

risk outlook

3

dicembre 2011



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Il *risk outlook* è un documento periodico, a cadenza semestrale, di analisi dei fenomeni di natura congiunturale e dei *trend* che caratterizzano l'evoluzione dei mercati finanziari. Il documento è funzionale all'individuazione dei fattori di rischio per il conseguimento degli obiettivi istituzionali della Consob.

Il rapporto è basato sui dati disponibili a novembre 2011 rilevati da fonti considerate attendibili, ma la cui completezza e accuratezza non possono essere garantite.

La copia, la distribuzione e la riproduzione del presente rapporto, in tutto o in parte, è soggetta a preventiva autorizzazione scritta da parte dell'Istituto.

Le opinioni espresse nel *risk outlook* sono personali degli autori e non impegnano in alcun modo la Consob.

Il presente rapporto è stato curato da:

Giovanni Siciliano e Nadia Linciano (coordinatori)

Valeria Caivano

Monica Gentile

Claudia Guagliano

Lucia Pierantoni

Paola Soccorso

Eugenia Della Libera

Per eventuali informazioni e chiarimenti scrivere a: studi_analisi@consob.it.

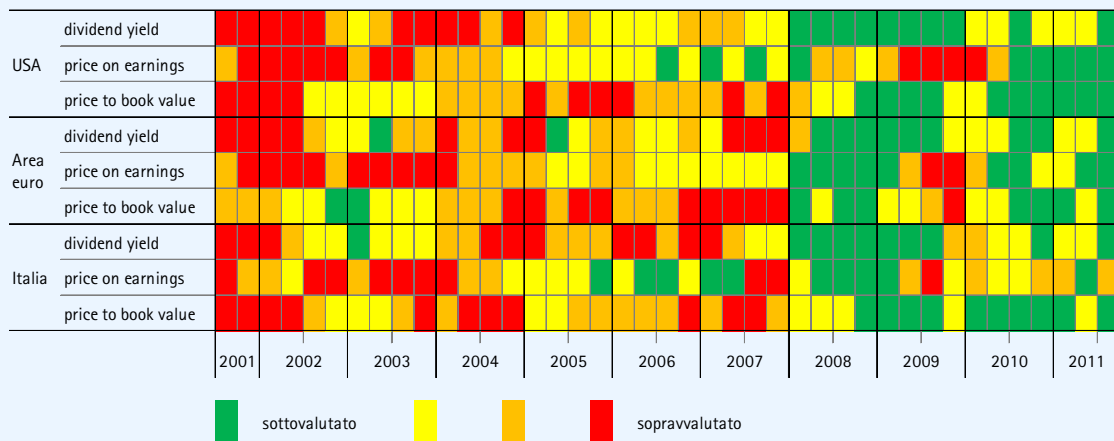
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

La congiuntura e i rischi

A partire da luglio si sono acuite le tensioni sul debito sovrano nell'Area euro e sono state riviste al ribasso le previsioni di crescita dei paesi avanzati. Pesa l'incertezza circa i tempi di definizione e i contenuti precisi delle misure di risoluzione della crisi; aumenta inoltre il rischio di contagio, come evidenziato dall'elevata interdipendenza nelle quotazioni dei CDS per i paesi più esposti alla crisi del debito sovrano. Le turbolenze si sono infatti rapidamente propagate dai paesi periferici a Spagna, Italia e Belgio e potrebbero investire altri paesi. In assenza di misure di stimolo alla crescita, che dovrebbero affiancarsi alle necessarie politiche di consolidamento di bilancio intraprese da più economie avanzate, diventa concreto il rischio di una spirale negativa tra calo dell'attività produttiva e peggioramento delle finanze pubbliche, con effetti reali destinati a protrarsi nel tempo. In questo contesto si sono registrate forti contrazioni delle quotazioni azionarie, soprattutto nei paesi europei, oltre che un aumento della volatilità e una riduzione della liquidità sui mercati secondari. Gli indicatori di qualità del credito per gli emittenti privati segnalano un deterioramento delle aspettative, soprattutto nel settore finanziario, anche per effetto della crescita del peso dei fattori di natura sistemica nella valutazione del rischio di solvibilità; nei paesi più esposti alla crisi del debito sovrano, le quotazioni dei CDS sugli emittenti bancari sovrastimano il rischio rispetto ai modelli basati sui fondamentali. Nei primi 9 mesi dell'anno la redditività delle principali banche europee, pur avendo subito un rallentamento nel terzo trimestre, è cresciuta ed è aumentato il livello di patrimonializzazione. Le maggiori imprese non finanziarie delle economie avanzate mostrano una crescita dei ricavi, pur se a tassi in flessione per quelle europee; la riduzione della redditività ha tuttavia determinato un aumento del rapporto fra debiti e margine operativo.

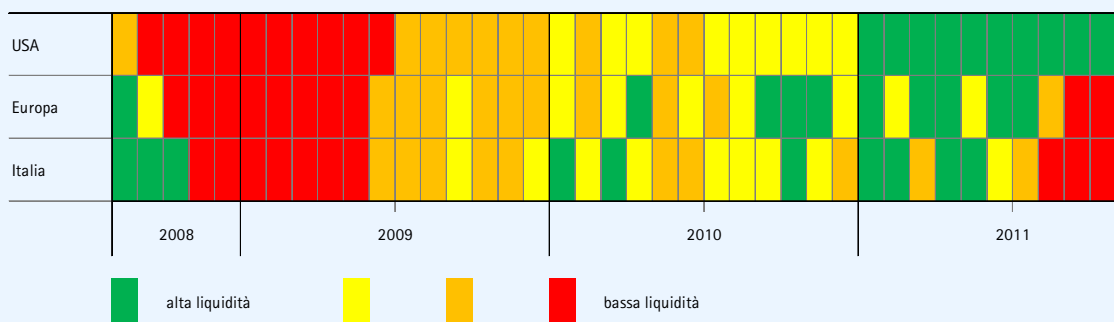
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

Indicatori di sopra/sottovalutazione dei corsi azionari rispetto ai valori fondamentali



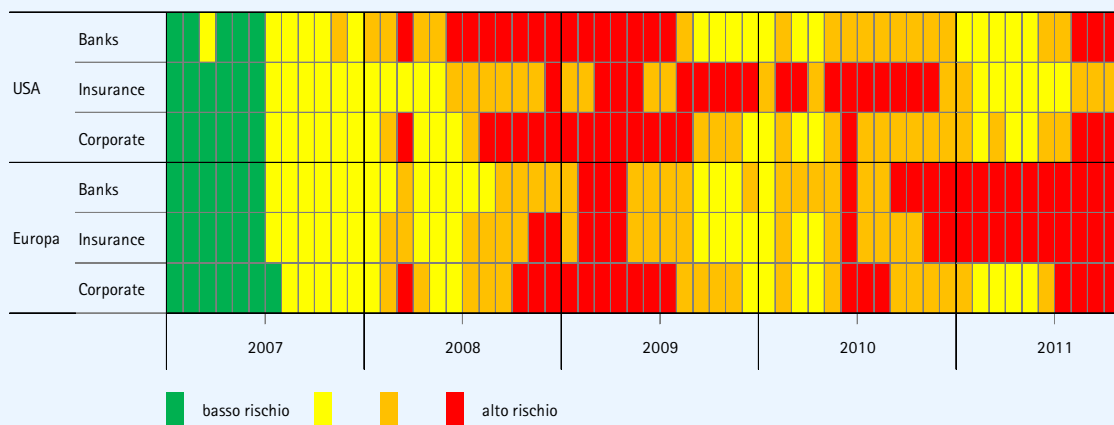
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Gli indicatori di sopra/sottovalutazione dei corsi azionari sono calcolati sulla base della distribuzione storica delle variabili *dividend yield*, *price on earnings* e *price to book value*.

Indicatori di liquidità del mercato azionario



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. L'indicatore di liquidità è calcolato sulla base della distribuzione storica del *relative quoted spread*. Sono stati presi in considerazione i titoli inclusi nello S&P100, nello Stoxx Europe 50 e nel FTSE Mib.

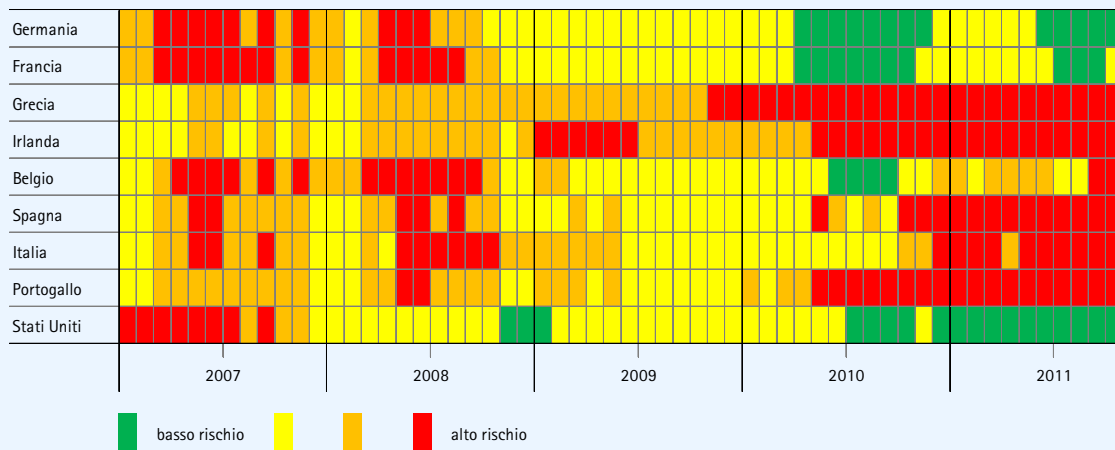
Indicatore di rischio di credito



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Il livello di rischio è calcolato sulla base della distribuzione storica degli indici Thomson Reuters dei CDS finanziari e *corporate*.

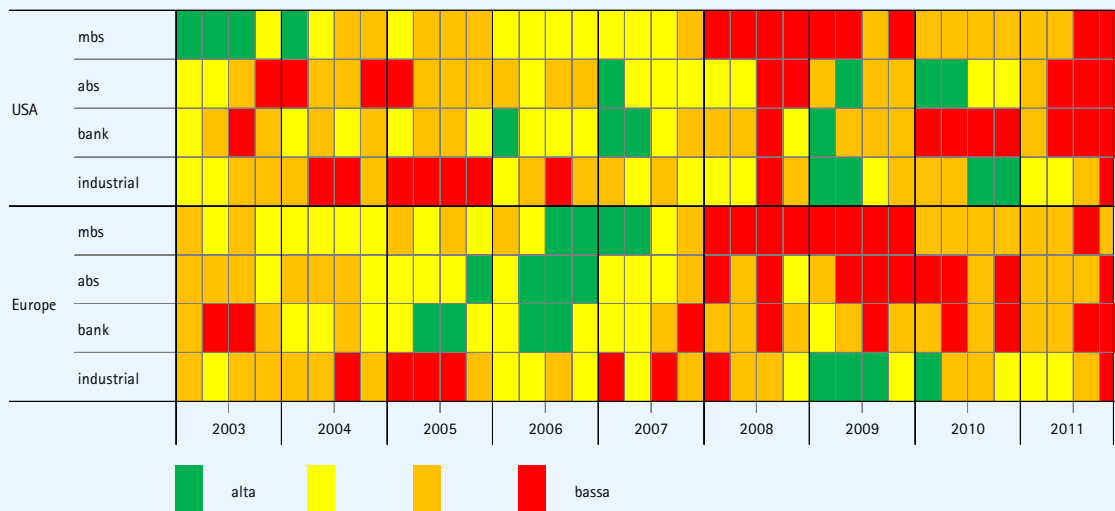
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

Indicatore di rischio sovrano



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Il livello di rischio è calcolato sulla base della distribuzione storica dei CDS sui titoli di Stato.

Indicatori della capacità di assorbimento di nuove emissioni obbligazionarie sul mercato primario



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. L'indicatore di assorbimento è calcolato confrontando i collocamenti del periodo con la distribuzione storica dei collocamenti, stimata correggendo per gli outlier.

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

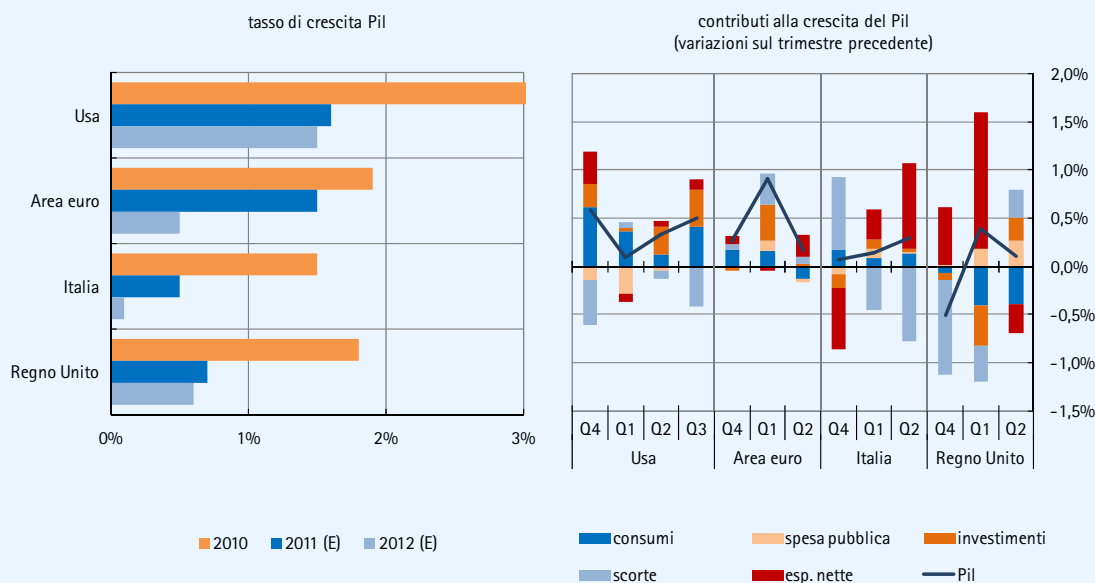
4. Le banche e la gestione del risparmio

Il quadro macroeconomico

A partire da luglio si sono acuite le tensioni sul debito sovrano nell'Area euro e sono state riviste al ribasso le previsioni di crescita

A partire da luglio si sono bruscamente amplificati i fenomeni di contagio sul *re-pricing* del rischio sovrano da alcuni paesi periferici dell'Area euro a paesi di maggiori dimensioni. Questo fenomeno e le forti turbolenze sui mercati finanziari che ne sono derivate hanno determinato un significativo peggioramento del clima di fiducia e delle attese degli operatori che ha portato a una radicale revisione delle aspettative di crescita nelle economie avanzate, fino a giugno complessivamente positive. La revisione delle prospettive dell'attività economica ha ulteriormente alimentato i timori sulla sostenibilità dei conti pubblici dei paesi più esposti al rischio sovrano, innescando una spirale negativa fra crollo della fiducia e deterioramento delle aspettative. Secondo le ultime stime disponibili, la crescita dell'Area euro dovrebbe attestarsi all'1,5% nel 2011 e allo 0,5% nel 2012; per l'Italia è previsto un rallentamento dallo 0,5% dell'anno in corso allo 0,1% nel 2012. Tra i paesi periferici dell'Area euro, solo l'Irlanda dovrebbe mantenersi in territorio positivo (+1% circa nel 2011 e nel 2012), mentre Grecia e Portogallo dovrebbero continuare a sperimentare una contrazione del PIL attorno al 3%. L'attività economica dovrebbe segnare una decelerazione anche nel Regno Unito, a causa del possibile calo delle esportazioni e della persistente debolezza della domanda interna (penalizzata dalla restrizione del credito e dall'inasprimento della pressione fiscale); il fenomeno interesserà anche gli Stati Uniti, a causa della diminuzione del reddito disponibile e del tasso di risparmio delle famiglie. La propagazione della crisi del debito sovrano dai paesi periferici dell'Area euro a paesi più grandi e le possibili ripercussioni sul sistema finanziario implicano il rischio che gli effetti reali della crisi siano destinati a protrarsi nel tempo. Agirebbe in questa direzione anche la possibile spirale negativa tra calo dell'attività produttiva e peggioramento dei conti pubblici che, in assenza di misure di stimolo alla crescita, potrebbe essere innescata dalle pur necessarie politiche di consolidamento di bilancio, già intraprese da più economie avanzate.

Figura 1.1 – Andamento dell'economia nei paesi avanzati



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Thomson Reuters.

Continua a calare la fiducia delle imprese e dei consumatori nei paesi avanzati

Il rischio che la fase di debolezza congiunturale possa protrarsi nel tempo è segnalato anche dall'andamento degli indicatori di fiducia delle imprese e dei consumatori, registrati negli Stati Uniti e nell'Area euro. Il peggioramento del clima di fiducia era già incominciato a manifestarsi nel secondo trimestre dell'anno anticipando le incertezze legate all'evoluzione del ciclo e alla tensione sul debito sovrano dei paesi periferici dell'Area euro.

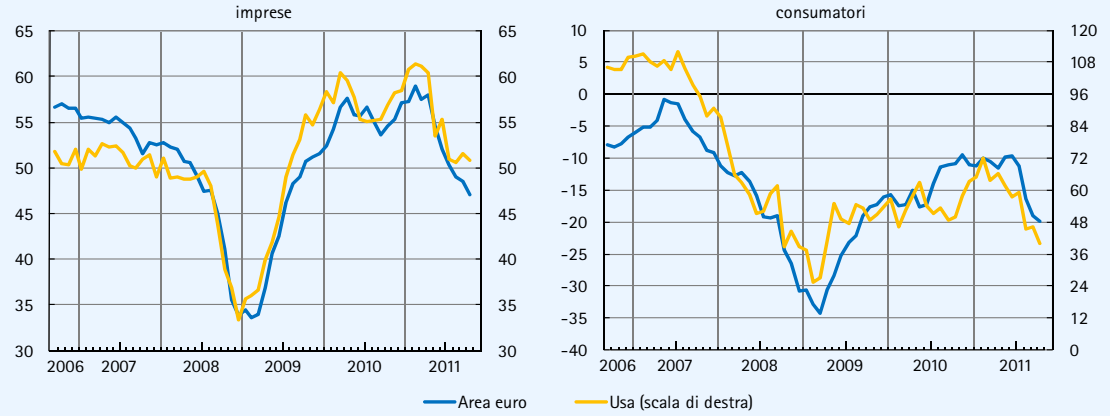
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 1.2 – Clima di fiducia delle imprese e dei consumatori

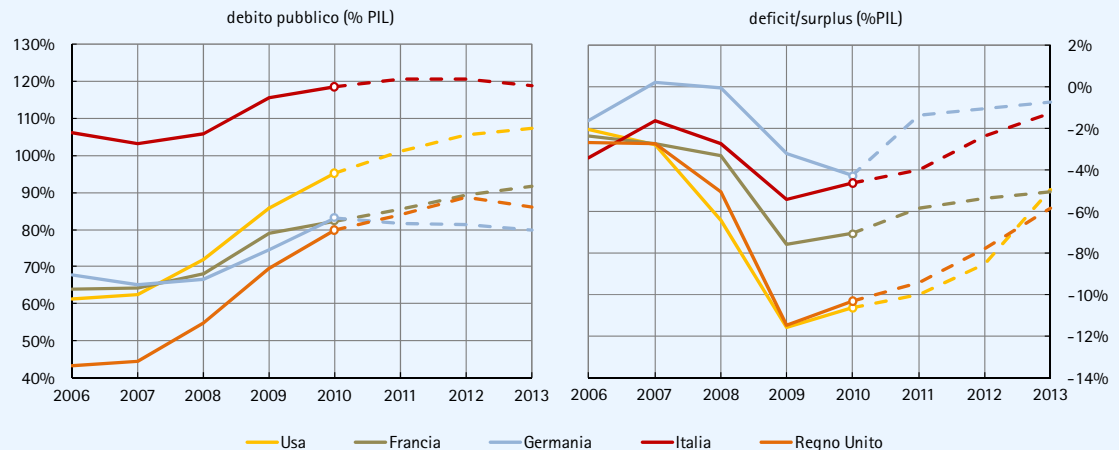


Fonte: Thomson Reuters, Markit Economics, Commissione Europea e US Conference Board.

Il rapporto debito/PIL è previsto in moderata crescita in alcuni paesi avanzati, anche se le politiche di consolidamento di bilancio già adottate dovrebbero produrre effetti positivi sul rapporto deficit/PIL a partire da fine anno. Cresce l'incertezza sulla politica fiscale statunitense

Nonostante le misure di consolidamento fiscale già adottate da molti paesi avanzati, nel 2012 il rapporto debito/PIL potrebbe crescere moderatamente in molti paesi (198% circa in Grecia, a poco meno del 121% in Italia, al 111% in Portogallo e attorno al 118% in Irlanda; nel 2012 anche gli Stati Uniti dovrebbero superare il 100%). Tale dinamica, accentuata dal rallentamento della crescita economica, riflette anche il contributo della spesa per interessi che, a fronte dell'incremento dei tassi di interesse nei paesi più esposti alla crisi del debito sovrano, segnerà un aumento. Si prevede che la quota di PIL destinata al pagamento degli interessi raggiunga, nel 2012, l'8% per la Grecia, superi il 5% per l'Italia e il Portogallo e si attesti attorno al 3% per Regno Unito e Stati Uniti. Nel prossimo biennio, inoltre, i conti pubblici saranno in deficit sia nei paesi dell'Area euro sia negli Stati Uniti. La maggior parte dei paesi europei, tuttavia, dovrebbe sperimentare un miglioramento dei saldi di bilancio grazie alle politiche di consolidamento già adottate in risposta alle pressioni dei mercati finanziari e alle peggiorate previsioni di crescita. L'analisi delle variazioni del saldo primario corretto per il ciclo mostra, infatti, che già dal 2011 il contributo della manovra restrittiva di bilancio alla riduzione del deficit sarà in media pari a quasi 2 punti di PIL nell'Area euro; tra il 2011 e il 2013 la correzione cumulata di bilancio si attesterà a oltre 8 punti di PIL in Grecia e a quasi 4 in Italia e Spagna. Per gli Stati Uniti, invece, crescono le incertezze sulle scelte di finanza pubblica, essendo sempre più evidente l'assenza delle condizioni necessarie per un accordo politico sia sulle misure correttive del deficit nel breve periodo sia sugli interventi strutturali necessari per rendere sostenibili i conti federali statunitensi nel lungo termine. Mentre per questi ultimi aumenta la probabilità di un esame successivo alla scadenza elettorale del 2012, i tagli del deficit potrebbero entrare automaticamente in vigore a partire dal 2013, secondo il programma definito dal Budget Control Act dell'agosto scorso. Salvo che il Congresso non riesca a indicare interventi alternativi entro il 15 gennaio 2012, si prospetta dunque il mancato rinnovo di varie misure straordinarie a sostegno del ciclo con conseguenze fortemente restrittive sulla politica fiscale del 2012.

Figura 1.3 – Deficit e debito pubblico nei paesi avanzati



Fonte: Commissione europea.

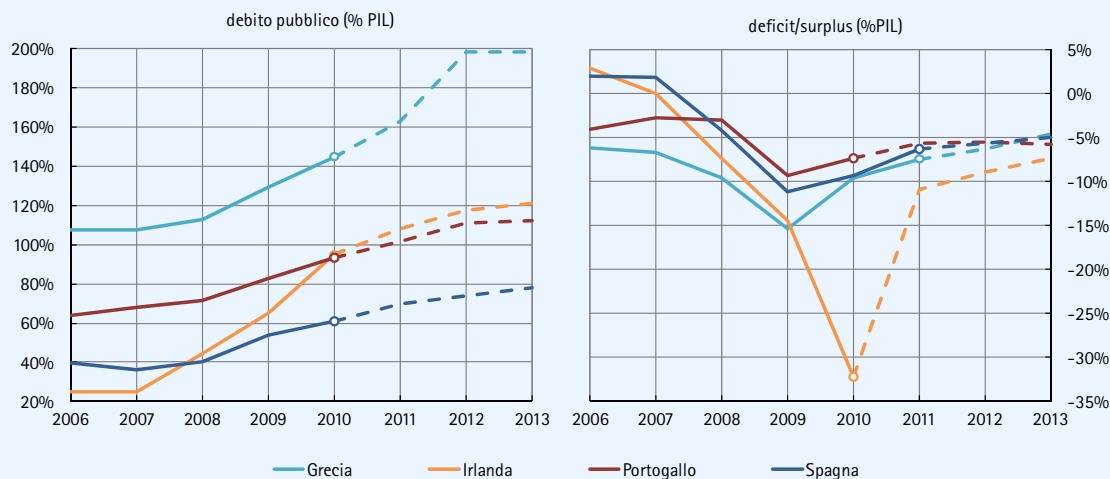
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

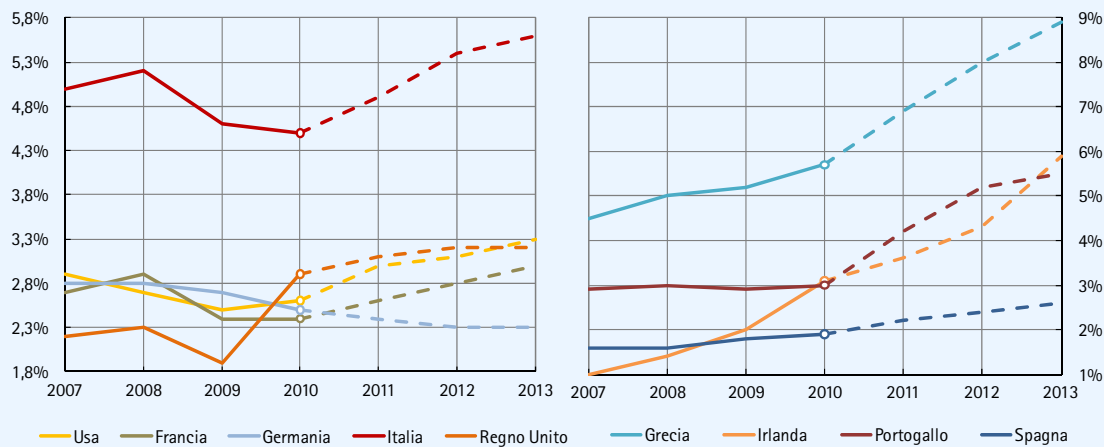
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 1.4 – Deficit e debito pubblico in alcuni paesi dell'Area euro



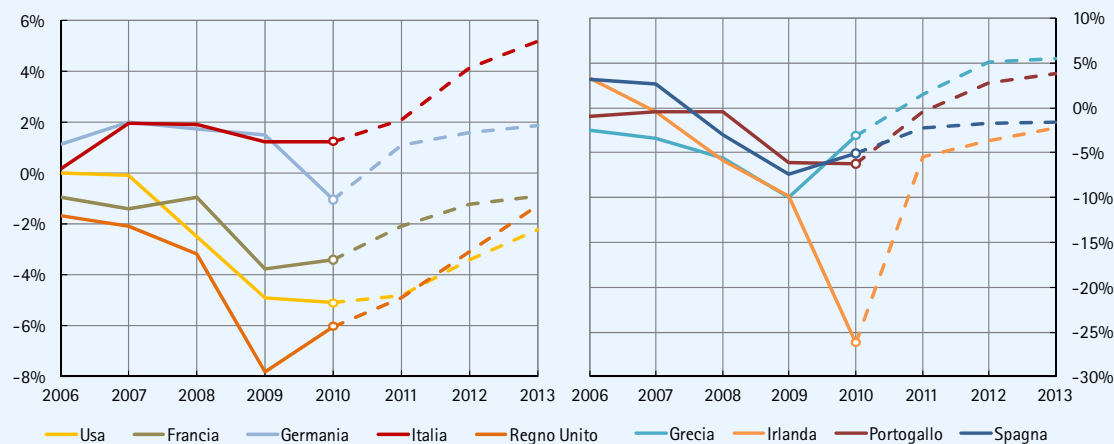
Fonte: Commissione europea.

Figura 1.5 – Spesa per interessi sul debito pubblico (valori in % PIL)



Fonte: Commissione europea.

Figura 1.6 – Avanzi/deficit primari del settore pubblico corretti per il ciclo (valori in % PIL)



Fonte: Commissione europea e FMI.

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

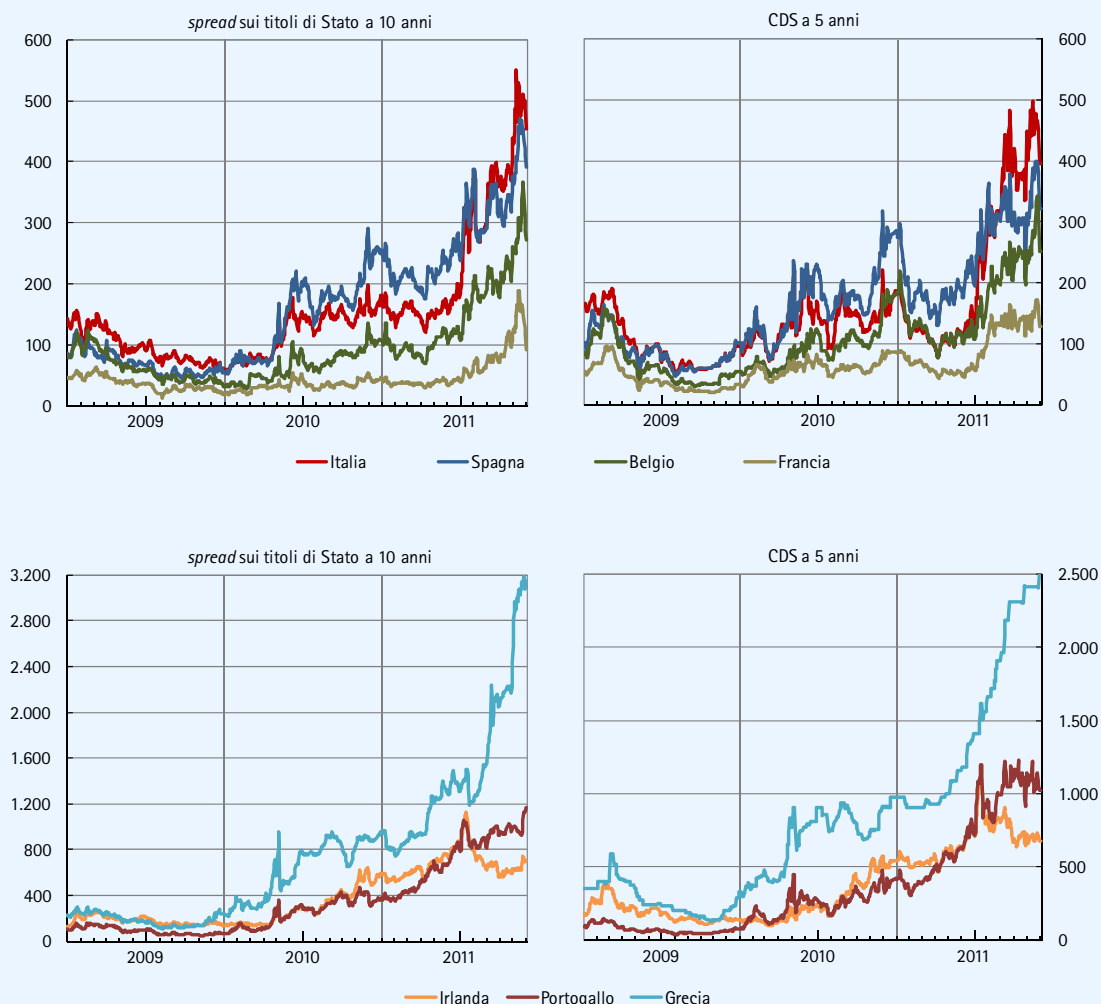
3. La qualità del credito

4. Le banche e la gestione del risparmio

La percezione del rischio sovrano per alcuni paesi dell'Area euro è aumentata nella seconda parte dell'anno in concomitanza con le crescenti incertezze sulla gestione della crisi greca. Le decisioni adottate in ambito europeo non sono state sufficienti a rassicurare i mercati

Nella seconda parte dell'anno le incertezze sulle modalità di risoluzione della crisi greca hanno determinato un incremento significativo della percezione del rischio sovrano per altri paesi dell'Area euro. Infatti hanno sperimentato rialzi significativi dello *spread* rispetto al Bund tedesco anche i titoli di Spagna, Italia e, a partire dall'inizio di novembre, Francia e Belgio. Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli tedeschi hanno registrato una riduzione di oltre 100 punti base, attestandosi, nel caso dei Bund decennali, al 2%. L'acuirsi delle tensioni sul debito sovrano ha dato impulso alle iniziative del Consiglio Europeo volte a potenziare le misure e gli strumenti di assistenza ai paesi in difficoltà (in particolare, attraverso il rafforzamento dello allo European Financial Stability Facility – EFSF e la definizione di un processo ordinato di ristrutturazione del debito greco), in modo da arginare il contagio. La BCE, inoltre, ha riattivato a partire dal 7 agosto il Securities Markets Programme (SMP) effettuando acquisti di titoli di Stato di paesi dell'Area euro sul mercato secondario pari in media a circa 8,2 miliardi di euro alla settimana. Tali provvedimenti, tuttavia, non sono stati sufficienti a ripristinare la fiducia sui mercati e si sono registrati rialzi sostenuti degli *spread*. In particolare per l'Italia, che a inizio agosto ha visto crescere il differenziale sui Btp a 10 anni da circa 250 a quasi 400 punti base in pochi giorni, il rendimento dei Btp ha continuato ad aumentare superando il 7% nella seconda metà di novembre. In questo contesto, ad eccezione dell'Irlanda e della Grecia, continua a essere significativo il divario tra il rating ufficiale e la percezione del rischio di insolvenza implicita nei rendimenti dei titoli di Stato e delle quotazioni dei CDS.

Figura 1.7 – Spread e CDS sul debito pubblico di alcuni paesi dell'Area euro
(differenziali rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato della Germania e CDS sul debito pubblico; punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 1.8 – Rating impliciti nei CDS e negli *spread* sui titoli di Stato di alcuni paesi dell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati Moody's.

È elevata l'interdipendenza tra i paesi più esposti alla crisi del debito sovrano ed è aumentato il peso della Grecia sulla componente sistemica che determina le quotazioni dei CDS

L'acuirsi della crisi del debito sovrano non ha determinato un cambiamento significativo dei livelli di correlazione per i CDS dei paesi dell'Area euro. La correlazione media tra i CDS sul debito di Francia e Germania con gli altri paesi è inferiore a quella rilevata per i paesi più esposti alla crisi del debito sovrano, segnalando che l'interdipendenza rimane più elevata per i paesi con maggiori problemi di finanza pubblica. È aumentato il peso della Grecia nella componente sistemica che spiega l'andamento delle quotazioni dei CDS dei paesi dell'Area euro.

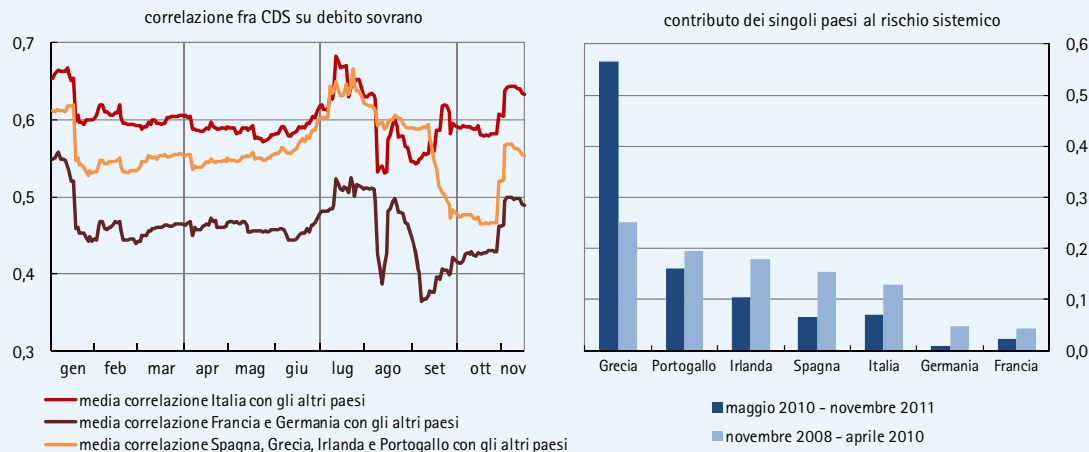
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 1.9 – Co-movimento delle quotazioni dei CDS sul debito sovrano e contributi al rischio sistemico dei principali paesi dell'Area euro
(dati giornalieri; 01/01/2011 - 15/11/2011)

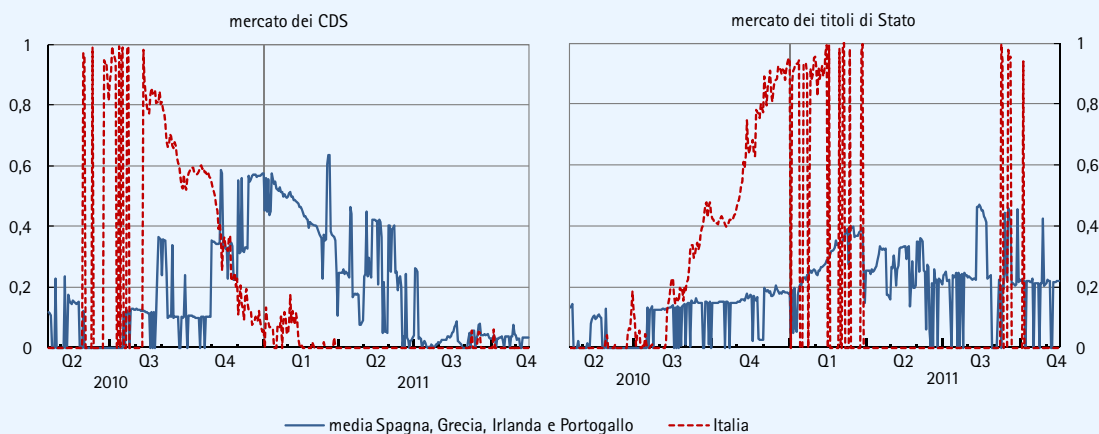


I dati rappresentano i *factor loadings* della prima componente principale delle variazioni delle quotazioni dei CDS su debito sovrano.

Si riduce il ruolo dei CDS nel processo di *price discovery* sul rischio di credito del debito sovrano dei paesi periferici dell'Area euro

Per quanto riguarda il processo di *price discovery* sul rischio di credito del debito sovrano, a partire da luglio l'aggiustamento degli *spread* sui titoli di Stato a nuove informazioni che hanno modificato le aspettative degli operatori sembra essere stato più rapido di quello delle quotazioni dei CDS. La funzione *leading* del mercato obbligazionario nel processo di *price discovery* è stato più accentuata per l'Italia rispetto a Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna.

Figura 1.10 – Ruolo dei mercati dei CDS e dei titoli di Stato nel processo di *price discovery*
(dati giornalieri; 16/04/2010 - 15/11/2011)



I dati rappresentano un indicatore volto a individuare il mercato che assume un ruolo *leading* nel processo di *price discovery* nella valutazione del rischio sovrano (statistica Gonzalo-Granger). Tale indicatore assume valori crescenti all'aumentare della capacità del singolo mercato di riferimento (dei CDS oppure dei titoli di Stato) di guidare il processo di *price discovery*.

L'inflazione al consumo rimane elevata ma le previsioni sono al ribasso

Nei primi tre trimestri dell'anno l'inflazione al consumo è cresciuta, prevalentemente per effetto del rialzo dei prezzi delle materie prime registrato nel corso del 2010 e protrattosi fino all'inizio del 2011 e, in alcuni paesi, per l'aumento delle imposte indirette. A settembre la variazione dell'indice dei prezzi al consumo risultava pari al 3% circa nell'Area euro, avvicinandosi al 4% negli Stati Uniti e superando il 5% nel Regno Unito. Le previsioni per i prossimi mesi indicano, tuttavia, un contenimento delle tensioni inflazionistiche, a fronte di una possibile moderazione delle quotazioni dei prodotti energetici, della decelerazione dell'attività economica e del permanere di una dinamica salariale modesta. Quest'ultima corrisponde a tassi di disoccupazione che rimangono elevati nella maggior parte dei paesi avanzati (10% circa nell'Area euro e 9% circa negli Stati Uniti).

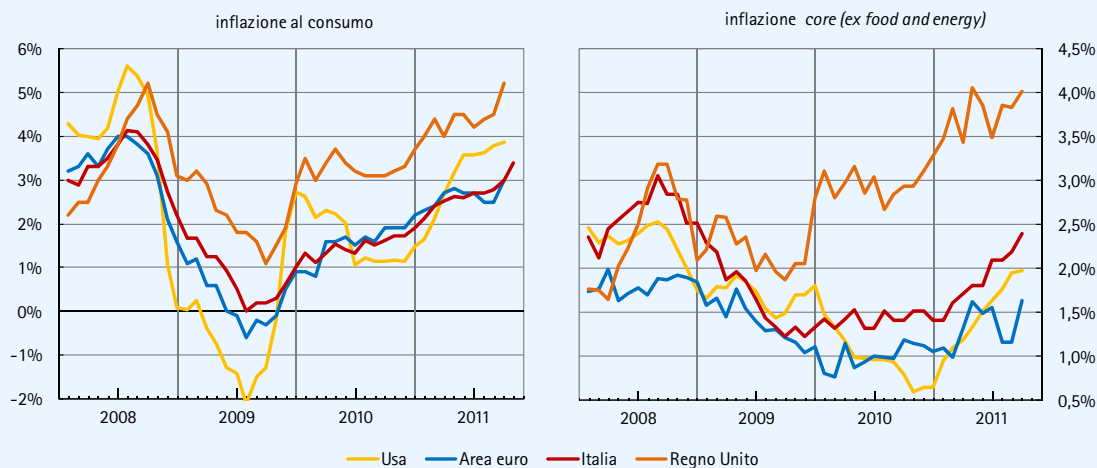
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

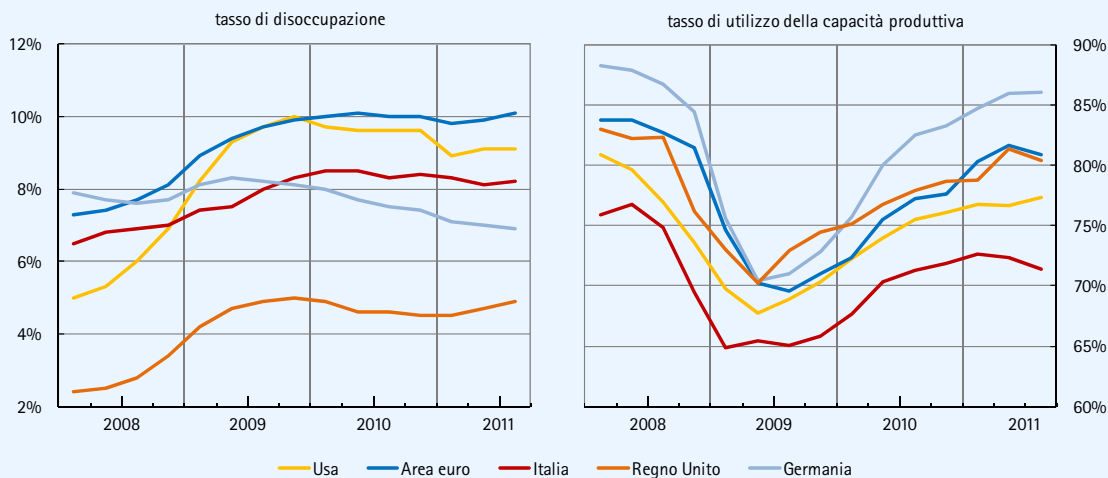
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 1.11 – Inflazione
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



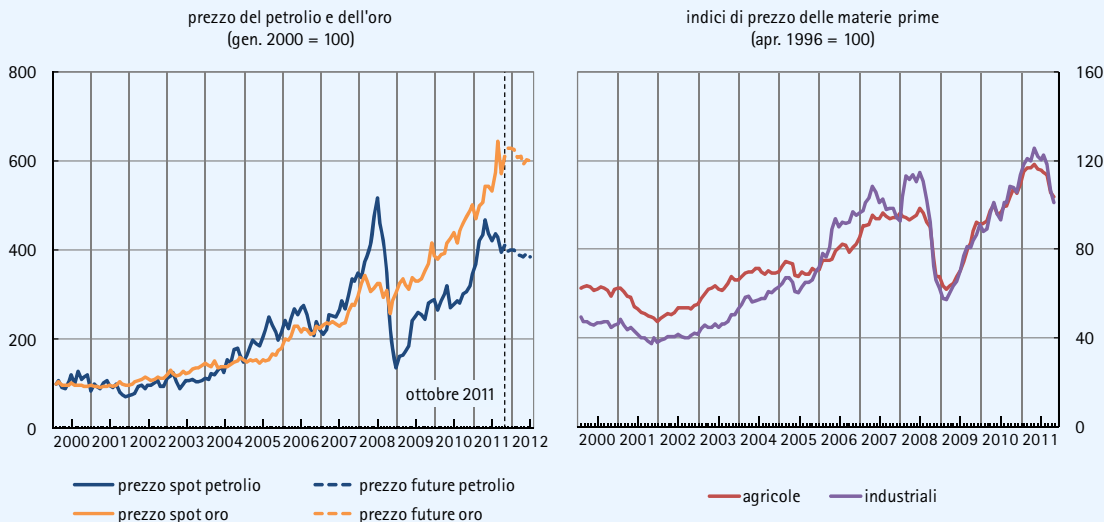
Fonte: Thomson Reuters.

Figura 1.12 – Disoccupazione e utilizzo della capacità produttiva



Fonte: Thomson Reuters.

Figura 1.13 – Prezzi del petrolio, dell'oro e delle materie prime



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

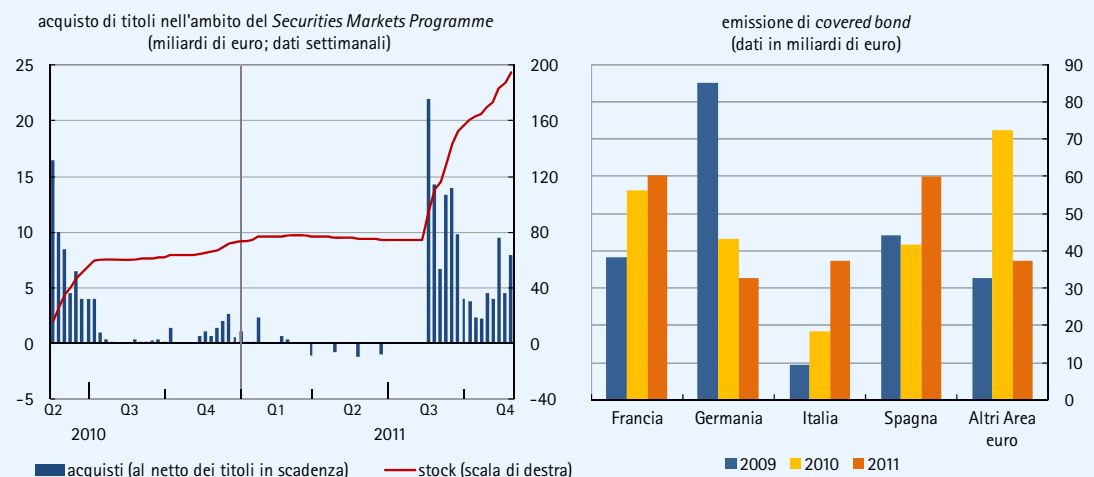
3. La qualità del credito

4. Le banche e la gestione del risparmio

La crisi del debito sovrano e le incertezze sull'andamento del ciclo hanno indotto BCE e FED a mantenere un atteggiamento fortemente espansivo

Il peggioramento del quadro macroeconomico ha indotto le banche centrali in Europa e negli USA a sospendere i tentativi avviati nella prima parte dell'anno di normalizzazione della *stance* di politica monetaria e a potenziare i programmi di stimolo quantitativo. A novembre la BCE ha ridotto di 25 punti i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, portandolo all'1,25%. La BCE ha poi riattivato alcune misure non convenzionali al fine di migliorare i meccanismi di trasmissione sui tassi di interesse a lungo termine e di allentare le tensioni sul fronte della raccolta a breve per le banche europee. In particolare, sono state annunciate due nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine, con durata rispettivamente di 12 e 13 mesi, con il meccanismo dell'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi (la prima, effettuata il 25 ottobre scorso, ha visto l'assegnazione di fondi per circa 57 miliardi di euro, mentre la seconda è attesa per il 20 dicembre); tale meccanismo verrà adottato anche per le altre operazioni di rifinanziamento almeno fino al 10 luglio 2012. Inoltre, a partire da novembre, la BCE ha avviato un nuovo programma di acquisto, sul mercato primario e secondario, di *covered bond* (CBPP2) per 40 miliardi di euro da completarsi entro la fine del 2012. Infine, come prima accennato, il 7 agosto è stato riattivato il *Securities Market Programme*: da allora e fino a metà novembre la BCE ha acquistato titoli pubblici per oltre 122 miliardi di euro (circa il 2% del PIL dell'Area euro), portando l'ammontare totale di titoli in portafoglio a circa 195 miliardi. Agli acquisti sono seguite operazioni di sterilizzazione in modo da riassorbire la liquidità così offerta. Anche la FED continua a tenere un orientamento di politica monetaria fortemente espansivo, confermando che i tassi sui *federal funds* resteranno immutati almeno fino alla metà del 2013, visti il ridotto utilizzo della capacità produttiva, l'elevata disoccupazione e le aspettative di inflazione stabili. La FED si è inoltre dichiarata disposta a valutare misure di stimolo quantitativo basate non solo sull'acquisto di Treasury ma anche, se necessario, di titoli legati al mercato immobiliare. Un ulteriore intervento, teso ad appiattire la curva dei rendimenti attraverso una riduzione sul tratto a lungo termine (cosiddetta operazione *Twist*), si sostanzia nell'allungamento della vita media residua dei titoli pubblici in portafoglio: entro il primo semestre 2012, la FED acquisterà obbligazioni con vita media residua superiore a sei anni per 400 miliardi di dollari e venderà contestualmente per un uguale ammontare titoli con vita residua inferiore a tre anni. La Bank of Japan e la Bank of England hanno potenziato i rispettivi *Asset Purchase Programs* (rispettivamente di 5.000 miliardi di yen su un programma di stimolo quantitativo complessivo pari a 55.000 miliardi e di 75 miliardi di sterline per un programma di acquisto titoli di 275 miliardi, pari al 19% del PIL); i tassi di riferimento dei due paesi, inoltre, continuano a rimanere a livelli storicamente molto bassi (tra lo 0 e lo 0,1% in Giappone e lo 0,50% nel Regno Unito).

Figura 1.14 – Acquisti di titoli nell'ambito del SMP della BCE ed emissioni di *covered bond* nell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Dealogic.

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

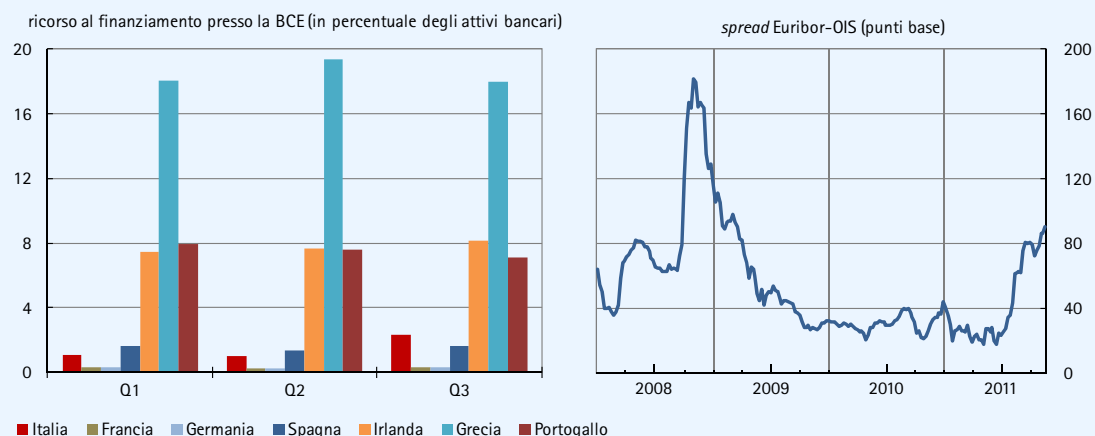
4. Le banche e la gestione del risparmio

Rimane elevato il ricorso delle banche al finanziamento dell'Eurosistema nei paesi più esposti alla crisi del debito sovrano. Le tensioni sul mercato interbancario hanno determinato la crescita della raccolta collateralizzata

Nel terzo trimestre il ricorso al finanziamento dell'Eurosistema da parte delle banche dei paesi più esposti alla crisi del debito sovrano è rimasto consistente ed è aumentato il ricorso alla raccolta a breve collateralizzata, per effetto delle tensioni sul mercato interbancario e delle maggiori difficoltà di accesso al mercato obbligazionario (cfr. il successivo Cap. 3.). Dopo le banche greche, che nel terzo trimestre hanno avuto accesso a finanziamenti presso la banca centrale per un importo pari complessivamente al 18% degli attivi totali, gli istituti di credito irlandesi e portoghesi sono i maggiori prenditori di fondi (8% degli attivi); seguono le banche italiane (poco più del 2%). Le tensioni sul mercato interbancario sono segnalate dall'accresciuta propensione degli istituti bancari europei a depositare la liquidità in eccesso presso la BCE. L'aumento della percezione del rischio di controparte ha determinato un incremento dello *spread* tra tasso Euribor a 3 mesi e tasso OIS (cresciuto di circa 50 punti base dal mese di luglio), sebbene non abbia raggiunto i livelli registrati successivamente al fallimento Lehman.

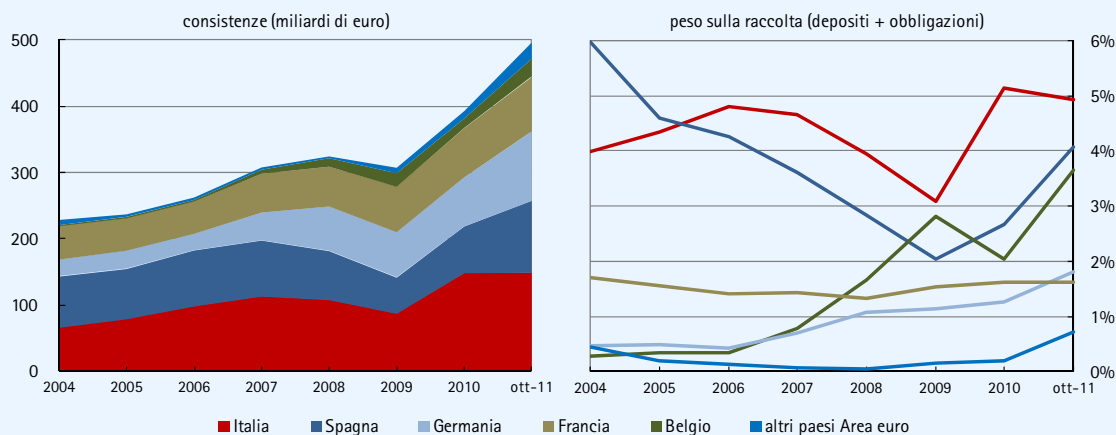
Rispetto a maggio scorso, la curva dei tassi *swap* degli Stati Uniti ha registrato una marcata traslazione verso il basso, segnando per le scadenze superiori a tre anni una diminuzione attorno a un punto percentuale. Permane il differenziale negativo tra i tassi *swap* e i rendimenti di titoli governativi per le scadenze superiori a 10 anni, probabilmente a causa delle incertezze circa le misure strutturali idonee a rendere sostenibili i conti pubblici statunitensi. Nell'Area euro, invece, la traslazione della curva dei tassi ha interessato solo il tratto relativo alle scadenze superiori a tre anni, essendo rimasti invariati i tassi a breve.

Figura 1.15 – Ricorso al finanziamento dell'Eurosistema da parte delle banche di alcuni paesi europei e *spread* Euribor-OIS



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Banche Centrali e Thomson Reuters.

Figura 1.16 – Raccolta tramite operazioni collateralizzate (repo) delle banche di alcuni paesi europei



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

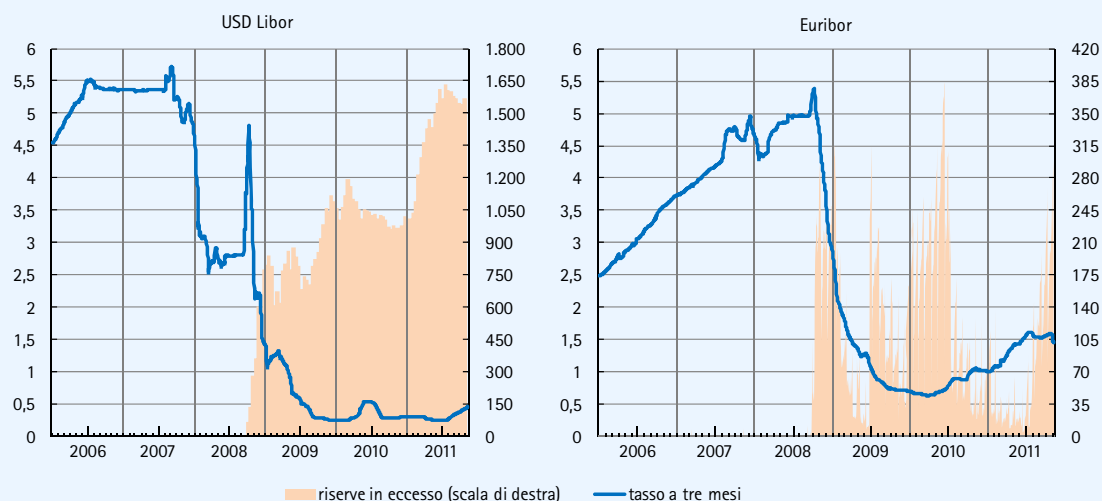
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

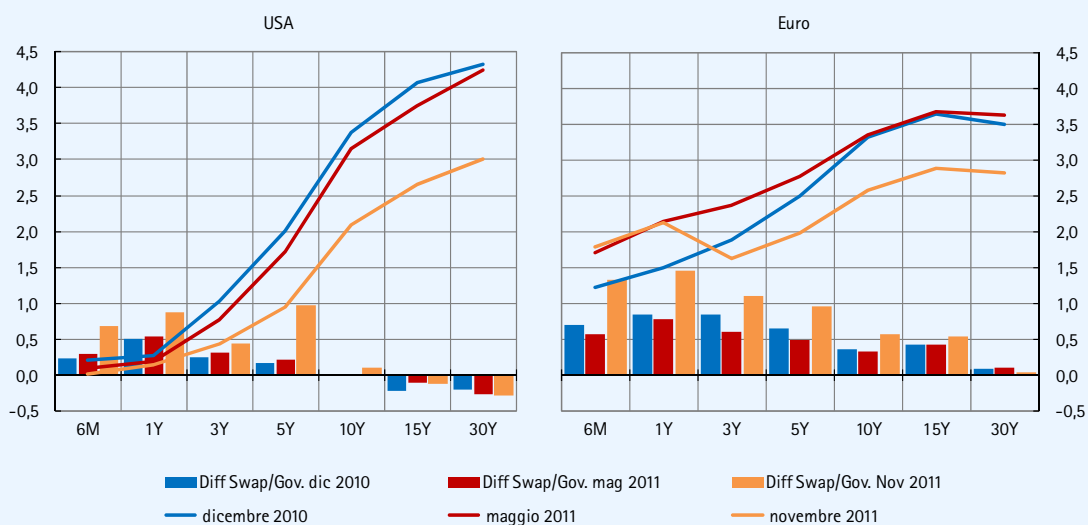
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 1.17 – Tassi di interesse a tre mesi e riserve in eccesso presso FED e BCE
(valori monetari in miliardi di valuta locale)



Fonte: Thomson Reuters.

Figura 1.18 – Curva dei tassi d'interesse e differenziali fra tassi swap e tassi sui titoli di Stato
(dati mensili; gennaio 2006 - novembre 2011)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Il deprezzamento dell'euro riflette principalmente le incertezze sull'evoluzione della crisi del debito sovrano

Tra l'inizio di luglio e metà novembre, in un contesto di maggiore volatilità, il tasso di cambio dell'euro si è deprezzato del 5,5% nei confronti del dollaro, di quasi il 10% nei confronti dello yen e del 2,7% in relazione alla sterlina. Tale deprezzamento riflette soprattutto l'acuirsi della crisi del debito sovrano e l'incertezza circa le misure concrete che verranno adottate per garantire la stabilità nell'Area euro. Per quanto riguarda le partite correnti a livello mondiale, si prevede che gli squilibri strutturali, rimasti stabili nel 2011, si riducano solo lievemente nel prossimo biennio. Infatti, il deficit esterno degli Stati Uniti dovrebbe aumentare solo dello 0,5% del PIL mondiale mentre l'Area euro (Germania compresa) dovrebbe risultare in leggero surplus. Le partite correnti della Cina dovrebbero registrare valori inferiori ai picchi precedenti, attestandosi intorno al 3% del PIL. Rimane elevata, infine, la possibilità che cresca il surplus dei paesi produttori di petrolio, sia per effetto della possibilità che i prezzi dei prodotti energetici rimangano su valori sostenuti, sia per il contributo modesto alla riduzione del surplus che potrebbe venire nel breve periodo dalla prevista crescita delle importazioni.

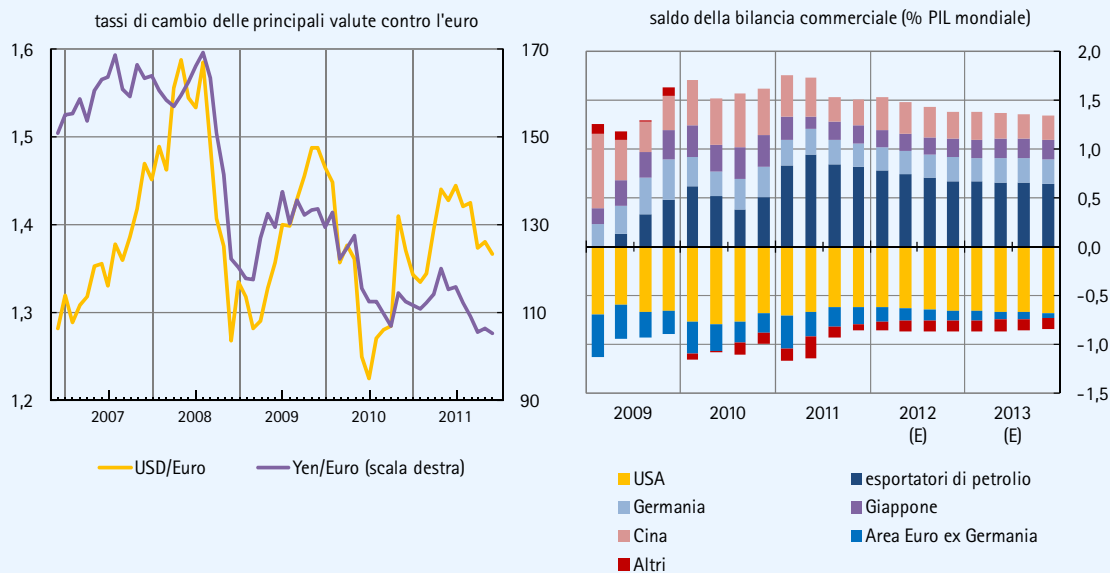
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 1.19 – Tasso di cambio USD/euro e squilibri della bilancia commerciale



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e OCSE.

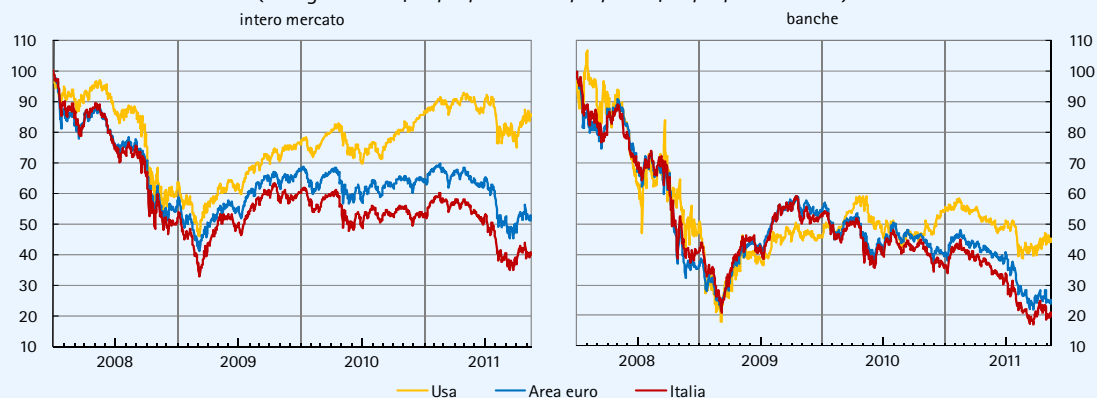
1. Il quadro macroeconomico
- 2. I mercati azionari**
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

I mercati azionari

I corsi azionari nell'Area euro hanno subito una contrazione significativa, condizionata soprattutto dalla flessione dei titoli bancari. Si è ridotta la liquidità sui mercati secondari

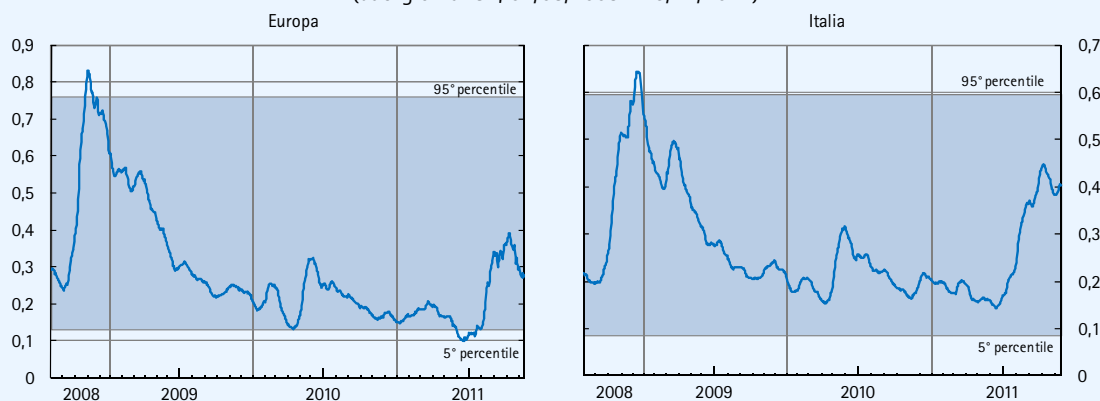
L'intensificarsi della crisi del debito sovrano nell'Area euro, il significativo deterioramento delle aspettative di crescita e l'aumento dell'avversione al rischio degli operatori hanno avuto rilevanti effetti negativi sui mercati azionari dei paesi europei, determinando un aumento della volatilità e una forte riduzione della liquidità. Negli Stati Uniti lo S&P500 è calato del 5% circa da fine giugno a metà novembre, mentre nell'Area euro, il DJEuroStoxx ha subito una flessione pari al 21%, maggiore di quella registrata a metà del 2010 in concomitanza con l'insorgere della crisi sovrana greca. Il mercato italiano ha evidenziato un calo, nel periodo considerato, del 24%, associato a un aumento della volatilità e un peggioramento della liquidità più marcati rispetto a quanto rilevato in ambito europeo. La dinamica degli indici generali di mercato è stata condizionata soprattutto dalla contrazione dei corsi dei titoli bancari, che hanno esibito in media una flessione dell'11% negli USA e del 40% circa nell'Area euro e in Italia; la vulnerabilità al rischio sovrano degli istituti di credito è dovuta agli effetti sul valore dei titoli pubblici in portafoglio e al peggioramento delle condizioni di raccolta sul mercato (cfr. Capitolo 4). A partire da luglio 2011 i movimenti degli indici azionari dell'Area euro hanno mostrato un grado di sincronia crescente, segnalando pertanto un ruolo maggiore delle componenti sistemiche comuni a tutti i mercati rispetto a quelle idiosincratice nel processo di formazione dei prezzi; la correlazione fra Grecia e altri paesi dell'Area è invece diminuita rispetto ai valori registrati nel 2010 e risulta comunque inferiore a quella calcolata rispetto al solo sottoinsieme dei paesi periferici (Portogallo e Irlanda).

Figura 2.1 – Indici azionari dei paesi avanzati
(dati giornalieri; 01/01/2008 - 15/11/2011; 01/01/2008 = 100)



Fonte: Thomson Reuters.

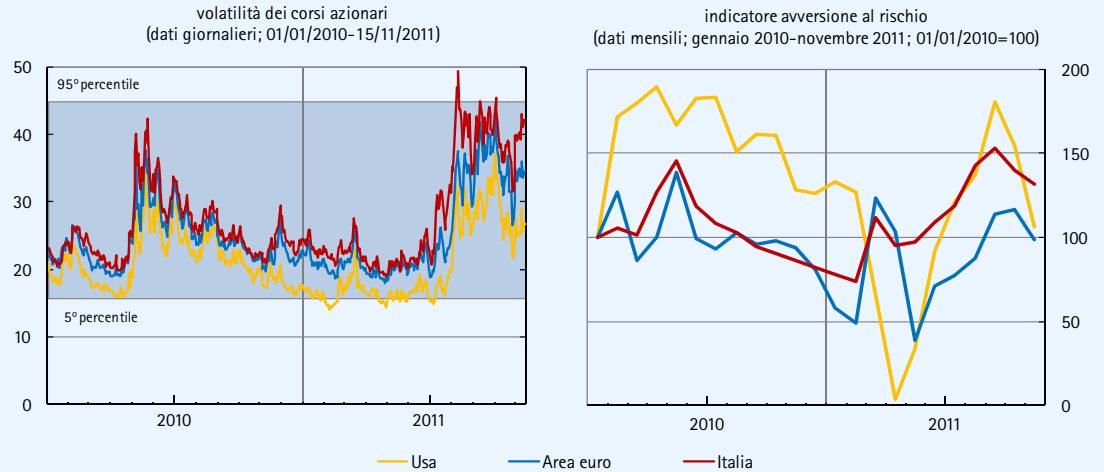
Figura 2.2 – Indicatore di liquidità del mercato azionario
(dati giornalieri; 01/08/2008 - 15/11/2011)



I dati riportano i risultati dell'analisi in componenti principali (primo fattore) applicati alle serie storiche dell'indicatore di *price impact* di Ahimud, dell'*implied volatility*, dell'indicatore del *bid-ask spread* e del *range indicator*. L'indicatore è compreso tra 0 (= alta liquidità) e 1 (= bassa liquidità). I percentili sono stati stimati applicando metodi non parametrici per la stima della distribuzione di probabilità (analisi *rolling* media mobile su di un mese).

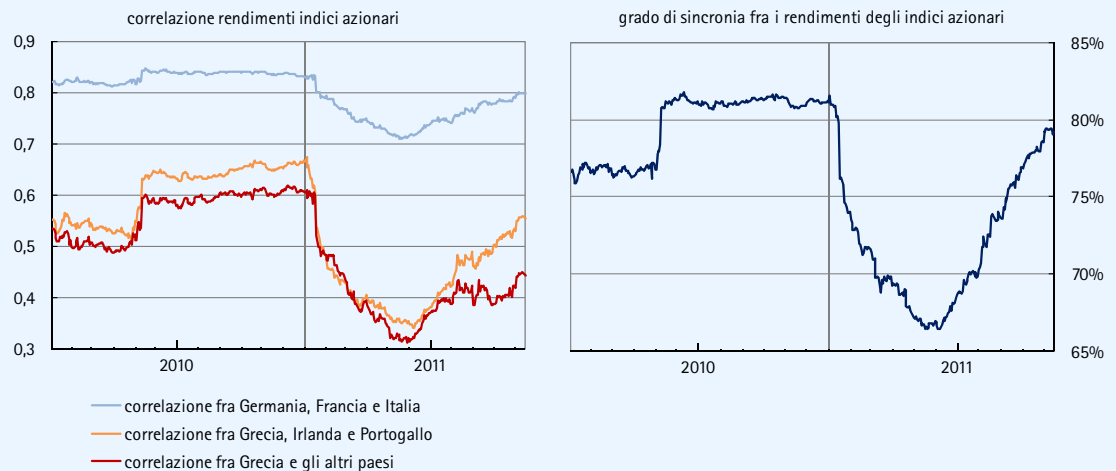
1. Il quadro macroeconomico
- 2. I mercati azionari**
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 2.3 – Volatilità implicita e indicatore di avversione al rischio sul mercato azionario



L'indicatore di avversione al rischio è stimato confrontando la distribuzione storica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari; viene riportata la media mobile su 3 mesi. I percentili riportati nella figura a sinistra sono calcolati applicando metodi non parametrici per la stima della distribuzione di probabilità.

Figura 2.4 – Co-movimento degli indici azionari dei principali paesi dell'Area euro
(dati giornalieri; 01/01/2010 - 15/11/2011)



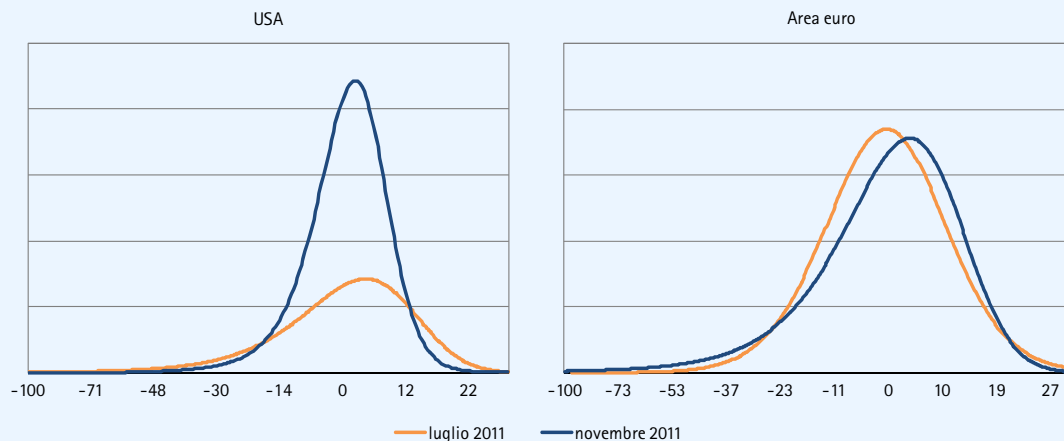
Il livello di sincronia fra i rendimenti degli indici azionari è dato dalla varianza dei rendimenti spiegata dalla prima componente principale (analisi *rolling* con finestra di 6 mesi).

La flessione dei corsi azionari ha determinato una diminuzione del moltiplicatore *prezzo/book value* (P/B) più accentuata per il settore bancario.

A fine novembre, per l'Area euro, le aspettative degli operatori scontavano probabilità di rendimenti azionari negativi più elevate rispetto a luglio; le aspettative per i rendimenti delle azioni statunitensi mostrano invece una minore dispersione. Il rapporto fra prezzi e utili attesi, dopo essere diminuito nel corso del 2011, ha registrato un lieve rialzo nel mese di ottobre, a fronte di una flessione degli utili previsti che ha più che compensato il contributo del calo delle quotazioni. La flessione dei corsi azionari ha determinato una diminuzione del rapporto *prezzo/book value* (P/B) sia per il settore *corporate* sia per il settore bancario, sebbene in misura non omogenea tra settori e aree geografiche. In particolare, nell'Area euro e negli USA le società quotate non finanziarie hanno mantenuto un rapporto P/B mediamente superiore all'unità, a fronte di un tasso di crescita del fatturato in linea con quello del 2010 per gli USA e in flessione per l'Europa; le banche hanno evidenziato una più marcata flessione del rapporto P/B, che è sceso sotto l'unità per quasi tutte le banche europee e per circa il 50% delle banche americane. La redditività delle banche quotate (Roe) mostra segnali di miglioramento negli USA, mentre per le banche europee ha risentito maggiormente delle turbolenze che hanno interessato i mercati finanziari.

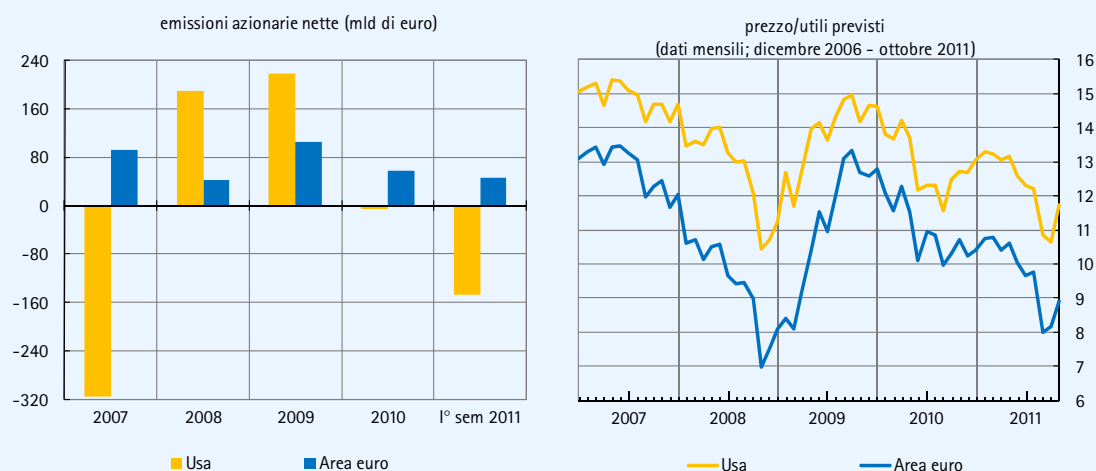
1. Il quadro macroeconomico
- 2. I mercati azionari**
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 2.5 – Aspettative sui rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi



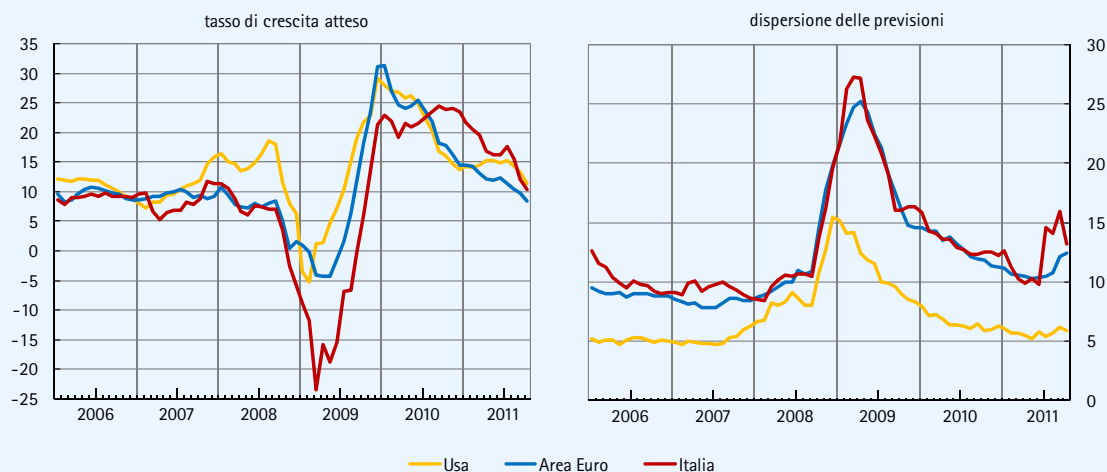
Le previsioni si basano sulla stima della distribuzione di probabilità implicita nei prezzi delle opzioni su indici.

Figura 2.6 – Emissioni nette di azioni e rapporto prezzo/utigli



Fonte: FED, BCE e Thomson Reuters ed elaborazioni su dati IBES per le società incluse nello S&P500 (USA), nel Dow Jones Euro Stoxx (Area euro) e nel FTSE Mib (Italia).

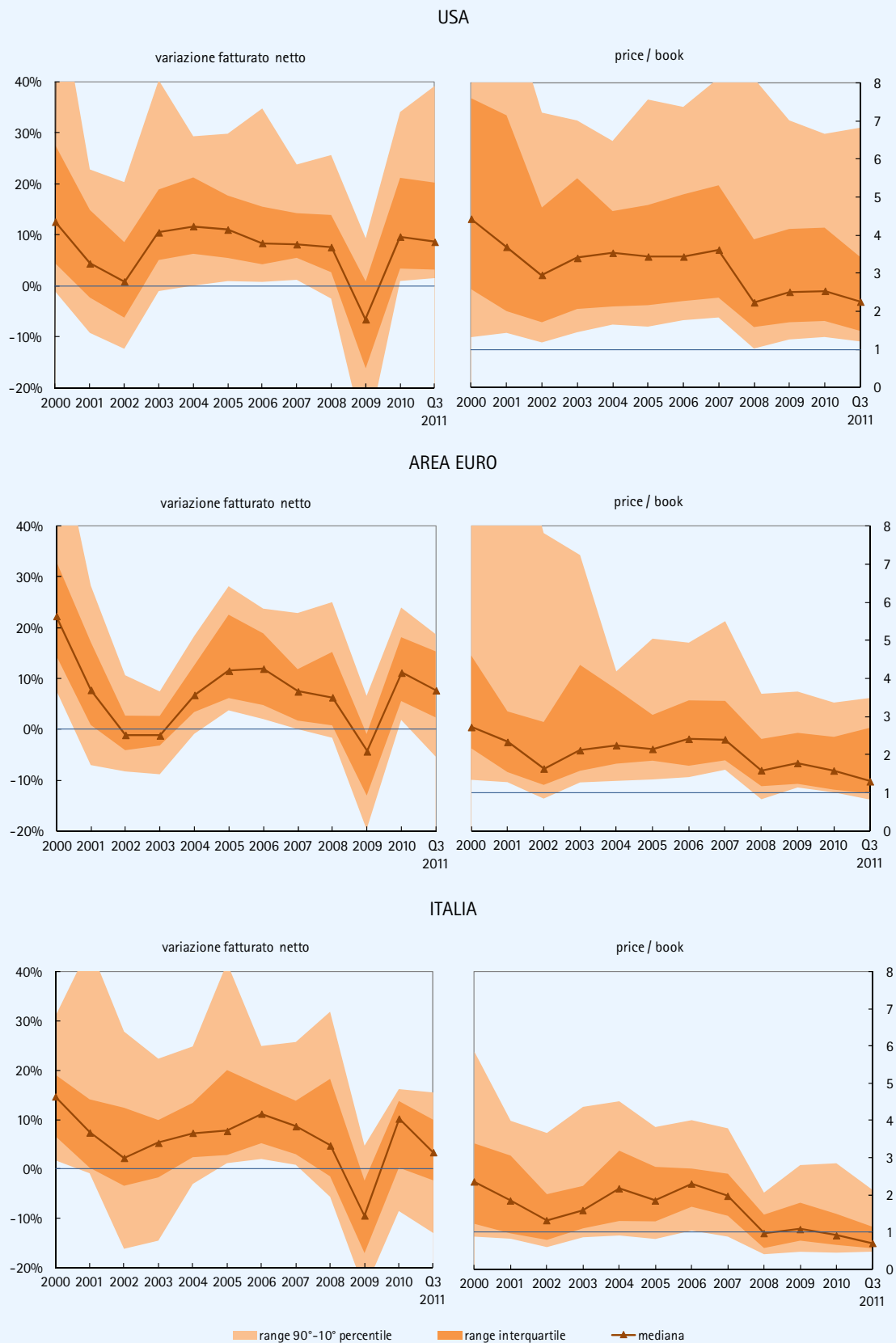
Figura 2.7 – Previsione degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di 12 mesi
(valori percentuali; dati mensili; gennaio 2006 - ottobre 2011)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters-IBES. Medie ponderate dei tassi di crescita degli utili delle società incluse nello S&P500 (USA), nel Dow Jones Euro Stoxx (Area euro) e nel FTSE Mib (Italia).

1. Il quadro macroeconomico
- 2. I mercati azionari**
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

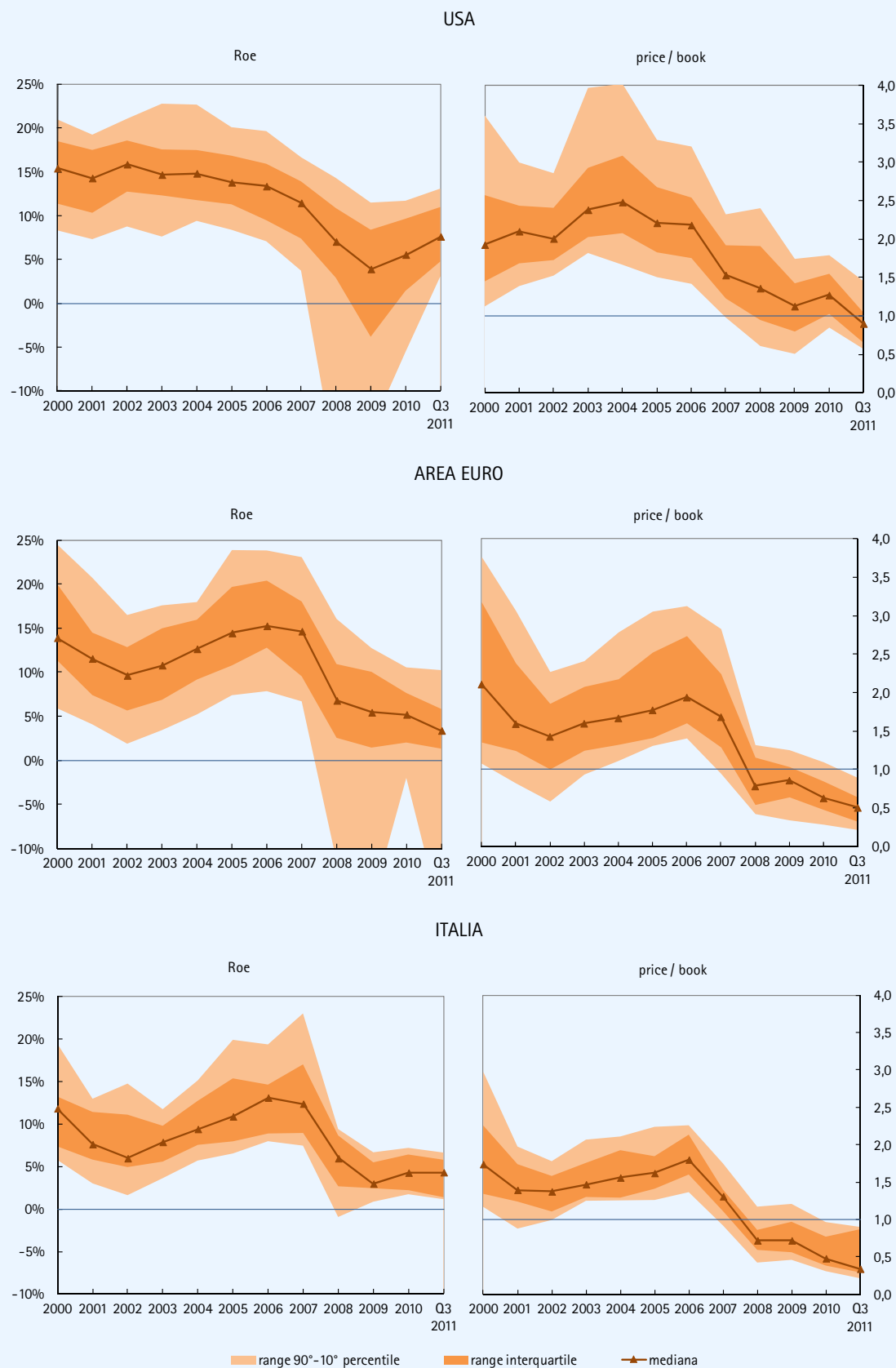
Figura 2.8 – Reddittività e moltiplicatori di borsa delle principali imprese quotate non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti all'indice S&P 100 (USA), al Dow Jones Euro Stoxx 50 (Area euro) e ai principali gruppi quotati italiani. La variazione annuale del fatturato è calcolata rispetto al dato restated dell'anno precedente.

1. Il quadro macroeconomico
- 2. I mercati azionari**
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 2.9 – Redditività e moltiplicatori di borsa delle banche quotate



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle banche incluse nell'indice S&P 1500 Bank (USA), nel Dow Jones Euro Stoxx Bank (Area euro) e sulle banche quotate italiane.

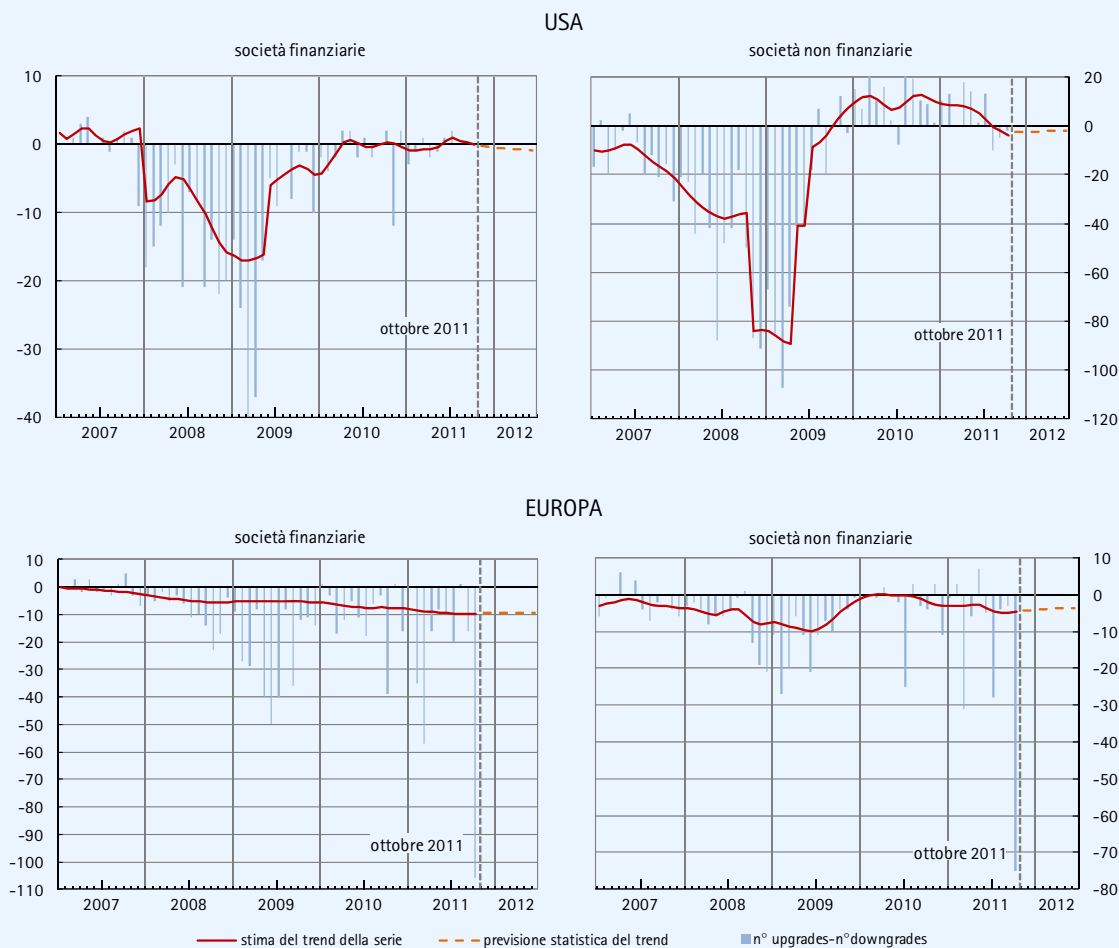
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

La qualità del credito

La crisi del debito sovrano e le incertezze sull'evoluzione del quadro congiunturale hanno determinato un aumento dei *downgrading* per le imprese europee nel corso del 2011. La situazione invece rimane più stabile negli USA

Il peggioramento delle attese sull'evoluzione del quadro congiunturale e l'intensificarsi della crisi del debito sovrano nell'Area euro hanno determinato un significativo peggioramento della qualità del credito per gli emittenti privati europei a partire dal terzo trimestre del 2011. Nel mese di ottobre si è registrata una forte accelerazione del processo di *downgrading* degli emittenti europei: il numero di *downgrade* effettuati da Moody's è stato pari a 109 per le società finanziarie (contro 5 negli USA) e di 85 per le società non finanziarie (contro 35 negli USA). Negli USA la situazione è rimasta invece più stabile e il *rating drift* (differenza fra *upgrade* e *downgrade*) è rimasto vicino allo zero, anche se si prevede un significativo aumento del tasso di insolvenza per gli emittenti con *rating* speculativo. I segnali di peggioramento della qualità del credito in Europa emergono anche nel settore dei prodotti strutturati, dove già a partire dall'inizio dell'anno si è registrata una tendenza all'aumento della differenza fra numero di revisioni al ribasso e numero di revisioni al rialzo; negli USA, invece, il flusso di *downgrade* su prodotti strutturati ha mostrato una tendenza alla flessione. A livello aggregato, considerando cioè tutti i principali emittenti oggetto di *rating* da parte di Moody's indipendentemente dal settore e dall'area geografica, la probabilità di un peggioramento del merito di credito tende ad attestarsi su valori più alti della probabilità di una revisione al rialzo per quasi tutte le fasce di rating.

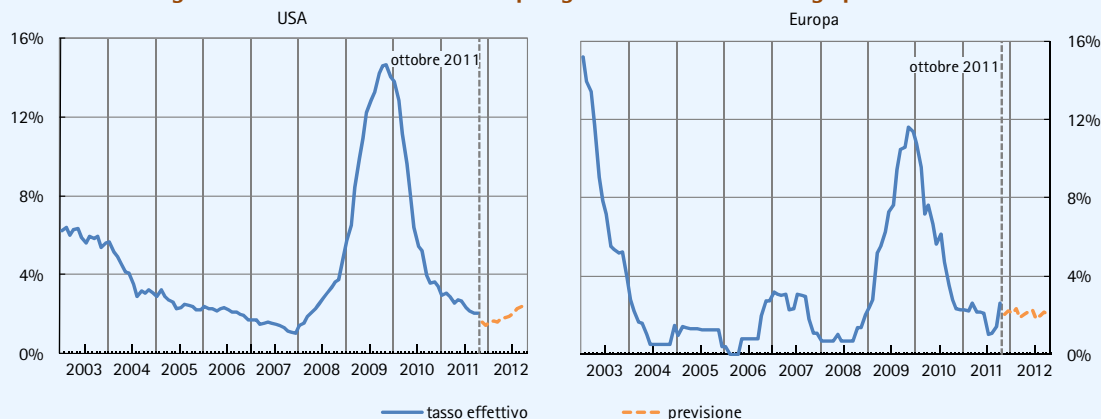
Figura 3.1 – Differenza fra numero di *upgrade* e *downgrade* su emittenti *corporate*
(dati mensili; gennaio 2007 - ottobre 2011)



Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Il *trend* (dato effettivo e previsione) è stato stimato applicando tecniche non parametriche di analisi delle serie storiche.

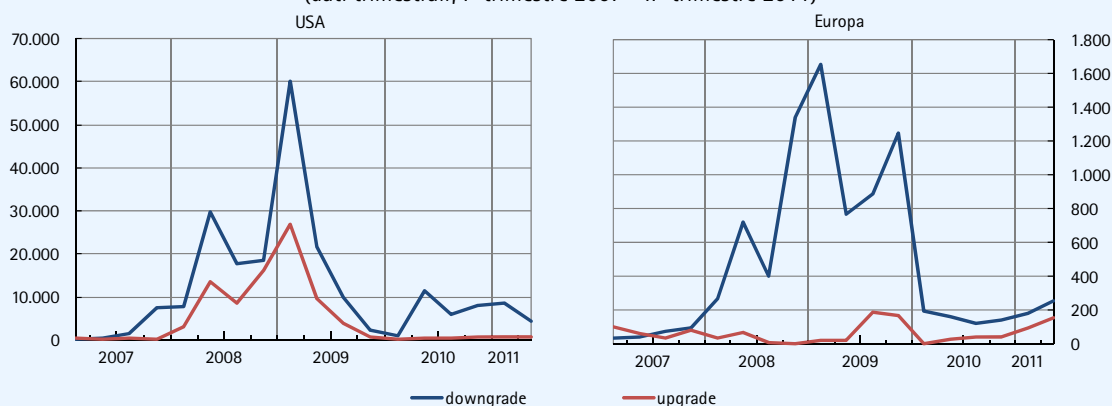
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 3.2 – Tasso di insolvenza per gli emittenti con rating speculativo



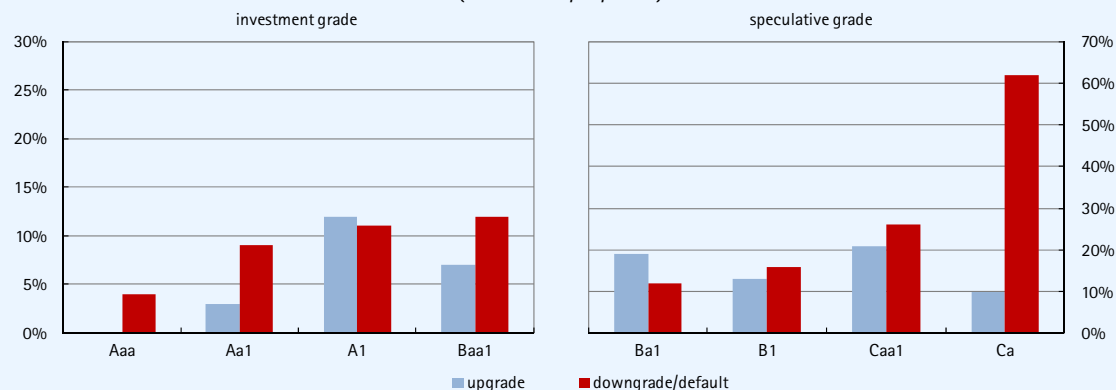
Fonte: Moody's.

Figura 3.3 – Revisione dei rating dei prodotti strutturati (dati trimestrali; I° trimestre 2007 - II° trimestre 2011)



Fonte: Moody's.

Figura 3.4 – Probabilità di revisione del rating (stima al 15/11/2011)



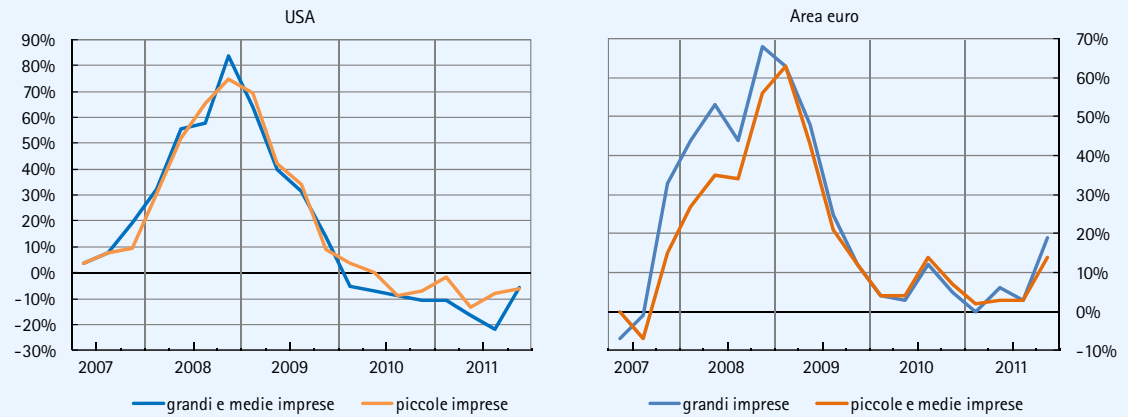
Fonte: elaborazioni su dati Moodys. Sull'asse delle ascisse viene rappresentato il rating di partenza. Il campione esaminato comprende tutte le società soggette a rating da parte di Moodys.

Si intensificano i segnali di irrigidimento degli standard di erogazione del credito alle imprese dell'Area euro

In Europa si sono amplificati i segnali di irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese, emersi già all'inizio dell'anno; la survey condotta dalla BCE indica che tale dinamica è riconducibile prevalentemente alle maggiori difficoltà nella raccolta e alla riduzione della liquidità dell'attivo, oltre che al peggioramento delle aspettative sull'*outlook* economico che si riflettono sulla valutazione dei fondamentali delle imprese affidate. Il tasso di crescita degli impieghi al settore privato non finanziario rimane tuttavia positivo anche se modesto e in lieve flessione, probabilmente anche per effetto di una minore domanda di credito da parte delle imprese dovuta all'incremento dei tassi richiesti dalle banche a fronte del maggiore costo della raccolta. Negli USA invece la crescita degli impieghi bancari prosegue a ritmi sostenuti e non emergono segnali di irrigidimento degli standard creditizi.

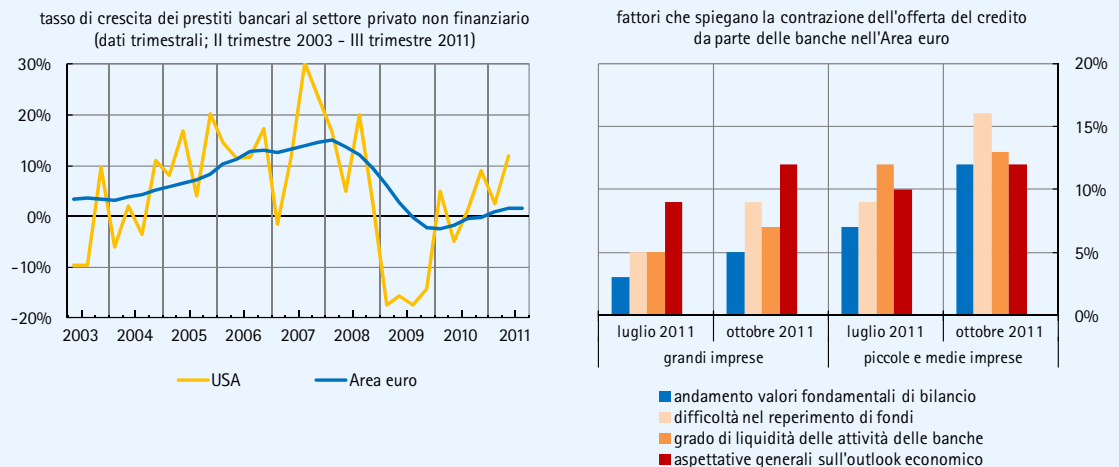
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 3.5 – Indicatori di restrizione dell'offerta del credito alle imprese
(dati mensili; aprile 2007 - ottobre 2011)



Fonte: FED e BCE. Quota percentuale delle banche che hanno segnalato un irrigidimento nei criteri per la concessione dei prestiti al netto della quota percentuale delle banche che hanno segnalato un allentamento.

Figura 3.6 – Andamento dei prestiti bancari e fattori che contribuiscono alla restrizione delle condizioni di accesso al credito per le imprese nell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati FED e BCE.

Rispetto alle rating *action* le quotazioni dei CDS indicano una percezione della qualità del credito più allineata fra USA e Europa

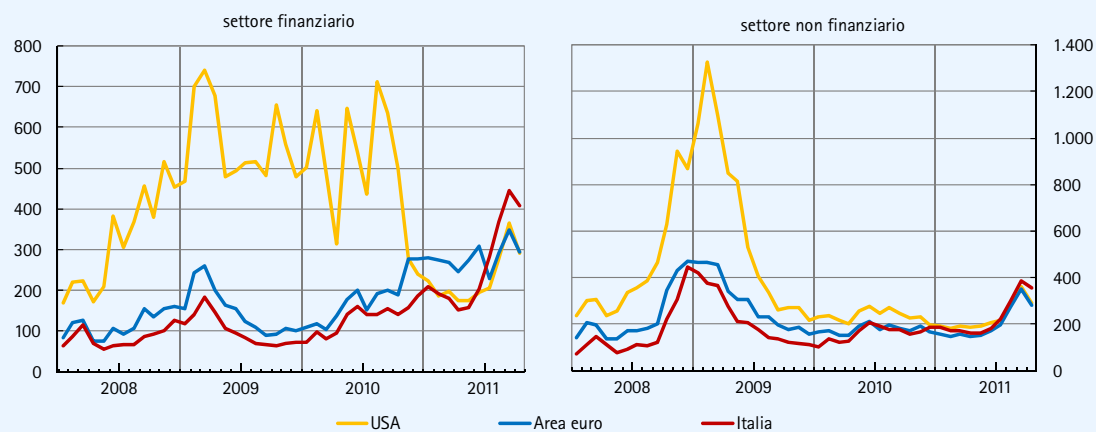
Nonostante la diversità fra Europa e USA che emergono dalle rating *action*, gli indicatori di qualità del credito basati sulle quotazioni dei CDS mostrano un maggiore allineamento delle valutazioni di mercato del rischio di credito fra le due aree geografiche a partire dalla seconda metà del 2011. Infatti a partire da luglio, le quotazioni medie dei CDS delle società finanziarie USA sono aumentate allineandosi a quelle degli emittenti finanziari europei. La crescita delle quotazioni dei CDS degli istituti finanziari italiani ha invece superato la media europea di circa 100 punti base a partire dal terzo trimestre. Le quotazioni dei CDS su società non finanziarie sono cresciute in maniera significativa in tutte le aree geografiche, soprattutto a partire dalla seconda metà dell'anno (di circa 100 punti base a partire da giugno per gli emittenti USA e europei e di quasi 200 punti base per gli emittenti italiani).

I segnali più evidenti di peggioramento della qualità del credito emergono con riferimento agli emittenti con rating speculativo, i cui *spread* obbligazionari sono cresciuti in media di circa 500 e 1.000 punti base a seconda della classe di rating.

Utilizzando indicatori di rischio di credito riferiti all'insieme delle società quotate e basati su modelli teorici che incorporano anche dati contabili oltre che di mercato (EDF - *expected default frequency*), la qualità del credito nel settore *corporate* risulta più bassa negli USA rispetto all'Europa (per effetto essenzialmente di una maggiore incidenza sul listino di società di piccole dimensioni) mentre il *gap* nel settore finanziario che si era amplificato a partire dallo scoppio della crisi dei mutui *sub-prime* si sta progressivamente riducendo.

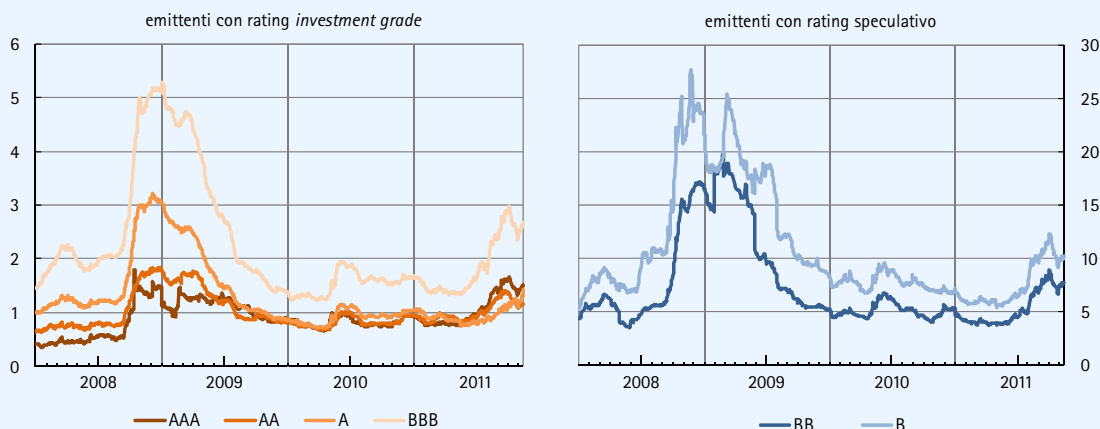
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 3.7 – Valori medi delle quotazioni dei *credit default swap* su emittenti quotati
(CDS a 5 anni; valori in punti base; dati mensili; gennaio 2008 – ottobre 2011)



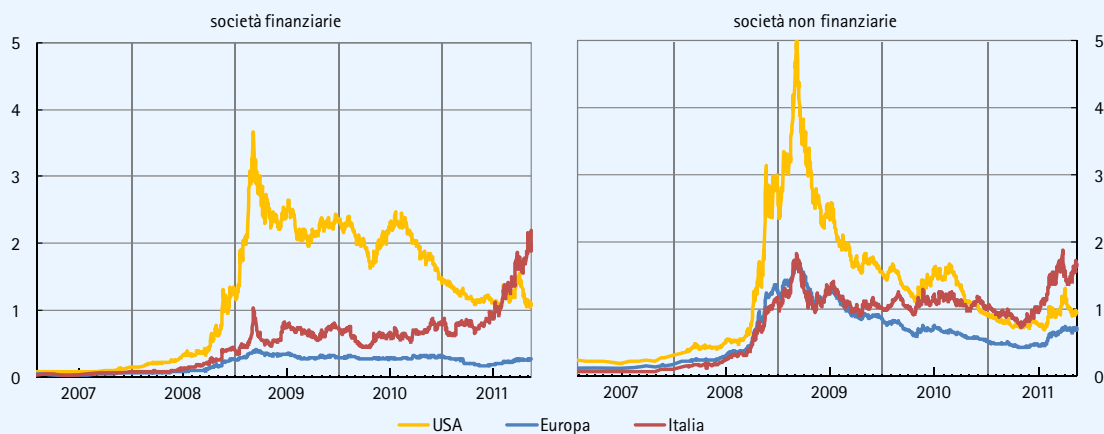
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Figura 3.8 – *Spread* sulle obbligazioni in euro di società non finanziarie
(valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2008 – 15/11/2011)



Fonte: elaborazioni su dati Merrill Lynch e Thomson Reuters. Lo *spread* è misurato rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato tedeschi.

Figura 3.9 – Valori medi della probabilità di *default* attesa (*expected default frequency* – EDF)
per le società quotate su un orizzonte temporale di un anno
(dati giornalieri; 31/01/2007 – 15/11/2011; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Credit Edge.

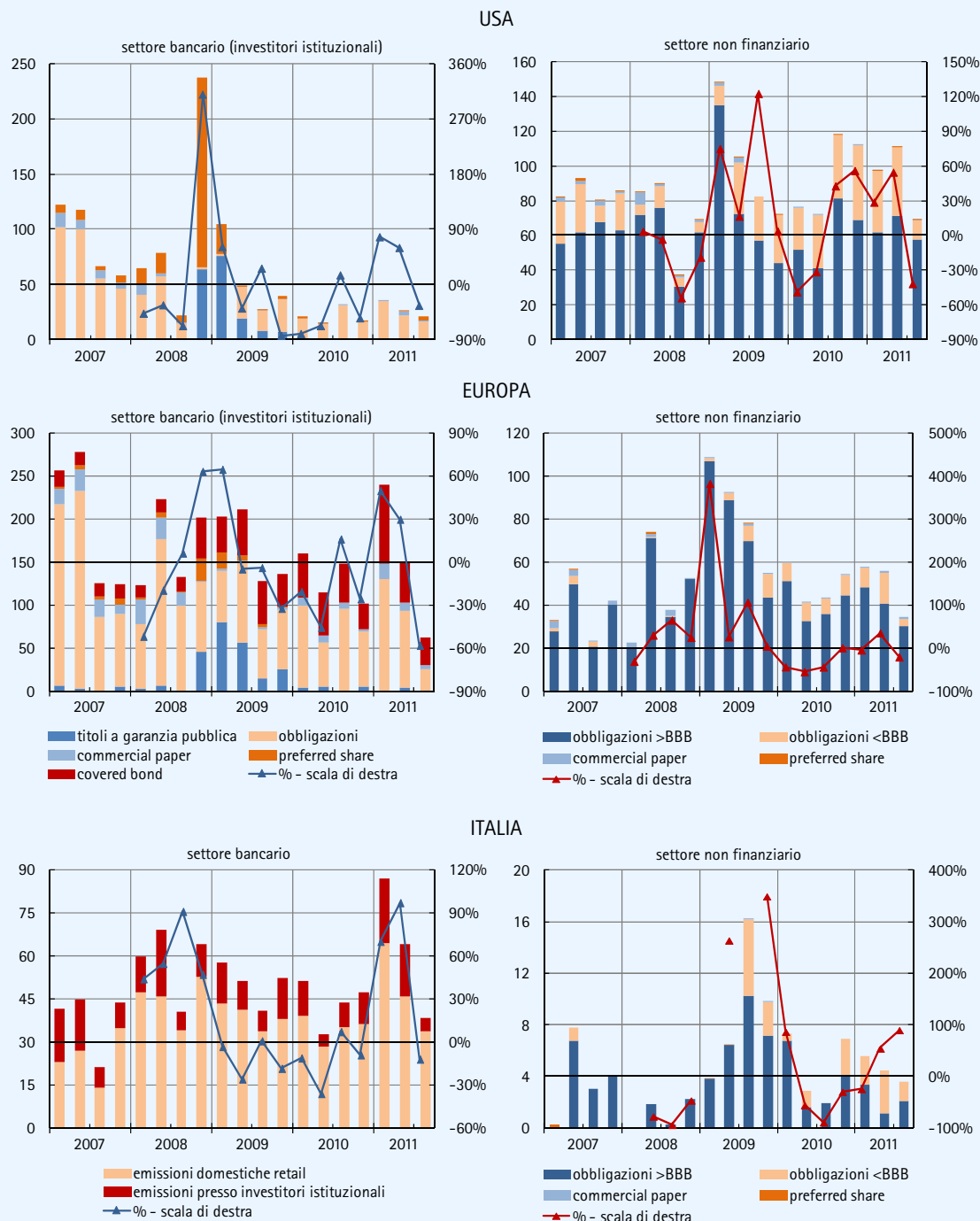
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

La raccolta obbligazionaria delle banche europee ha evidenziato un forte rallentamento nel terzo trimestre dell'anno

Nel terzo trimestre 2011 la raccolta obbligazionaria delle banche europee presso investitori istituzionali ha subito un brusco rallentamento dovuto al peggioramento della percezione della qualità del credito del settore da parte degli investitori e alla minore convenienza a ricorrere a questo segmento del mercato per via del forte aumento degli *spread* richiesti; questa dinamica ha determinato un aumento della raccolta a breve collateralizzata (*repo*) e il persistere di un elevato livello delle operazioni di rifinanziamento presso la BCE (cfr. Cap. 1). Anche negli USA la raccolta obbligazionaria delle banche è rimasta stagnante, mentre quella *corporate* ha fatto registrare un significativo calo nel terzo trimestre. Sono emersi nuovi segnali di rallentamento nel mercato delle cartolarizzazioni USA, che rimane alimentato quasi esclusivamente dalle operazioni delle *agency*, mentre in Europa tale comparto del mercato è ancora sostanzialmente fermo.

Figura 3.10 – Emissioni obbligazionarie

(dati trimestrali in miliardi di euro; variazione % rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente)

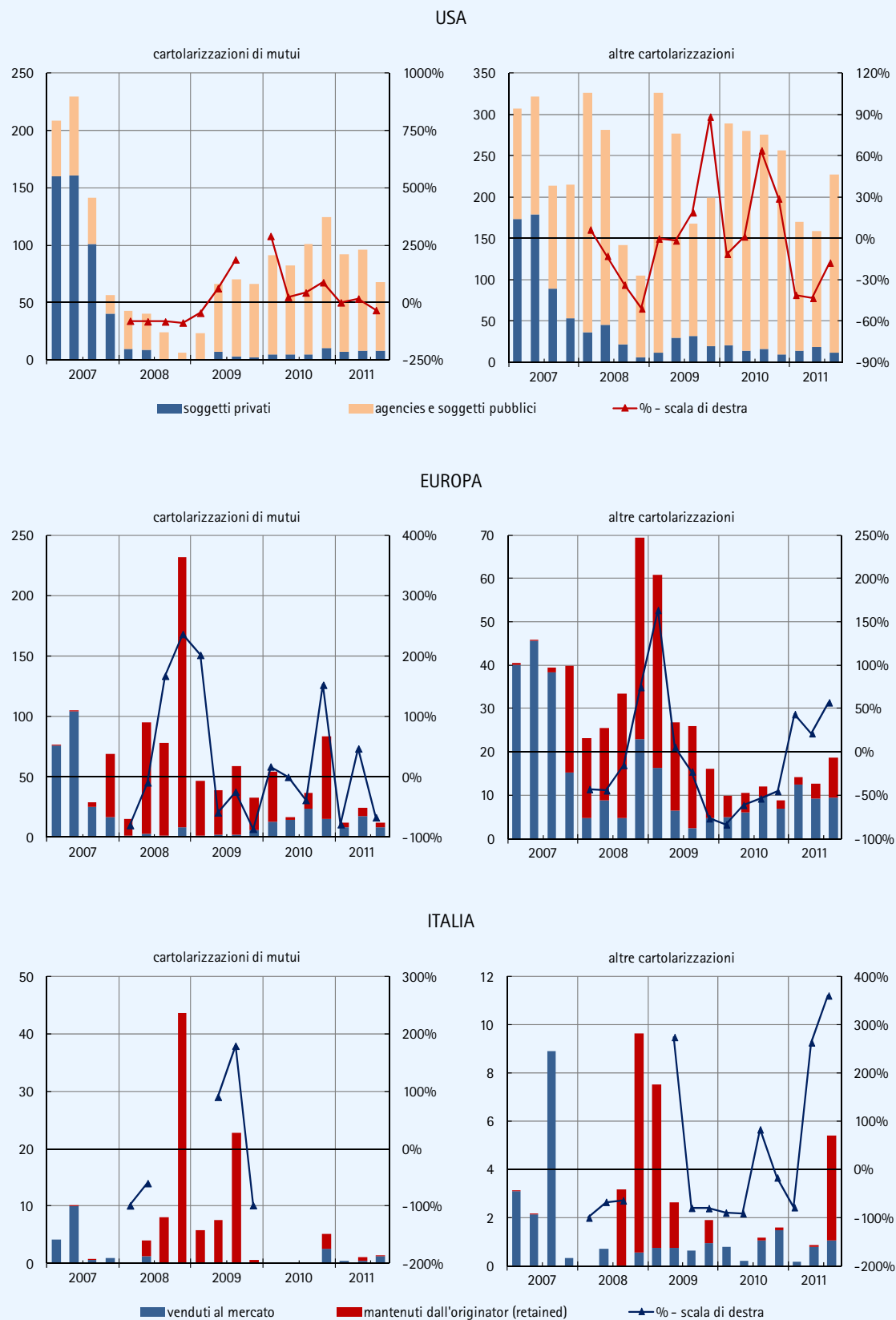


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. I dati per l'Europa si riferiscono ai collocamenti di società con sede legale in Italia, Francia, Germania, Spagna, Olanda e UK e alle loro controllate (anche se con sede in altri paesi).

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 3.11 – Emissioni di cartolarizzazioni

(dati trimestrali in miliardi di euro; variazione % rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente)



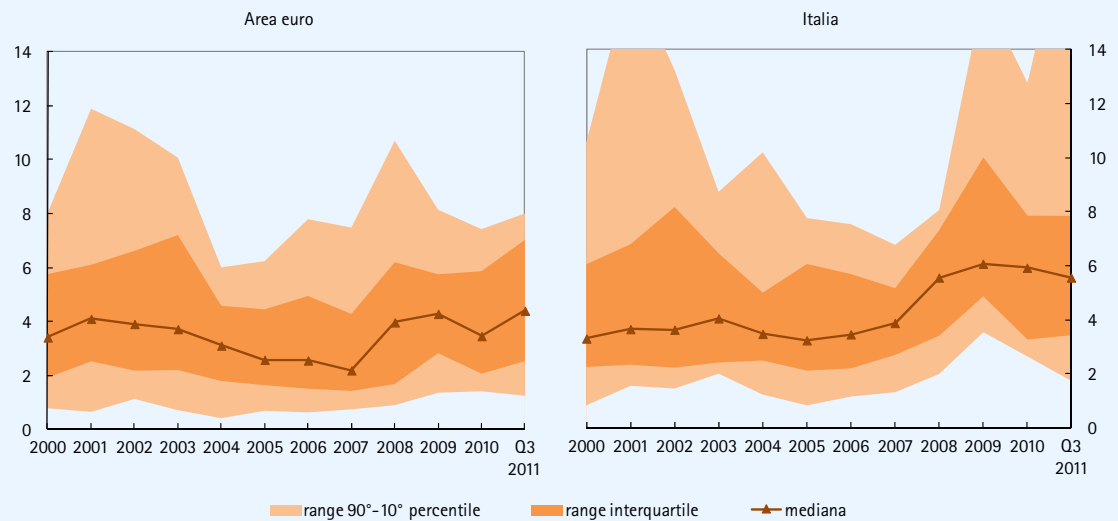
Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. I dati per l'Europa si riferiscono a titoli garantiti da asset di società con sede legale in Italia, Francia, Germania, Spagna, Olanda e UK o di loro controllate.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

Aumenta la leva finanziaria delle principali imprese quotate nel settore *corporate* europeo mentre cresce il grado di patrimonializzazione delle banche

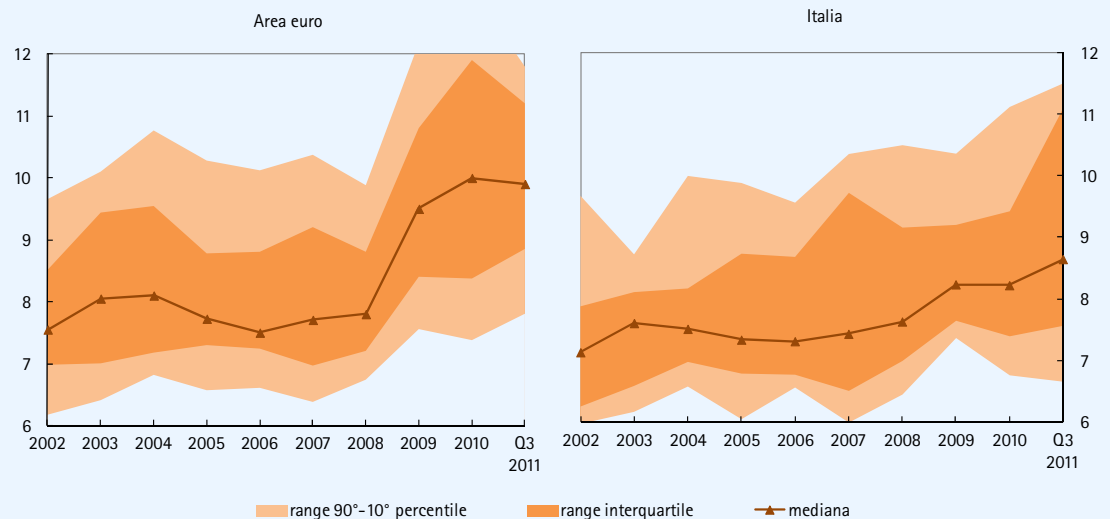
I dati contabili al terzo trimestre 2011 mostrano una crescita del livello medio di indebitamento delle principali imprese quotate non finanziarie europee in rapporto alla redditività; il rapporto debiti finanziari/Ebit si è attestato infatti su valori superiori a 4, essenzialmente per effetto di una contrazione dei margini. Il livello di indebitamento delle società *corporate* italiane, pur se in lieve calo, rimane superiore a quello rilevato per le principali imprese europee e il rapporto medio debiti/Ebit a settembre 2011 risultava di poco inferiore a 6. Nel settore bancario il Tier1 delle principali banche quotate europee è rimasto in media sostanzialmente stabile rispetto ai valori di fine 2010, sebbene esso sia cresciuto in maniera significativa nei primi 9 mesi dell'anno per le banche che avevano un livello di patrimonializzazione più basso. Le banche quotate italiane hanno accresciuto sensibilmente il Tier1 ma continuano a mostrare livelli medi di patrimonializzazione più bassi rispetto alle principali banche europee (si veda anche il successivo Cap. 4).

Figura 3.12 – Indebitamento delle principali imprese quotate non finanziarie (debiti finanziari/Ebit)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti all'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 (Area euro) e ai principali gruppi quotati italiani. Il rapporto debiti finanziari/Ebit è calcolato solo per le imprese con Ebit positivo. I dati di conto economico della terza trimestrale 2011 sono annualizzati.

Figura 3.13 – Patrimonializzazione delle banche quotate (Tier 1)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle banche incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx Bank (Europa) e sulle banche quotate italiane.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

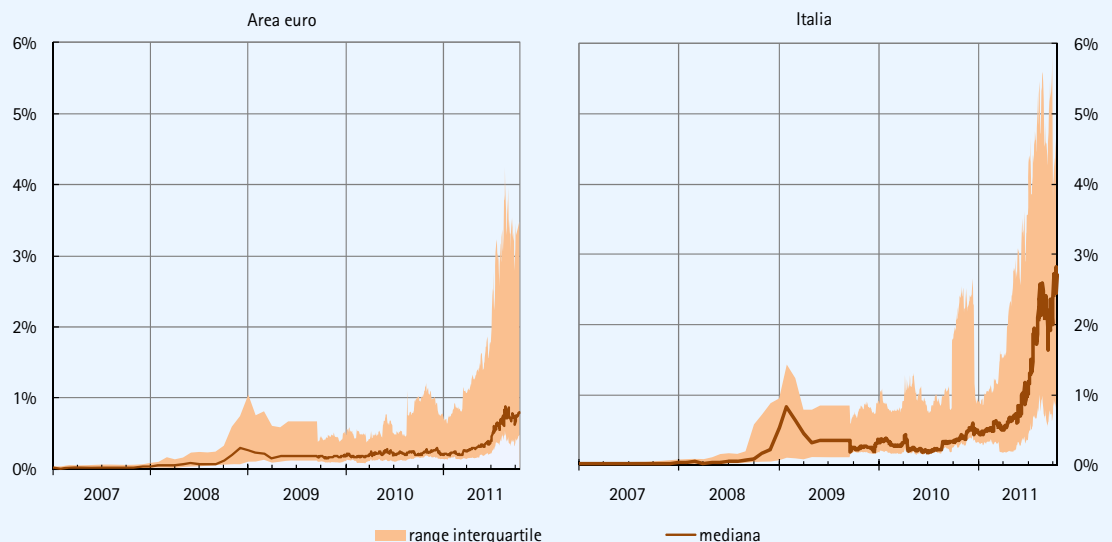
L'aumento delle quotazioni dei CDS delle principali banche italiane è in parte legato al maggiore peso di fattori di natura sistemica nella determinazione del premio al rischio e tende a sovrastimare la probabilità di default rispetto a indicatori basati su dati contabili

A partire dall'inizio dell'anno, i primi 6 gruppi bancari italiani hanno evidenziato una probabilità attesa di insolvenza, basata su modelli teorici che incorporano anche dati contabili oltre che di mercato (EDF – *expected default frequency*), significativamente più elevata rispetto alla media dei principali gruppi bancari europei; segnali analoghi emergono dai rating impliciti nelle quotazioni azionarie, dei CDS e degli *spread* obbligazionari. Il rating implicito basato sulle quotazioni azionarie per le banche italiane, così come per le banche europee, è incominciato a risultare più basso di quello basato dell'andamento dei CDS già a partire dalla fine del 2010, evidenziando una maggiore reattività del mercato azionario nell'incorporare i segnali di peggioramento della qualità del credito. Per le banche italiane il rating implicito negli *spread* obbligazionari e quello implicito nelle quotazioni dei CDS si è progressivamente allineato, mentre per le banche europee il rating implicito nei CDS rimane largamente inferiore a quello implicito negli *spread* obbligazionari. I risultati di modelli statistici di analisi dell'andamento delle quotazioni dei CDS delle banche segnalano che a partire dalla metà del 2011 è aumentata la probabilità che uno shock relativo a una singola banca si trasmetta al resto del sistema (rischio sistemico), sia per le banche italiane sia per quelle europee.

A partire da luglio le quotazioni dei CDS hanno incominciato a sovrastimare significativamente il rischio di credito delle banche italiane rispetto all'EDF (*expected default frequency*), così come accadeva per le banche spagnole già dal 2010, mentre per le banche tedesche si è osservato un fenomeno opposto (probabilità di insolvenza implicita nei CDS più bassa dell'EDF); per le banche francesi CDS e EDF tendono a dare indicazioni sulla probabilità di insolvenza abbastanza allineate.

In generale, si è ridotto il peso dei fattori legati ai fondamentali dei singoli emittenti (rischio idiosincratico) nel processo di formazione delle aspettative degli investitori sul rischio di credito ed è invece aumentato il peso di fattori di natura sistemica riconducibili alle ripercussioni del deterioramento dell'*outlook* macroeconomico e alla crisi del debito sovrano. Analisi statistiche indicano, infatti, che il livello di rischio sistemico ha inciso in modo sempre più significativo nella determinazione delle quotazioni dei CDS delle banche a partire da luglio 2011 e che questo fenomeno è stato più marcato per le banche italiane.

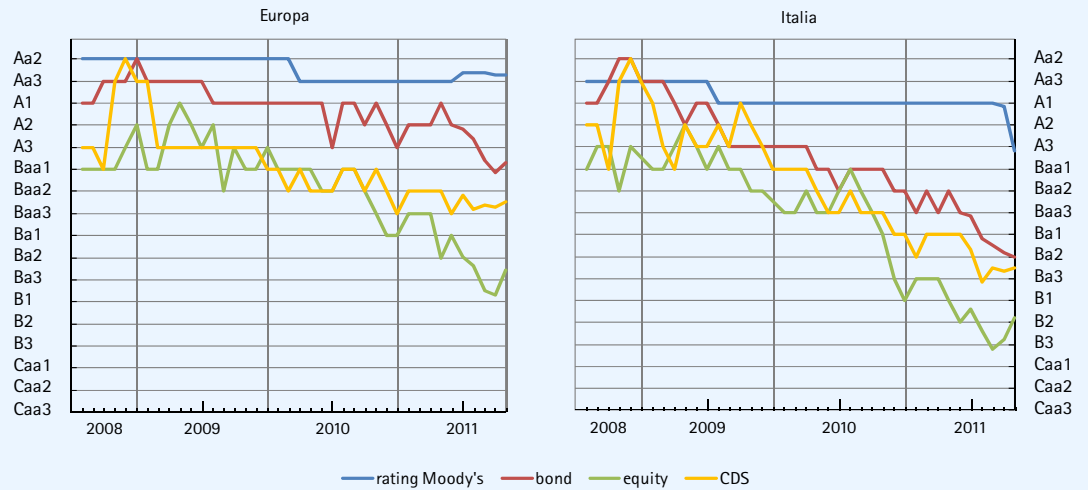
Figura 3.14 – Probabilità di default attesa (*expected default frequency* – EDF) su un orizzonte temporale di un anno per i principali gruppi bancari
(dati giornalieri; 31/01/2007 – 15/11/2011; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Credit Edge. Dati relative alle banche incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le banche italiane) e ai primi 6 gruppi bancari italiani.

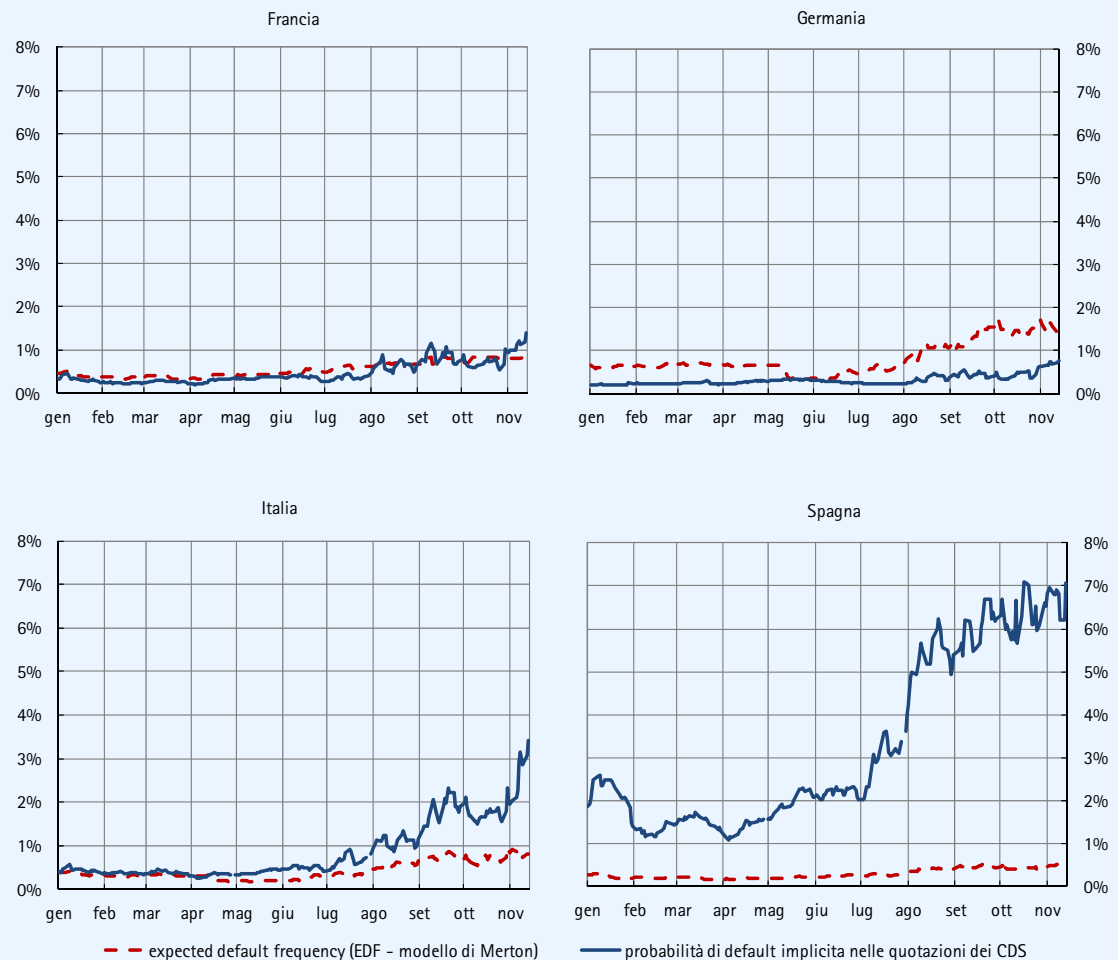
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 3.15 – Rating impliciti nei prezzi degli strumenti finanziari delle principali banche europee e italiane



Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Dati medi relativi alle banche incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le banche italiane) e ai primi 6 gruppi bancari italiani.

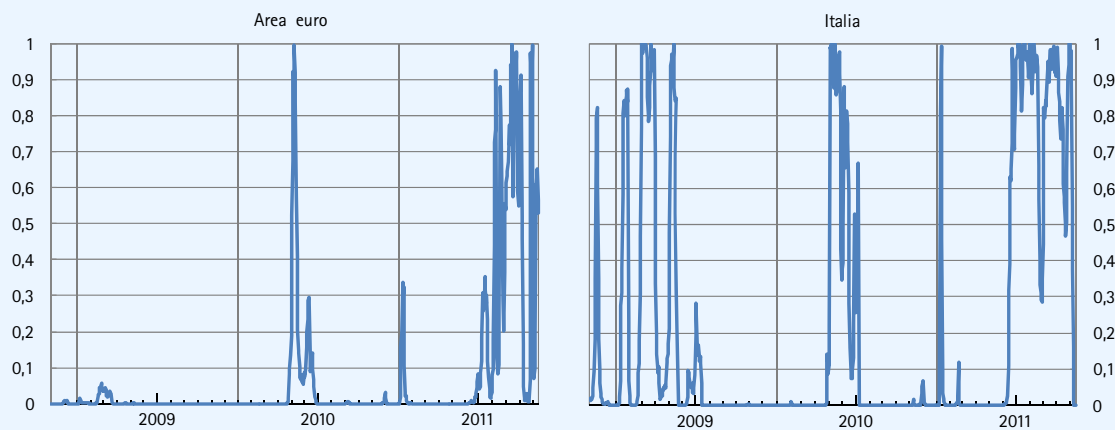
Figura 3.16 – Valori medi della expected default frequency (EDF) e della probabilità di default implicita nelle quotazioni dei CDS per gli emittenti bancari (valori medi; dati giornalieri; 01/01/2011 - 15/11/2011)



Fonte: elaborazioni su dati Moodys Credit Edge.

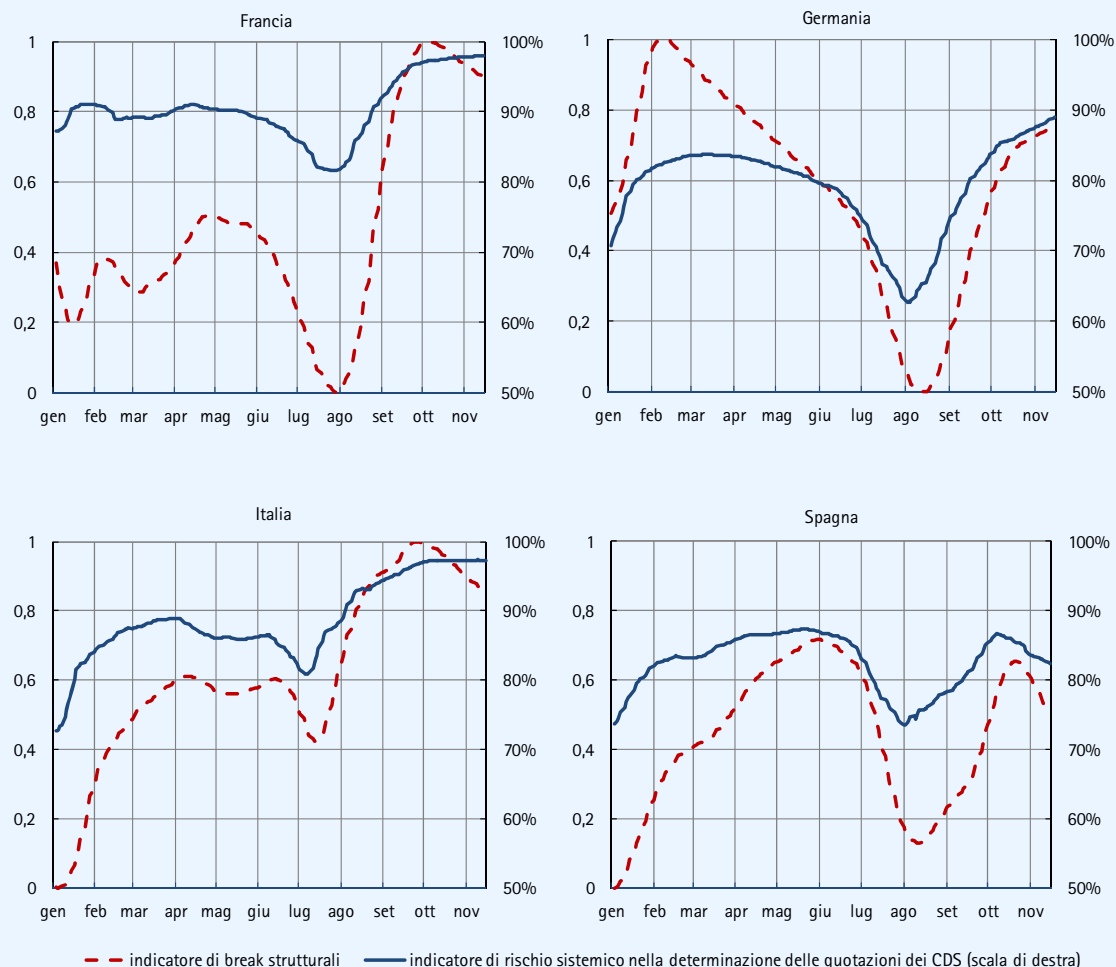
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 3.17 – Probabilità di *joint distress* delle banche
(dati giornalieri; 01/11/2008 - 15/11/2011)



Le probabilità sono stimate applicando il *Markov switching regime model* sulle serie delle variazioni giornaliere delle quotazioni dei *credit default swap* a 5 anni.

Figura 3.18 – Incidenza di fattori di natura sistemica sull'andamento delle quotazioni dei CDS delle banche
(dati giornalieri; 01/01/2011 - 15/11/2011)



L'importanza del livello di rischio sistemico nella determinazione delle quotazioni dei CDS è stata calcolata stimando la varianza spiegata dalla prima componente principale dei CDS. L'indicatore di *break* strutturale è stimato confrontando l'andamento dell'indicatore di rischio sistemico con i suoi valori storici (Longstaff e Rajan, 2006).

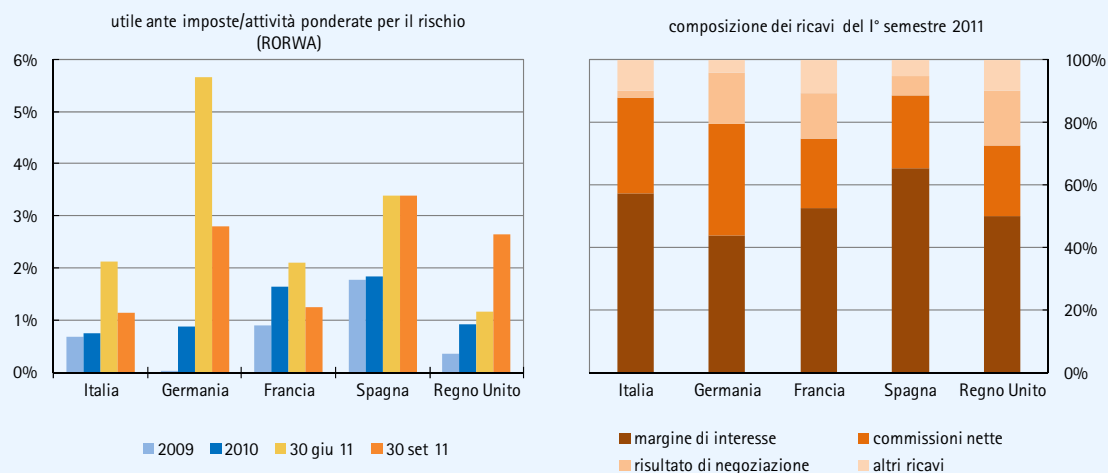
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
- 4. Le banche e la gestione del risparmio**

Le banche e la gestione del risparmio

La redditività delle principali banche europee ha subito un rallentamento nel terzo trimestre dell'anno per effetto dell'acutizzarsi delle tensioni sul debito sovrano dell'Area euro; tuttavia, la redditività è in crescita rispetto al 2010

Nel corso dei primi 9 mesi del 2011 la redditività delle principali banche europee è rimasta su valori in media superiori a quelli del 2010 ma ha subito un rallentamento per le banche dei paesi dell'Area euro nel terzo trimestre dell'anno, per effetto dell'acutizzarsi delle tensioni sul debito sovrano. Le maggiori banche italiane, francesi e tedesche, che nei primi sei mesi dell'anno avevano sperimentato un significativo aumento della redditività sulle attività ponderate per il rischio, nel terzo trimestre dell'anno hanno visto tale risultato ridimensionarsi. Le principali banche italiane continuano a far registrare una redditività (delle attività ponderate per il rischio) inferiore rispetto alla media delle grandi banche europee, in particolare rispetto a Germania e Spagna, ma in linea con quella delle banche francesi; le grandi banche tedesche, in particolare, evidenziano buone performance dopo due anni di margini molto contenuti. Le banche italiane e spagnole mantengono la più alta incidenza del margine di interesse e delle commissioni nette sul totale dei ricavi (tendenzialmente le componenti più stabili del margine di intermediazione) rispetto alle banche degli altri maggiori paesi europei.

Figura 4.1 – Redditività e composizione dei ricavi delle principali banche europee



Fonte: resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Société Générale, Credit Agricole S.A., BNP Paribas, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Santander, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland). Dati annualizzati.

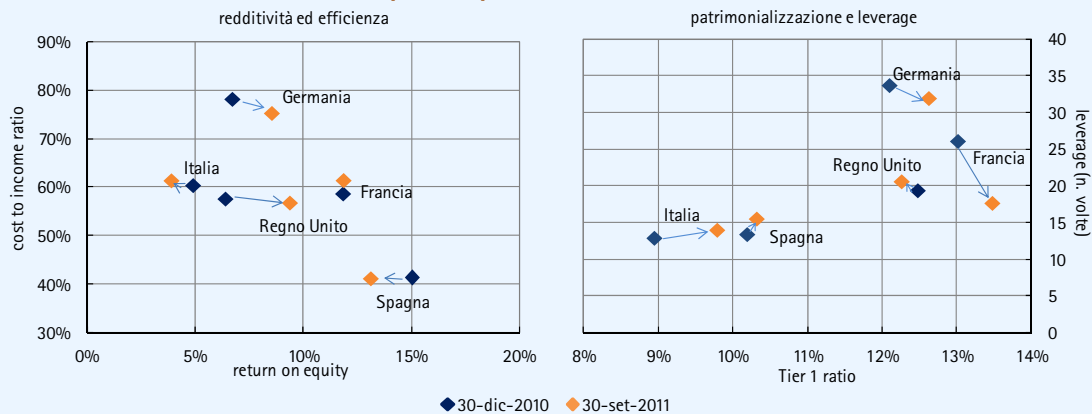
Nel corso del 2011 è aumentato il livello di patrimonializzazione delle principali banche europee ma è cresciuta l'incidenza delle sofferenze

Il Roe medio (depurato delle componenti straordinarie) delle principali banche nei primi 9 mesi dell'anno in Germania è aumentato mentre in Italia e Francia è rimasto stabile. Il livello medio di patrimonializzazione è aumentato in tutti i principali paesi europei; nei primi 9 mesi del 2011 il Tier1 medio delle banche italiane è cresciuto significativamente portandosi su livelli vicini al 10%, di poco inferiori a quelli delle grandi banche spagnole; le maggiori banche francesi, inglesi e tedesche hanno invece un Tier1 medio superiore al 12%.

L'incidenza delle sofferenze sul totale dei crediti risulta in aumento per tutte le principali banche europee. Per le banche italiane l'incidenza media delle sofferenze sui crediti lordi alla fine del terzo trimestre del 2011 ha superato il 6%, valore che risulta fra i più elevati in Europa dopo quello delle banche inglesi; il flusso delle rettifiche su crediti delle banche italiane è invece in flessione rispetto al biennio precedente e inferiore a quello registrato dalle banche spagnole e inglesi.

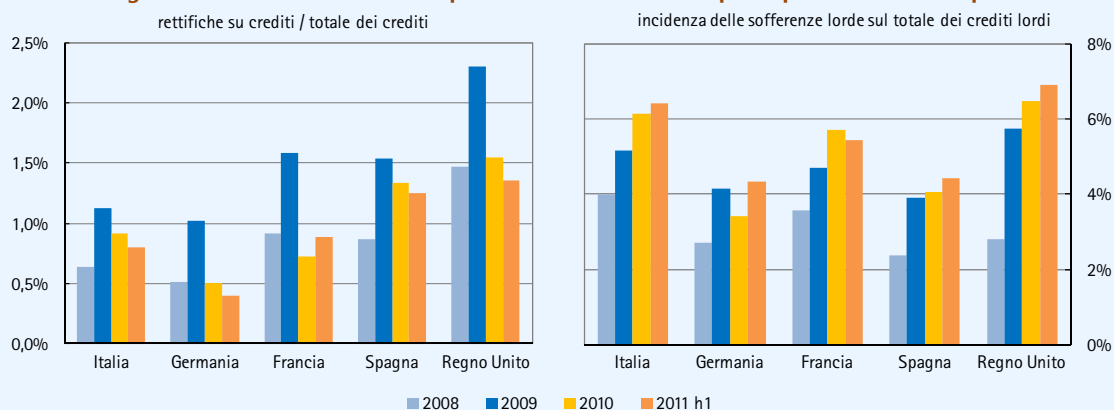
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
- 4. Le banche e la gestione del risparmio**

Figura 4.2 – Variazione della redditività e della patrimonializzazione per le principali banche europee nei primi nove mesi del 2011



Fonte: resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Société Générale, Credit Agricole S.A., BNP Paribas, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Santander, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland). Roe ante imposte annualizzato depurato delle componenti straordinarie e calcolato su patrimonio netto di fine periodo.

Figura 4.3 – Evoluzione della qualità del credito delle principali banche europee



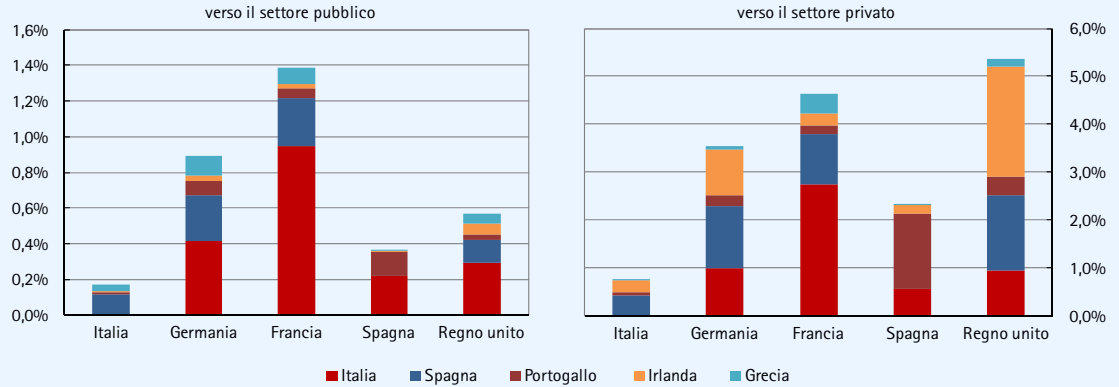
Fonte: relazioni semestrali consolidate delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Société Générale, Credit Agricole S.A., BNP Paribas, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Santander, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland). Dati annualizzati.

Le banche francesi e tedesche sono fra le più esposte verso il settore pubblico dei paesi dell'Area euro con maggiori squilibri nei conti pubblici

Al 30 giugno 2011 l'esposizione complessiva delle banche italiane verso i paesi europei con i maggiori squilibri nei conti pubblici risultava estremamente contenuta (circa l'1% del totale attivo). Escludendo l'esposizione verso il debito pubblico domestico, le banche italiane (e in misura minore le banche spagnole) si connotano infatti per una bassa operatività *cross-border* rispetto alle banche tedesche, francesi e inglesi. In termini di totale attivo, l'esposizione di tali banche verso il settore pubblico dei paesi europei con maggiori squilibri nei conti pubblici è pari all'1,4% per la Francia, allo 0,9% per la Germania e a circa lo 0,6% per il Regno Unito; l'esposizione verso il settore privato è invece molto più rilevante (3,5% per la Germania, 4,6% per la Francia e oltre il 5% per il Regno Unito), anche a causa di una significativa presenza operativa tramite sussidiarie operanti in tali paesi. L'esposizione verso il settore pubblico greco risulta più significativa per le banche tedesche e francesi, anche se complessivamente modesta in termini di totale attivo, mentre l'esposizione verso il debito pubblico italiano e spagnolo è significativa per tutti i maggiori paesi europei. Complessivamente, le banche inglesi sono più esposte nei confronti di Irlanda e Spagna, le banche francesi verso Italia e Spagna, le banche tedesche verso Spagna e Irlanda e le banche spagnole verso Portogallo e Italia. Considerando sia il settore pubblico che quello privato, le banche francesi risultano quelle con l'esposizione complessiva più elevata ai paesi con rilevanti squilibri nei conti pubblici (circa il 6% del totale attivo), mentre l'esposizione complessiva delle banche italiane a tali paesi (escludendo quella sullo stesso debito pubblico italiano) è la più bassa.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
- 4. Le banche e la gestione del risparmio**

Figura 4.4 – Esposizione delle banche verso alcuni paesi dell'Area euro
(dati al 30 giugno 2011, valori in percentuale del totale attivo)

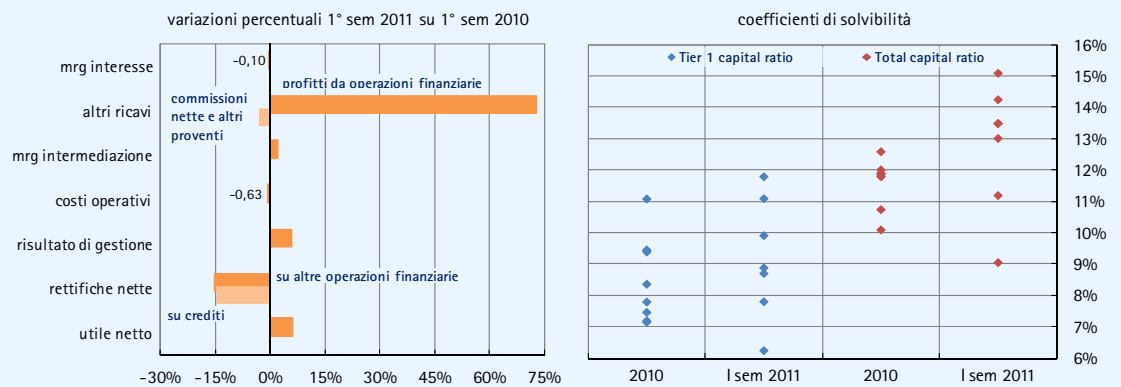


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I dati sono riferiti all'intero sistema bancario di Italia, Germania, Francia e Spagna. Sono escluse le esposizioni verso il paese d'origine.

Nel primo semestre del 2011 è aumentata la redditività e la patrimonializzazione delle banche italiane. La raccolta obbligazionaria presso gli investitori istituzionali ha subito una riduzione nel terzo trimestre mentre quella presso il *retail* è rimasta stabile

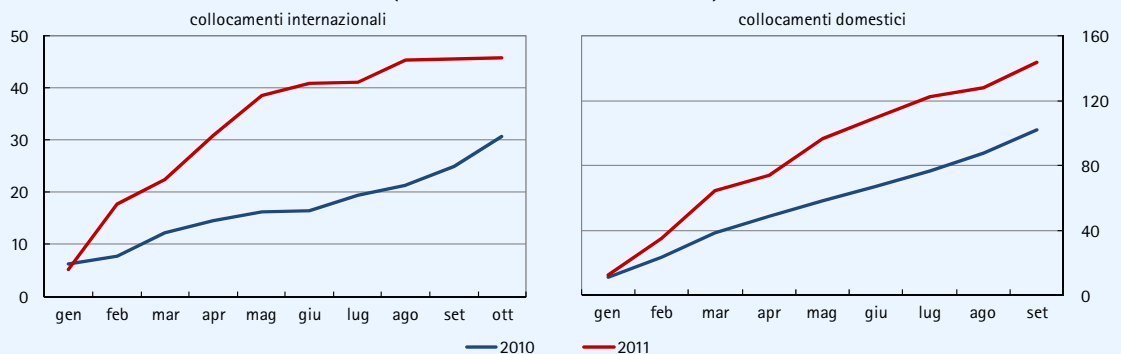
Nel primo semestre dell'anno i dati contabili dei principali gruppi bancari italiani hanno evidenziato un lieve aumento del margine di intermediazione dovuto principalmente alla crescita dei profitti da operazioni finanziarie, mentre il margine di interesse e le commissioni hanno mostrato un lieve rallentamento; la crescita del risultato di gestione e la riduzione delle rettifiche hanno determinato una crescita dell'utile netto di circa il 7%. Nel primo semestre il Tier1 e il *total capital ratio* sono cresciuti per quasi tutti i maggiori gruppi bancari. La raccolta obbligazionaria si è concentra in gran parte nella prima metà dell'anno, in particolare quella presso investitori istituzionali; i collocamenti presso la clientela *retail* hanno mostrato invece una crescita rispetto al 2010 e una dinamica più stabile anche nel corso del terzo trimestre del 2011.

Figura 4.5 – Conto economico e coefficienti di solvibilità dei principali gruppi bancari italiani



Fonte: elaborazione su bilanci consolidati. Dati relativi ai primi 8 gruppi bancari per totale attivo.

Figura 4.6 – Obbligazioni emesse da banche italiane
(valori cumulati in miliardi di euro)



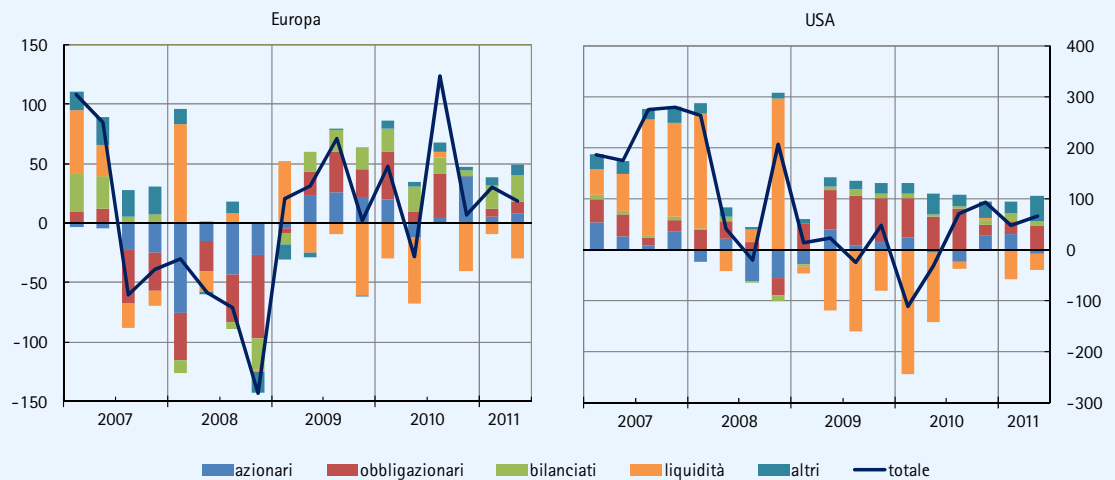
Fonte: elaborazioni su dati Consob, Kler's e Dealogic.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
- 4. Le banche e la gestione del risparmio**

La raccolta dei fondi comuni nel primo semestre del 2011 è stata sostenuta sia in Europa sia negli USA

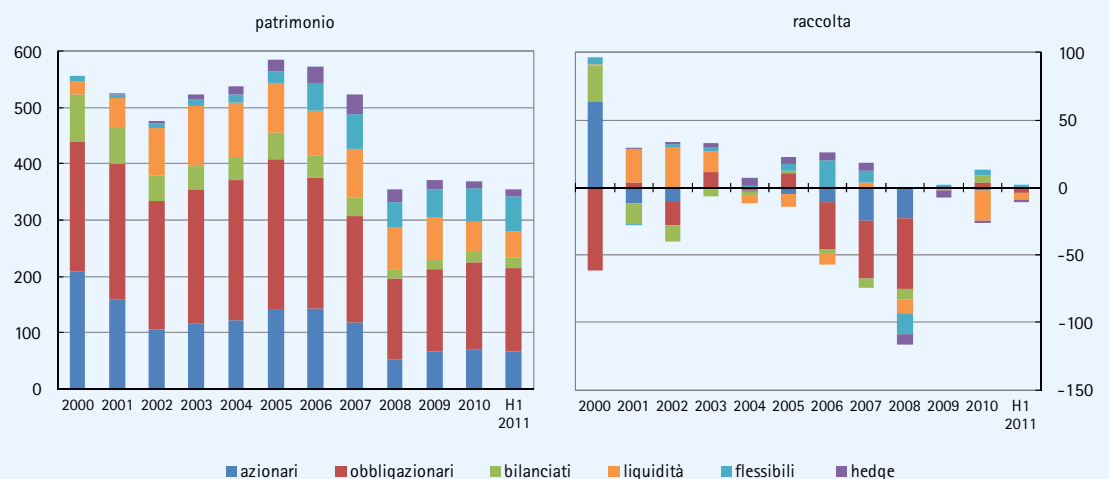
Nei primi 6 mesi del 2011 la raccolta dei fondi comuni è stata positiva sia in Europa sia negli USA, nonostante la persistenza dei deflussi dai fondi di liquidità. In Europa il mercato è stato trainato dalla raccolta dei fondi bilanciati, mentre negli USA il contributo maggiore è venuto dai fondi obbligazionari. In Italia la raccolta netta dei fondi comuni è stata negativa, per effetto dei riscatti dai fondi di liquidità, ma i deflussi sono risultati più contenuti rispetto al trend emerso nel 2010.

Figura 4.7 – Raccolta dei fondi comuni
(valori in miliardi di euro)



Fonte: EFAMA e ICI.

Figura 4.8 – Patrimonio e raccolta dei fondi comuni promossi da intermediari italiani
(valori in miliardi di euro)



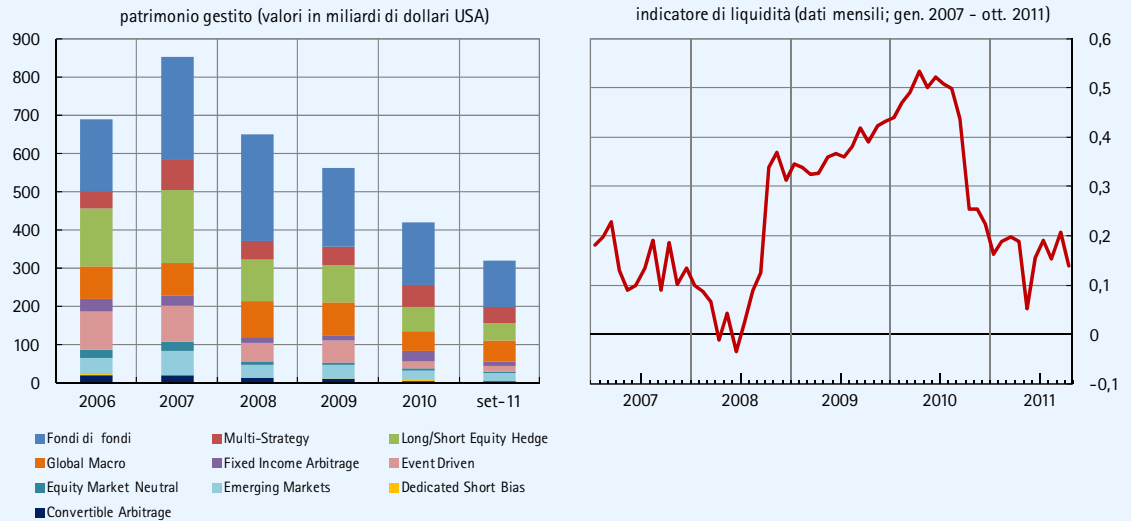
Fonte: Assogestioni.

Nei primi 9 mesi del 2011 il patrimonio dei fondi speculativi si è ridotto di circa 1/4 per effetto di riscatti e riduzione del valore degli asset. È aumentato il rischio di liquidità e di mercato

Nel 2011 si è registrata una significativa flessione del valore del patrimonio gestito dai fondi speculativi, legato sia alla diminuzione del valore di alcuni asset sia al flusso di riscatti da parte di investitori istituzionali che hanno risentito delle tensioni legate all'acutizzarsi della crisi del debito sovrano; il rischio di liquidità per gli investitori è cresciuto significativamente a partire dall'inizio dell'anno rispetto al periodo 2009-2010. A partire dalla seconda metà del 2011 si è registrata una generalizzata flessione dei rendimenti dei fondi ed è aumentato il rischio di mercato. La correlazione fra i rendimenti dei fondi speculativi, che misura il grado di impatto a livello sistemico sui mercati finanziari delle strategie di investimento adottate dagli hedge fund, pur essendo cresciuta si è attestata su valori inferiori rispetto a quelli rilevati nel 2010.

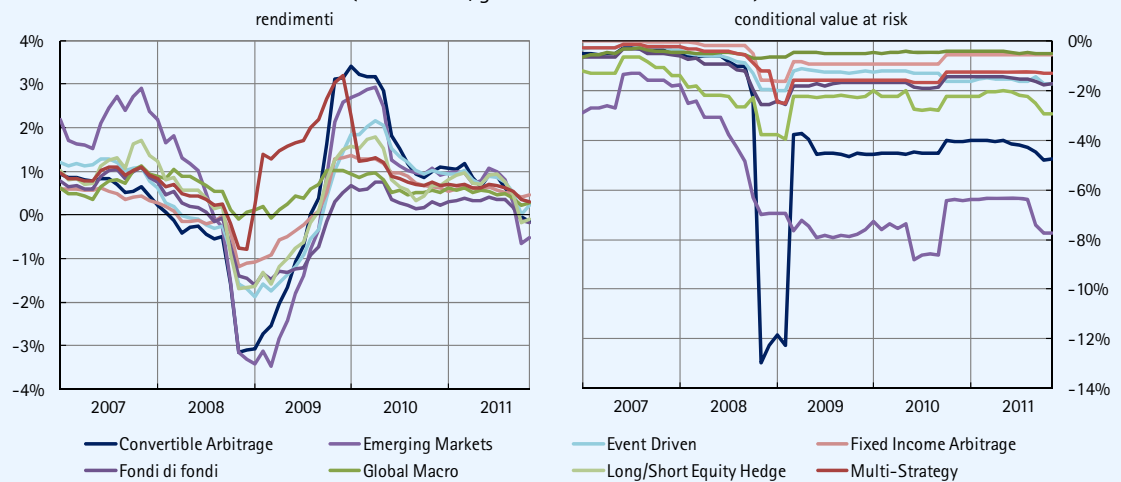
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
- 4. Le banche e la gestione del risparmio**

Figura 4.9 - Patrimonio gestito e livello di liquidità dei fondi speculativi



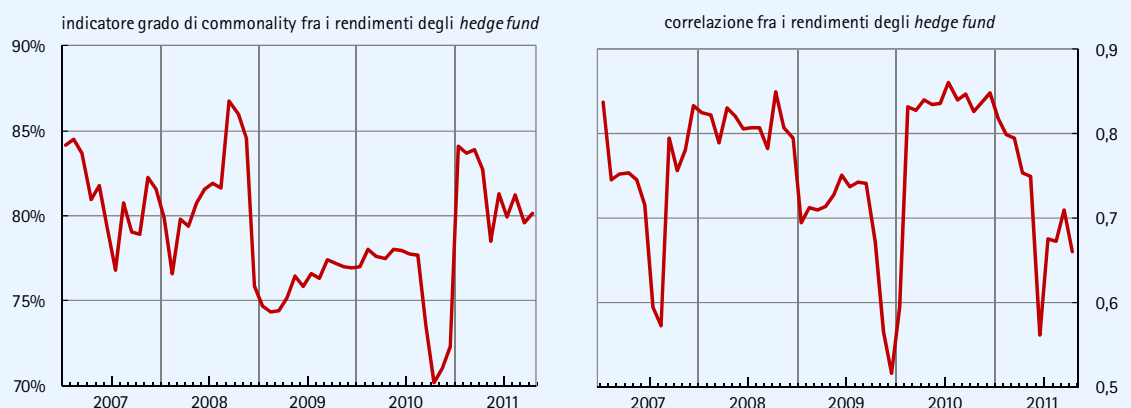
Fonte: elaborazioni su dati HedgeWorld. L'indicatore di liquidità corrisponde al grado di persistenza (indicatore di autocorrelazione compreso tra -1 e 1) degli indici di rendimento riferiti alle singole strategie di investimento (Getmansky, Lo e Makarov, 2004).

Figura 4.10 - Rendimento e rischio dei fondi speculativi
(dati mensili; gennaio 2007 - ottobre 2011)



Fonte: elaborazioni su dati HedgeWorld.

Figura 4.11 - Grado di commonality fra le strategie degli hedge fund
(dati mensili; gennaio 2007 - ottobre 2011)



Fonte: elaborazioni su dati HedgeWorld. Il livello di rischio sistemico è stimato calcolando la varianza spiegata dal primo fattore comune ottenuto tramite l'applicazione di analisi in componenti principali.