

Statistiche e analisi

# Risk outlook

4

giugno 2012



**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 giugno 2012 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:

Nadia Linciano (coordinatore)  
Valeria Caivano  
Monica Gentile  
Claudia Guagliano  
Lucia Pierantoni  
Paola Soccorso  
Eugenia Della Libera

Per eventuali informazioni e chiarimenti scrivere a: [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it).

**Risk dashboard**

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati
3. Le società non finanziarie
4. Le banche

## La congiuntura e i rischi

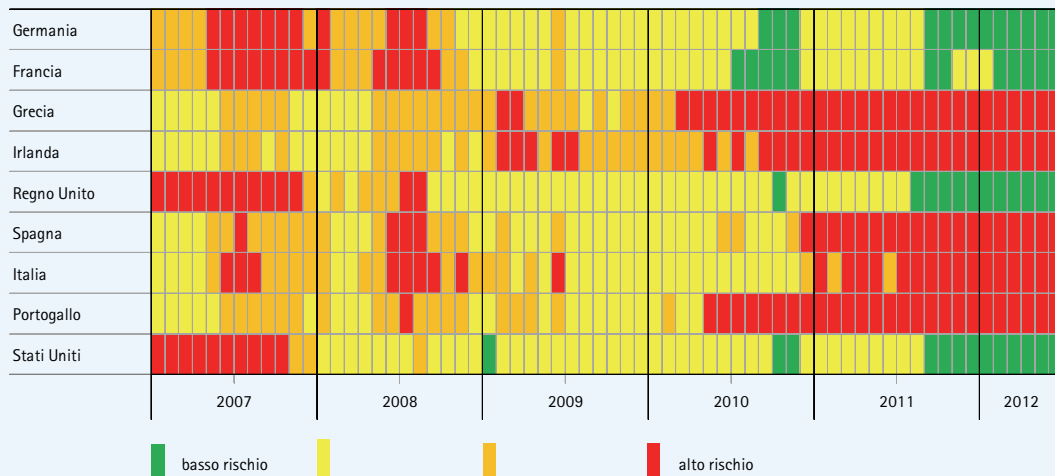
Nel primo semestre del 2012 l'Area euro ha conosciuto dapprima un'attenuazione e poi un nuovo inasprimento della crisi del debito sovrano. Fino al mese di marzo, infatti, i mercati finanziari avevano beneficiato delle misure non convenzionali adottate dalla Banca centrale europea, che avevano allentato le tensioni di liquidità nel sistema bancario e favorito un abbassamento delle curve dei tassi *sovereign* dei paesi più esposti agli squilibri di finanza pubblica. A partire da aprile, tuttavia, le incertezze sull'evoluzione della crisi greca e le difficoltà del sistema bancario spagnolo hanno confermato sia la rapidità e l'intensità dei fenomeni di contagio all'interno dell'Area sia le vulnerabilità derivanti dalla forte interdipendenza tra il rischio sovrano e il rischio bancario. I riflessi sui mercati finanziari, e in particolare sui rendimenti dei titoli governativi, sono stati immediati, in un contesto di accentuata volatilità e riduzione della liquidità. Tali andamenti hanno alimentato un ulteriore deterioramento delle aspettative sull'attività economica nell'Area euro, sebbene le previsioni delle principali organizzazioni internazionali indichino un processo positivo, sia pur graduale, di rientro degli squilibri di finanza pubblica nei paesi periferici. L'inversione del ciclo si è riflessa in un calo del tasso di crescita del fatturato delle principali società quotate non finanziarie nell'Area euro. Le banche europee hanno sperimentato un calo di redditività nel corso del 2011, in parziale ripresa nel primo trimestre del 2012, in concomitanza con l'allentarsi delle tensioni sul debito sovrano dell'Area euro. È aumentato il livello di patrimonializzazione, ma è peggiorata la qualità del credito, soprattutto per le banche spagnole, mentre al mese di aprile si coglievano segnali di distensione sul fronte delle condizioni di erogazione del credito.

### Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati
3. Le società non finanziarie
4. Le banche

## Risk dashboard

#### Indicatore di rischio sovrano



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

#### 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-earnings* e *price-to-book value*.

#### Indicatori di liquidità del mercato azionario

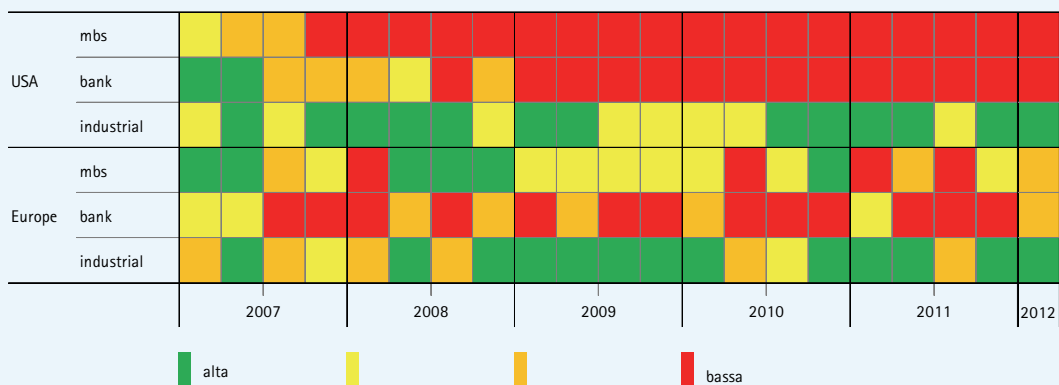


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. L'indicatore di liquidità è calcolato sulla base della distribuzione storica del *relative quoted spread*. Sono presi in considerazione i titoli inclusi nello S&P100, nello Stoxx Europe 50 e nel FTSE Mib.

### Risk dashboard

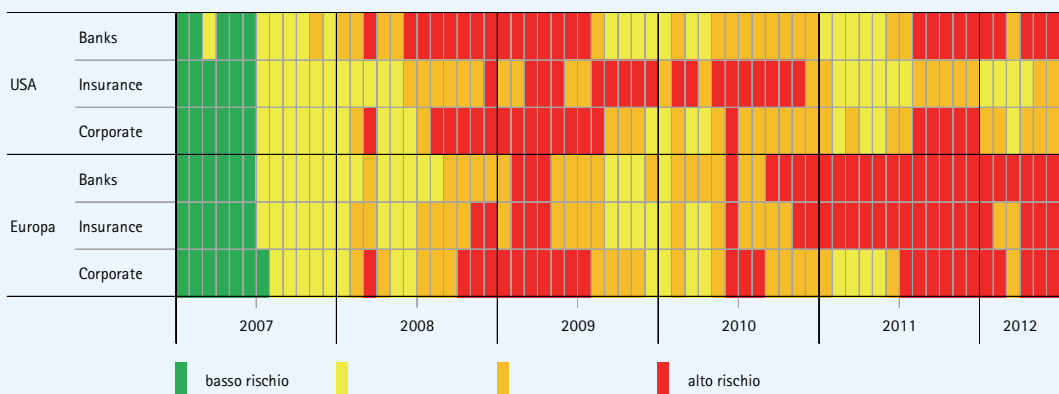
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati
3. Le società non finanziarie
4. Le banche

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



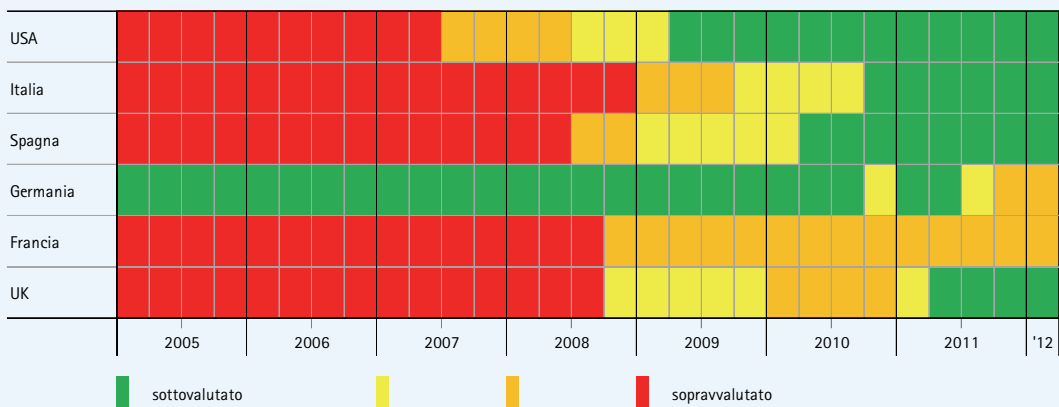
Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. L'indicatore di assorbimento è calcolato confrontando i collocamenti del periodo con la distribuzione storica dei collocamenti degli anni 2003-2006 e correggendo per gli outlier. Dalle obbligazioni bancarie sono escluse quelle assistite da garanzia pubblica.

#### 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.

#### Indicatore di sopra/sottovalutazione dei prezzi degli immobili



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. L'indicatore di sopra/sottovalutazione è calcolato sulla base della distribuzione storica del price-to-rent ratio.

## Risk dashboard

**1. Il quadro macroeconomico**

## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

# Il quadro macroeconomico

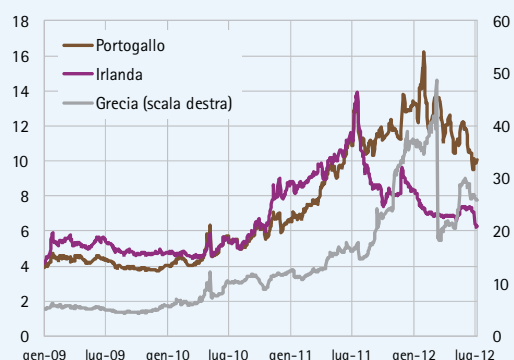
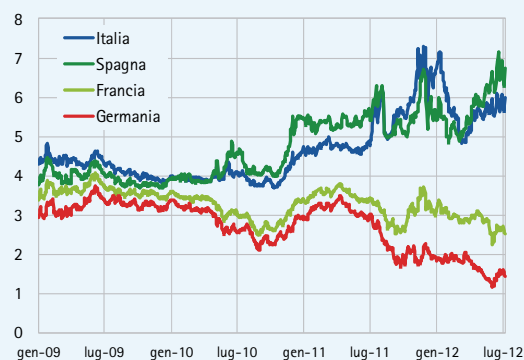
Nel primo semestre del 2012 i rendimenti dei titoli governativi dei principali paesi dell'Area euro hanno registrato un andamento discontinuo, condizionato dalle incertezze sull'evoluzione della crisi greca e dalle difficoltà del sistema bancario spagnolo

Nel primo semestre del 2012 i rendimenti dei titoli di Stato decennali di Francia e Germania hanno registrato un andamento decrescente, mentre i rendimenti di Spagna e Italia sono tornati a crescere a partire dalla fine di marzo. Anche le quotazioni dei Cds di Italia e Spagna hanno mostrato dapprima una riduzione e poi un nuovo incremento. Fino al mese di aprile, in particolare, hanno contribuito ad allentare le tensioni sui mercati dei titoli governativi l'esito positivo del coinvolgimento del settore privato nella risoluzione della crisi greca, gli interventi di consolidamento del debito intrapresi da alcuni paesi dell'Area euro, gli accordi europei relativi ai cosiddetti *six pack* e *fiscal compact* e le operazioni di rifinanziamento a tre anni effettuate dalla Banca centrale europea. Già dalla fine di marzo, tuttavia, le rinnovate incertezze sul quadro politico e sull'evoluzione della crisi greca e le difficoltà del settore bancario spagnolo hanno segnato il riaccendersi della percezione del rischio sovrano per alcuni paesi e, in particolare, per Spagna e Italia, ridimensionando i segnali di distensione emersi all'inizio dell'anno. Sono peggiorate, inoltre, le prospettive di crescita dell'Area euro. All'aumento dello *spread* dei titoli di Stato dei paesi periferici ha contribuito anche la riduzione del rendimento del Bund tedesco (sceso stabilmente sotto il 2% a partire da marzo) sia per un effetto di *flight to quality* sia per la preferenza degli investitori verso titoli che, in quanto assistiti dal massimo rating, consentono di contenere il costo delle operazioni di rifinanziamento con la Banca centrale europea e con controparti centrali.

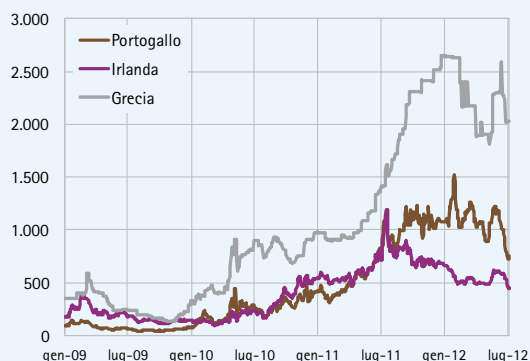
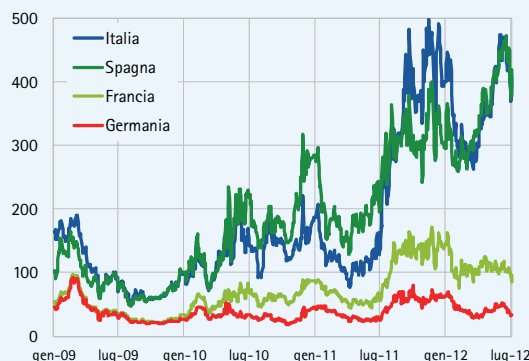
**Figura 1.1 – Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni e CDS sul debito pubblico di alcuni paesi dell'Area euro**

(dati giornalieri; 01/01/2009 – 05/07/2012)

Rendimenti dei titoli di Stato (valori percentuali)



CDS sul debito pubblico (punti base)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Risk dashboard

**1. Il quadro macroeconomico**

2. I mercati

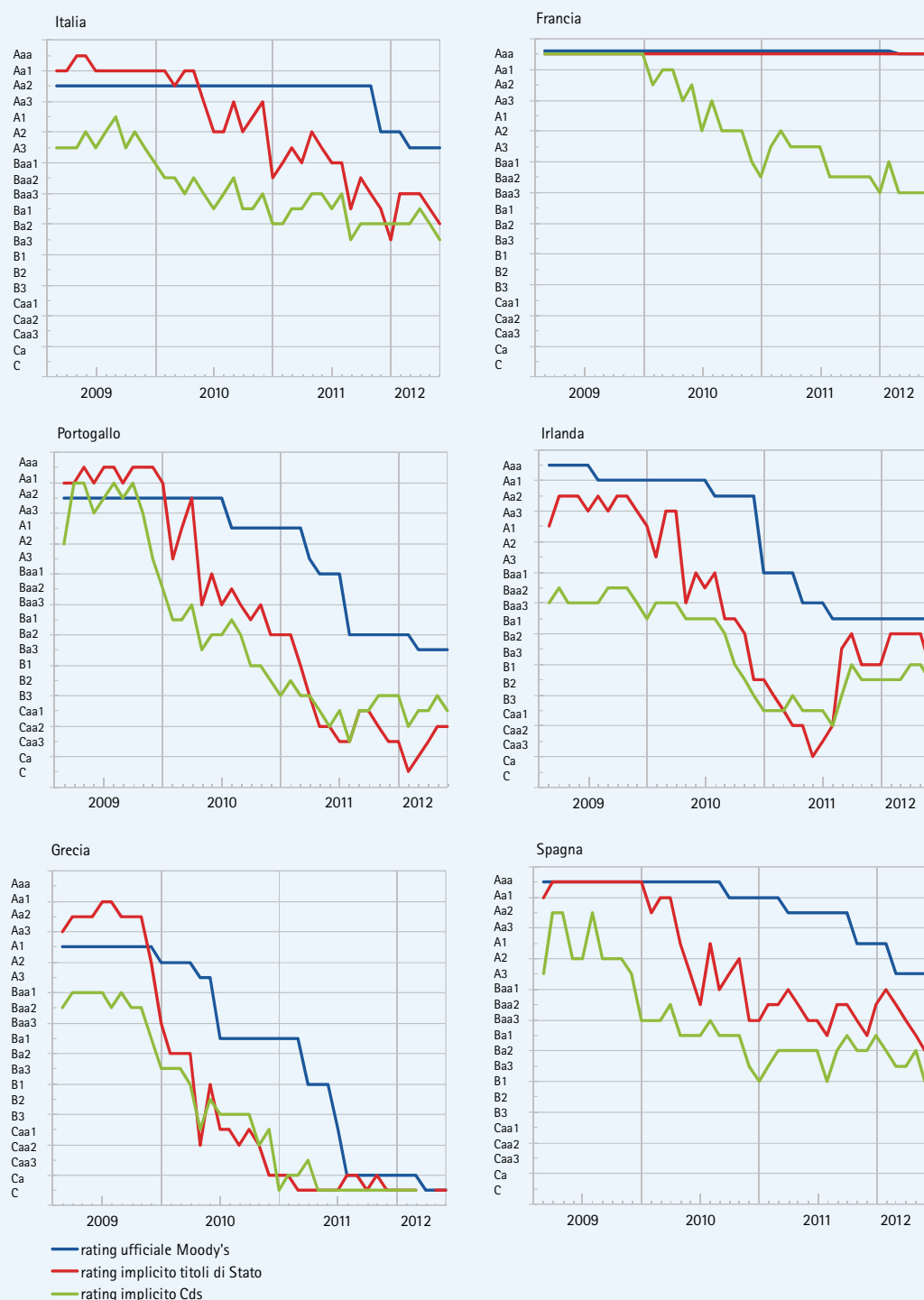
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

La valutazione del rischio di insolvenza implicita nei rendimenti dei titoli di Stato e nelle quotazioni dei Cds sovrastima largamente quella implicita nei rating ufficiali per alcuni grandi paesi dell'Area euro

La percezione del rischio di insolvenza implicita nei rendimenti dei titoli di Stato e nelle quotazioni dei Cds continua a esibire un divario significativo rispetto al rating ufficiale per alcuni grandi paesi dell'Area euro. Gli interventi delle agenzie di rating, che nella seconda metà del 2011 e all'inizio del 2012 hanno più volte declassato il giudizio sui paesi con più forti squilibri di finanza pubblica, hanno probabilmente determinato un eccesso di reazione da parte del mercato e amplificato l'avversione al rischio degli operatori.

**Figura 1.2 – Rating impliciti nei CDS e negli *spread* sui titoli di Stato di alcuni paesi dell'Area euro**



Fonte: elaborazioni su dati Moody's.

Risk dashboard

**1. Il quadro macroeconomico**

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

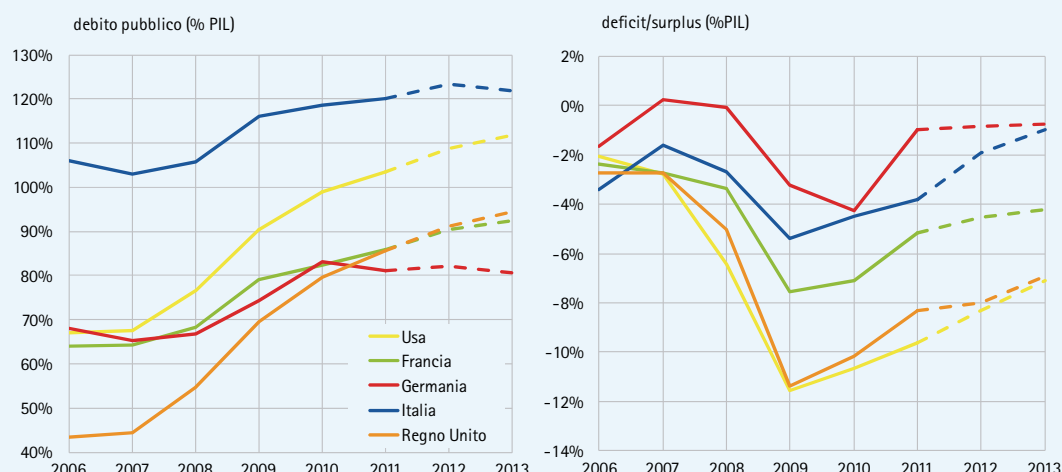
4. Le banche

Il rapporto deficit/Pil dovrebbe migliorare in tutti i principali paesi avanzati, ma il rapporto debito/Pil continuerà ad aumentare negli Usa e UK.

La correzione dei saldi di finanza pubblica sarà più graduale nei paesi periferici dell'Area euro, per via delle condizioni cicliche negative

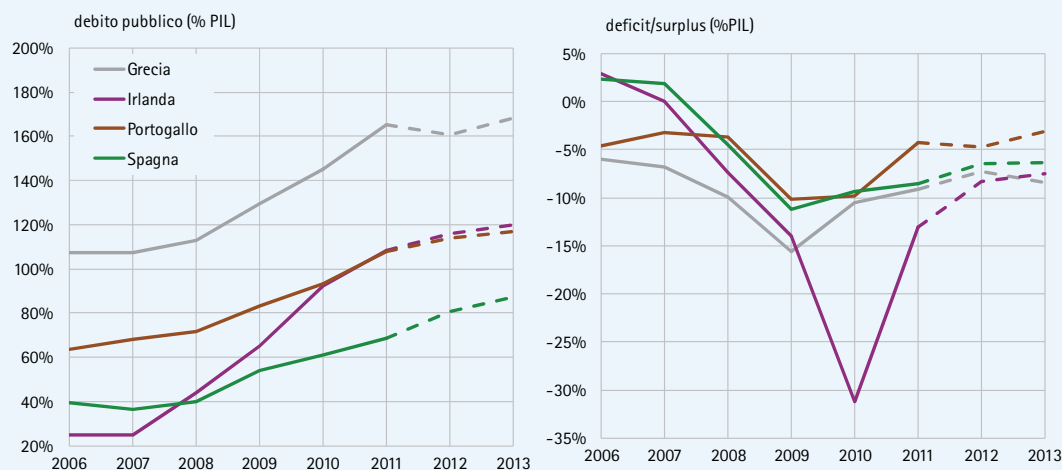
Nel 2011 il deficit di bilancio in rapporto al Pil è migliorato nella maggior parte dei paesi dell'Area euro, per effetto delle rigorose politiche di risanamento fiscale intraprese. Le previsioni per il periodo 2012-2013 indicano un aumento del saldo primario corretto per il ciclo pari a 3,6 punti percentuali per l'Italia, 6 punti per l'Irlanda e circa 3 per Spagna e Portogallo. Tale dinamica, tuttavia, contrasterà solo in parte l'impatto del rallentamento dell'attività economica e dell'incremento della spesa per interessi che, ad eccezione di pochi paesi tra i quali la Germania, concorreranno a determinare un ulteriore aumento del debito pubblico in rapporto al Pil. Negli Stati Uniti le previsioni sull'andamento della finanza pubblica risentono del clima di incertezza destinato a protrarsi sino alla scadenza elettorale di fine 2012. Il debito pubblico, il cui valore massimo è stato aumentato di altri 500 miliardi di dollari lo scorso settembre, ha superato la soglia del 100% del Pil nel 2011 ed è previsto in crescita nei prossimi due anni. Il deficit di bilancio in rapporto al Pil potrebbe contrarsi qualora entrassero automaticamente in vigore i tagli alla spesa programmati a partire dal 2013; a dicembre dello scorso anno, comunque, il Congresso ha esteso le misure straordinarie di sostegno al ciclo fino alla fine del 2012.

**Figura 1.3 – Deficit e debito pubblico in alcuni paesi avanzati**



Fonte: Commissione europea.

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



Fonte: Commissione europea.



Risk dashboard

**1. Il quadro macroeconomico**

2. I mercati

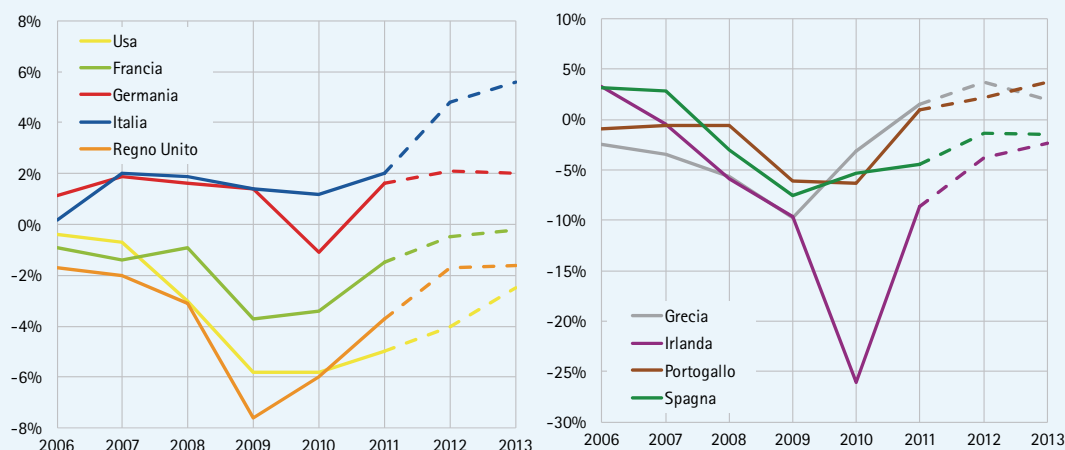
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

La sostenibilità dei conti pubblici nelle economie di molti paesi europei richiede importanti aggiustamenti, per via della tendenza alla crescita della spesa per interessi e del rallentamento ciclico. Tuttavia alcuni paesi, tra i quali l'Italia, hanno già avviato le necessarie riforme strutturali

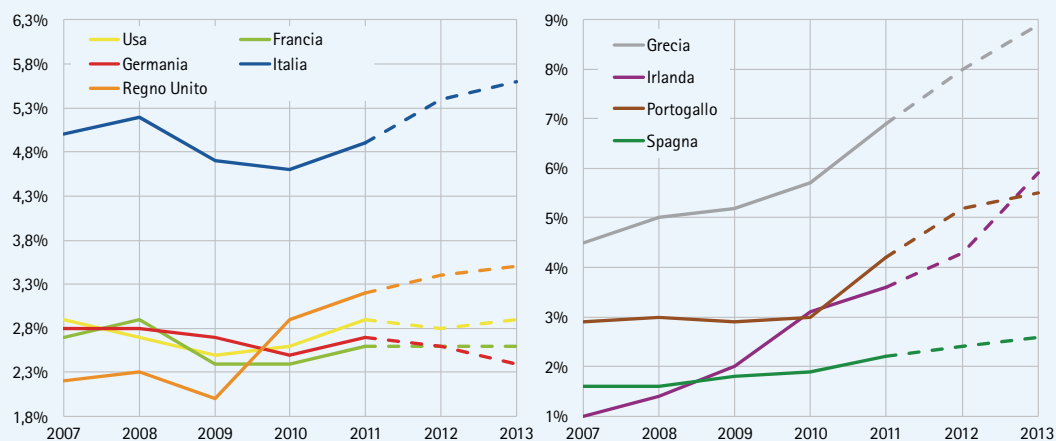
Nel medio-lungo termine, inoltre, le tendenze demografiche e i conseguenti riflessi sui conti pubblici della spesa previdenziale e sanitaria pongono significativi rischi di sostenibilità dei conti pubblici nelle economie avanzate. Gli aggiustamenti necessari per scongiurare tali rischi sono in alcuni casi molto impegnativi. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, per ridurre e stabilizzare il debito pubblico in rapporto al Pil al 60% nel 2020, l'aggiustamento del saldo primario corretto per il ciclo da realizzare su base annua entro tale data oscilla dall'11% circa del Pil per gli Stati Uniti allo 0,3% per la Germania; l'Italia si colloca al terzo posto (dopo il Portogallo) con il 4,4%. L'Italia, inoltre, è l'unico paese che, nel periodo 2010-2030, sperimenterà una variazione negativa della spesa pensionistica per un ammontare di poco inferiore a 2 punti percentuali di Pil; tali stime peraltro non tengono conto delle più recenti riforme del sistema previdenziale grazie alle quali la riduzione della spesa pensionistica potrebbe verosimilmente superare tale previsione.

**Figura 1.5 – Avanzi/Deficit primari del settore pubblico corretti per il ciclo in alcuni paesi avanzati**  
(valori in % del PIL)



Fonte: Commissione europea e Fondo Monetario Internazionale per gli Stati Uniti.

**Figura 1.6 – Spesa per interessi sul debito pubblico in alcuni paesi avanzati**  
(valori in % del PIL)



Fonte: Commissione europea.

Risk dashboard

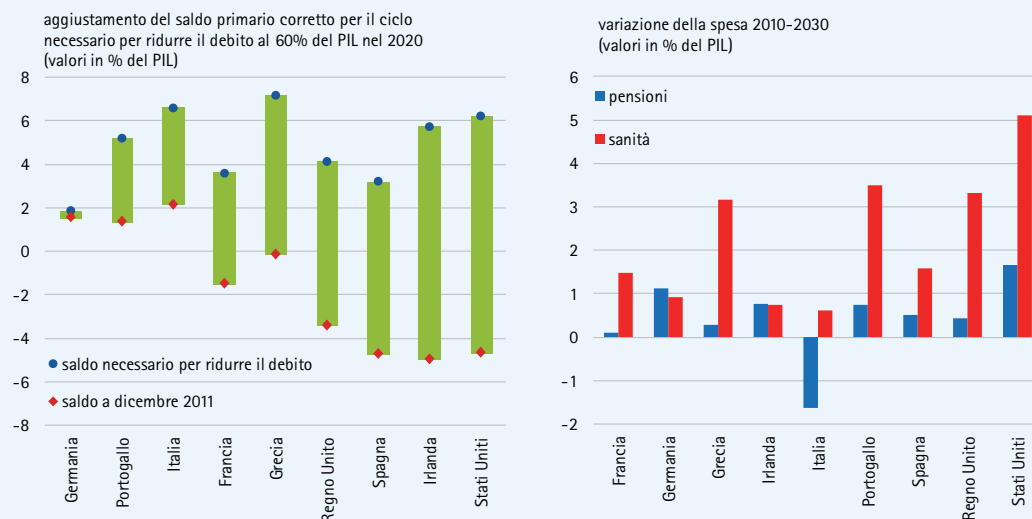
**1. Il quadro macroeconomico**

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

4. Le banche

**Figura 1.7 – Sostenibilità del debito pubblico e previsioni sull'andamento della spesa previdenziale e sanitaria in alcune economie avanzate**

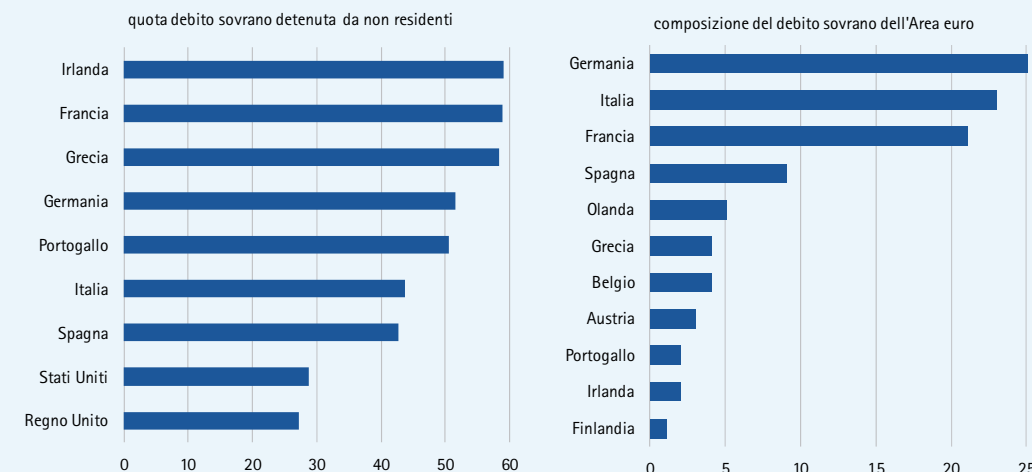


Fonte: Fondo Monetario Internazionale. Le stime delle variazioni della spesa tengono conto solo dei programmi di consolidamento della finanza pubblica varati prima del 2012.

Le tensioni sui mercati, l'aumento dell'avversione al rischio e gli squilibri di finanza pubblica in tutti i principali paesi avanzati, possono rendere più difficile il rifinanziamento del debito in scadenza

Il rischio di rifinanziamento del debito pubblico, oltre che dalle tensioni sui mercati e dall'aumento dell'avversione al rischio, dipende anche dalla quota del debito detenuta da soggetti non residenti e dalla struttura per scadenza dei titoli emessi. Rispetto a tali profili vi sono significative differenze tra i principali paesi dell'Area euro. Per Germania, Francia, Italia e Spagna, ai quali è riferibile circa il 70% del debito pubblico totale dell'Area euro, la quota di debito posseduta da investitori domestici variava, a fine 2011, dal 59% della Francia al 44% di Spagna e Italia. La vita media residua dei titoli pubblici, inoltre, va dai 6 anni della Spagna ai circa 7 anni di Italia e Francia. La quota del debito complessivo in scadenza nel periodo 2012-2013 nell'Area euro si colloca attorno al 20% per Irlanda e Grecia e poco al di sotto del 40% per altri paesi tra i quali Germania, Italia e Spagna.

**Figura 1.8 – Quota del debito sovrano detenuta da non residenti e composizione del debito sovrano in alcuni paesi dell'Area euro (dati a fine 2011; valori percentuali)**



Fonte: Fondo Monetario Internazionale e Thomson Reuters.

Risk dashboard

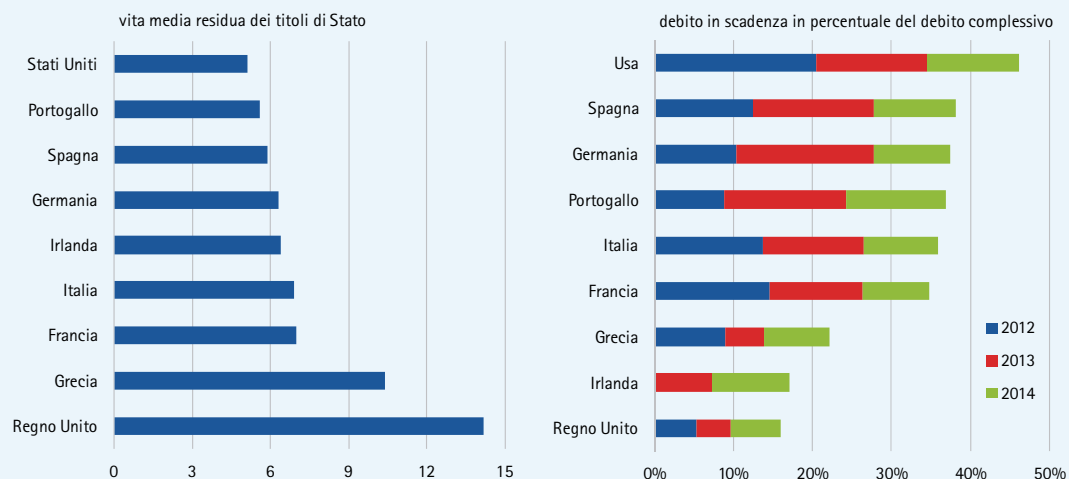
**1. Il quadro macroeconomico**

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

4. Le banche

**Figura 1.9 – Caratteristiche del debito pubblico di alcuni paesi avanzati**

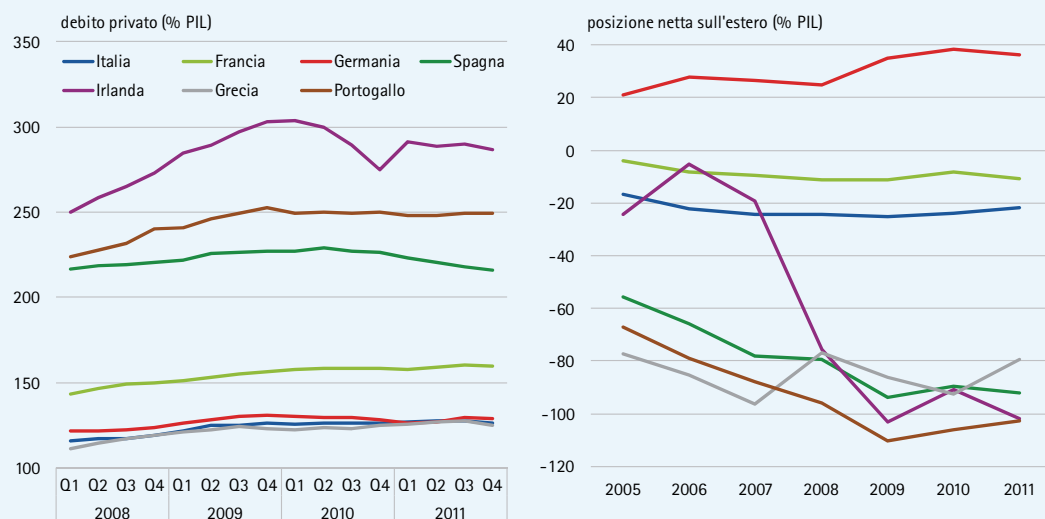


Fonte: elaborazioni su dati Fondo Monetario Internazionale e Thomson Reuters.

La posizione netta sull'estero rimane strutturalmente negativa per la maggior parte dei paesi periferici dell'Area euro. Tali squilibri si riflettono nell'elevato livello del debito del settore privato in alcuni paesi periferici

Le tensioni legate alla crisi del debito sovrano stanno determinando aggiustamenti di portafoglio che implicano deflussi di capitale fra paesi dell'Area euro. Questo processo si innesta in un quadro dei conti finanziari all'interno dell'Area euro che presenta significativi squilibri già dal 2005, con la Germania che è sostanzialmente l'unico creditore netto sull'estero. Con l'acuirsi della crisi Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna hanno accumulato una posizione debitoria netta sull'estero prossima al 100% del Pil, mentre la relativa stabilità della posizione sull'estero dell'Italia riflette essenzialmente un effetto di prezzo legato alla discesa delle quotazioni dei titoli di Stato italiani, che ha comportato un calo del valore di mercato delle passività del settore pubblico verso l'estero. L'evidenza relativa al debito privato in rapporto al Pil conferma il dato sulla posizione netta sull'estero, individuando Irlanda, Portogallo e Spagna tra i paesi più vulnerabili.

**Figura 1.10 – Debito privato e posizione netta sull'estero di alcuni paesi dell'Area euro**



Fonte: Fondo Monetario Internazionale.

Risk dashboard

**1. Il quadro macroeconomico**

2. I mercati

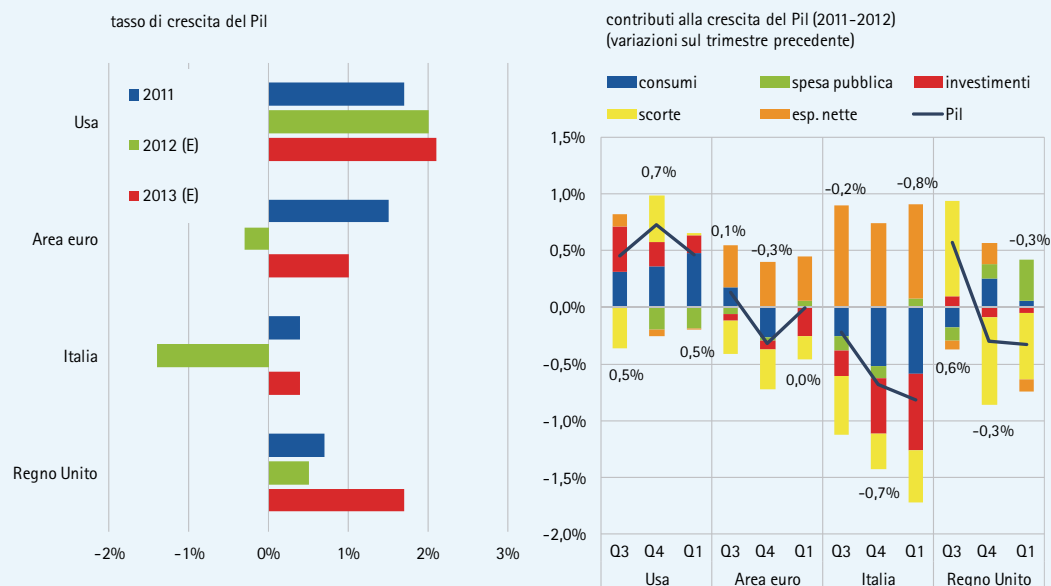
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Peggiorano le attese sull'evoluzione del ciclo economico nell'Area euro

Rimangono elevati le incertezze e i forti rischi al ribasso per l'attività economica nell'Area euro. Secondo le previsioni della Commissione europea, l'Eurozona, che nel 2011 sarebbe cresciuta dell'1,5%, dovrebbe registrare una contrazione del prodotto pari allo 0,3% nel 2012 per poi tornare a crescere l'anno successivo (+1%). Nel primo trimestre del 2012 l'Area euro ha registrato una crescita sostanzialmente nulla, a fronte della dinamica positiva delle esportazioni che ha compensato il contributo negativo di altre componenti della domanda. Per l'Italia si stima un rallentamento da +0,4% nel 2011 a -1,4% nel 2012; l'attività economica ha peraltro subito una flessione già negli ultimi due trimestri dell'anno passato e nel primo trimestre dell'anno in corso, per effetto della crescente contrazione di consumi e investimenti, nonostante il contributo positivo delle esportazioni nette. Con riguardo alle economie avanzate al di fuori dell'Area euro, il Pil del Regno Unito è cresciuto dello 0,7% nel 2011 e ha registrato una flessione dello 0,3% nei primi mesi dell'anno. Negli stessi periodi gli Stati Uniti hanno registrato una variazione positiva del prodotto pari rispettivamente a 1,7 e a 0,5 punti percentuali, grazie soprattutto all'andamento dei consumi interni.

Figura 1.11 – Crescita del prodotto in alcuni paesi avanzati



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Thomson Reuters.

La dinamica inflazionistica rimane moderata nelle principali economie avanzate

Nei primi mesi del 2012 si è confermata la flessione della dinamica dei prezzi al consumo, avviatasi nello scorso autunno, sia negli Stati Uniti (2,3% ad aprile 2012 a fronte del 2,9% di gennaio) sia nel Regno Unito (3% da 4% nello stesso periodo). Nell'Area euro e in Italia, invece, il tasso di inflazione è rimasto sostanzialmente invariato dalla fine del 2011. Tuttavia, in Italia l'inflazione ha registrato un aumento, imputabile principalmente agli incrementi dei prezzi dei beni alimentari e dei prodotti energetici (dell'energia elettrica in particolare); al netto dei beni energetici e degli alimentari, infatti, l'inflazione si attesta al 2,2%.

## Risk dashboard

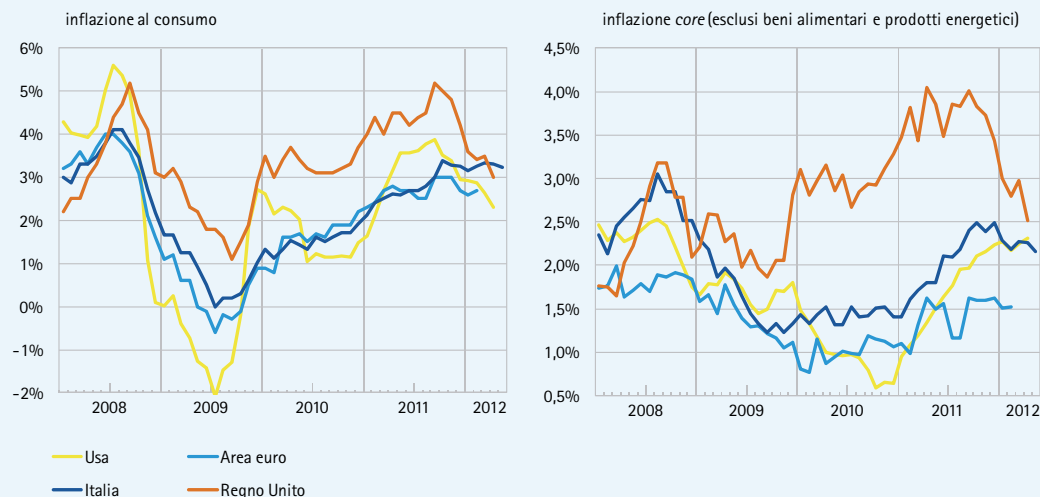
**1. Il quadro macroeconomico**

## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

Figura 1.12 – Andamento dell'inflazione in alcune economie avanzate



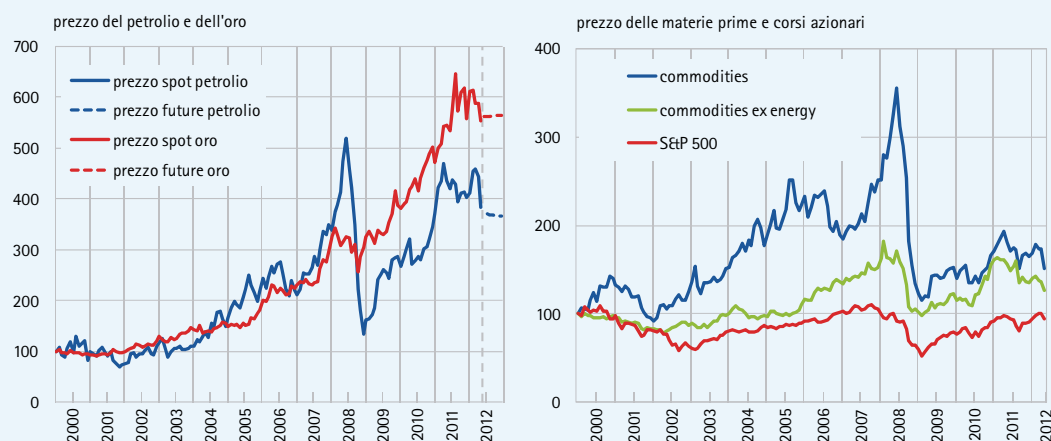
Fonte: Thomson Reuters.

Nel primo semestre del 2012 l'andamento delle quotazioni delle *commodities* è stato caratterizzato da una dinamica complessivamente discendente. Il prezzo dell'oro dopo aver raggiunto nel mese di settembre 2011 i massimi di periodo, ha mostrato dal mese di febbraio una significativa contrazione, sebbene con prospettive stabili sul medio periodo; nel breve termine, tuttavia, non possono escludersi oscillazioni significative del prezzo dell'oro, in parte spiegate dal ruolo di bene rifugio che tale metallo prezioso riveste nelle fasi avverse del ciclo e nei momenti di elevata volatilità dei mercati azionari.

Per quanto concerne invece il petrolio, nonostante l'embargo contro l'Iran previsto per il mese di luglio e la contrazione delle produzioni in Siria, Iran, Sudan e Yemen, il greggio ha registrato dal mese di aprile un calo di oltre il 20%; per i prossimi mesi, le quotazioni dei *futures* sul petrolio segnalano prezzi stabili. Tali dinamiche sono riconducibili, dal lato della domanda, alle deboli prospettive di crescita nei paesi avanzati e al calo dell'attività manifatturiera in Cina, secondo consumatore mondiale di greggio e, dal lato dell'offerta, all'intenzione manifestata dei principali paesi esportatori di petrolio di contenere i prezzi attraverso un incremento della produzione.

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

(dati mensili; gennaio 2000=100)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

## Risk dashboard

**1. Il quadro macroeconomico**

## 2. I mercati

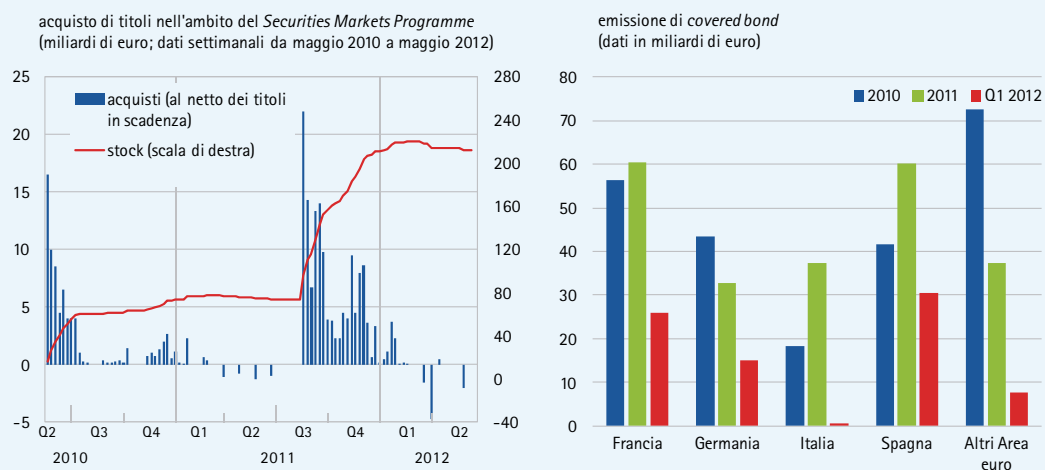
## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

Le politiche monetarie delle banche centrali dei paesi avanzati rimangono fortemente espansive

Nel primo semestre del 2012 la Bce ha continuato ad attuare alcune delle misure di intervento straordinarie avviate l'anno precedente. In particolare, nel mese di febbraio, ha condotto la seconda delle due operazioni di rifinanziamento a 36 mesi (Ltro all'1%) che, insieme all'operazione di dicembre 2011, ha consentito di immettere nel sistema liquidità pari a circa 1020 miliardi di euro (oltre 400 al netto degli importi in scadenza). Ha inoltre proseguito ad effettuare operazioni di rifinanziamento con piena aggiudicazione degli importi richiesti, nonché ad acquistare, sul mercato primario e secondario, *covered bond* bancari, in attuazione del programma avviato a novembre 2011. A fronte dei segnali di normalizzazione dei mercati secondari dei titoli di Stato registrati nel primo trimestre dell'anno, anche per effetto delle Ltro, la Bce ha sostanzialmente sospeso gli acquisti di titoli pubblici, il cui ammontare totale in portafoglio aveva raggiunto, agli inizi di giugno, circa 220 miliardi di euro. In seguito al riacuirsi delle tensioni sui mercati finanziari a partire da maggio scorso, il Consiglio direttivo della Bce ha deciso l'ampliamento della gamma di *collateral* utilizzabili nelle operazioni di rifinanziamento, abbassando il rating minimo richiesto per alcune tipologie di titoli e introducendo nuove categorie di titoli stanziabili in garanzia, tra le quali le *asset backed securities* legate a leasing, prestiti per acquisto auto, mutui e prestiti alle PMI; infine ha annunciato una riduzione dei tassi di ulteriori 25 punti base. Anche la Fed continua a tenere un orientamento di politica monetaria fortemente espansivo: nella riunione del 20 giugno scorso ha confermato che il tasso di riferimento rimarrà nell'intervallo compreso tra zero e 0,25 per cento fino alla fine del 2014; ha inoltre annunciato l'estensione dell'operazione "Twist", consistente nell'acquisto di obbligazioni pubbliche con vita media residua superiore ai sei anni e contestuale rivendita, per uguale ammontare, di titoli con vita residua inferiore a tre anni, al fine di appiattire la curva dei rendimenti e di rendere più accomodanti le condizioni finanziarie. La Bank of England e la Bank of Japan hanno mantenuto invariati i rispettivi tassi di riferimento (0,5% e tra lo zero e lo 0,1%) e hanno potenziato i propri programmi di acquisto di titoli pubblici ampliandone la durata e i fondi utilizzabili. Le misure non convenzionali adottate da Bce e Fed a partire dalla crisi dall'agosto del 2007 hanno determinato un ampliamento dei relativi bilanci in termini sia assoluti sia relativi. In particolare, a partire dalla fine del 2008 il totale dell'attivo di bilancio della Bce è raddoppiato, portandosi a fine 2011 a 3.000 miliardi di euro circa (quasi il 30% del Pil dell'Area euro), mentre quello della Fed è triplicato, raggiungendo poco meno di 3.000 miliardi di dollari Usa (20% circa del Pil Usa). A fine 2011 il bilancio della Bank of Japan risultava pari a circa il 30% del Pil, mentre quello della Bank of England si attestava al 23% del Pil.

**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.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

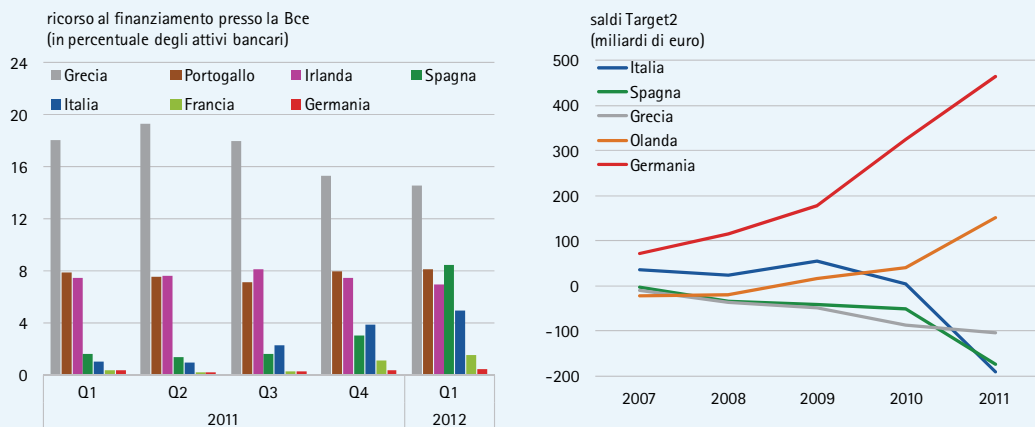
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

È aumentato il ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema da parte dei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano e gli squilibri relativi alle posizioni delle banche centrali nazionali sul sistema Target2 segnalano per tali paesi significativi deflussi di capitali

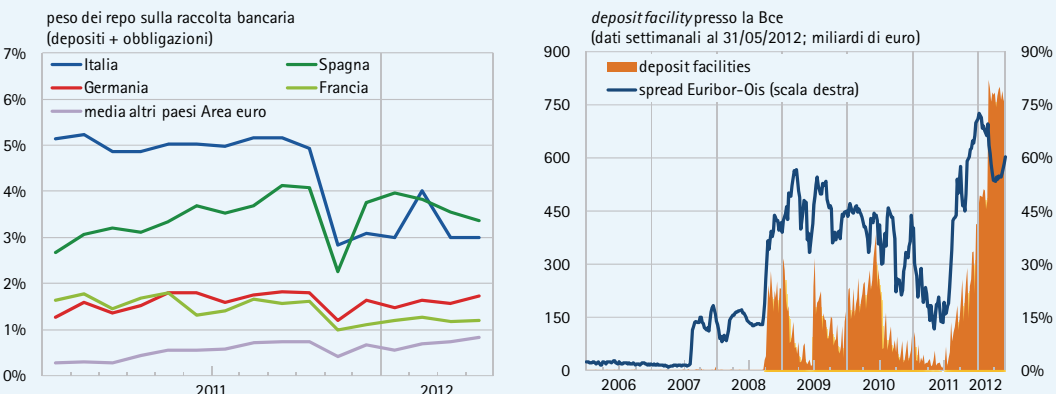
A partire dalla seconda metà del 2011 è aumentato significativamente il ricorso al finanziamento presso l'Eurosistema da parte delle banche di Spagna e Italia, che alla fine del primo trimestre del 2012 risultavano aver avuto accesso a finanziamenti per importi pari rispettivamente all'8,5% e al 5% del totale degli attivi (3% e 3,9% alla fine del trimestre precedente). Al contempo, sono rimasti elevati i fondi ottenuti dagli istituti di credito di Grecia (15% circa), Portogallo (poco più dell'8%) e Irlanda (quasi 7%). In tal modo gli intermediari più esposti alla crisi hanno controbilanciato i deflussi di capitali privati di non residenti e il venir meno della raccolta bancaria sull'estero. Tali andamenti si sono riflessi nell'ampliamento degli squilibri nei saldi delle banche centrali nazionali nei confronti di altre banche centrali dell'Eurosistema sul sistema di regolamento dei pagamenti europeo Target2. A fine 2011, le banche centrali di Germania e Olanda registravano saldi attivi nei confronti delle altre banche centrali dell'Eurosistema, mentre la Banca d'Italia, che fino al 2010 aveva registrato un saldo positivo, a fine 2011 presentava invece una posizione debitoria pari a 190 miliardi di euro. Tali saldi possono originare sia da pagamenti legati a movimenti di capitali sia da pagamenti *cross-border* legati a operazioni commerciali; questi ultimi, tuttavia, non sembrano potere spiegare l'entità degli squilibri osservati sul sistema Target2, che pertanto sembrano ascrivibili principalmente a flussi di natura finanziaria. Per effetto delle tensioni sul mercato interbancario, segnalate dall'accresciuta propensione delle banche a depositare la liquidità in eccesso presso la Bce, anche nel corso del 2012 è aumentato il ricorso alla raccolta a breve collateralizzata da parte del sistema bancario, sebbene il peso sulla raccolta complessiva (depositi e obbligazioni), cresciuto in media per l'Area euro, abbia registrato una diminuzione per Spagna e Italia.

Figura 1.15 – Ricorso al finanziamento dell'Eurosistema da parte delle banche di alcuni paesi europei e saldi Target2



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Banche Centrali Nazionali.

Figura 1.16 – Raccolta bancaria tramite operazioni collateralizzate (repo) e deposit facility presso la BCE



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Thomson Reuters. Lo spread Euribor-Ois è calcolato rispetto al livello dell'Euribor.

Risk dashboard

**1. Il quadro macroeconomico**

2. I mercati

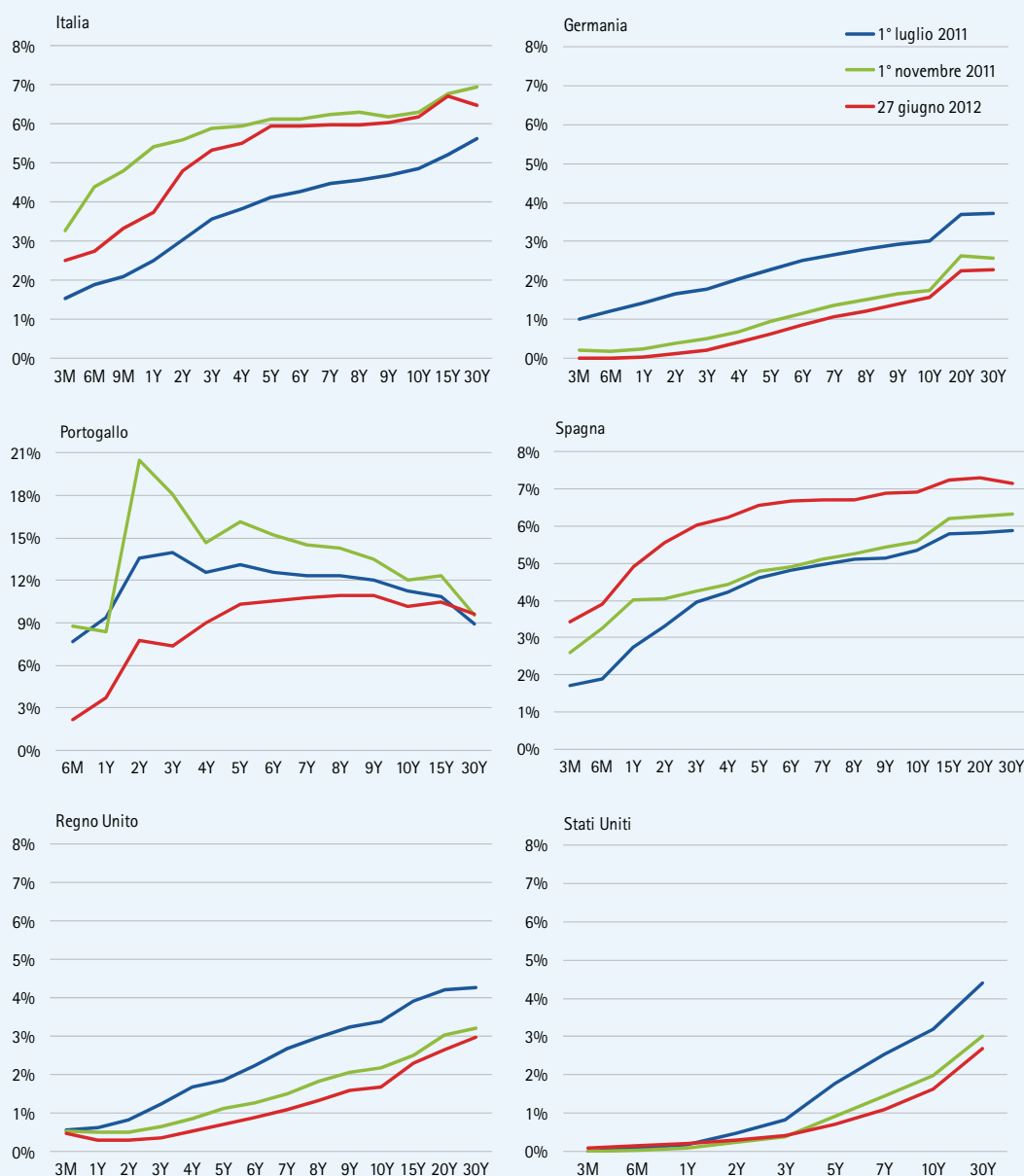
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Gli effetti positivi delle Ltro sulle curve dei tassi dei paesi periferici dell'Area euro sono stati annullati dalle rinnovate tensioni sulla Grecia e le banche spagnole

Gli effetti positivi delle misure espansive della Bce sulle curve dei tassi dei paesi periferici dell'Area euro sono stati quasi interamente annullati dalle rinnovate tensioni derivanti dalle incertezze sull'esito delle elezioni in Grecia e dalla crisi di alcune banche spagnole. L'effetto *flight-to-quality* ha inoltre ulteriormente ridotto i tassi dei titoli di Stato tedeschi. Rispetto a un anno fa la curva dei rendimenti *sovereign* della Germania ha registrato una marcata traslazione verso il basso, segnando per le scadenze inferiori all'anno una diminuzione di circa un punto percentuale, che sale a due punti per le scadenze di lungo periodo. Le curve dei tassi di Italia e Spagna, che anche per effetto delle Ltro della Bce avevano registrato nei primi mesi del 2012 una significativa traslazione verso il basso, hanno risentito del *repricing* del rischio sovrano innescato dalle rinnovate tensioni nell'Area euro. Per l'Italia, comunque, i rendimenti si mantengono su livelli inferiori a quelli di fine novembre 2011, in particolare sulle scadenze brevi. Per i paesi non appartenenti all'Area euro, rispetto a un anno fa, si segnala la riduzione dei rendimenti a lungo termine nel Regno Unito e negli Stati Uniti per circa 100 punti base.

**Figura 1.17 – Curva dei tassi d'interesse sui titoli di Stato in alcuni paesi avanzati**  
(dati mensili; gennaio 2006 – maggio 2012)



Fonte: Thomson Reuters.



Risk dashboard

**1. Il quadro macroeconomico**

2. I mercati

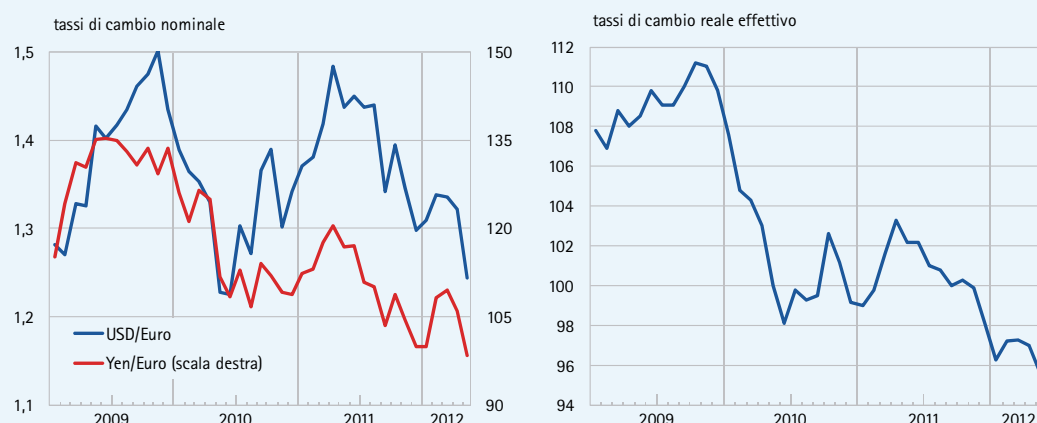
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Il forte deprezzamento del cambio reale dell'euro dovrebbe attenuare, sia pur gradualmente, il deficit commerciale dell'Area euro (esclusa la Germania) contribuendo a ridurre gli squilibri internazionali delle partite correnti

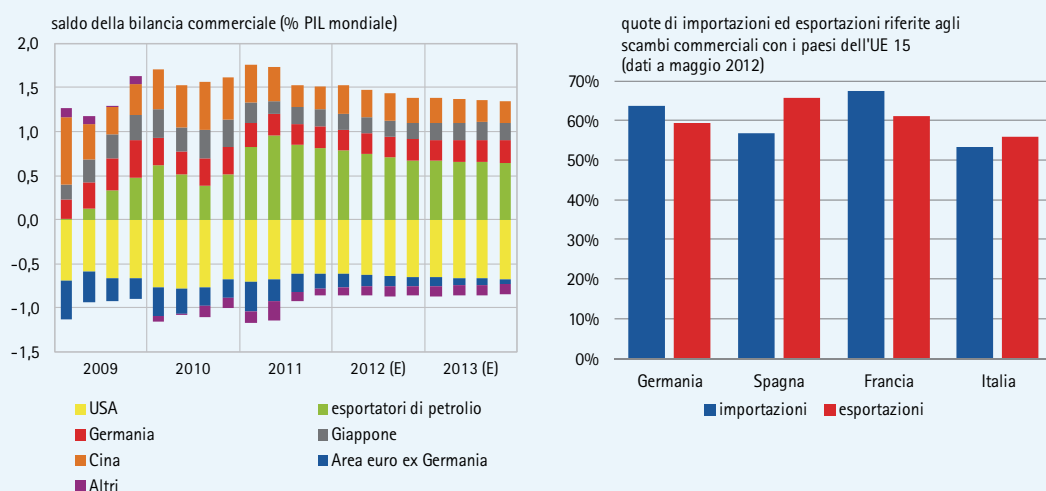
A partire da luglio 2011 il tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro Usa e dello yen si è deprezzato per effetto dell'inasprirsi della crisi del debito sovrano; nel primo semestre del 2012, inoltre, il tasso di cambio reale effettivo ha continuato a contrarsi, confermando la dinamica già in atto nel 2011. Tale evidenza riflette in parte il deprezzamento nominale dell'euro e in misura inferiore il calo dei prezzi al consumo dell'Area rispetto a quella dei principali partner commerciali. L'accresciuta competitività dell'Eurozona rispetto ai paesi terzi dovrebbe contribuire a ridurre in maniera significativa il deficit complessivo delle partite correnti dell'Area euro, considerata al netto della Germania (da sempre esportatore netto), già entro il 2013. Questo effetto è tuttavia attenuato dal fatto che una quota molto elevata dell'interscambio commerciale con l'estero per i principali paesi dell'Area euro avviene all'interno della stessa Area. Per i quattro maggiori paesi dell'Area euro la quota dell'interscambio commerciale con gli altri membri dell'Eurozona (e il Regno Unito) oscilla, per le importazioni, tra il 53% circa dell'Italia e il 68% circa della Francia e, per le esportazioni, tra il 56% dell'Italia e il 65% della Spagna. A livello globale gli squilibri strutturali della bilancia commerciale dovrebbero invece ridursi marginalmente nei prossimi due anni, a fronte di attese di una moderata contrazione del deficit delle partite correnti degli Stati Uniti e di una pur lieve riduzione del surplus dei paesi esportatori di petrolio e della Cina.

**Figura 1.18 – Tasso di cambio dell'euro**  
(dati mensili; gennaio 2009 – giugno 2012)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

**Figura 1.19 – Squilibri internazionali della bilancia delle partite correnti e peso degli scambi intra-UE sulla bilancia commerciale dei principali paesi dell'Area euro**



Fonte: elaborazioni su dati OCSE e Commissione europea.

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

**2. I mercati**

## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

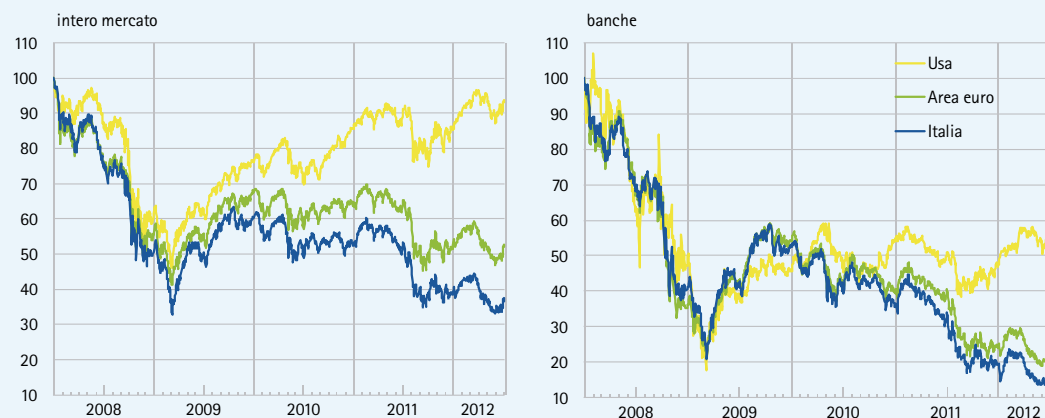
# I mercati

Nel primo semestre dell'anno i corsi azionari nei paesi avanzati hanno esibito un andamento discontinuo, che a partire dal mese di aprile ha riflesso le rinnovate tensioni sull'evoluzione della crisi del debito sovrano nell'Area euro

Nel corso del primo semestre 2012 l'andamento dei corsi azionari nei paesi avanzati è stato discontinuo. Nei primi mesi dell'anno, infatti, taluni sviluppi nella riforma della *governance* economica europea tesi a rafforzare la disciplina fiscale degli Stati membri, l'esito positivo della ristrutturazione del debito pubblico greco e gli interventi della Bce avevano determinato una ripresa dei mercati azionari. A partire da metà marzo, tuttavia, le incertezze sulla sostenibilità del debito pubblico in Spagna e la crisi di alcuni istituti di credito hanno determinato nuove tensioni sui mercati azionari dell'Area euro. In Grecia è maturato un clima di instabilità politica che ha messo a rischio l'erogazione dei programmati aiuti internazionali, alimentando timori di uscita del paese dall'Area euro e conseguenze non chiaramente identificabili per la tenuta della stessa Eurozona. La Spagna ha inoltre annunciato, nel mese di maggio, l'impossibilità di riportare il deficit al 3% del Pil entro il 2013, ottenendo una proroga di un anno rispetto alla tempistica di rientro programmata. La situazione di squilibrio è stata accentuata dal salvataggio dell'istituto di credito Bankia e dalla crisi generale del settore bancario; per farvi fronte il governo spagnolo ha presentato richiesta ufficiale di aiuto all'Europa. Questi eventi e il deterioramento delle aspettative di crescita delle economie avanzate hanno penalizzato gli indici Dj Euro Stoxx e FtseMib, che nel primo semestre 2012 sono calati, rispettivamente, del 7% e 12%; nello stesso periodo l'indice azionario Usa, invece, è aumentato del 6%. La flessione è stata più marcata nel secondo trimestre quando il Dj Euro Stoxx ha registrato un calo del -12%, il FtseMib del 17%; nello stesso periodo anche i corsi azionari statunitensi hanno subito una flessione del 5% circa. Sempre in tale periodo, il settore bancario ha registrato un calo ancora più significativo, con flessioni pari, dall'inizio dell'anno, al 27% circa per l'indice europeo, al 30% circa per l'Italia e al 13% per gli Stati Uniti. Il livello di liquidità delle principali *blue chips* europee, che pure aveva cominciato a risalire nei mesi di gennaio e febbraio, è tornato a diminuire a partire dal mese di marzo. Tale dinamica è ancora più evidente per il mercato italiano, per il quale tuttavia il livello di liquidità continua a mantenersi su livelli superiori rispetto a quelli rilevati nel secondo semestre 2011. L'andamento della volatilità implicita segnala, nel secondo trimestre dell'anno, un aumento dell'incertezza degli investitori sulla dinamica futura dei mercati azionari, più significativo nell'Area euro e in Italia rispetto a quanto osservato negli Usa. Coerentemente con l'andamento della volatilità, nei primi sei mesi dell'anno è cresciuta l'avversione al rischio degli investitori nell'Area euro e in Italia.

**Figura 2.1 – Indici azionari in alcuni paesi avanzati**

(dati giornalieri; 01/01/2008 – 05/07/2012; 01/01/2008 = 100)



Fonte: Thomson Reuters. I dati si riferiscono agli indici S&P500 (USA), Dow Jones Euro Stoxx 50 (Area euro) e FtseMib (Italia).

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

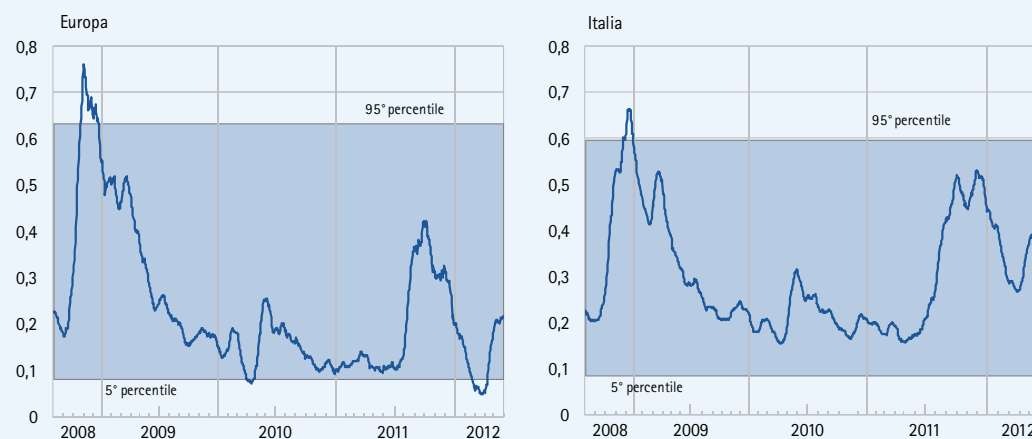
## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

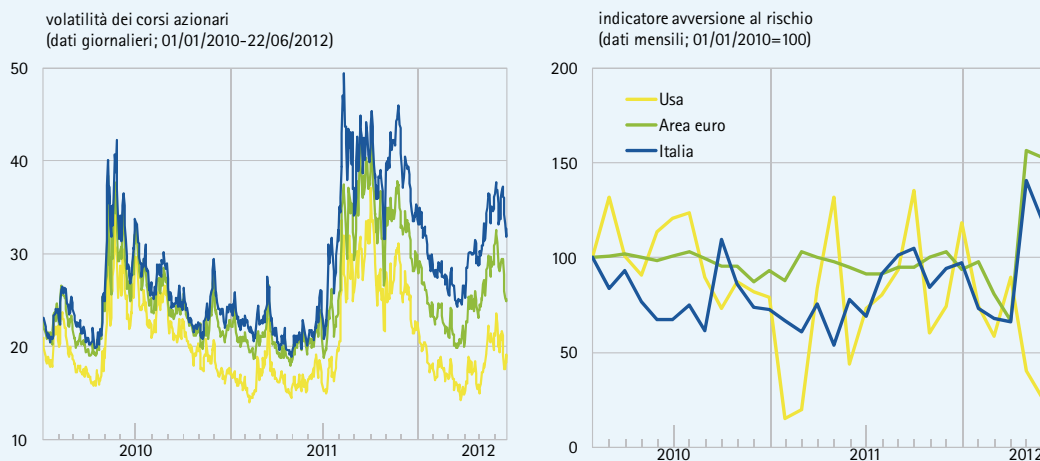
Figura 2.2 – Indicatore di liquidità del mercato azionario

(dati giornalieri; 01/08/2008 - 31/05/2012)



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

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.

Le aspettative sull'evoluzione a breve dei corsi azionari rimangono negative ma le previsioni degli analisti sul tasso di crescita degli utili delle società sono stabili

A fine giugno 2012 le aspettative sui rendimenti azionari a tre mesi mostrano un peggioramento rispetto al dato a fine gennaio, soprattutto per l'Europa. Tuttavia, a giugno 2012 le previsioni degli analisti sul tasso di crescita a un anno degli utili delle società incluse nei principali indici azionari risultano stabili sia per l'Area euro sia per gli Usa. Per le società comprese nel FtseMib, per le quali si registrava un tasso di crescita atteso del 17% a dicembre 2011, il tasso di crescita atteso a giugno 2012 è calato a poco più del 15%. La dispersione delle previsioni degli analisti per le società dell'Area euro continua ad attestarsi su livelli nettamente superiori rispetto a quelli rilevati negli Usa. A partire dal mese di marzo, la flessione dei corsi azionari ha determinato un significativo calo del rapporto prezzo/utili previsti sia per l'Area euro sia per gli Usa.

Risk dashboard

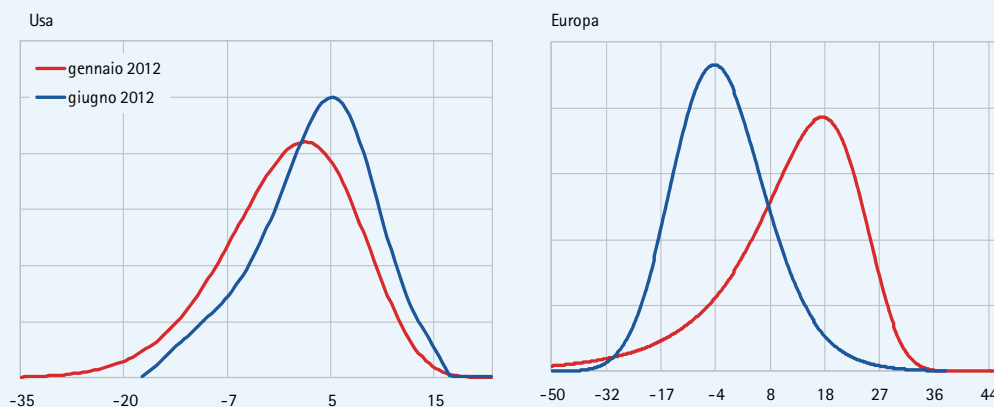
1. Il quadro macroeconomico

**2. I mercati**

3. Le società non finanziarie

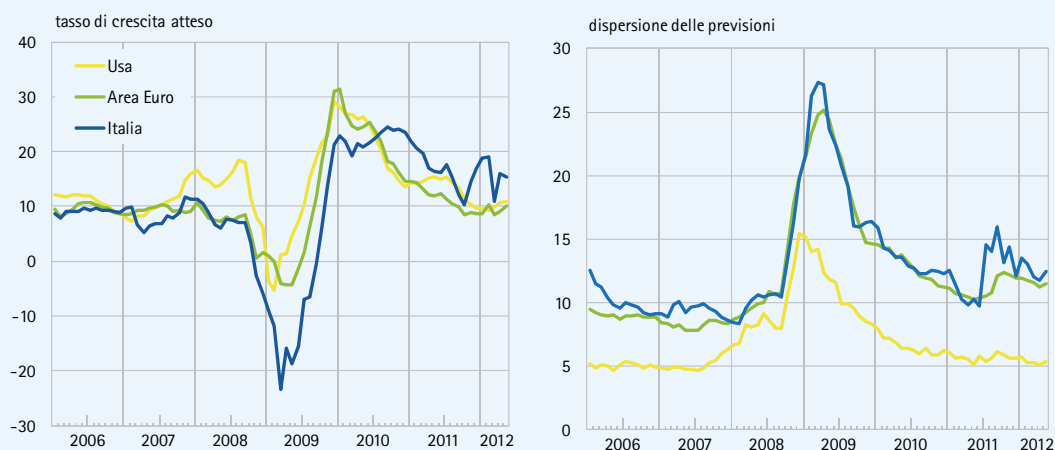
4. Le banche

**Figura 2.4 – Aspettative sui rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi (valori percentuali)**



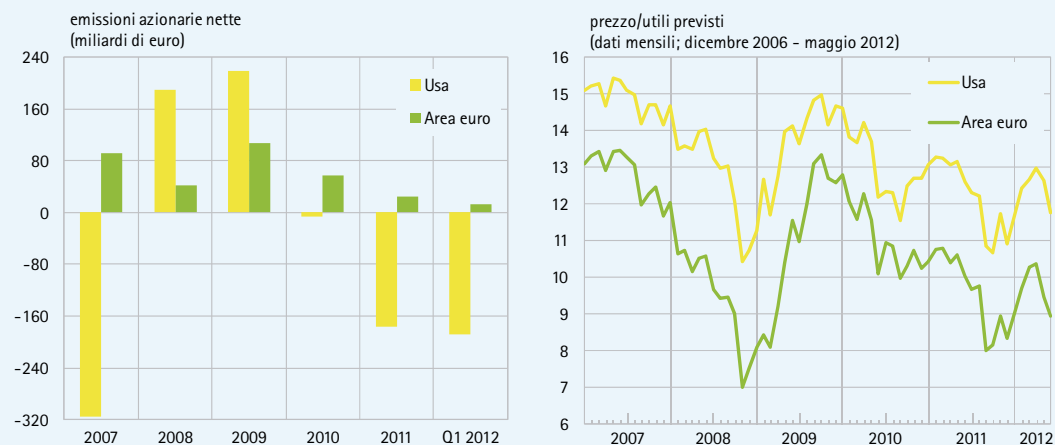
Le previsioni si basano sulla stima della distribuzione di probabilità implicita nei prezzi delle opzioni su indici.

**Figura 2.5 – Previsione degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di 12 mesi (valori percentuali; dati mensili; gennaio 2006 – maggio 2012)**



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).

**Figura 2.6 – Emissioni nette di azioni e rapporto prezzo/utili**



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).

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

**2. I mercati**

3. Le società non finanziarie

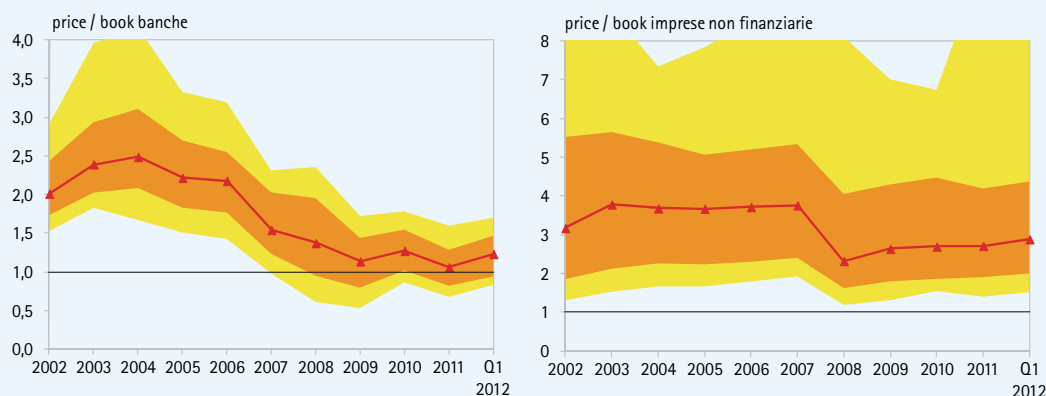
4. Le banche

La discesa dei corsi azionari continua a penalizzare i moltiplicatori nel settore bancario europeo

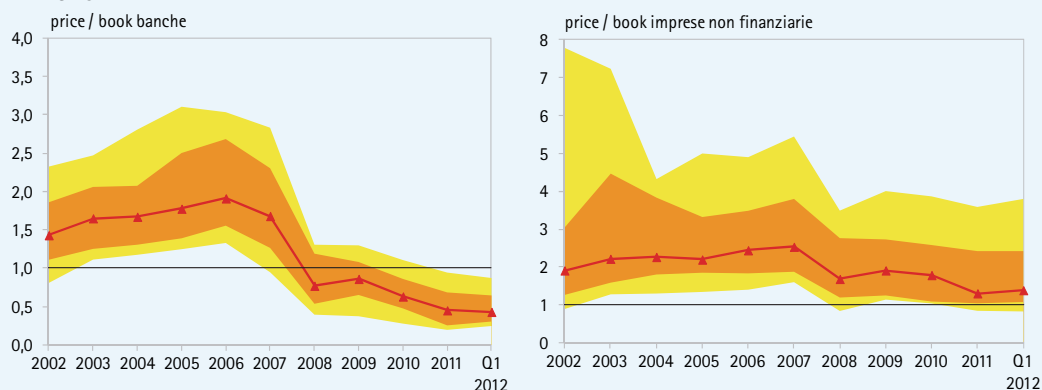
La flessione dei corsi dei titoli bancari ha portato il rapporto *price-to-book value* (P/B) al di sotto dell'unità praticamente per tutte le banche quotate dell'Area euro. Per l'Italia la flessione del P/B interessa anche il settore *corporate*. Negli Usa il moltiplicatore P/B delle imprese quotate è invece lievemente cresciuto, riportandosi su valori mediani superiori all'unità.

Figura 2.7 – Moltiplicatori di borsa delle imprese quotate nei principali paesi avanzati

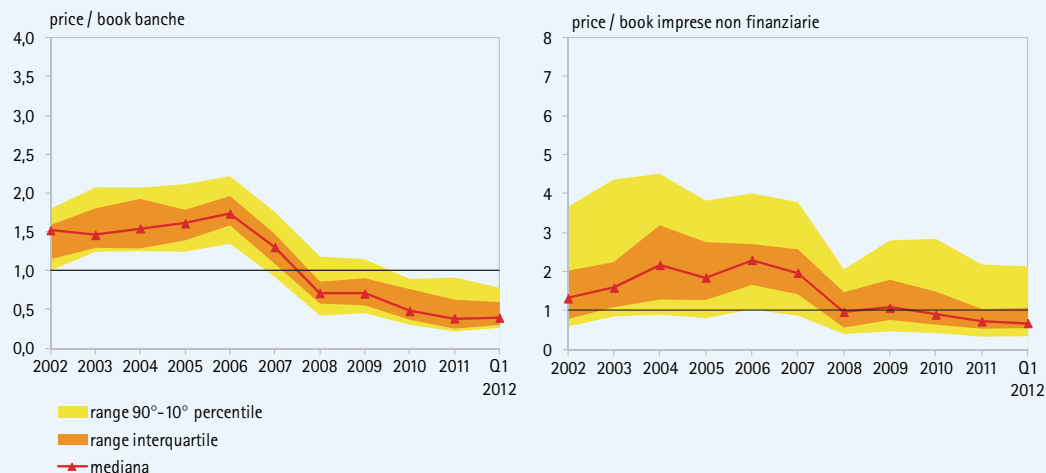
USA



AREA EURO



ITALIA



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Le banche sono quelle incluse nell'indice S&P1500 Bank (Usa), nel Dow Jones EuroStoxx 50 Bank (Area euro) e le banche quotate italiane; le imprese non finanziarie sono quelle appartenenti all'indice S&P 100 (USA), al Dow Jones Euro Stoxx 50 (Area euro) e ai principali gruppi quotati italiani.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

**2. I mercati**

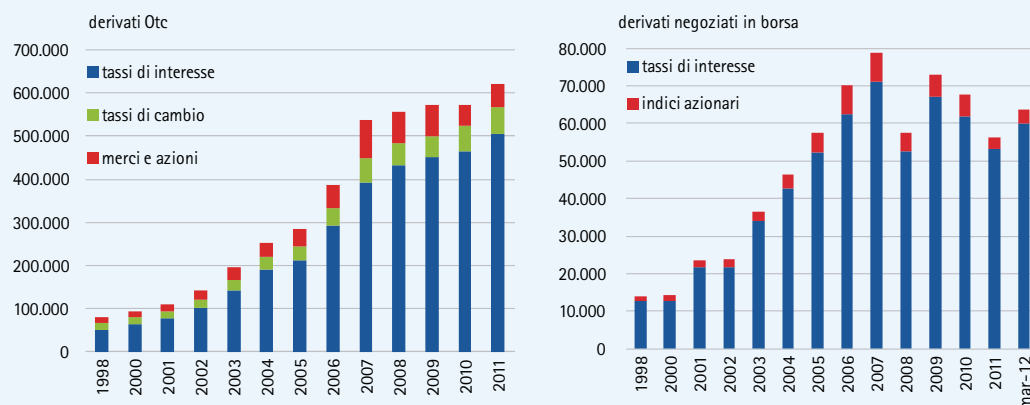
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Il mercato dei derivati Otc ha ripreso a crescere nel 2011, mentre l'attività sul mercato dei Cds rimane stabile

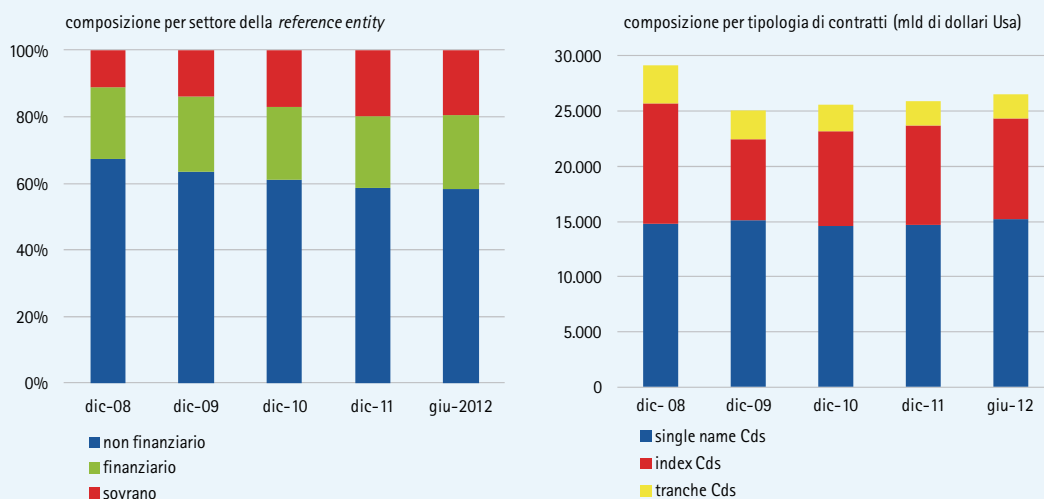
Sulla base dei dati della Banca dei Regolamenti internazionali (Bri), nel corso del 2011, il valore nozionale dei derivati *over the counter* (Otc) ha subito una crescita significativa, passando da circa 571.000 a 619.000 miliardi di dollari Usa (+8%). In particolare, il valore nozionale dei derivati Otc su tassi di interesse è aumentato da 465.000 miliardi di dollari Usa a dicembre 2010 a 504.000 miliardi di dollari Usa a fine 2011 (+8% circa). Nel corso del 2011, si è verificata, invece, una riduzione del valore nozionale dei derivati negoziati in borsa che, da dicembre 2010 a dicembre 2011 è sceso da 68.000 a 57.000 miliardi di dollari Usa circa (-17%). Il valore nozionale dei derivati scambiati in borsa è nuovamente cresciuto nei primi tre mesi del 2012 attestandosi sui 64.000 miliardi di dollari Usa (+14%). Sulla base dei dati della *Depository Trust & Clearing Corporation* (Dtcc), nel periodo dicembre 2010 - dicembre 2011 il valore nozionale dei Cds è rimasto stabile, mentre è lievemente cresciuto nel primo semestre del 2012. La composizione del valore nozionale lordo dei Cds per settore di appartenenza delle *reference entities* mostra una certa stabilità, sia pure con un lieve incremento del peso dei Cds su emittenti sovrani (dal 17 al 20% circa nel periodo dicembre 2010-giugno 2012). Il valore nozionale netto dei Cds in rapporto al debito sottostante, continua a diminuire per i paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano (Portogallo, Irlanda, Spagna e Italia).

**Figura 2.8 – Valore nozionale lordo degli strumenti finanziari derivati** (consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

**Figura 2.9 – Valore nozionale lordo dei credit default swap**



Fonte: elaborazioni su dati DTCC.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

**3. Le società non finanziarie**

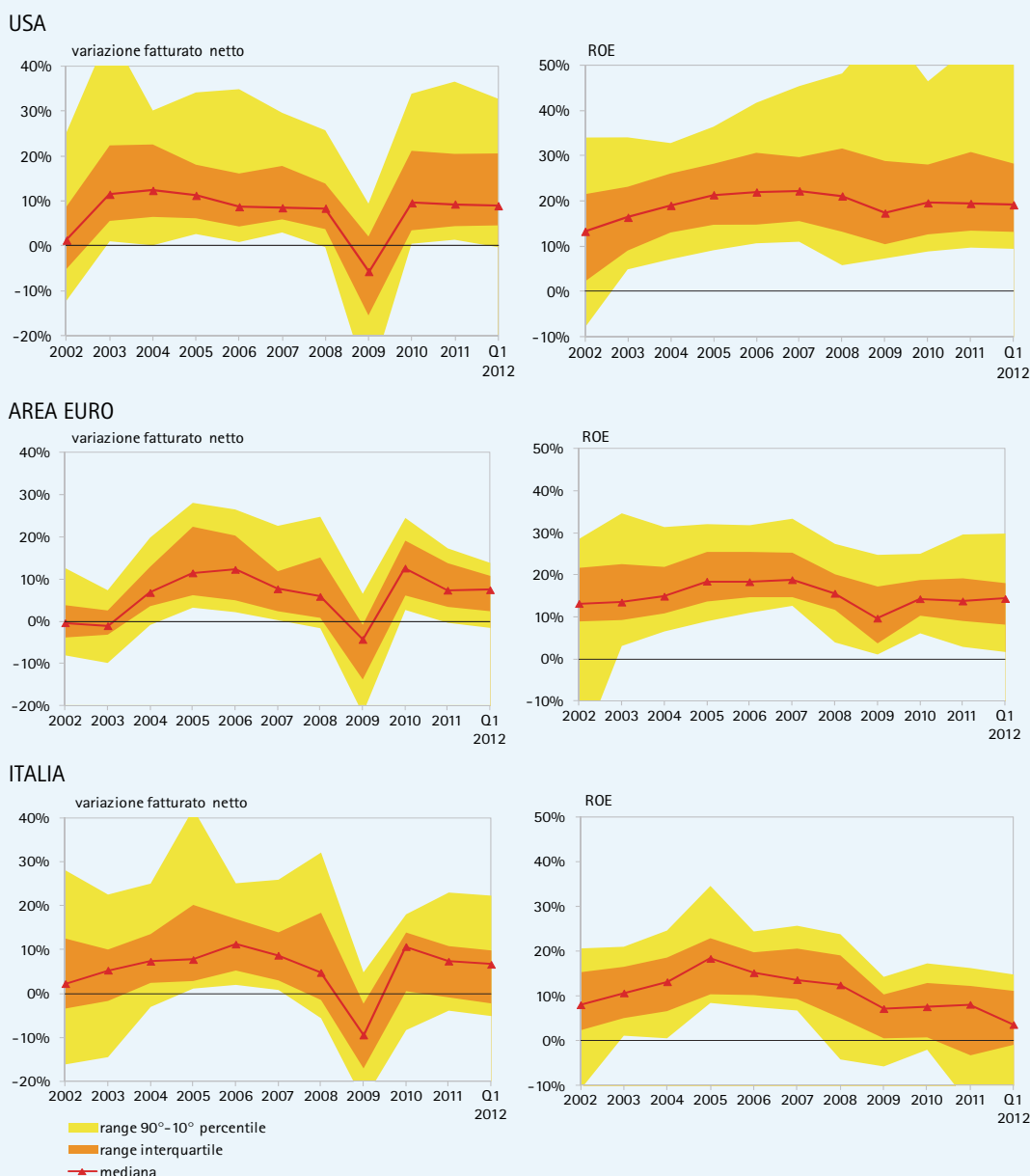
4. Le banche

# Le società non finanziarie

Ricavi e redditività delle società non finanziarie americane sono stabili, mentre in Europa il tasso di crescita del fatturato è calato rispetto al 2010. Le società italiane hanno evidenziato una flessione della redditività nel primo trimestre del 2012

Nel 2011 la redditività dei principali gruppi quotati statunitensi è risultata stabile rispetto all'anno precedente e la crescita dei ricavi è rimasta sostenuta; tale tendenza si è confermata anche per il primo trimestre del 2012. In Europa si è registrato invece un calo del tasso di crescita del fatturato nel 2011, che tuttavia non ha inciso sui livelli di redditività. Anche i principali gruppi quotati italiani hanno visto ridursi il tasso di crescita del fatturato nel 2011; la crescita dei ricavi è rimasta stabile nel primo trimestre del 2012, ma il ROE mediano è risultato in significativo calo.

**Figura 3.1 – Ricavi e redditività delle imprese quotate non finanziarie nei principali paesi avanzati**



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.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

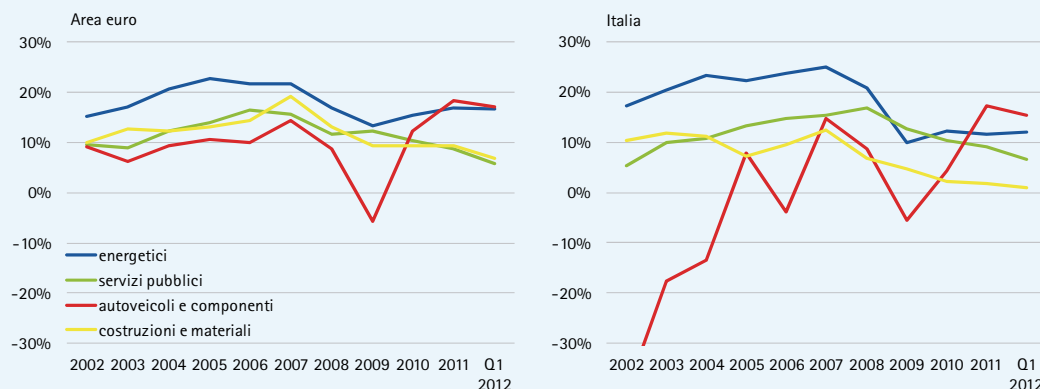
2. I mercati

**3. Le società non finanziarie**

4. Le banche

Con riferimento all'andamento settoriale, nei primi tre mesi del 2012 si è registrato un significativo calo della redditività, sia nell'Area euro sia in Italia, nei settori delle costruzioni e delle *public utilities*. L'andamento settoriale riflette la vulnerabilità al ciclo economico di tali comparti particolarmente esposti alle evoluzioni del quadro congiunturale.

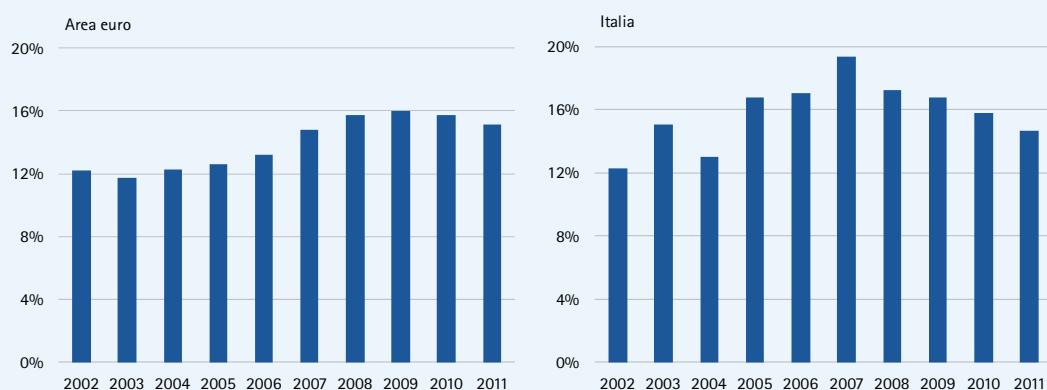
Figura 3.2 – ROE delle imprese quotate non finanziarie per settore industriale



Fonte: Datastream Worldscope.

A fine 2011, l'incidenza dell'avviamento sul totale dell'attivo è risultata prossima al 15% sia per le principali società quotate dell'Area euro sia per quelle italiane. In particolare, le società non finanziarie italiane, che nel 2007 mostravano un'incidenza dell'avviamento sul totale dell'attivo nettamente superiore alla media europea, hanno progressivamente ridotto i valori dell'avviamento, in seguito alle rettifiche necessarie ad incorporare nei dati contabili il peggioramento del quadro economico e delle prospettive reddituali future.

Figura 3.3 – Incidenza dell'avviamento sul totale attivo delle principali imprese quotate non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti al Dow Jones Euro Stoxx 50 (Area euro) e ai principali gruppi quotati italiani.

L'incidenza dei debiti rispetto all'Ebit si mantiene sostanzialmente stabile dal 2009 per le principali società non finanziarie, sebbene le imprese italiane presentino livelli di indebitamento sensibilmente più elevati rispetto alle società statunitensi ed europee. La struttura per scadenza dei debiti finanziari mostra un incremento del peso dei debiti a breve per le imprese statunitensi che si mantiene, tuttavia, su livelli significativamente inferiori rispetto a quelli registrati per le imprese europee, e in particolare italiane. Il dato mediano al primo trimestre 2012 è infatti pari al 14% negli Stati Uniti e al 21 e 23% rispettivamente nell'Area euro e in Italia.

Nel corso degli ultimi anni le imprese italiane hanno svalutato in maniera significativa l'avviamento, la cui incidenza sull'attivo risulta in linea con la media dell'Area euro ...

... ma continuano a evidenziare maggiori problemi di sostenibilità del debito rispetto alle società statunitensi ed europee



Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

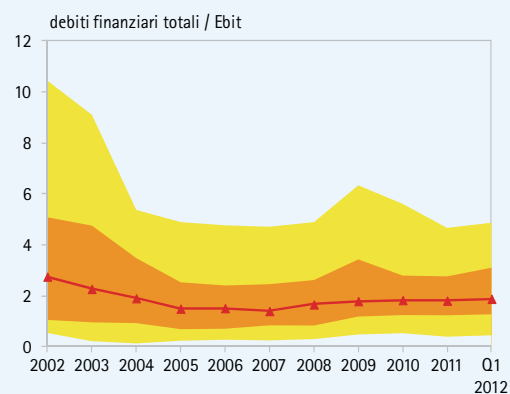
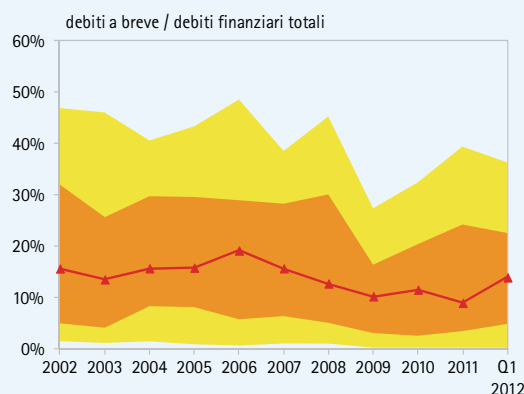
2. I mercati

**3. Le società non finanziarie**

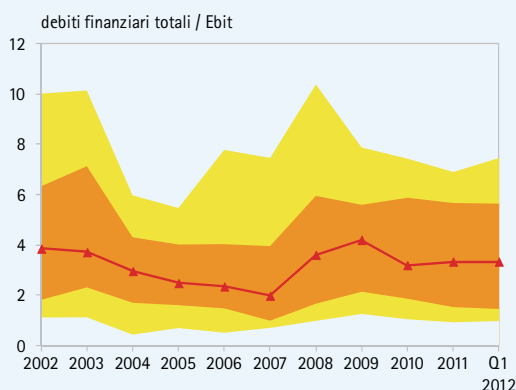
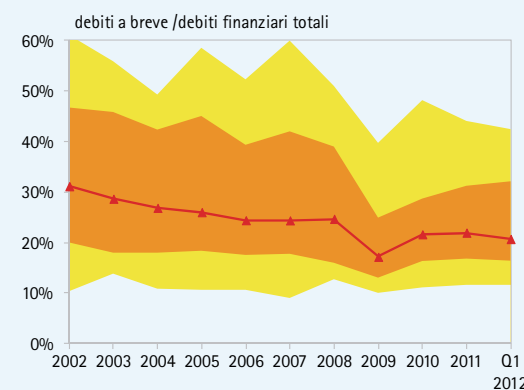
4. Le banche

Figura 3.4 – Struttura e sostenibilità del debito delle imprese quotate non finanziarie nei principali paesi avanzati

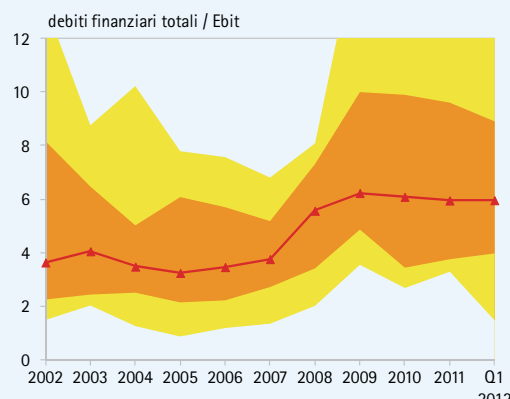
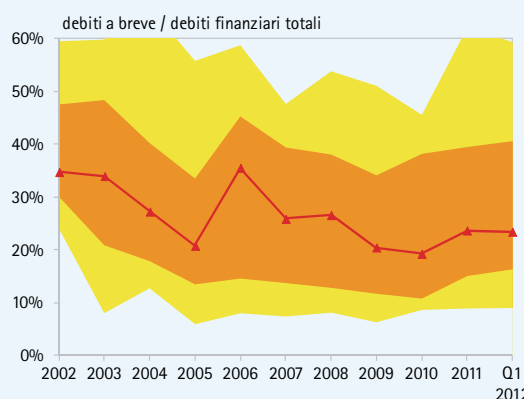
USA



AREA EURO



ITALIA



■ range 90°-10° percentile  
■ range interquartile  
▲ mediana

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. I dati per il primo trimestre 2012 sono annualizzati. Il rapporto debiti finanziari/Ebit è calcolato solo per le imprese con Ebit positivo.

I problemi di sostenibilità del debito per le imprese italiane si riflettono in un più basso grado di copertura degli interessi passivi

Il grado di copertura degli interessi passivi (rapporto tra Ebit e oneri finanziari) delle principali imprese non finanziarie italiane è calato in maniera significativa nel 2011. Sebbene il dato mostri un miglioramento nel primo trimestre del 2012, rimane strutturalmente più basso rispetto alla media dell'Area euro.

Risk dashboard

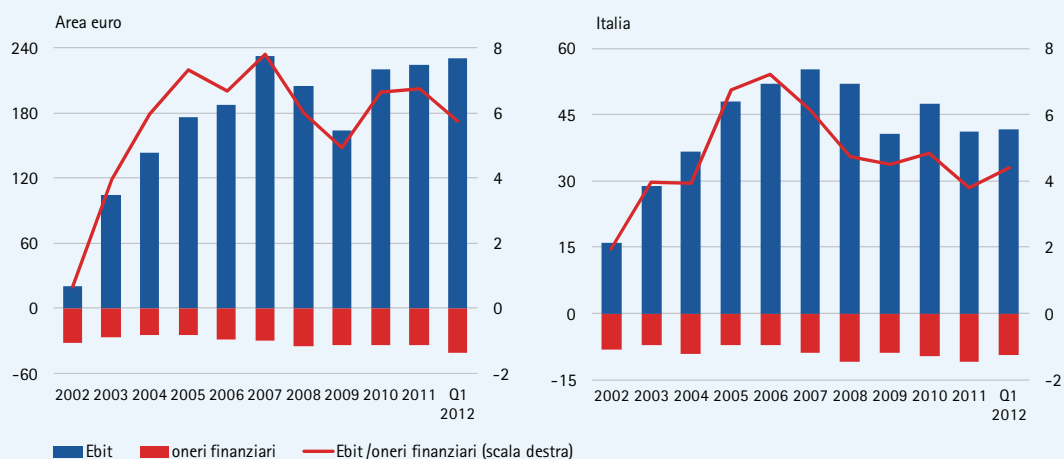
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Figura 3.5 – Copertura degli interessi passivi delle principali imprese quotate non finanziarie (valori in miliardi di euro)

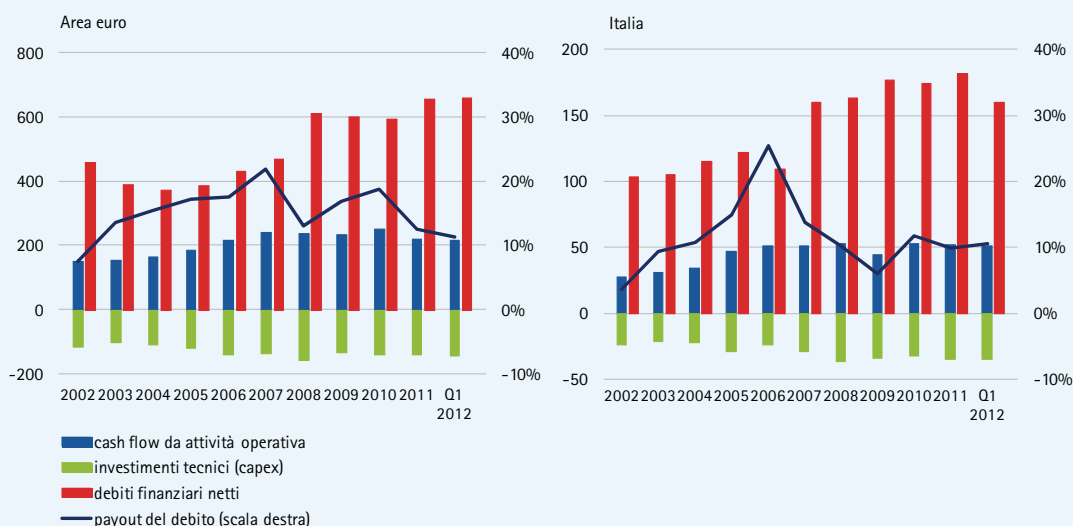


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle imprese appartenenti al Dow Jones Euro Stoxx 50 (Area euro) e ai principali gruppi quotati italiani. Per il primo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati.

Rispetto alla generazione di flussi di cassa, la sostenibilità del debito evidenzia un peggioramento per le imprese europee, mentre la situazione è stabile per le imprese italiane

Il *payout* del debito (rapporto tra il flusso di cassa disponibile per il rimborso del debito e l'ammontare dei debiti finanziari netti) ha registrato un significativo peggioramento nel 2011 per le imprese dell'Area euro. Tale peggioramento è riconducibile all'effetto combinato dell'incremento dei debiti finanziari (al netto della liquidità disponibile) e della riduzione del flusso di cassa derivante dall'attività operativa. Tale tendenza è poi proseguita per le principali imprese dell'Area euro nei primi tre mesi del 2012. Per le società italiane, invece, il *payout* del debito, mediamente più basso di circa 5 punti percentuali rispetto a quello delle società europee nel 2010, ha mostrato variazioni molto contenute, con un lieve peggioramento nel 2011 rispetto al 2010 e una sostanziale stabilità nel primo trimestre del 2012.

Figura 3.6 – Debiti finanziari netti e flussi di cassa dell'attività operativa per le principali imprese quotate non finanziarie (valori in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle imprese appartenenti al Dow Jones Euro Stoxx 50 (Area euro) e ai principali gruppi quotati italiani. Il *payout* del debito è calcolato come rapporto tra il *cash flow* da attività operativa al netto degli investimenti tecnici (*capex*) e l'ammontare dei debiti finanziari netti. Per il primo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

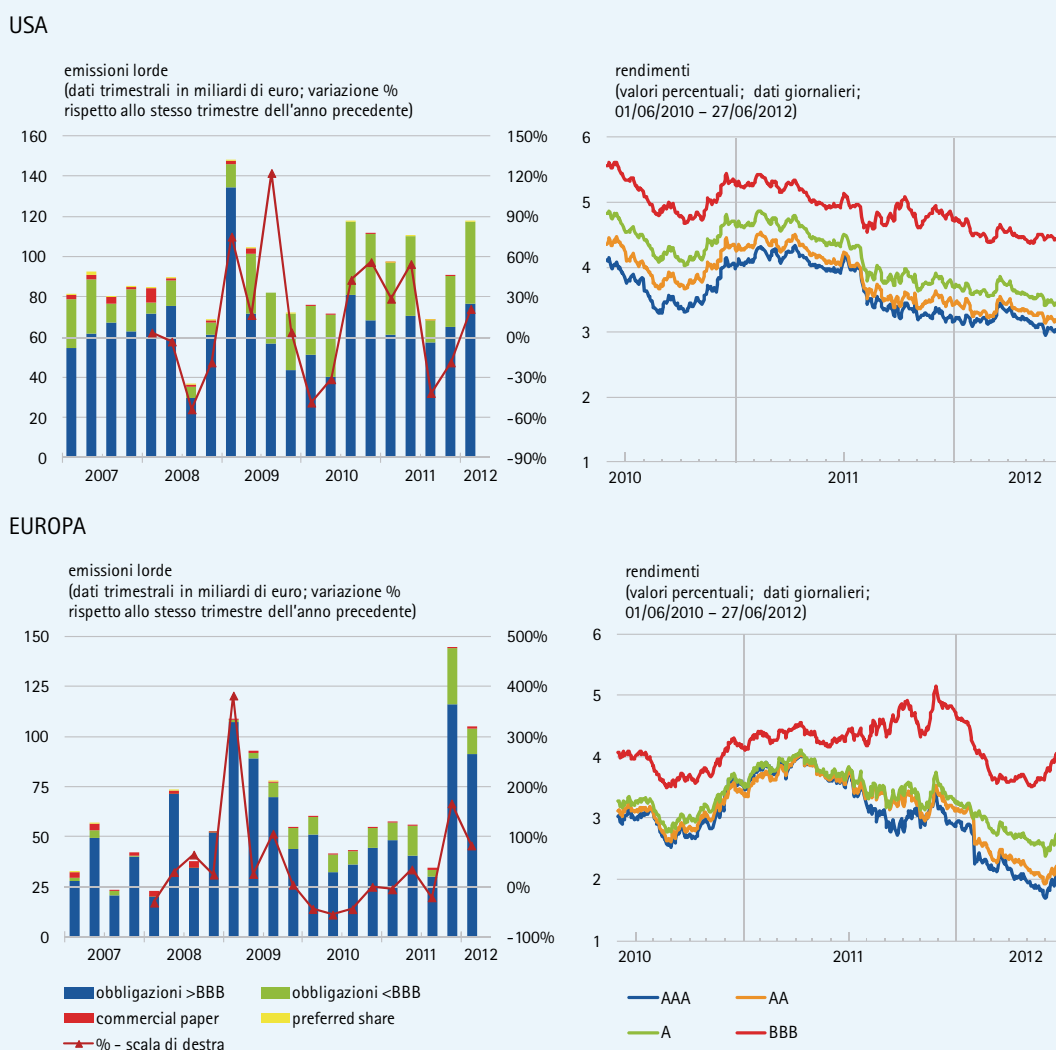
**3. Le società non finanziarie**

4. Le banche

Il mercato obbligatorio *corporate* evidenzia segnali di crescita, soprattutto in Europa

A partire dall'ultimo trimestre del 2011 il mercato obbligazionario *corporate* ha fatto registrare una significativa crescita dell'attività negli Stati Uniti e in Europa. In particolare, in Europa le emissioni obbligazionarie hanno mostrato un notevole incremento, passando da circa 30 miliardi nel terzo trimestre del 2011 a quasi 150 miliardi nel trimestre successivo. L'aumento è risultato significativo sia per le emissioni con rating elevato sia per quelle con rating speculativo (inferiore a BBB-). Anche in Italia, a partire dall'ultimo trimestre del 2011, il mercato obbligazionario delle società non finanziarie ha fatto registrare una ripresa. Il rischio di rifinanziamento della raccolta obbligazionaria per le principali imprese italiane sembra inoltre moderato, con un ammontare contenuto di obbligazioni emesse a partire dal 2007 che arrivano a scadenza nella seconda metà del 2012 e nel 2013. Sul mercato secondario, i rendimenti obbligazionari hanno mostrato un calo per le classi di rating da AAA ad A. Tale riduzione è risultata più marcata per le obbligazioni di imprese europee. I rendimenti delle obbligazioni BBB europee sono invece risaliti a partire dal secondo trimestre del 2012, dopo essersi ridotti significativamente nei 2 trimestri precedenti, pur rimanendo su livelli inferiori rispetto a quelli delle obbligazioni BBB statunitensi.

Figura 3.7 – Emissioni e rendimenti delle obbligazioni *corporate*



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob, Kler's e Markit. I dati delle emissioni 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).

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

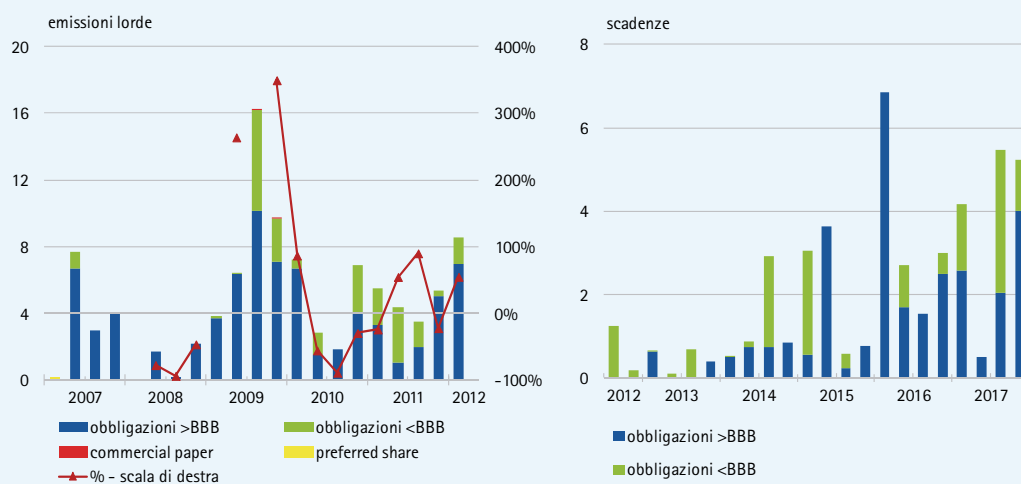
2. I mercati

**3. Le società non finanziarie**

4. Le banche

**Figura 3.8 – Emissioni obbligazionarie di emittenti *corporate* italiani**

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

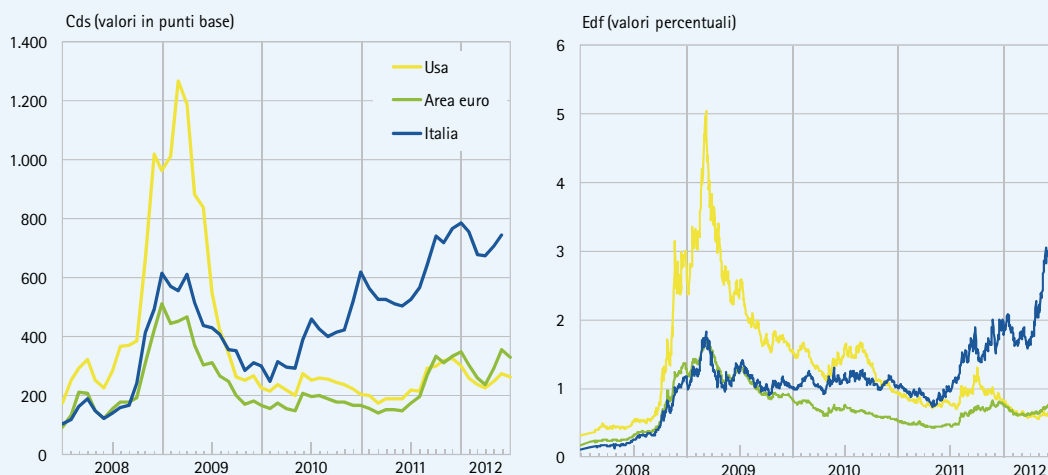


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's.

Aumenta la percezione della  
rischiosità delle imprese non  
finanziarie italiane da parte  
del mercato

A differenza delle evidenze che emergono dai rendimenti obbligazionari, le quotazioni dei Cds sull'universo delle società quotate non finanziarie, indicano che in media il rischio di credito delle imprese europee è sostanzialmente allineato a quello delle imprese Usa; evidenze analoghe emergono dai modelli teorici di misurazione del rischio di insolvenza che stimano la frequenza attesa di default (Edf). Tuttavia, nel secondo trimestre del 2012 le quotazioni medie dei Cds delle società europee sono salite in maniera significativa, portandosi su valori superiori a quelli rilevati per le imprese Usa. Anche il valore medio delle quotazioni dei CDS su società italiane ha registrato un aumento ed è significativamente più elevato rispetto al valore medio riferibile alle principali imprese europee e statunitensi. Anche l'Edf risulta in aumento per le società non finanziarie italiane.

**Figura 3.9 – Quotazioni medie dei Cds a 5 anni e valore mediano della frequenza attesa di default (Edf) su un orizzonte temporale di un anno per le società quotate non finanziarie**



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Credit Edge. Il valore mediano dell'Edf è calcolato sull'universo delle imprese non finanziarie quotate, mentre le quotazioni medie dei Cds si riferiscono alle principali imprese.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

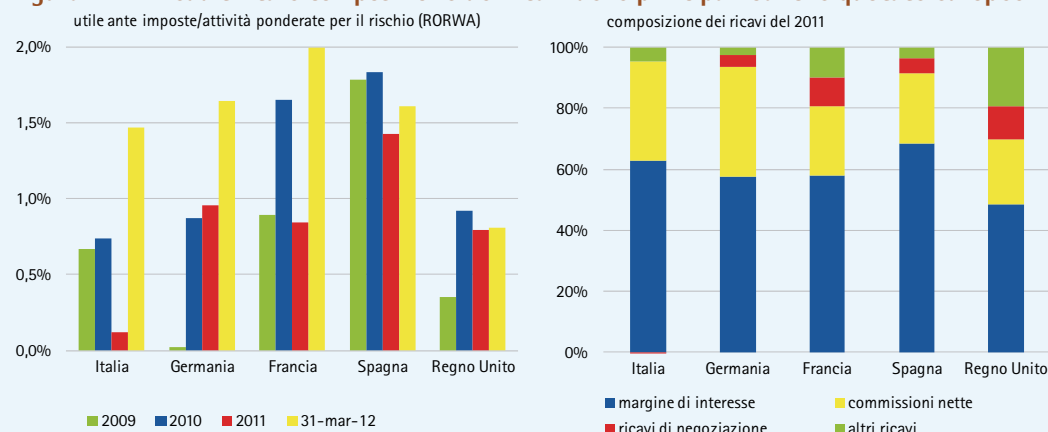
4. Le banche

# Le banche

Nel 2011 la redditività delle principali banche quotate europee si è ridotta anche per effetto di svalutazioni dell'avviamento

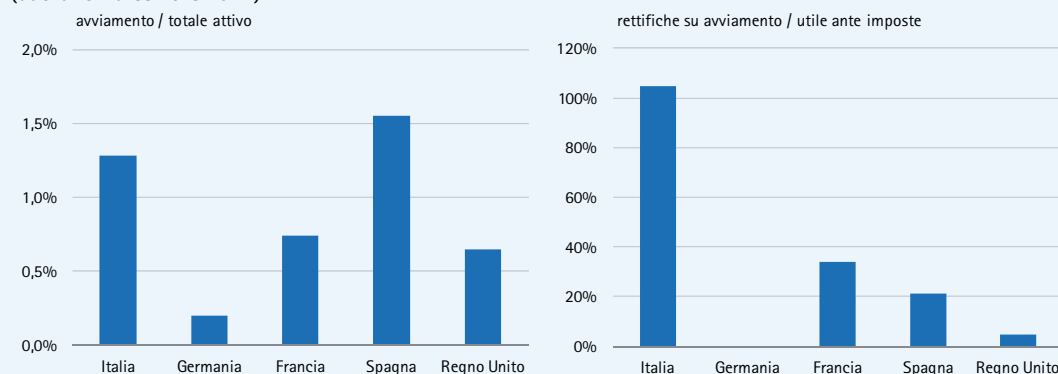
Nel 2011 le principali banche quotate europee hanno sperimentato un primo semestre positivo, per poi mostrare un repentino calo della redditività nella seconda parte dell'anno dovuto al riacutizzarsi delle tensioni sul debito sovrano nell'Area euro. Le principali banche italiane continuano a fare registrare livelli reddituali rispetto alle attività ponderate per il rischio sensibilmente inferiori alla media delle grandi banche europee (dato al lordo delle rettifiche sul valore degli avviamenti), anche se questo riflette in larga misura un approccio più prudente nella misurazione della rischiosità dell'attivo. Nel 2011 il peso dei ricavi da negoziazione sul margine di intermediazione è pari a circa il 10% per le maggiori banche francesi e inglesi, mentre è rimasto più contenuto per gli istituti tedeschi, spagnoli e italiani. Le banche italiane e spagnole continuano a mostrare la più alta incidenza del margine di interesse sul totale dei ricavi. Nel 2011 la redditività delle principali banche italiane è stata fortemente penalizzata dalle significative rettifiche di valore degli avviamenti, che hanno superato il 100% dell'utile ante imposte, a fronte di valori pari a circa il 20% per gli istituti bancari spagnoli e a circa il 35% per le banche francesi. Tali rettifiche riflettono le incerte prospettive di crescita per l'economia italiana e i conseguenti riflessi sulla capacità reddituale futura delle banche.

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



Fonte: elaborazioni sui bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, BBVA, Santander, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland). Utile ante imposte annualizzato depurato delle rettifiche sull'avviamento e calcolato su attività ponderate per il rischio di fine periodo.

**Figura 4.2 – Incidenza dell'avviamento sui bilanci delle principali banche quotate europee (dati al 31 dicembre 2011)**



Fonte: elaborazioni sui bilanci consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, BBVA, Santander, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland).

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

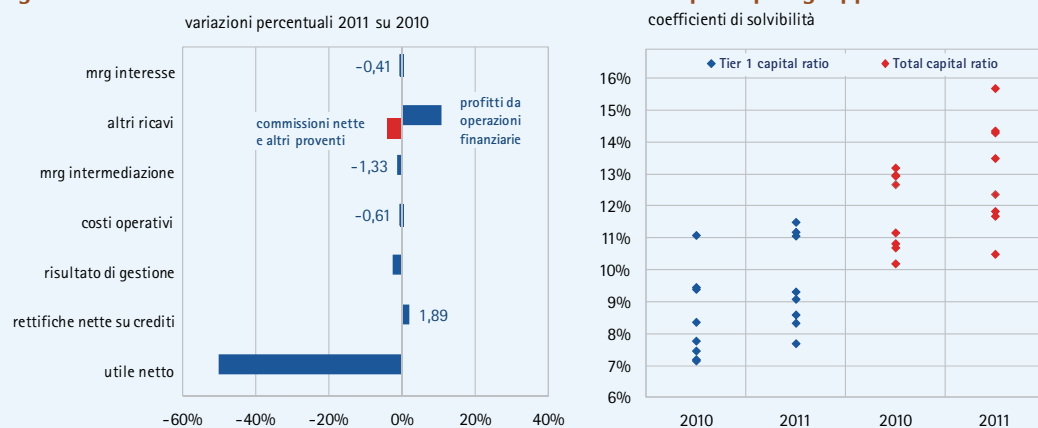
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

L'utile netto delle banche italiane ha subito una forte riduzione, essenzialmente per le consistenti rettifiche degli avviamenti, ma è aumentato il livello di patrimonializzazione

Nel 2011 i dati contabili dei primi 8 gruppi bancari italiani hanno mostrato una lieve riduzione di tutte le principali componenti del margine di intermediazione, ad eccezione dei profitti da operazioni finanziarie; il risultato di gestione è rimasto sostanzialmente invariato. L'utile netto ha subito una significativa contrazione, dovuta prevalentemente alla svalutazione degli avviamenti e in parte all'incremento delle rettifiche su crediti. Il Tier1 e il *total capital ratio* sono aumentati per tutti i maggiori gruppi bancari italiani.

Figura 4.3 – Conto economico e coefficienti di solvibilità dei principali gruppi bancari italiani

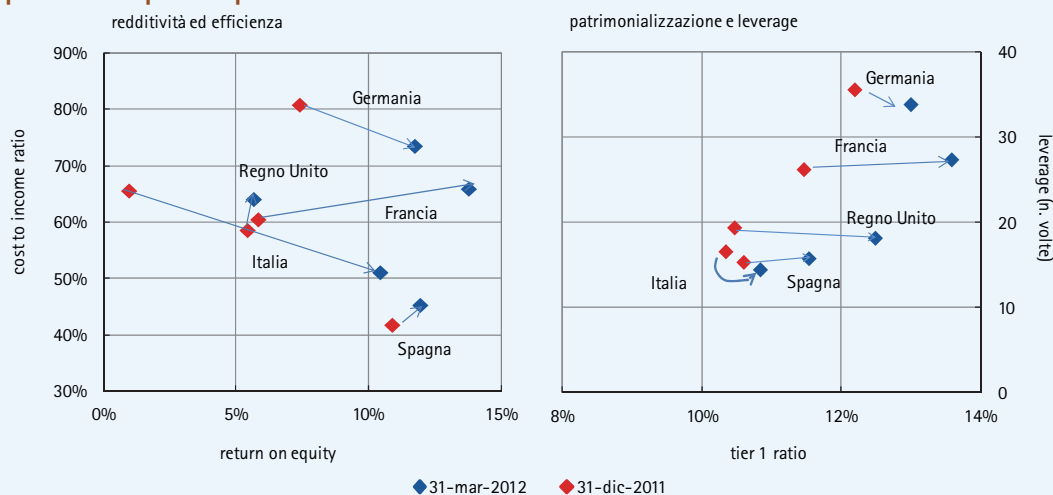


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Dati relativi ai primi 8 gruppi bancari per totale attivo.

Nel primo trimestre del 2012 è aumentata la patrimonializzazione delle principali banche quotate europee

Nel primo trimestre del 2012, in concomitanza con l'attenuamento delle tensioni sui mercati finanziari, le principali banche quotate in Germania, Italia e Francia hanno sperimentato un sensibile aumento del Roee medio (depurato dalla svalutazione degli avviamenti); gli istituti bancari spagnoli e inglesi, invece, hanno mantenuto livelli reddituali sostanzialmente invariati. Il *cost-to-income ratio*, inoltre, è significativamente diminuito per le banche italiane e tedesche. Per quanto riguarda, infine, la patrimonializzazione e il *leverage*, il Tier1 medio è cresciuto per tutte le principali banche europee, mentre quelle italiane e spagnole continuano a caratterizzarsi per una minore leva finanziaria rispetto ai *competitors* europei.

Figura 4.4 – Variazione della redditività e della patrimonializzazione per le principali banche quotate europee nei primi mesi del 2012



Fonte: elaborazioni su bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, BBVA, Santander, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland). Roee ante imposte annualizzato depurato delle rettifiche sull'avviamento e calcolato su patrimonio netto di fine periodo.

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

## 2. I mercati

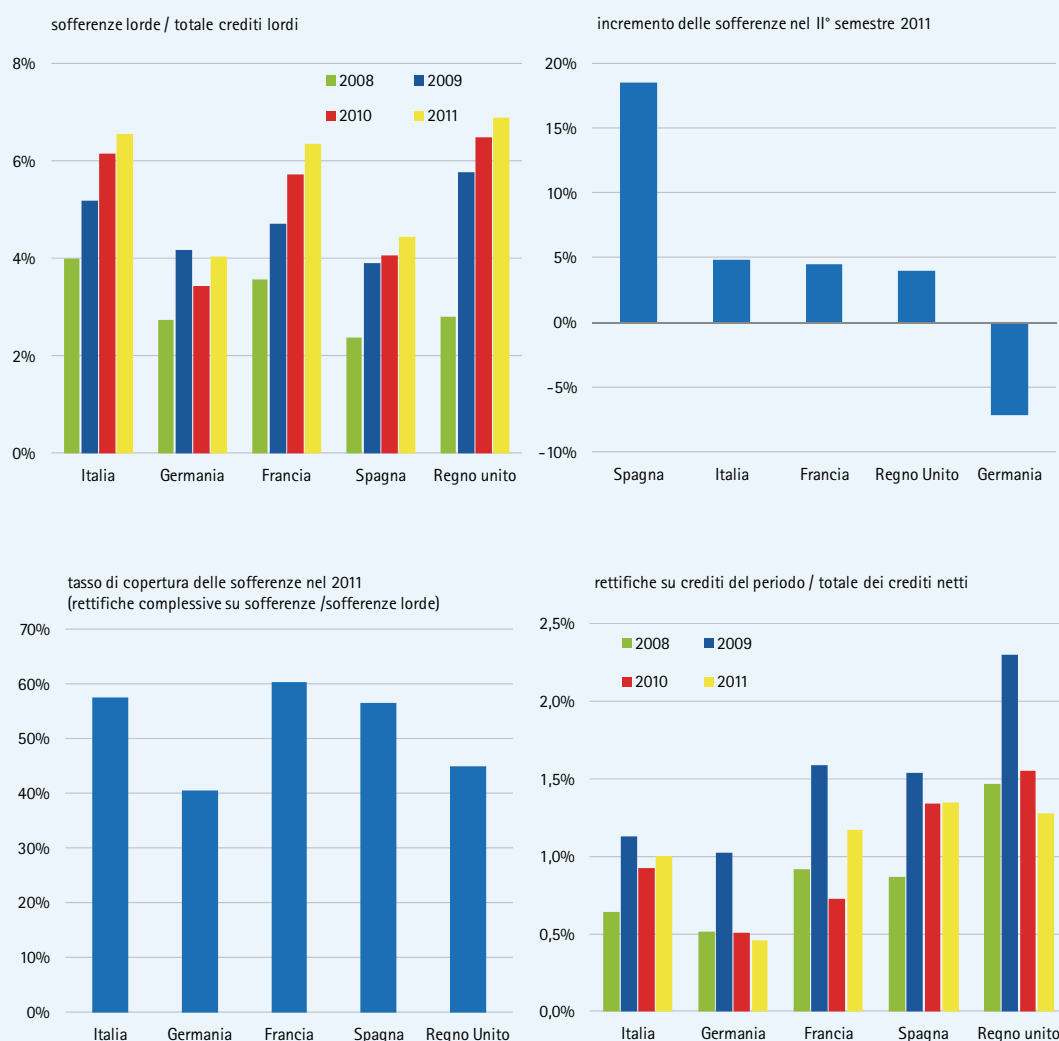
## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

Nel 2011 è sensibilmente peggiorata la qualità del credito delle principali banche quotate europee, in particolare per quelle spagnole

L'incidenza delle sofferenze sul totale dei crediti è cresciuta nel 2011 per tutte le principali banche quotate europee, portandosi attorno al 6% per Italia, Francia e Regno Unito, e rimanendo attorno al 4% per Spagna e Germania. Tale dato per le banche spagnole dipende tuttavia dalla composizione del campione di riferimento, costituito dalle maggiori banche del paese, caratterizzate da una intensa operatività al di fuori dei confini nazionali, le cui performance risultano quindi meno legate all'andamento del ciclo economico della Spagna. Ciò nonostante, la crescita delle sofferenze è risultata particolarmente significativa per tali banche, che a fine 2011 mostravano un valore lordo delle sofferenze superiore di circa il 15% di quello a fine 2010. Il tasso di copertura delle sofferenze (ossia la quota di quelle già svalutate in bilancio) è prossimo al 60% in Italia, Francia e Spagna e al 40% per le principali banche tedesche e inglesi. Il flusso delle nuove rettifiche su crediti operate nel 2011 (in rapporto ai crediti netti) è cresciuto in Francia mentre si è ridotto in Germania e Regno Unito.

Figura 4.5 – Evoluzione della qualità del credito delle principali banche quotate europee



Fonte: elaborazioni sui bilanci e relazioni semestrali consolidate delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, BBVA, Santander, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland).

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

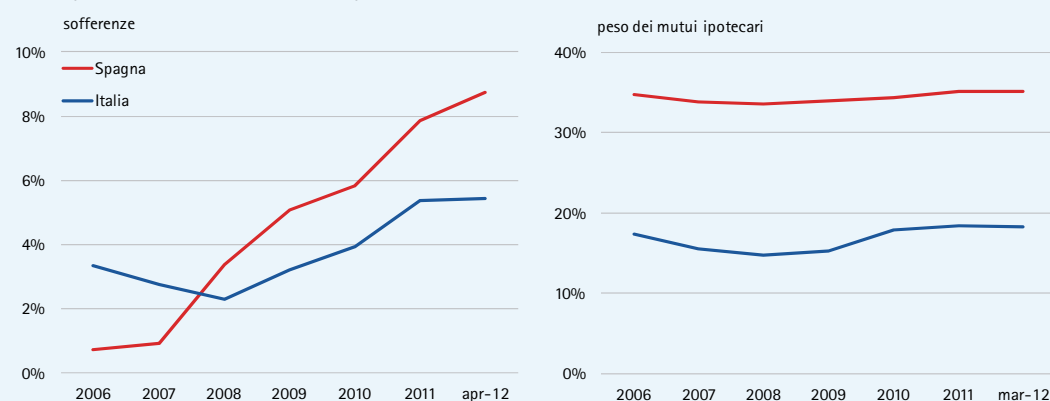
2. I mercati

3. Le società non finanziarie

4. Le banche

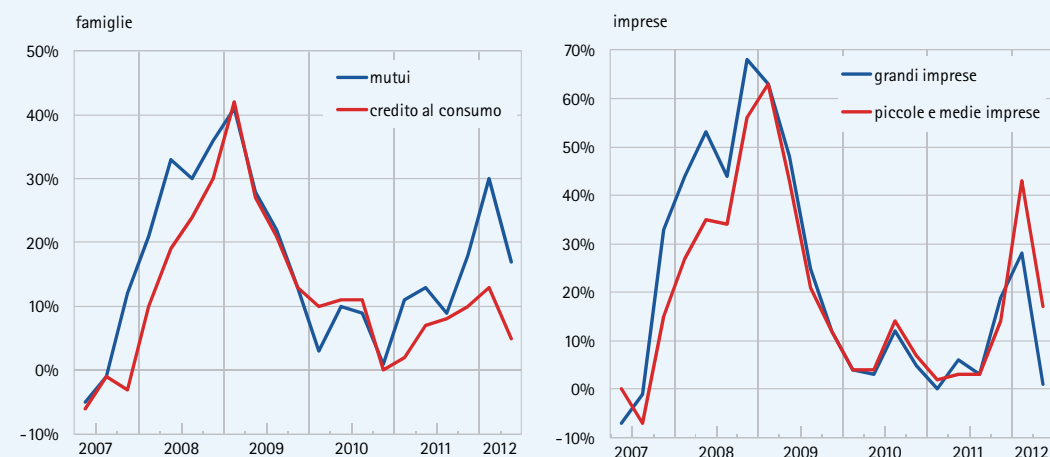
L'andamento della qualità del credito per l'intero sistema bancario spagnolo mostra un notevole peggioramento, fenomeno in atto già dal 2008 ma divenuto particolarmente intenso a partire dal 2011. Ad aprile 2012 l'incidenza delle sofferenze sui crediti erogati alla clientela aveva raggiunto livelli prossimi al 9%, contro un valore del 4% per i principali gruppi bancari quotati. Le banche spagnole presentano inoltre una forte esposizione verso il settore dei mutui ipotecari (circa il 35% degli impieghi contro il 17% per il sistema bancario italiano).

Figura 4.6 – Qualità del credito e peso dei mutui ipotecari per le banche italiane e spagnole (valori percentuali sul totale degli impieghi)



Fonte: Banche Centrali Nazionali.

Figura 4.7 – Indicatori di restrizione degli standard di concessione del credito nell'Area euro (dati mensili; aprile 2007 – aprile 2012)



Fonte: 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.

Emergono segnali di miglioramento delle condizioni di erogazione dei prestiti a imprese e famiglie nell'Area euro

Secondo l'ultima *Bank Lending Survey* della Bce, ad aprile 2012 l'indicatore di restrizione negli standard di concessione dei crediti da parte del sistema bancario (quota delle banche che hanno ristretto i criteri di concessione dei prestiti al netto della quota degli istituti che hanno allentato i parametri di erogazione dei finanziamenti a famiglie e imprese) ha mostrato un miglioramento rispetto al dato rilevato a gennaio, mese in cui tale indicatore aveva fatto registrare un picco



## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

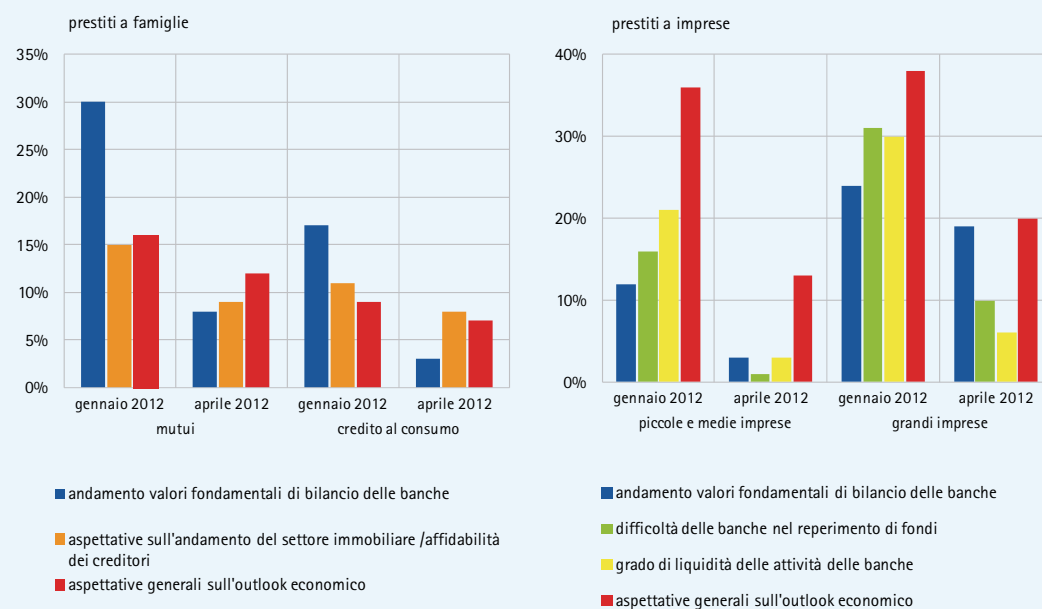
## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

dall'inizio del 2010. In particolare, l'indicatore di restrizione del credito è ritornato ai livelli rilevati nel primo semestre del 2011 con riferimento ai prestiti alle piccole e medie imprese, mentre rimane su livelli massimi dal 2010 per i mutui alle famiglie. Per i prestiti alle famiglie i fattori che incidono maggiormente sulla restrizione degli standard di erogazione del credito sono legati principalmente al peggioramento delle aspettative circa l'andamento del quadro macroeconomico e del mercato immobiliare e l'affidabilità dei creditori, mentre l'allentamento degli standard creditizi per i prestiti alle imprese riflette la riduzione del peso del costo del *fundings* e dei vincoli di liquidità.

Figura 4.8 – Incidenza dei fattori che contribuiscono alla restrizione delle condizioni di accesso al credito nell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati BCE (*Bank Lending Survey*). I valori percentuali si riferiscono alla quota di banche che ritengono rilevante il corrispondente fattore di restrizione delle condizioni di accesso al credito.

Le banche italiane e spagnole hanno esposizioni in derivati e strumenti finanziari estremamente più contenute rispetto a quelle delle banche inglesi, francesi e tedesche e una valutazione più prudentiale della rischiosità dell'attivo

I bilanci 2011 mostrano che il peso delle attività finanziarie e dei derivati sul totale dell'attivo è estremamente più contenuto per le banche italiane e spagnole rispetto alle banche inglesi, francesi e tedesche. In particolare, il peso delle attività finanziarie complessive sul totale dell'attivo oscilla tra il 22% e il 26% per le principali banche tedesche, francesi a fronte di valori prossimi al 15% per gli istituti di credito italiani, spagnoli e inglesi. Il *fair value* dei derivati pesa per circa un terzo dell'attivo e del passivo per le banche tedesche e per un quarto per le banche inglesi, tra l'8 e il 10% per le banche spagnole e italiane. Le differenze nella composizione dell'attivo, congiuntamente alle pratiche di *risk mitigation* tramite strumenti derivati, si riflettono sulla valutazione della rischiosità dell'attivo effettuata a fini prudenziali. Per le banche italiane e spagnole, infatti, l'applicazione dei coefficienti di ponderazione particolarmente prudentiali determina un valore dell'attivo ponderato pari al 50% circa dell'attivo non ponderato, mentre per gli istituti inglesi, francesi e tedeschi tale rapporto risulta pari rispettivamente al 37, 25 e 20%.

**Risk dashboard**

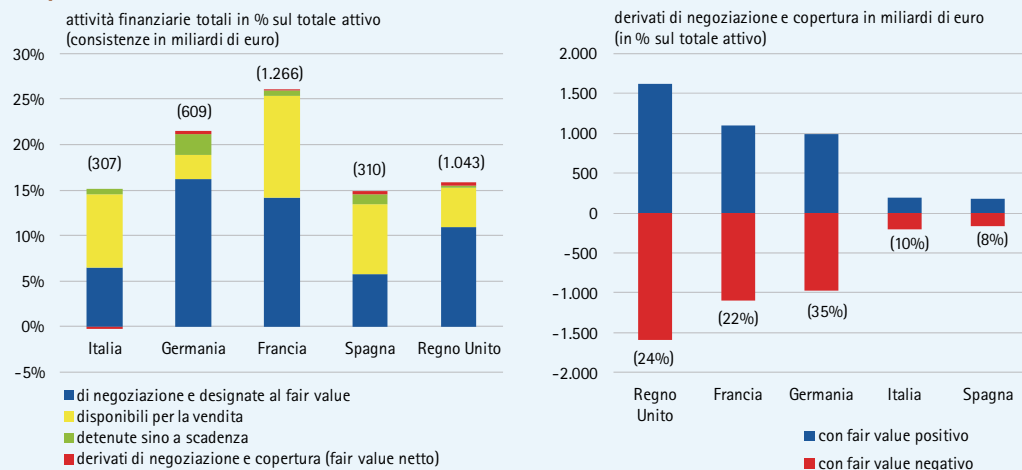
**1. Il quadro macroeconomico**

**2. I mercati**

**3. Le società non finanziarie**

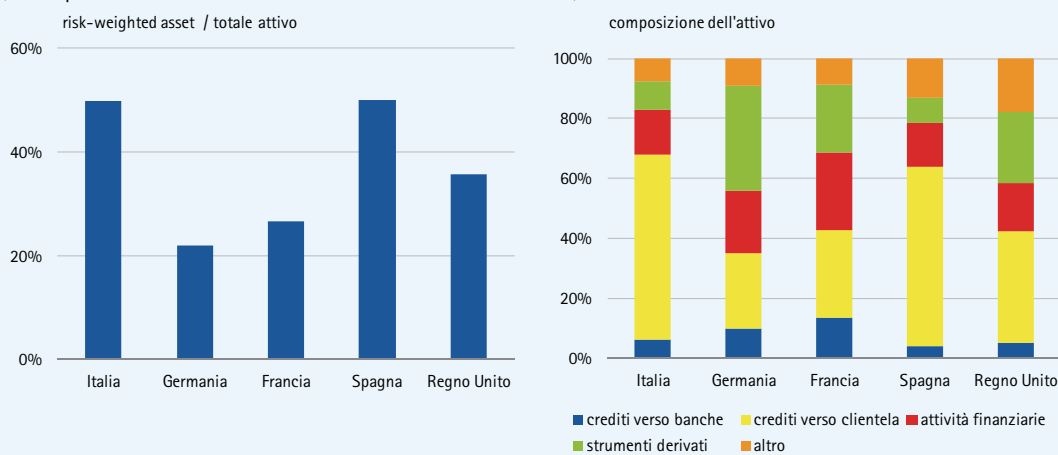
**4. Le banche**

**Figura 4.9 – Attività finanziarie e strumenti derivati detenuti dalle principali banche quotate europee a fine 2011**



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, BBVA, Santander, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland).

**Figura 4.10 – Rischiosità e composizione dell'attivo delle principali banche quotate europee (valori percentuali sul totale attivo; dati al 31 dicembre 2011)**



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, BBVA, Santander, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland).

Nel secondo trimestre del 2012 si è ampliata la percezione della rischiosità delle banche europee da parte del mercato

Il rating implicito nelle quotazioni dei Cds, dei titoli azionari e degli spread obbligazionari delle principali banche europee e italiane (che hanno un rating Moody's e sono incluse, rispettivamente, nel DowJones EuroStoxx 50 e nel FtseMib) evidenzia un ampio disallineamento rispetto al rating ufficiale. In particolare il rating implicito basato sui corsi azionari risulta più basso di quello basato sull'andamento dei Cds e degli spread obbligazionari, soprattutto per le banche europee, segnalando una maggiore reattività del mercato azionario nell'incorporare i segnali di peggioramento della qualità del credito nel settore bancario. Nel primo semestre del 2012 le quotazioni medie dei Cds a 5 anni delle banche americane hanno mostrato una variabilità relativamente contenuta, mentre nell'Area euro e in Italia hanno subito forti oscillazioni, con una significativa riduzione nel primo trimestre e una brusca risalita nel secondo trimestre che li ha riportati sui valori di fine 2011. Le probabilità di default stimate tramite modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza (EDF) per l'universo delle banche quotate riflettono in parte le evidenze sull'andamento delle quotazioni dei Cds, segnalando tuttavia un più marcato aumento della rischiosità per gli istituti bancari italiani, in concomitanza al riarsi delle tensioni del debito sovrano, e una stabilità del livello di rischio per le banche europee.

Risk dashboard

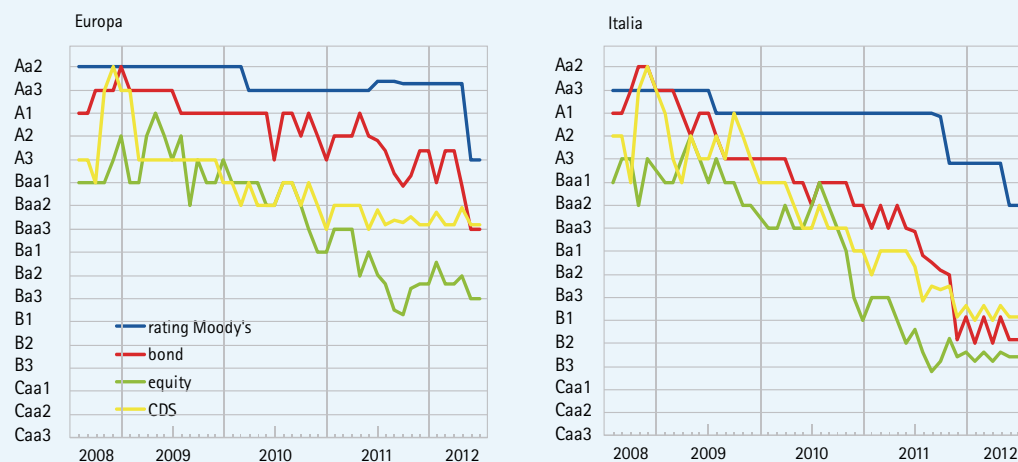
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

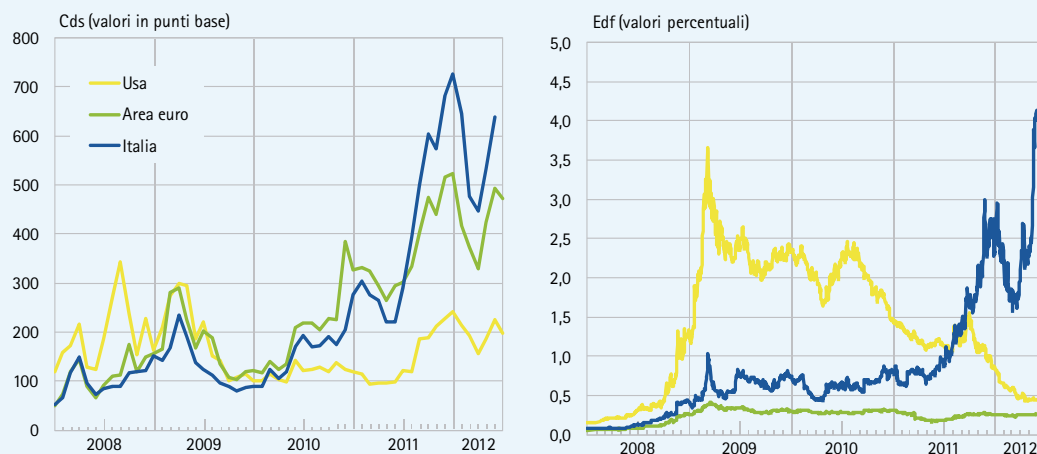
4. Le banche

Figura 4.11 – Rating impliciti nei prezzi degli strumenti finanziari delle principali banche quotate 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 4.12 – Quotazioni medie dei Cds a 5 anni e valore mediano della frequenza attesa di default (Edf) su un orizzonte temporale di un anno per le società quotate finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Credit Edge. Il valore mediano dell'Edf è calcolato sull'universo delle società quotate finanziarie, mentre le quotazioni medie dei Cds si riferiscono alle principali società.

Le banche francesi e tedesche sono le più esposte verso i paesi dell'Area euro con maggiori squilibri nei conti pubblici, sebbene abbiano sensibilmente ridotto la propria esposizione nel secondo semestre del 2011

Nel secondo semestre del 2011 le banche dei principali paesi europei hanno significativamente ridotto le proprie esposizioni verso le economie con maggiori squilibri di finanza pubblica, in particolare verso la Grecia e l'Italia con riguardo al settore pubblico e verso l'Irlanda con riguardo al settore privato. I disinvestimenti delle banche dei principali paesi europei dal settore pubblico italiano sono stati di circa 60 miliardi di euro; in particolare, per le banche tedesche, inglesi e francesi i deflussi si sono attestati rispettivamente al 61, 52 e 38% delle consistenze di inizio periodo. Anche gli istituti italiani hanno ridotto la propria esposizione verso Grecia, Irlanda e Portogallo. Al 31 dicembre 2011 gli istituti bancari francesi e tedeschi risultavano i più esposti al debito sovrano dei paesi periferici dell'Area euro e in particolare verso l'Italia e la Spagna; l'esposizione è significativa anche per le banche inglesi ma limitatamente al settore privato. L'esposizione complessiva delle banche italiane verso i paesi europei con maggiori squilibri nei conti pubblici si mantiene su livelli estremamente contenuti e prossimi all'1% dell'attivo bancario.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

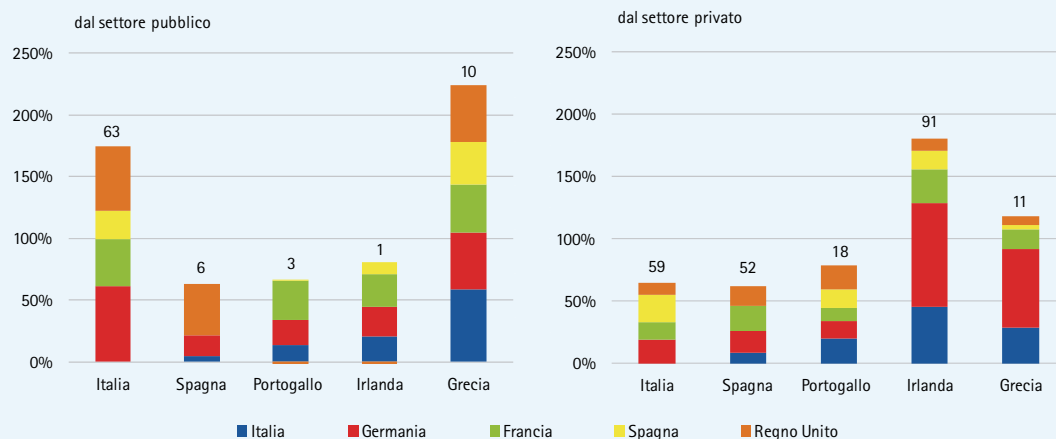
2. I mercati

3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Figura 4.13 – Disinvestimenti delle banche dei principali paesi europei dai paesi periferici dell'Area euro

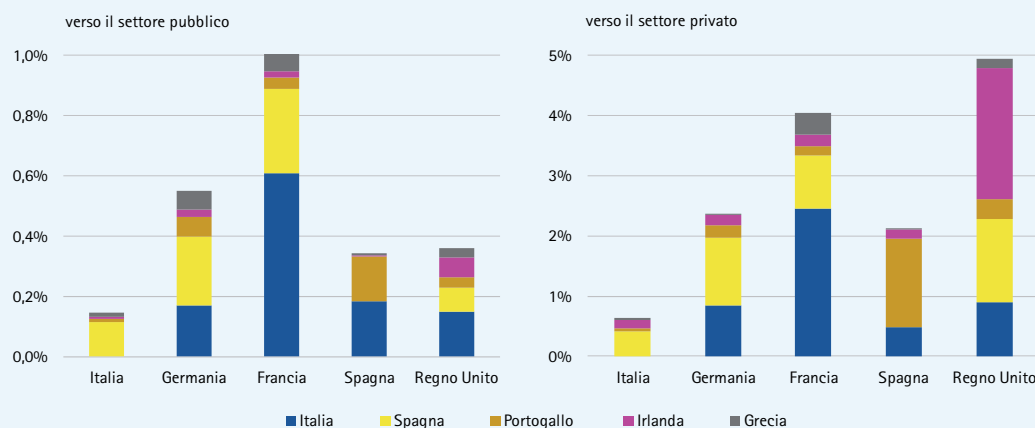
(II° semestre 2011; variazione percentuale sulle consistenze di inizio periodo; valori in miliardi di euro escluse le esposizioni verso il paese d'origine)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I dati sono riferiti all'intero sistema bancario di Italia, Germania, Francia e Spagna.

Figura 4.14 – Esposizione delle banche dei principali paesi europei verso i paesi periferici dell'Area euro

(dati al 31 dicembre 2011, valori in percentuale del totale attivo escluse le esposizioni verso il paese d'origine)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I dati sono riferiti all'intero sistema bancario di Italia, Germania, Francia e Spagna.

Persistono i segnali di debolezza sul mercato primario delle obbligazioni bancarie

Nel primo trimestre 2012 la raccolta obbligazionaria delle banche ha mostrato lievi segnali di ripresa sia negli Stati Uniti sia in Europa; in Italia, invece, dopo il picco di emissioni registrato nei primi mesi del 2011, nel primo trimestre si è registrata una forte flessione dei collocamenti rispetto allo stesso periodo del 2011. Sul mercato secondario i rendimenti delle emissioni obbligazionarie delle banche hanno mostrato una sostanziale stabilità negli Stati Uniti mentre in Europa si è notevolmente ampliato il differenziale nei rendimenti tra obbligazioni con rating elevato (da AAA ad A) e quelle con rating prossimo al livello speculativo (BBB). In particolare, i rendimenti delle obbligazioni con rating BBB hanno raggiunto, negli ultimi mesi del 2011, livelli prossimi al 13% per poi ridursi, nel corso dei primi mesi del 2012 di oltre 400 punti base. Nel secondo trimestre dell'anno tali rendimenti hanno mostrato una tendenza al rialzo. L'ammontare di obbligazioni emesse a partire dal 2007 che arrivano a scadenza nella seconda metà del 2012 risulta superiore ai 60 miliardi, di cui circa la metà collocata presso investitori istituzionali.

**Risk dashboard**

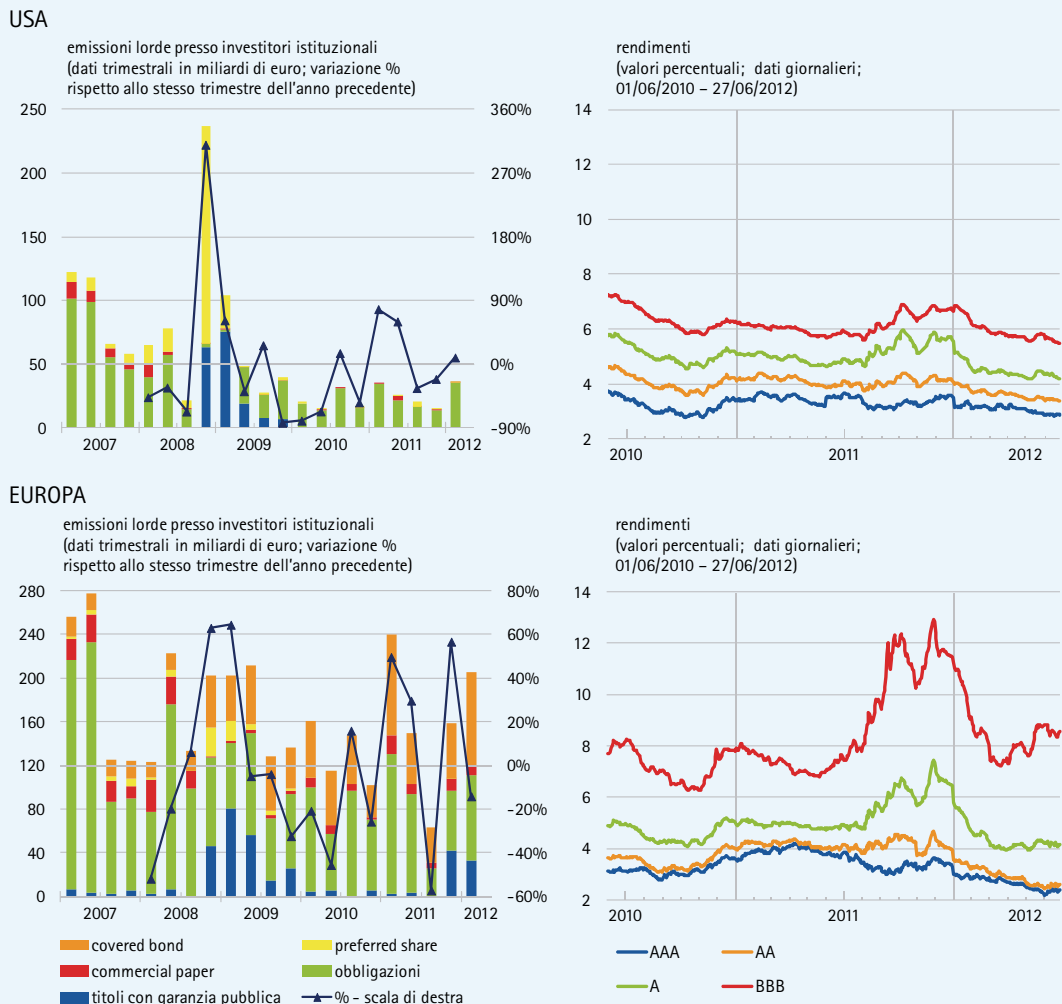
**1. Il quadro macroeconomico**

**2. I mercati**

**3. Le società non finanziarie**

**4. Le banche**

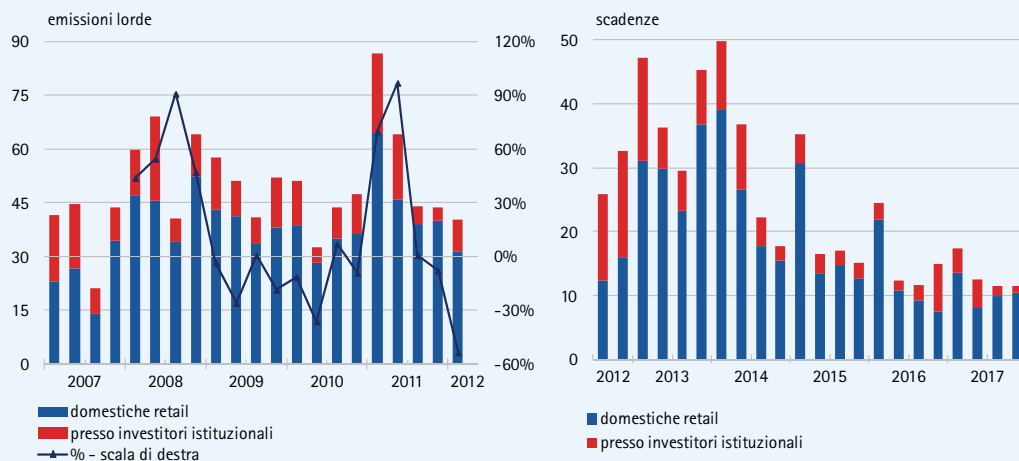
**Figura 4.15 – Emissioni e rendimenti delle obbligazioni bancarie**



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's (per le emissioni obbligazionarie) Markit (per i rendimenti). I dati delle emissioni 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).

**Figura 4.16 – Emissioni obbligazionarie di banche italiane**

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



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

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

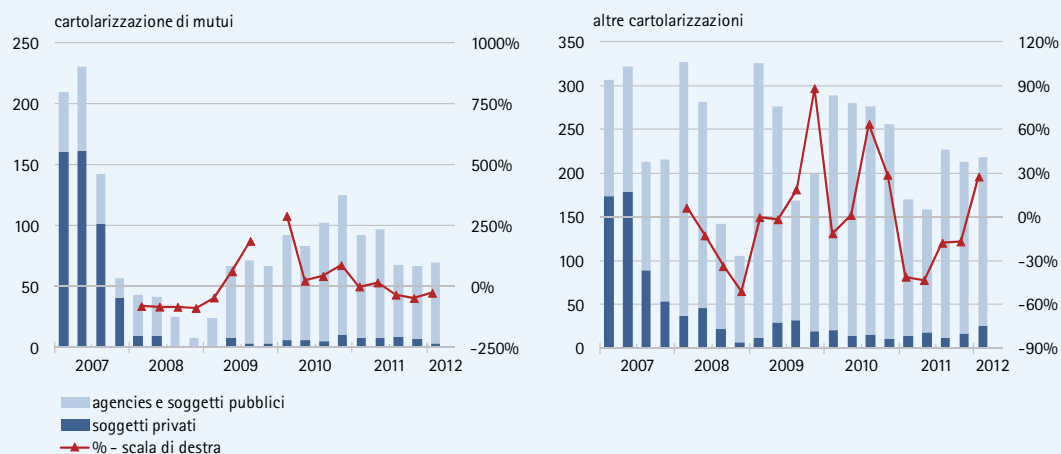
4. Le banche

Le emissioni di cartolarizzazioni di *agencies* sono stabili negli Usa, mentre in Europa il mercato mostra un'attività molto ridotta e fortemente altalenante

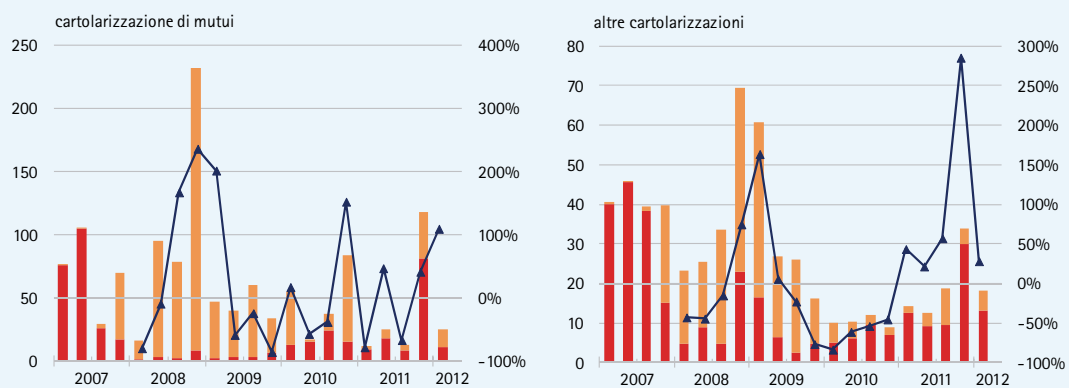
Nel primo trimestre del 2012 le emissioni di cartolarizzazioni negli Stati Uniti (sia collegate a mutui sia ad altre classi di attivi) sono risultate stabili rispetto ai due trimestri precedenti. In Europa invece le cartolarizzazioni di mutui continuano a registrare un andamento fortemente altalenante, mentre in Italia il mercato non mostra segnali di ripresa.

Figura 4.17 – Emissioni di cartolarizzazioni

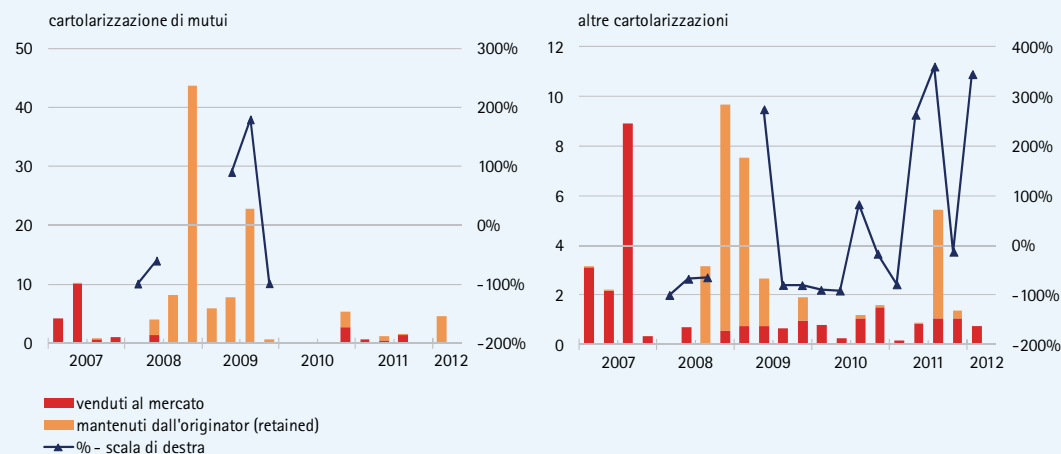
(dati trimestrali in miliardi di euro; variazione % rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente) USA



EUROPA



ITALIA



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.