composizione percentuale delle passività finanziarie delle famiglie italiane (consistenze)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Esempio

Rivitalizzare il mercato delle cartolarizzazioni

Stato dell'arte e prime riflessioni sulla proposta legislativa della Commissione Europea

Stefano Patruno

“Per aumentare la capacità di finanziamento del settore bancario, l'UE dovrebbe porsi l'obiettivo di rilanciare le cartolarizzazioni e completare l'Unione Bancaria” afferma Mario Draghi nel suo rapporto sulla competitività dell'UE³. D'altro canto, non è una sorpresa: quando era presidente della BCE, Draghi aveva in più occasioni sferzato i policy maker europei a rivitalizzare il mercato delle cartolarizzazioni (di seguito anche: securitisation) al fine di sbloccare nuovi finanziamenti all'economia e contribuire a promuovere i mercati dei capitali dell'UE. Affermazioni simili si possono trovare anche nel rapporto Letta⁴ sul mercato unico UE e, con maggiori particolari, nel rapporto Noyer incentrato sui mercati dei capitali⁵.

Il 17 giugno 2025 la Commissione Europea ha pubblicato una proposta volta a modificare specifiche previsioni del framework sulle cartolarizzazioni (che risale al 2017, successivamente ritoccato in alcune sue parti), composto da Securitisation Regulation e Capital Requirements Regulation⁶. Inoltre, due ulteriori provvedimenti legislativi completeranno il quadro regolamentare sulle securitisation: il trattamento prudenziale per le compagnie di assicurazione, che intervengono come investitori in asset-backed securities (ABS) rivenienti da cartolarizzazioni, e la revisione dell'Atto Delegato LCR (Liquidity Coverage Requirement⁷). Il framework, così come le evoluzioni del mercato, sono state oggetto di scrutinio nel corso degli anni da parte di regolatori e supervisor. Segnaliamo a questo proposito il rapporto delle ESA (European Supervisory Authorities EBA, ESMA ed EIOPA) del 12 dicembre 2022⁸, che affronta il trattamento prudenziale suggerendo alcuni miglioramenti. Il sistema bancario europeo ha richiesto nel corso degli anni una revisione del framework, ritenuto eccessivamente conservativo e disincentivante, sia per le banche originator che per gli investitori.

Nel presente approfondimento, dopo una premessa sulla funzione dello strumento, affronteremo lo stato del mercato delle cartolarizzazioni e il contenuto della proposta legislativa della Commissione Europea, formulando alcune riflessioni nel merito. Da ultimo, daremo evidenza del processo legislativo aggiornato al momento della pubblicazione.

³ [The Future of European competitiveness](#), Mario Draghi, September 2024. Part A, Chapter 5. Financing investments.

⁴ [Much more than a market](#), Enrico Letta, April 2024: “Securitisation acts as a unique link between credit and capital markets. In this sense, the securitisation market offers significant potential (...). Therefore we advocate for reforms in the European securitisation framework to enhance its accessibility and effectiveness”. Section A, Single market to finance strategic goals.

⁵ [Developing European Capital Markets to finance the future – Proposals for a Savings and Investments Union](#), Christian Noyer, April 2024.

⁶ [Securitisation Regulation](#) (SecReg), Regolamento 2017/2402 e Capital Requirements Regulation ([CRR](#)), Regolamento 675/2013 che norma i requisiti prudenziali per le banche.

⁷ Mentre è previsto che l'Atto Delegato venga pubblicato a seguito del completamento dell'iter legislativo su CRR e SecReg, le modifiche a Solvency II per le compagnie di assicurazione, a esito di una consultazione pubblica che si è tenuta nell'estate 2025, sono state pubblicate il 29 ottobre 2025 e si attende entrino in vigore da gennaio 2027. Le norme sono volte a ridurre i requisiti previsti da Solvency II per le compagnie di assicurazione che, negli anni, si sono ritirate dal mercato delle cartolarizzazioni.

⁸ https://www.eiopa.europa.eu/publications/joint-committee-advice-review-securitisation-prudential-framework_en

1. Premessa

È di pubblico dominio il ruolo svolto dalle cartolarizzazioni⁹ nell'innescare la crisi finanziaria del 2007-08 (GFC) negli USA e poi, a cascata, in Europa e nel resto del mondo. All'epoca, soprattutto negli USA, vigeva un modello finanziario differente rispetto a quello attuale: le banche erogavano crediti che poi venivano ceduti a società veicolo (SPV) per cartolarizzarli (il c.d. modello originate-to-distribute), liberando il proprio bilancio dal rischio di credito. Inoltre, erano diffuse, soprattutto negli USA, operazioni aventi come sottostante crediti immobiliari erogati senza seguire i migliori standard creditizi (c.d. mutui sub-prime o non conforming nel caso del Regno Unito). Nel mercato si trovavano di norma operazioni complesse, non standardizzate e talvolta opache, aventi come sottostante attivi di varie tipologie. Oltre alle asset class tradizionali – mutui, leasing, credito al consumo, auto loan, trade receivable – venivano utilizzati anche strumenti meno tradizionali (per es. crediti nascenti da royalty per eventi culturali/manifestazioni sportive, cartolarizzazioni di tranche a loro volta rivenienti da cartolarizzazioni, le c.d. re-securitisation). Vi era, infatti, la possibilità di rimpacchettare titoli di cartolarizzazioni in nuove cartolarizzazioni. Inoltre, veniva attribuito un ruolo eccessivo alle agenzie di rating, che erano ritenute l'unico metro di giudizio al quale gli investitori facessero riferimento senza effettuare, in genere, alcuna analisi propria sulla struttura delle transazioni. Sulla base di tali presupposti, con lo sgonfiarsi della bolla immobiliare che manteneva elevati i valori degli attivi, i mercati finanziari (che, di fatto, sostenevano tale bolla) sono crollati e hanno prodotto un effetto domino a livello internazionale.

È vero, come molti sostengono, che anche all'epoca della GFC la realtà finanziaria nell'UE era diversa nella sostanza da quella degli USA: le cartolarizzazioni erano generalmente più solide e gli istituti applicavano standard creditizi più robusti, tant'è che poche operazioni nell'UE sono effettivamente andate in default. L'Italia era tra i paesi dell'UE più attivi e vantava uno tra i maggiori mercati¹⁰. Nonostante le diversità strutturali delle cartolarizzazioni europee, le stesse sono state comunque per anni soggette a uno stigma da parte degli investitori e delle Autorità.

La risposta alle sfide della GFC che è stata data a livello del Comitato di Basilea per quanto attiene alle cartolarizzazioni ha riguardato vari piani, tra cui: l'introduzione di requisiti prudenziali più stringenti; il superamento del modello originate-to-distribute; un minore affidamento al giudizio esterno delle agenzie di rating; l'introduzione di nuove regole, tra cui divieto di re-securitisation, obbligo per l'originator di mantenere un'esposizione nel portafoglio cartolarizzato (c.d. retention rule), introduzione di linee guida per strutturare operazioni semplici e trasparenti al fine di favorire la standardizzazione e ristabilire la fiducia del mercato.

L'UE si è quindi dotata nel 2017 di un framework particolarmente stringente, con l'intento di eliminare lo stigma che si era creato nella percezione di investitori e Autorità, ristabilire la fiducia e stimolare il mercato attraverso una maggiore robustezza e trasparenza delle operazioni. È stata creata la categoria delle operazioni STS (Simple Transparent and Standardised) che, a fronte di criteri di semplicità, trasparenza e standardizzazione, beneficiano di un trattamento prudenziale

⁹ Tramite la cartolarizzazione viene ceduto pro-soluto un portafoglio di crediti a una società veicolo (special purpose vehicle, SPV), che ne finanzia l'acquisto emettendo titoli, suddivisi in varie tranche con diverso rendimento e diversa seniority nel rimborso (tranche senior, mezzanine, junior). Il rimborso dei titoli e il pagamento dei relativi interessi avvengono sulla base degli incassi realizzati sul portafoglio di crediti a garanzia. I sottoscrittori dei titoli vantano diritti solamente sul portafoglio ceduto e non sulla banca originator. Le perdite sui crediti vengono assorbite dalla tranche junior, e successivamente, in caso di incapienza, dalla eventuale mezzanine, prima di riflettersi sulle tranche senior. Al contrario delle operazioni c.d. tradizionali, che contemplano la cessione dei crediti da parte dell'originator, le operazioni c.d. sintetiche (dette anche on-balance sheet), delle quali ci occuperemo nel prosieguo di questo approfondimento, prevedono che i crediti continuino a figurare sul bilancio dell'originator, ma la copertura delle prime perdite (tramite la tranche junior) avviene da parte di un investitore terzo specializzato. In questo modo la banca originator ottiene una effettiva riduzione dei rischi insiti nel portafoglio.

¹⁰ Le cartolarizzazioni sono state introdotte in Italia nel 1999 con la L. 130, più volte modificata nel corso degli anni. Anche prima del 1999, tuttavia, erano state realizzate alcune operazioni di cartolarizzazione avvalendosi della legge sul factoring.

privilegiato, quindi più appetibile per gli investitori bancari. Le nuove norme hanno consolidato il criterio di non neutrality, in base al quale il complesso dei requisiti patrimoniali richiesto per attivi derivanti da cartolarizzazione deve essere in ogni caso superiore rispetto ai requisiti che si avrebbero sul medesimo portafoglio in assenza di cartolarizzazione¹¹. È stato anche rivisto e disciplinato in maniera organica il sistema della supervisione. Segnaliamo che nel 2020, nel contesto della pandemia, la Commissione Europea ha pubblicato una proposta in materia di mercati dei capitali, successivamente approvata e in vigore dal 9 aprile 2021¹², che ha, inter alia, modificato la CRR - ricalibrando il trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni di esposizioni deteriorate (NPE) - e la Securitisation Regulation, estendendo il label STS anche alle operazioni sintetiche, repute particolarmente importanti per il finanziamento delle imprese.

2. Status del mercato

Le cartolarizzazioni rimangono uno degli strumenti a disposizione delle banche in ottica di funding a medio-lungo termine sia per emissioni sul mercato che per emissioni sottoscritte dagli stessi originator (operazioni c.d. retained), da utilizzarsi per il rifinanziamento presso l'Eurosistema o per repo con controparti private. Prima della GFC i volumi delle operazioni retained erano più contenuti e i titoli venivano di norma collocati presso investitori. A qualche anno dall'entrata in vigore del framework (2019) possiamo tuttavia affermare che il mercato delle cartolarizzazioni nell'UE non si è ripreso e non è tornato ai livelli della prima decade degli anni 2000¹³. Come ordine di grandezza, a giugno 2025 il volume di cartolarizzazioni europee (UE e Regno Unito) ammonta a 1.253,4 miliardi di euro¹⁴.

Il 2024 e il 2025 sono comunque stati anni positivi per le emissioni di cartolarizzazioni. Come rilevato dall'agenzia di rating S&P¹⁵, le operazioni collocate sul mercato sono cresciute nell'ultimo anno del 12% (per un totale di circa 157 miliardi di euro, includendo anche il Regno Unito). L'agenzia prevede per il 2026 un livello intorno a 160 miliardi di euro, evidenziando il numero crescente sia delle transazioni che dei cedenti. Secondo l'agenzia, inoltre, mentre le cartolarizzazioni originate da cedenti non bancari sono dominanti, la partecipazione delle banche è crescente, per una serie di fattori, legati sia al funding (provvista wholesale rispetto a raccolta da depositi verso la clientela) che alla gestione degli attivi del proprio bilancio.

Globalmente, considerando un contesto di medio periodo, le cartolarizzazioni rimangono appannaggio di alcuni Stati membri dell'UE e non si sono diffuse né nell'Europa dell'Est, né nei paesi baltici e solo limitatamente in quelli scandinavi. Inoltre, l'incidenza delle operazioni STS è rimasta limitata (66,5 miliardi di euro emessi in Europa nel 2024) e, a oggi, non raggiunge ancora la metà del totale delle operazioni in essere¹⁶. Infine, le emissioni rimangono pressoché equamente divise tra quelle collocate sul mercato e le operazioni retained¹⁷.

¹¹ Per maggiori elementi sul criterio di non neutrality, si veda successivo paragrafo 4.

¹² CMRP, Capital Markets Recovery Package.

¹³ L'ESMA riporta che il mercato europeo delle cartolarizzazioni ammontava a circa 2.000 miliardi di euro nel 2010. Cfr. "The EU securitisation market – an overview", ESMA, 21 settembre 2023.

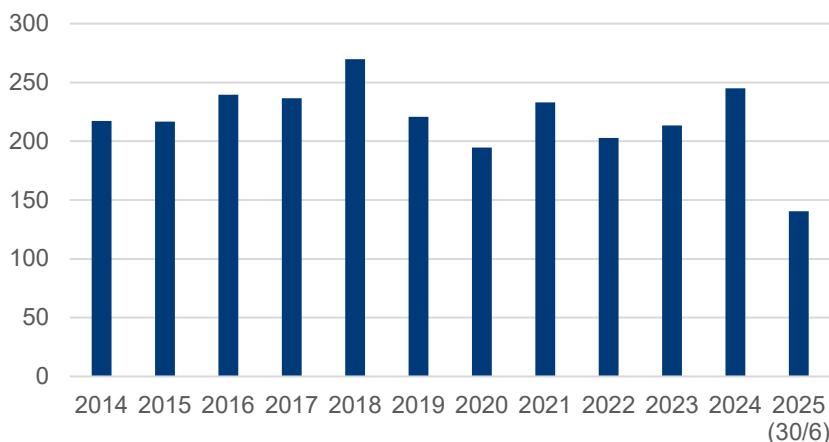
¹⁴ Fonte AFME, Association for Financial Markets in Europe.

¹⁵ S&P Global, "European Structured Finance Outlook 2026", 14 gennaio 2026.

¹⁶ Emissioni STS collocate pubblicamente nel 2024: 50,8 miliardi di euro; includendo il Regno Unito, 66,5 miliardi di euro. Fonte: AFME.

¹⁷ Nel 2024 le emissioni retained ammontavano al 41% del totale. Il dato a giugno del 2025 è del 45%. Fonte: AFME.

Emissioni totali di cartolarizzazioni in Europa (EUR mld)



Nota: i dati ricomprendono l'insieme delle emissioni (collocate sul mercato e retained include le emissioni del Regno Unito). Fonte: AFME

Per quanto attiene alle asset class, la parte principale è costituita dalle RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities) che rappresentano quasi la metà del totale in essere a giugno 2025. Altre asset class rilevanti sono i prestiti al consumo (7,9% del totale), i prestiti alle PMI (SME) (8,9%) e i finanziamenti auto (6%). Oltre il 22% sono costituiti da collateralised loan/debt obligation, prodotti più complessi che non rientrano nei criteri STS. Da ultimo, si segnala che le emissioni ESG nel continente europeo rappresentano una quota marginale del totale: nell'anno di maggiori emissioni, il 2021, l'importo non raggiungeva i 10 miliardi di euro, mentre nel 2024 era di poco superiore ai 5 miliardi¹⁸.

Le ragioni per la mancata ripresa del mercato sono molteplici e vanno ricercate sia dal lato dell'offerta che della domanda. Le maggiori complessità nei criteri per costruire i portafogli e strutturare le operazioni (in particolare STS ma anche non-STS), i requisiti patrimoniali particolarmente severi, gli obblighi di due diligence per gli investitori e di disclosure per gli emittenti, particolarmente farraginosi, hanno ridotto l'appetibilità di tali operazioni. Gli investitori sono perlopiù rappresentati da banche, asset manager, fondi e, limitatamente, compagnie di assicurazione¹⁹.

Mentre negli USA il mercato delle cartolarizzazioni si è velocemente ripreso²⁰, anche grazie all'azione delle agenzie governative che prestano una garanzia pubblica sui titoli emessi (es. Freddy Mac, Fanny Mae), nell'UE le banche hanno orientato la propria raccolta collateralizzata a medio-lungo termine utilizzando covered bond²¹ - anche facendo leva sulla presenza strutturale di lunga data di tale strumento in alcuni paesi europei (tra cui Germania e Danimarca,

¹⁸ Fonte: AFME.

¹⁹ Gli investimenti in titoli ABS rappresentano allo stato circa l'1% degli investimenti realizzati dalle compagnie di assicurazione, mentre in precedenza queste coprivano circa il 15% degli ordini (fonte: S&P Global, "Will Solvency II Changes Unlock Securitization For EU Insurers?", 8 dicembre 2025).

²⁰ Come termine di paragone, le emissioni collocate negli USA nel 2024 ammontano a 1.548,4 miliardi di euro, contro 100 miliardi nell'UE (143 miliardi con il Regno Unito). Fonte: AFME. Per il 2025, come più sopra citato, l'agenzia S&P riporta emissioni collocate in Europa per totali 157 miliardi di euro.

²¹ A differenza delle cartolarizzazioni, i cui investitori hanno ricorso sul solo portafoglio cartolarizzato ceduto alla SPV, i covered bond sono direttamente emessi dalle banche e prevedono un doppio ricorso: sul patrimonio della banca e, in caso di incapienza, sul portafoglio collaterale.

seguiti in anni più recenti da Francia e Spagna), che nei decenni si è mostrato particolarmente resiliente, anche durante la GFC. L'Italia si è dotata di una normativa specifica nel 2007²².

Allo stato attuale il mercato dei covered bond nell'UE mostra importi decisamente superiori rispetto alle securitisation: nella sola UE lo stock di titoli è superiore a 2.500 miliardi di euro (il mercato italiano risultava pari a 161 miliardi nel 2024, quello mondiale a 3.311 miliardi). Le emissioni del 2024 nell'UE sono state pari a 410 miliardi di euro (ca. 31 miliardi le emissioni delle banche italiane)²³. Certamente i due strumenti di finanza collateralizzata, covered bond e cartolarizzazioni, non sono sovrapponibili ma, al contrario, sono complementari. Non ci soffermiamo in questo contesto sulle caratteristiche di complementarità²⁴ ma sottolineiamo, comunque, come in molti casi le banche (soprattutto di grandi dimensioni) scelgano di destinare la maggiore quota dei propri portafogli di mutui come collaterale per programmi di covered bond invece che per operazioni di cartolarizzazione.

In Italia abbiamo assistito nel periodo 2024-25 a emissioni di cartolarizzazioni per totali 17,5 miliardi di euro, considerando sia banche che finanziarie (costituite ex. art. 106 TUB). Le categorie di asset class preponderanti sono finanziamenti auto, prestiti al consumo e mutui ipotecari residenziali (RMBS)²⁵. Lo stock emesso dalle banche italiane a fine giugno 2025 ammonta a 119,5 miliardi di euro e rappresenta l'11,6% delle emissioni dell'intera UE (senza quindi considerare il Regno Unito, che da solo vanta un importo quasi doppio rispetto all'Italia²⁶).

L'UE ha visto anche, in anni recenti, una crescita importante di operazioni di cartolarizzazione SRT (Significant Risk Transfer) sintetiche, tramite le quali le banche mantengono gli asset sul proprio bilancio (senza quindi true sale) ma trasferiscono il rischio di credito a investitori specializzati che investono nella tranche junior, mentre l'originator rispetta l'obbligo di retention previsto dalla normativa (tipicamente tramite l'investimento nella tranche senior).

Le cartolarizzazioni sintetiche nell'UE nel 2024 sono state pari a 152 miliardi di euro (erano 111 miliardi nel 2023). I portafogli oggetto di protezione sono principalmente corporate e SME, ovvero asset class con maggiore beneficio regolamentare in termini di copertura del rischio di credito rispetto a prodotti consumer. Nel periodo 2016-24 le operazioni nell'UE hanno avuto per oggetto portafogli complessivi all'origine per 766 miliardi di euro (152 miliardi per il solo 2024), con copertura di rischio sulle tranche protette per circa il 7,6% complessivamente²⁷.

La diffusione dell'utilizzo di operazioni SRT consente quindi alle banche di gestire attivamente il rischio di credito insito nei propri portafogli e libera spazi per nuovo credito potenziale. Lo sviluppo del mercato è peraltro stato incentivato dai legislatori UE che, nel 2020, hanno introdotto nella Securitisation Regulation caratteristiche STS anche per le operazioni sintetiche. Secondo l'Associazione IACPM (International Association of Credit Portfolio Managers), attualmente circa il 50% delle operazioni on-balance sheet sono rappresentate da emissioni con label STS. Il mercato UE vede quindi un andamento duplice: mentre le operazioni true sale non mostrano

²² In Italia tali emissioni sono disciplinate grazie alla modifica, avvenuta nel 2007, della L. 130/1999 sulle cartolarizzazioni.

²³ Fonte: European Covered Bond Council, Fact Book 2025.

²⁴ Esempificando al massimo, menzioniamo il fatto che la cartolarizzazione non è solo uno strumento di puro funding, in quanto può contribuire a liberare capitale regolamentare. I due strumenti sono inoltre rivolti a diverse categorie di investitori. Per quanto riguarda le asset class del collaterale, i covered bond possono essere collateralizzati solo da mutui ipotecari o asset pubblici, mentre le cartolarizzazioni possono abbracciare, come abbiamo visto, una pluralità di crediti.

²⁵ Elaborazioni Intesa Sanpaolo aggiornate a novembre 2025.

²⁶ L'outstanding emesso dalle banche italiane si è ridotto negli anni: nel 2015 i volumi in essere erano pari a 146,6 miliardi di euro. Fonte: AFME.

²⁷ Dati tratti da IACPM (International Association of Credit Portfolio Managers), Global SRT Bank 2016-2024 and insurance survey results.

finora segni di rilancio, le operazioni sintetiche aumentano di anno in anno. L'Unione Europea, in continua crescita (+37% nel 2024 rispetto all'anno precedente), rappresenta oltre la metà delle transazioni a livello globale²⁸ e l'Italia figura tra i paesi UE più attivi²⁹.

3. La proposta legislativa della Commissione

L'obiettivo della Commissione Europea (CE) è di accrescere gli attori UE operanti nel mercato delle cartolarizzazioni e consentire l'utilizzo di questa tecnica finanziaria all'interno di tutta l'Unione, posto che, attualmente, la realizzazione di operazioni della specie rimane limitata a un numero ristretto di paesi (tra cui Italia, Francia, Paesi Bassi, Spagna, Germania).

La proposta contiene quindi una serie di misure di varia natura su entrambi i regolamenti che compongono il framework. Tali novità devono essere considerate nel loro insieme (la CE parla di pacchetto), in quanto non vi è una singola misura capace di rivitalizzare da sola il mercato, ma il loro effetto dovrebbe funzionare in maniera sinergica. La CE riconosce l'importanza di rilanciare il mercato e il ruolo che le securitisation possono svolgere nell'ambito della Savings and Investments Union³⁰, consentendo la condivisione dei rischi di credito sulle varie asset class e giurisdizioni tra operatori di mercato, anche non bancari.

Di seguito analizzeremo le principali previsioni introdotte, partendo dalla Securitisation Regulation. Lo scopo della proposta della Commissione è di ridurre i costi operativi per emittenti e investitori, assicurando tuttavia presidi adeguati in termini di trasparenza, protezione degli investitori e supervisione pubblica.

Le misure di trasparenza introdotte nel 2017 (template standardizzati per le varie asset class) hanno creato un forte aggravio in termini di reportistica obbligatoria per gli intermediari, prevedendo informazioni complesse e con un grado di dettaglio non sempre utile agli investitori.

Inoltre, nel framework attualmente in vigore dal 2017 non si è tenuto sufficientemente conto che le operazioni collocate privatamente possono avere caratteristiche diverse rispetto alle operazioni pubbliche e che tali differenze andrebbero riflesse anche nella reportistica obbligatoria. In virtù del fatto che le operazioni private sono strutturate tenendo in considerazione anche le esigenze degli investitori, la reportistica con le informazioni per loro utili viene già prodotta dagli originator; pertanto, gli obblighi di disclosure delle operazioni private dovrebbero essere semplificati e focalizzati esclusivamente sulle necessità informative dei supervisor. Anche a tal fine, la Commissione ha voluto meglio definire nel Regolamento le differenze tra le operazioni pubbliche e quelle private.

Negli ultimi anni, varie iniziative sono state promosse dalle istituzioni per semplificare i template coinvolgendo gli operatori di mercato (sia tramite EBA che ESMA), ma senza giungere a conclusioni apprezzabili. La Commissione prevede quindi di ridurre i campi richiesti di almeno il 35% e di introdurre la distinzione tra dati obbligatori e facoltativi (quest'ultima era stata una richiesta dell'industria negli ultimi anni). Viene anche proposta l'estensione alle cartolarizzazioni private dell'obbligo dell'utilizzo di repository, attualmente in essere per le sole operazioni pubbliche che possono essere stanziate per accedere al rifinanziamento dell'Eurosistema.

²⁸ Dal 2016 al 2024 sono state realizzate nell'UE operazioni su 370 miliardi di euro di attivi, coperti da 32 miliardi in termini di first loss o tranche mezzanine. Fonte: IACPM, news release 22 luglio 2025.

²⁹ Secondo dati ECB citati in Occasional paper series n.23 - The European significant risk transfer market, 2023 dell'European Systemic Risk Board, nel 2022 l'Italia con transazioni per oltre 22 miliardi di euro figurava come il secondo paese dell'UE dopo la Francia (oltre 55 miliardi di euro) e prima di Spagna e Germania.

³⁰ [Savings and investments union strategy to enhance financial opportunities for EU citizens and businesses](#), 19 marzo 2025.

La proposta mira, inoltre, ad alleggerire i requisiti di due diligence a carico degli investitori, eliminando una serie di verifiche obbligatorie talora ridondanti. Anche la due diligence sarebbe improntata al requisito di proporzionalità, considerando quindi il rischio effettivo dell'investitore.

Verrebbero modificati in parte alcuni criteri delle operazioni STS. In particolare, considerato l'esiguo numero di operazioni realizzate con sottostante SME per complessità nella strutturazione, al fine di promuovere tali operazioni la Commissione prevede di rendere meno stringente il criterio di omogeneità dei portafogli (consentendo di avere portafogli SME diluiti, con 30% dei crediti non SME). Il settore SME è infatti cruciale nelle policy dell'UE, vista la sua importanza nel tessuto produttivo dei paesi membri. Pertanto, la cartolarizzazione viene vista come uno dei fattori abilitanti per il suo finanziamento.

L'obbligo di retention da parte della banca originator verrebbe meno a determinate condizioni nel caso la tranche junior venisse sottoscritta o garantita da entità pubbliche. Inoltre, per le operazioni sintetiche verrebbero ritenute idonee le compagnie di assicurazione (con particolari criteri) in qualità di prestatori di garanzia (unfunded). Infine, viene proposta la revisione dell'impianto della supervisione allo scopo di ridurre l'attuale frammentazione tra Stati membri (attribuendo all'EBA un ruolo guida di un securitisation sub-committee delle ESA).

Per quanto riguarda le modifiche alla CRR, l'obiettivo è da un lato rendere il quadro prudenziale maggiormente risk sensitive (anche in virtù delle buone performance registrate finora dalle cartolarizzazioni dell'UE che, storicamente, hanno mostrato dei tassi di default molto contenuti), dall'altro cercare di smussare alcune differenze che permangono tra il regolamento UE e le norme in vigore in altri paesi (come gli USA) che, pur seguendo l'orientamento del Comitato di Basilea, nella pratica consentono regole in certi casi più accomodanti. Nella stessa proposta della Commissione si ammette che i requisiti prudenziali attuali sono eccessivamente elevati. La conseguenza è che gli operatori di mercato, sia dal lato della domanda che dell'offerta, non sono incentivati all'utilizzo dello strumento.

Il quadro attuale rimane improntato al criterio della c.d. non neutrality: i requisiti patrimoniali complessivi applicati ai sottoscrittori delle varie tranche di una cartolarizzazione sono superiori ai requisiti che sarebbero applicati alla banca originator ove questa non cartolarizzasse i crediti e li mantenesse nel proprio bilancio. Il motivo della non neutrality consiste in rischi insiti nelle cartolarizzazioni (i c.d. model & agency risks³¹) che potrebbero condurre a una rischiosità maggiore di quanto inizialmente ipotizzato nella costruzione delle operazioni di cartolarizzazione e, quindi, richiedono dei requisiti patrimoniali più elevati per ridurre i rischi di stabilità finanziaria. La riforma proposta riduce, ma non elimina, tali requisiti³².

Allo stesso modo, vengono ricalibrati i livelli minimi (floor) dei coefficienti per il rischio (risk weight) previsti per le varie tranche di titoli al fine di renderli più sensibili al rischio effettivo dei portafogli sottostanti. Si passa quindi dalla situazione in cui esistono dei RW Floor fissi (uno per le tranche senior di operazioni STS e uno per le non-STs) a un sistema calibrato sull'effettivo rischio dei portafogli sottostanti (sempre suddiviso tra operazioni STS e non-STs che hanno dei requisiti maggiori).

³¹ L'agency risk implica sostanzialmente un'asimmetria informativa tra l'originator (che spesso svolge anche il ruolo di servicer dei portafogli) e gli investitori, mentre il model risk riflette il fatto che i cash-flow model alla base della struttura finanziaria delle cartolarizzazioni possano contenere errori o ipotesi non corrette.

³² Si tratta dei (p) factor, che aumentano i requisiti patrimoniali richiesti sui portafogli sottostanti. La Commissione, anche in questo caso, parla di requisiti eccessivamente elevati che portano a "livelli non giustificati di sovra-capitalizzazione per alcune transazioni".

Il complessivo impianto dei requisiti prudenziali è molto articolato e distingue: (i) tra banche che adottano il modello standard (SEC-SA), i modelli interni (SEC IRBA) o che hanno un approccio basato sui rating esterni (SEC ERBA); (ii) tra operazioni STS e operazioni non-STS; (iii) tra tranche senior e non senior della cartolarizzazione; (iv) tra tipologia di sottoscrittore (originator/sponsor/investitore). La proposta della Commissione interviene quindi puntualmente sui requisiti sopra descritti, rendendoli più granulari e sensibili al rischio. L'effetto è di ridurre l'attuale disincentivo a cartolarizzare portafogli con bassi coefficienti per il rischio.

La CE, al fine di incoraggiare l'uso delle cartolarizzazioni di buona qualità, ha introdotto la nuova categoria delle posizioni senior cosiddette resilienti³³. Tale categoria, all'interno della quale ci possono essere sia operazioni STS che non-STS, proprio in virtù della sua resilienza e del suo contributo alla stabilità finanziaria del sistema, godrebbe di un trattamento prudenziale migliorativo rispetto alle stesse STS. Tra le caratteristiche per poter essere classificate come resilienti, le tranche devono ad esempio presentare un limitato agency & model risk, una determinata granularità e devono godere di un adeguato livello di credit enhancement³⁴. Infine, le operazioni sintetiche, per essere resilienti, devono beneficiare della protezione di una controparte creditizia di elevato standing.

L'ultimo capitolo delle proposte CRR della Commissione riguarda i criteri per le operazioni SRT (Significant Risk Transfer). Tali operazioni sono ritenute particolarmente importanti perché, con la riduzione del rischio di credito ottenuto grazie alla cartolarizzazione, la liberazione di capitale regolamentare consente alle banche nuovo spazio per erogare credito al sistema economico. Viene riconosciuto³⁵ che i test attualmente previsti nel framework per verificare l'effettivo trasferimento a terzi del rischio presentano delle limitazioni e che esistono pratiche di supervisione non perfettamente allineate tra le Autorità competenti dei vari Stati membri. Pertanto, con la riforma si intende sostituire i test attuali (definiti "meccanici") con un approccio più principle based e capace di intercettare le caratteristiche insite in ciascuna operazione. Inoltre, l'intento è di rendere il processo SRT con i supervisor più standardizzato e prevedibile, superando le attuali difformità di approccio che si possono riscontrare nell'azione delle varie Autorità competenti.

4. Alcune considerazioni sulla proposta

Tutte le proposte in vista di una semplificazione e di un generale alleggerimento degli oneri vanno nella giusta direzione, così come la scelta di rendere i requisiti prudenziali più proporzionati all'effettivo rischio di credito. Alcune considerazioni possono comunque essere fatte sulla base del testo proposto dalla Commissione e del dibattito pubblico in corso.

Benché sia apprezzabile lo sforzo di incentivare le operazioni di migliore qualità, l'introduzione della categoria di operazioni resilienti renderebbe il quadro normativo dell'UE ancora più complesso di quanto non sia attualmente, anche paragonato a quello di altre giurisdizioni (come gli USA). Infatti, oltre alle operazioni STS e non-STS, sarebbe introdotta tale nuova categoria trasversale che, in larga parte, coinciderebbe con i criteri STS ma non li sostituirebbe del tutto. La Commissione, inoltre, propone che i criteri di resilienza siano verificati non solo inizialmente ma anche durante la vita delle operazioni: è quindi possibile che alcune di esse siano definite resilienti al lancio, ma possano perdere talune caratteristiche negli anni, anche per ragioni indipendenti e fuori dal controllo delle banche originator. Questo causerebbe una potenziale volatilità nel tempo negli assorbimenti patrimoniali, che renderebbe meno efficiente l'uso dello

³³ A seguito del report del Joint Committee delle European Supervisory Authorities del 2022, si veda la nota 6.

³⁴ Meccanismi di protezione dal rischio di credito sulle tranche più senior, assicurata innanzitutto tramite la presenza di tranche di titoli più subordinati che assorbono per primi le perdite.

³⁵ Un lavoro preliminare era stato svolto da EBA nel 2020.

strumento e più difficoltosa la pianificazione delle operazioni e la gestione strategica degli asset da parte delle banche.

Seguendo il dibattito degli ultimi mesi, alcune norme tecniche che ridefiniscono i criteri della seniority delle tranche potrebbero portare a effetti indesiderati, facendo lievitare sensibilmente gli assorbimenti patrimoniali di alcune operazioni. In particolare, potrebbero essere interessate le tranche senior di operazioni aventi come sottostante crediti non performing, che verrebbero pesate prudenzialmente come tranche mezzanine o, in alcuni casi, come tranche junior. Sicuramente non era questo l'intendimento della Commissione Europea e ci si aspetta che la discrasia venga corretta dai co-legislatori (tale aspetto è già stato ad esempio affrontato nel General Approach del Consiglio dell'UE).

Per quanto attiene alla Securitisation regulation, nella proposta della Commissione le previsioni sulla due diligence da parte degli investitori potrebbero essere migliorate ulteriormente, in particolare non duplicando le norme in materia già presenti in altri regolamenti settoriali (tra cui UCITS, IORP, AIFMD) che, peraltro, già prevedono un regime sanzionatorio proprio. Inoltre, ha suscitato critiche la proposta di inibire la responsabilità della due diligence in capo al gestore degli investimenti in titoli ABS. Il livello delle sanzioni previste nel Regolamento (fino al 10% del fatturato dell'investitore) è stato infine oggetto di critiche in quanto ritenuto da molti operatori di mercato particolarmente disincentivante.

Come già accennato in introduzione, questa riforma ha per oggetto le sole operazioni performing ed esclude una revisione del trattamento prudenziale delle operazioni NPE (già oggetto di riforma con il Capital Markets Recovery Package - CMRP nel 2020, come sopra menzionato). Comprendiamo le ragioni per le quali il legislatore non abbia voluto mettere sul tavolo la riforma delle operazioni NPE: l'argomento è particolarmente divisivo e l'obiettivo è un'approvazione rapida del framework per poter rilanciare celermente lo strumento delle cartolarizzazioni in ottica di sviluppo dei mercati finanziari e di crescita dell'economia. Inoltre, vi è la diffusa convinzione che non solo le riforme siano già state introdotte con il CMRP, ma anche che lo stock di crediti deteriorati del sistema bancario sia ormai ridotto a livelli fisiologici e non rappresenti più quell'emergenza che aveva costituito qualche anno fa il focus dell'attenzione di regolatori e supervisor. Riteniamo tuttavia che la scelta di affrontare organicamente la riforma delle varie tipologie di operazioni, comprese le NPE, doterebbe il sistema bancario europeo di tutti gli strumenti adeguati nel caso di una nuova insorgenza, in futuro, di crediti deteriorati.

4. Conclusioni

Come autorevolmente riportato nei lavori di Mario Draghi, Enrico Letta e Christian Noyer, la cartolarizzazione può contribuire a generare flussi di finanziamenti adeguati a sostenere la crescita economica. E di questi capitali c'è sicuramente bisogno nel contesto nel quale l'UE è chiamata a investire ingenti risorse per sviluppare la propria autonomia strategica e la resilienza agli shock esterni.

Come abbiamo cercato di illustrare, il mercato delle cartolarizzazioni su asset performing nell'UE mostra due facce: le operazioni tradizionali rimangono nella sostanza piuttosto marginali, mentre risultati apprezzabili provengono dal settore SRT che è da anni in espansione, consentendo liberazione di capitale e, potenzialmente, nuovo credito. Le riforme proposte, grazie a requisiti prudenziali maggiormente risk sensitive, potrebbero aumentare ulteriormente la capacità delle banche di erogare nuovi prestiti al sistema economico.

Al momento in cui scriviamo, i co-legislatori non hanno ancora terminato le attività sui due testi legislativi. Mentre, come accennato, il Consiglio dell'UE ha approvato la propria posizione (General Approach, accordo raggiunto il 12 dicembre 2025), il Parlamento Europeo ha pubblicato a dicembre il draft report ed entro la fine del corrente mese di gennaio dovranno

essere presentati e votati gli emendamenti. Quando anche il Parlamento Europeo avrà raggiunto la sua posizione finale, si avvierà il trilogico con Commissione e Consiglio dell'UE. Ci si attende che i lavori siano completati e i testi legislativi finali pubblicati non prima della fine del 2026.

Solo dopo l'accordo finale del trilogico sarà possibile esprimersi sulla presumibile portata della riforma: capire cioè se l'intesa sbloccherà effettivamente sia l'offerta che la domanda e potremo quindi assistere a un vero rilancio del mercato delle cartolarizzazioni, come auspicato nei già citati Rapporti Draghi, Letta e Noyer, ovvero se, pur andando nella giusta direzione, le misure adottate saranno troppo timide e, benché costituendo un progresso rispetto alla situazione attuale, le dinamiche esistenti cambieranno poco nella sostanza e la cartolarizzazione nell'UE rimarrà ancora lontana dal suo pieno potenziale.

Esempio

Appendice statistica

Tassi attivi famiglie (nuove operazioni)

Durate (principali)	nov-25	- 1 mese	- 3 mesi	- 12 mesi
Acquisto abitazioni				
tasso variabile e fino a 1 anno	3,10	3,08	3,23	4,34
tra 5 e 10 anni	3,58	3,50	3,41	3,73
oltre 10 anni	3,32	3,35	3,31	3,15
TAEG	3,72	3,73	3,67	3,71
Credito al consumo				
tra 1 e 5 anni	7,57	7,70	7,95	7,82
TAEG	10,12	10,07	10,29	10,24
Altri prestiti				
oltre 1 anno	4,48	4,62	4,59	4,59

Fonte: elaborazioni Research Department di Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia

Tassi attivi società non finanziarie (nuove operazioni)

Durata	nov-25	- 1 mese	- 3 mesi	- 12 mesi
Prestiti fino a 1 milione di euro	4,10	4,12	3,95	5,07
tasso variabile fino a 1 anno	4,02	4,03	3,88	5,08
tra 1 e 5 anni	5,09	5,13	4,96	5,03
oltre 5 anni	5,07	4,99	4,97	4,91
Prestiti oltre 1 milione di euro	3,16	3,16	3,09	4,15
tasso variabile fino a 1 anno	3,09	3,08	2,97	4,16
tra 1 e 5 anni	3,48	3,40	3,55	4,01
oltre 5 anni	4,68	4,57	4,40	4,27

Fonte: elaborazioni Research Department di Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia

ESEMPIO

Principali aggregati del settore bancario italiano: Prestiti

	Settore privato		Società non finanziarie		Famiglie	
	EUR mln	Var.% a/a corrette ([^]) ([*])	EUR mln	Var.% a/a corrette ([*])	EUR mln	Var.% a/a corrette ([*])
nov-23	1.430.739	-3,2	625.371	-4,7	672.551	-1,2
dic-23	1.429.548	-2,8	617.890	-3,7	670.422	-1,3
gen-24	1.419.076	-2,6	614.756	-3,9	668.343	-1,3
feb-24	1.414.713	-2,5	614.432	-3,7	666.808	-1,4
mar-24	1.417.937	-2,4	613.370	-3,9	666.810	-1,5
apr-24	1.411.056	-2,2	611.169	-3,3	666.318	-1,3
mag-24	1.409.854	-2,0	612.715	-3,0	664.339	-1,1
giu-24	1.417.816	-1,6	609.930	-3,3	664.412	-1,0
lug-24	1.412.436	-1,6	605.682	-3,9	666.000	-0,7
ago-24	1.398.159	-1,5	597.724	-3,4	663.247	-0,7
set-24	1.404.875	-0,9	599.441	-2,4	664.649	-0,5
ott-24	1.399.271	-1,0	595.741	-3,1	666.179	-0,2
nov-24	1.405.199	-1,1	597.451	-3,6	667.591	-0,1
dic-24	1.416.557	-0,3	598.948	-2,3	667.971	0,2
gen-25	1.405.924	-0,3	597.171	-2,1	667.233	0,4
feb-25	1.404.878	0,0	596.769	-2,1	667.612	0,7
mar-25	1.415.972	0,5	601.283	-1,2	670.202	1,1
apr-25	1.415.792	1,0	601.129	-0,8	671.258	1,4
mag-25	1.413.676	0,7	599.174	-1,4	673.349	1,5
giu-25	1.426.708	1,1	606.507	0,3	674.839	1,8
lug-25	1.425.375	1,3	605.207	0,7	677.855	2,0
ago-25	1.413.720	1,6	600.255	1,2	675.237	2,0
set-25	1.421.693	1,6	601.920	1,2	677.853	2,2
ott-25	1.419.226	1,8	598.214	1,1	680.250	2,3
nov-25	1.429.573	2,1	604.139	1,8	682.822	2,4

Note: I tassi di crescita sono corretti per tener conto delle discontinuità statistiche. Le variazioni corrette sono fonte Banca d'Italia e tengono conto dei fattori non attribuibili a transazioni economiche.

([^]) Escluse le controparti centrali

(^{*}) Calcolate includendo i prestiti non rilevati in bilancio in quanto cartolarizzati; sono al netto delle variazioni non connesse con transazioni (per fluttuazioni cambi, aggiustamenti di valore o riclassificazioni).

Fonte: elaborazioni Research Department di Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia

Principali aggregati del settore bancario italiano: Raccolta

	Depositi del Settore privato (*)				Obbligazioni (°)		Raccolta (#)	
	EUR mln	Var.% a/a	di cui: Conti correnti		EUR mln	Var.% a/a	EUR mln	Var.% a/a
			EUR mln	Var.% a/a				
nov-23	1.739.289	-4,1	1.289.980	-9,4	246.636	19,7	1.985.926	-1,7
dic-23	1.793.981	-3,1	1.343.769	-7,8	247.206	19,3	2.041.186	-0,9
gen-24	1.765.201	-2,0	1.303.101	-7,1	250.482	20,8	2.015.683	0,5
feb-24	1.768.118	-1,2	1.301.379	-6,0	251.229	17,8	2.019.347	0,9
mar-24	1.782.296	0,0	1.312.870	-4,1	258.111	18,5	2.040.408	2,1
apr-24	1.776.958	-1,6	1.307.386	-5,6	262.862	21,3	2.039.821	1,1
mag-24	1.780.802	-0,1	1.309.577	-3,7	264.367	18,6	2.045.169	2,1
giu-24	1.814.321	2,9	1.346.253	0,7	265.497	14,6	2.079.818	4,4
lug-24	1.773.970	1,1	1.306.253	-1,1	262.877	13,1	2.036.848	2,7
ago-24	1.788.039	2,0	1.320.235	0,2	261.570	12,3	2.049.609	3,3
set-24	1.785.219	0,5	1.316.878	-1,6	260.706	10,4	2.045.925	1,6
ott-24	1.790.710	2,5	1.319.742	1,5	260.901	9,3	2.051.611	3,4
nov-24	1.817.397	4,4	1.347.539	4,4	264.403	7,0	2.081.800	4,8
dic-24	1.830.493	1,9	1.363.635	1,4	265.058	6,5	2.095.551	2,7
gen-25	1.803.544	2,1	1.335.012	2,4	265.668	6,0	2.069.212	2,7
feb-25	1.795.193	1,4	1.325.234	1,8	267.026	6,4	2.062.219	2,1
mar-25	1.814.253	1,7	1.342.644	2,3	266.034	3,4	2.080.288	2,0
apr-25	1.811.494	1,9	1.349.213	3,3	261.313	0,3	2.072.808	1,6
mag-25	1.848.805	3,8	1.386.181	5,9	261.945	-0,2	2.110.751	3,2
giu-25	1.826.143	0,5	1.367.655	1,7	266.401	1,5	2.092.544	0,6
lug-25	1.824.495	2,9	1.363.480	4,6	268.277	2,7	2.092.772	2,7
ago-25	1.837.065	2,7	1.377.279	4,5	267.100	2,7	2.104.165	2,7
set-25	1.839.802	2,9	1.380.850	5,0	267.758	3,2	2.107.560	3,0
ott-25	1.839.595	2,6	1.379.742	4,7	271.680	4,9	2.111.275	2,9
nov-25	1.866.453	2,6	1.405.204	4,5	269.475	2,8	2.135.927	2,6

Note: I tassi di crescita sono corretti per tener conto delle discontinuità statistiche. Le variazioni corrette sono fonte Banca d'Italia e tengono conto dei fattori non attribuibili a transazioni economiche.

(*) Al netto dei depositi di controparti centrali e delle passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati,

(°) Al netto delle obbligazioni acquistate da IFM italiane,

(#) Al netto dei depositi di controparti centrali, delle obbligazioni acquistate da IFM italiane, delle passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati,

Fonte: elaborazioni Research Department di Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia

Risparmio gestito: fondi comuni e gestioni di portafoglio (EUR milioni)

	Fondi comuni				Patrimonio gestito EUR mln	Gestioni di portafoglio			Patrimonio EUR mln
	Raccolta			Totale		Raccolta			
	Fondi domestici	Fondi roundtrip	Fondi esteri			Retail	Istituzionali	Totale	
nov-23	1.583	-3.009	-839	-2.264	1.100.828	28	-4.985	-4.957	1.061.341
dic-23	863	14	-2.066	-1.189	1.124.019	58	2.213	2.271	1.093.791
gen-24	486	-2.286	-528	-2.327	1.150.581	257	-687	-430	1.097.405
feb-24	1.083	-2.743	-708	-2.368	1.155.871	592	-893	-301	1.087.959
mar-24	1.761	-779	942	1.924	1.173.923	846	-2.538	-1.692	1.102.917
apr-24	1.716	-858	-2.140	-1.282	1.175.964	734	-3.738	-3.004	1.093.957
mag-24	2.292	-3.577	-1.026	-2.311	1.180.225	1.023	-720	303	1.096.422
giu-24	963	-806	-317	-160	1.158.270	805	-3.260	-2.455	1.093.260
lug-24	1.006	-179	2.126	2.953	1.223.793	1.202	-7.256	-6.054	1.104.351
ago-24	851	1.816	668	3.335	1.231.599	536	1.008	1.544	1.108.037
set-24	1.418	-809	22	631	1.253.979	659	-506	153	1.141.066
ott-24	2.084	1.398	-794	2.688	1.253.341	999	-68	931	1.137.910
nov-24	1.565	-361	-1.188	16	1.271.394	832	3.289	4.121	1.164.229
dic-24	1.202	1.463	1.764	4.429	1.278.059	1.139	7.136	8.275	1.158.249
gen-25	1.511	-202	277	1.586	1.292.447	851	-478	373	1.164.659
feb-25	1.823	99	-878	1.044	1.296.349	1.036	-1.374	-338	1.168.707
mar-25	1.534	1.949	322	3.805	1.273.421	1.202	-1.750	-548	1.146.259
apr-25	1.531	771	419	2.721	1.263.335	755	376	1.131	1.154.314
mag-25	762	497	-2.486	-1.227	1.279.572	685	-1.888	-1.203	1.167.076
giu-25	1.638	-113	-1.913	-388	1.281.243	555	2.030	2.585	1.170.408
lug-25	1.233	1.858	-1.434	1.657	1.300.369	1.004	2.624	3.628	1.184.648
ago-25	769	1.407	-299	1.877	1.305.488	467	3.593	4.060	1.183.140
set-25	1.058	145	-2.007	-804	1.311.711	91	-633	-542	1.197.213
ott-25	1.067	1.284	-2.317	34	1.338.207	590	2.471	3.061	1.215.815
nov-25	-1.095	-725	-401	-2.221	1.334.392	-1.255	-1.369	-2.624	1.210.332
YTD 2024	15.225	-9.184	-2.942	3.099		8.485	-15.369	-6.884	
YTD 2025	11.831	6.970	-10.717	8.084		5.981	3.602	9.583	

Nota: i dati sono tratti dalle indicazioni preliminari contenute nelle Mappe Mensili di Assogestioni, per cui sono soggetti a revisioni trimestrali.

Fonte: elaborazioni Research Department di Intesa Sanpaolo su dati Assogestioni

Risparmio gestito: assicurazioni, nuova produzione vita, polizze individuali (EUR milioni)

	Tradizionali				Unit e Index linked		Totale nuova produzione (§)			
	Ramo I		Ramo V		Ramo III		Mensile	Var.% a/a (*)	Da inizio anno	Var.% a/a (*)
	Nuova produzione	Var.% a/a	Nuova produzione	Var.% a/a	Nuova produzione	Var.% a/a				
nov-23	4.560	-2,1	12	-73,7	1.710	-28,2	6.308	-11,3	72.646	-6,3
dic-23	4.639	7,8	36	-14,5	1.674	-20,9	6.407	-1,5	79.053	-5,9
gen-24	5.204	16,0	53	-50,1	1.616	-7,5	6.891	8,5	6.891	8,5
feb-24	5.759	11,5	20	-33,1	2.416	12,0	8.212	11,5	15.103	10,1
mar-24	6.080	4,5	78	182,3	2.818	12,1	8.991	7,4	24.095	9,0
apr-24	5.447	31,2	53	44,3	2.864	65,8	8.381	41,4	32.476	15,9
mag-24	5.331	-1,8	42	-22,5	2.657	14,6	8.051	3,0	40.527	13,1
giu-24	5.759	14,7	8	-47,2	2.752	37,3	8.540	21,0	49.067	14,4
lug-24	5.854	27,8	29	15,8	3.534	79,0	9.442	43,0	58.509	18,2
ago-24	3.470	7,5	11	2,3	2.267	49,9	5.762	21,0	64.271	18,4
set-24	4.094	-4,7	64	693,6	2.525	63,9	6.699	14,2	70.970	18,0
ott-24	5.202	16,1	136	1.663,8	3.461	104,2	8.823	42,1	79.792	20,3
nov-24	5.327	16,8	28	127,5	2.988	74,8	8.368	32,7	88.161	21,4
dic-24	4.880	5,2	115	222,6	2.966	77,2	8.003	24,9	96.163	21,6
gen-25	4.984	-4,2	200	277,0	2.961	83,2	8.164	18,5	8.164	18,5
feb-25	5.843	1,5	116	468,1	4.017	66,3	9.996	21,7	18.160	20,2
mar-25	6.224	2,4	36	-53,8	4.315	53,1	10.594	17,8	28.753	19,3
apr-25	5.520	1,3	27	-48,7	3.323	16,0	8.885	6,0	37.639	15,9
mag-25	5.327	-0,1	16	-61,2	3.114	17,2	8.478	5,3	46.117	13,8
giu-25	5.817	1,0	16	93,7	3.380	22,8	9.234	8,1	55.351	12,8
lug-25	6.134	4,8	37	28,8	3.876	9,7	10.069	6,6	65.420	11,8
ago-25	3.607	3,9	9	-21,4	2.321	2,4	5.950	3,3	71.370	11,0
set-25	4.632	13,1	16	-75,6	2.995	18,6	7.662	14,4	79.032	11,4
ott-25	5.615	7,9	15	-88,7	3.980	15,0	9.635	9,2	88.667	11,1
nov-25	4.804	-9,8	27	-3,7	3.844	28,7	7.573	4,0	96.241	9,2

Note: (§) Il totale produzione include anche la produzione dei rami IV e VI. (*) Variazioni calcolate su basi omogenee, corrette a seguito dell'inclusione di nuove società nel campione delle imprese UE e della modifica dei dati richiesti alle società.

Fonte: elaborazioni Research Department di Intesa Sanpaolo su dati ANIA

Importanti comunicazioni

Gli economisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo SpA. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo SpA affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo SpA.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo SpA e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti di Intesa Sanpaolo SpA sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)

Valentina Dal Maso

Eloisa Fassio

Carol Salvadori

elisa.coletti@intesasnpaolo.com

valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com

eloisa.fassio@intesasnpaolo.com

maria.salvadori@intesasnpaolo.com