

Statistiche e analisi

# Risk outlook

5

dicembre 2012



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA



Statistiche e analisi

# Risk outlook

5

dicembre 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 novembre 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).

ISSN 2281-1923 (online)

## Risk dashboard

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

## La congiuntura e i rischi

Nel corso del 2012 l'inasprirsi della crisi del debito sovrano nell'Area euro ha alimentato un effetto contagio crescente, che si è riflesso nel ridimensionamento della componente dei rendimenti dei titoli di Stato spiegata dai fondamentali economici e fiscali. Per l'Italia, in particolare, le stime sulle determinanti dello *spread* rispetto ai titoli tedeschi mostrano che in media nel 2012 circa 200 punti base sono riconducibili al contagio. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, i premi per il rischio sovrano dei paesi periferici dell'Area euro sono calati, a fronte delle iniziative delle istituzioni europee volte a scongiurare il rischio di disintegrazione della moneta unica, tra le quali l'adozione da parte della BCE di un piano di acquisti sul mercato secondario dei titoli di Stato dei paesi più vulnerabili e l'approvazione del piano di assistenza finanziaria al sistema bancario spagnolo. Permangono, tuttavia, numerose fonti di incertezza, riconducibili essenzialmente alla divaricazione del ciclo economico tra paesi *core*, per i quali si prevede una crescita positiva ancorché debole, e paesi periferici, che già sperimentano una fase recessiva, caratterizzata da una significativa contrazione degli impieghi bancari al settore privato, e una spesa per interessi sul debito pubblico in aumento. In questo contesto, in costanza degli attuali livelli di avanzo/disavanzo primario, la sostenibilità del debito pubblico può diventare un obiettivo a rischio anche in uno scenario positivo di inversione della fase ciclica, fintanto che i tassi di interesse rimangono superiori al tasso di crescita del PIL. Ad esempio, ipotizzando tassi d'interesse costanti ai valori attuali e una crescita del PIL pari all'1%, il rapporto debito/PIL aumenterebbe nei paesi caratterizzati da disavanzi primari (in particolare, la Spagna), mentre potrebbe ridursi nei paesi caratterizzati da un avanzo primario (in particolare, Italia e Portogallo). Quindi, anche in uno scenario di crescita moderata e tassi costanti, la stabilizzazione dei conti pubblici potrebbe richiedere ulteriori misure di consolidamento fiscale: ad esempio, esercizi di simulazione indicano che per portare il rapporto debito/PIL al 60% in 20 anni sarebbe necessario un incremento dell'avanzo primario stimabile attorno al 4,8% del PIL per l'Italia, che ha già avviato importanti riforme strutturali, attorno al 1,4% per la Francia, 3,8 per il Portogallo e al 2,2% per la Spagna.

A partire dal mese di giugno, pur riflettendo le incertezze sulla dinamica dei conti pubblici e sulle prospettive di crescita nei paesi periferici, i mercati azionari europei hanno fatto registrare un andamento positivo anche se discontinuo. Si sono, inoltre, ridotti i fenomeni di contagio osservati nei primi mesi dell'anno e i corsi si sono riportati su valori più vicini ai fondamentali nei maggiori paesi dell'Area euro. Le principali società quotate non finanziarie italiane mostrano una redditività in calo e mediamente inferiore a quella delle società europee, oltre che una maggiore vulnerabilità legata al più alto indebitamento e al più elevato costo del finanziamento bancario. È aumentata la patrimonializzazione delle principali banche quotate europee, soprattutto in Germania e Regno Unito, sebbene principalmente a seguito della revisione delle metodologie di misurazione della rischiosità dell'attivo, mentre è peggiorata la qualità del credito delle principali banche italiane e spagnole; in media, si è comunque significativamente ridotta la percezione del rischio di credito delle banche espressa dal mercato. La variabilità dei livelli di patrimonializzazione e di incidenza delle sofferenze fra le banche dei principali paesi europei è tuttavia riconducibile anche a differenze nei modelli di business e nella composizione degli attivi; da questo punto di vista, un elemento di particolare rilievo è rappresentato dalla più elevata esposizione in strumenti finanziari e derivati delle principali banche inglesi, tedesche e francesi rispetto a quelle italiane e spagnole, il cui attivo è più concentrato invece sugli impieghi a imprese e famiglie.

Risk dashboard

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

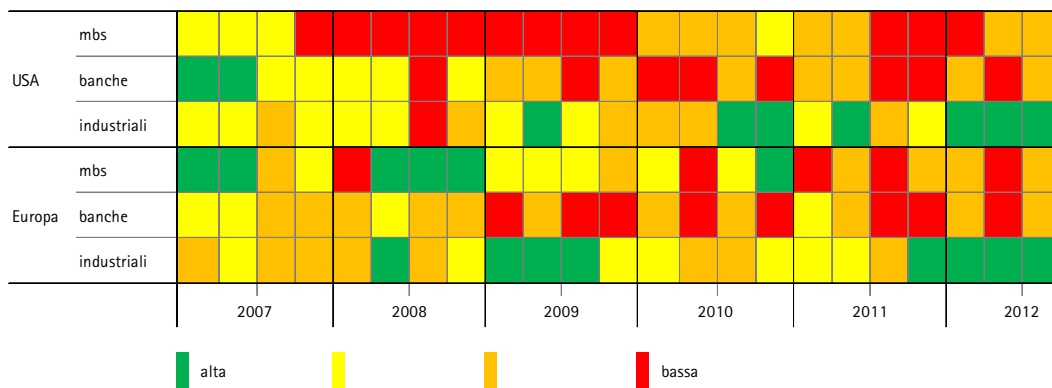
# Risk dashboard

## Indicatore di rischio sovrano



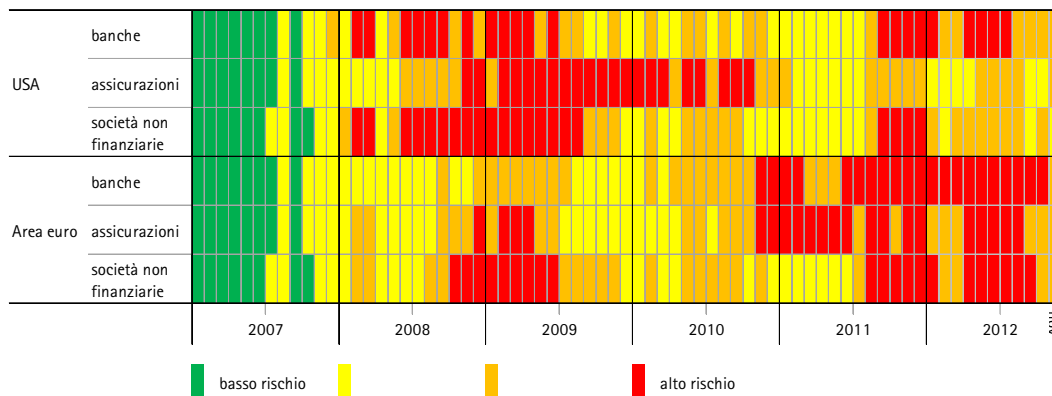
Il livello di rischio è calcolato sulla base della distribuzione storica dei rendimenti dei titoli di Stato. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

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



L'indicatore di assorbimento è calcolato confrontando i collocamenti del periodo con la distribuzione storica dei collocamenti e correggendo per gli *outlier*. Le obbligazioni bancarie non comprendono quelle assistite da garanzia pubblica. I dati utilizzati sono di fonte Dealogic.

## Indicatore di rischio di credito



Il livello di rischio è calcolato sulla base della distribuzione storica degli indici Thomson Reuters dei CDS finanziari e *corporate*. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

## Il quadro macroeconomico

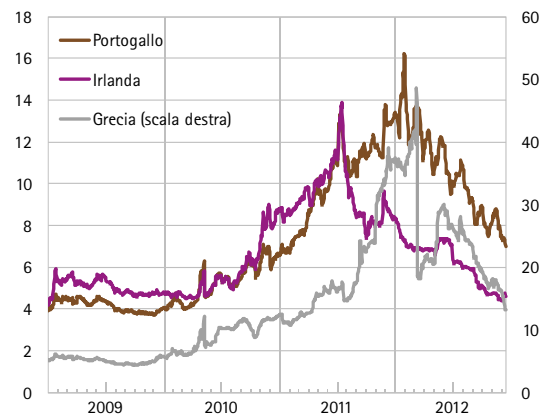
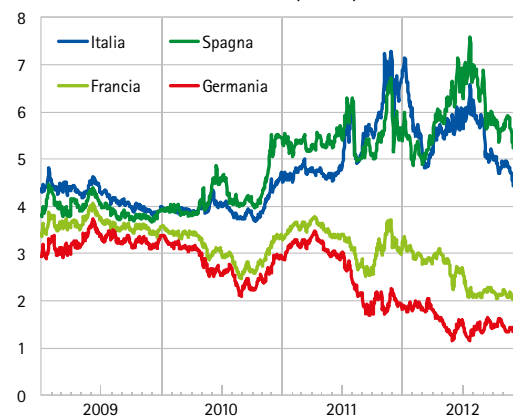
Nella seconda metà del 2012 i premi per il rischio sovrano dei paesi periferici dell'Area euro sono calati, a fronte delle iniziative delle istituzioni europee volte a scongiurare il rischio di crollo della moneta unica. Permangono tuttavia numerose fonti di incertezza

A partire da luglio 2012 si è registrato un calo dei premi per il rischio sovrano dei paesi periferici dell'Area euro; in particolare per l'Italia il rendimento del BTP decennale è passato dal 6% dei primi giorni di luglio 2012 al 4,6% del 14 dicembre. All'attenuazione delle tensioni sul debito sovrano ha concorso in maniera determinante l'approvazione nel mese di luglio, da parte dei capi di Stato e di Governo dei paesi dell'Unione, del piano di assistenza finanziaria del sistema bancario spagnolo fino a 100 miliardi di euro e l'annuncio da parte della BCE, nel mese di agosto, del piano di acquisti sul mercato secondario dei titoli di Stato dei paesi in difficoltà (cosiddetto *Outright Monetary Transactions* – OMT). Come testimoniato anche dal fenomeno di *flight to quality* di cui continuano a beneficiare i titoli di Stato tedeschi e francesi, permangono tuttavia considerevoli fattori di rischio, legati alle incertezze sui tempi circa la possibile ricapitalizzazione diretta delle banche in difficoltà tramite lo *European Stability Mechanism* (ESM), il cui trattato istitutivo è stato ratificato nel mese di ottobre e, più in generale, alle prospettive della congiuntura e della dinamica dei conti pubblici nei paesi più fragili dell'Area. Anche i rinvii, a partire da giugno, dell'erogazione della tranche di aiuti alla Grecia da 34 miliardi di euro, poi approvata a dicembre, hanno alimentato un atteggiamento di cautela da parte degli operatori.

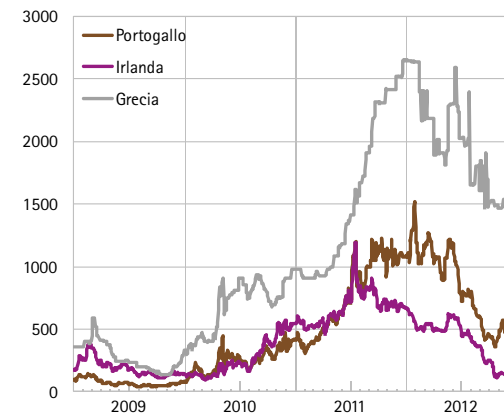
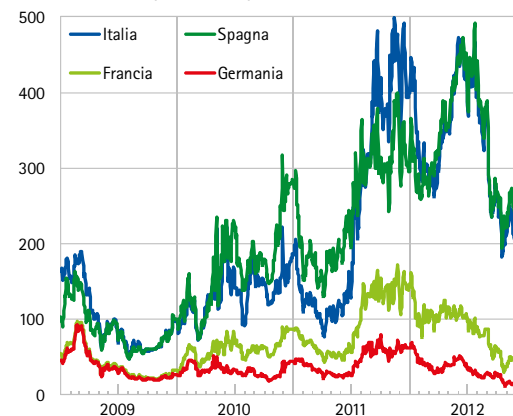
**Figura 1.1 – Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni e CDS sul debito pubblico di alcuni paesi dell'Area euro**

(dati giornalieri; 01/01/2009 - 14/12/2012)

Rendimenti dei titoli di Stato (punti percentuali)



CDS sul debito pubblico (punti base)



Fonte: Thomson Reuters.

Risk dashboard

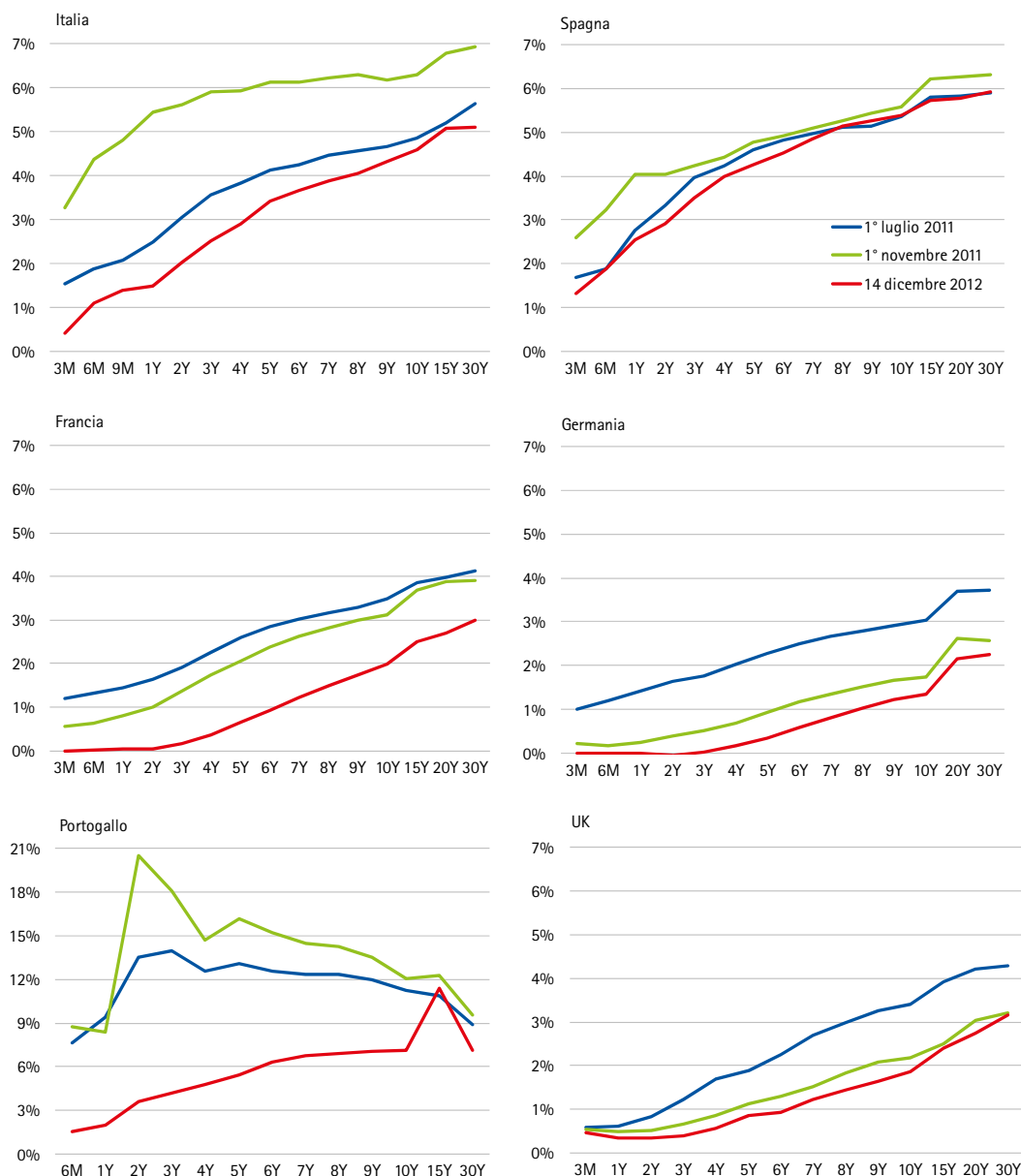
1. Il quadro macroeconomico

- 2. I mercati
- 3. Le società non finanziarie
- 4. Le banche

Nonostante il clima di maggiore distensione sui mercati, nei paesi periferici dell'Area euro i tassi a lungo termine rimangono su valori elevati

Rispetto a circa un anno fa la curva dei tassi d'interesse sui titoli di Stato italiani si è abbassata di più di 200 punti base sulle scadenze a lungo termine e di quasi 400 sulle scadenze annuali, portandosi su un livello prossimo a quello prevalente nel periodo immediatamente antecedente all'acuirsi della crisi del debito sovrano (luglio 2011). I rendimenti richiesti sui titoli del debito pubblico italiano, inoltre, risultano inferiori (dai 70 ai 150 punti base) ai rendimenti dei titoli spagnoli, che invece si attestano su valori prossimi a quelli registrati a luglio 2011 e che, rispetto a un anno fa, hanno sperimentato una riduzione significativa solo per le scadenze a breve termine. Il fenomeno del *flight-to-quality* verso i titoli dei paesi core ha spinto al ribasso i premi per il rischio richiesti sui titoli tedeschi e francesi, che sulle scadenze più brevi registrano tassi reali prossimi allo zero. La curva portoghese, che a novembre 2011 risultava ancora invertita, a dicembre 2012 riflette un clima di maggiore distensione sui mercati e di maggiore fiducia sulle prospettive di ripresa del paese. Il Regno Unito ha visto progressivamente appiattirsi la propria curva dei tassi, specialmente sulle scadenze a lungo termine.

Figura 1.2 – Curva dei tassi d'interesse sui titoli di Stato in alcuni paesi avanzati



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.



## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

## 2. I mercati

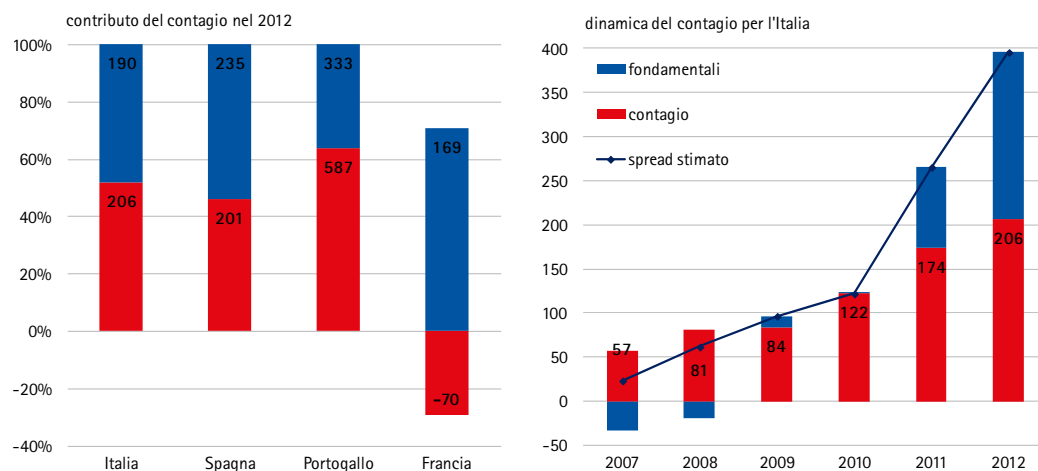
## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

Il contagio contribuisce in maniera rilevante alla determinazione del premio per il rischio dei paesi periferici. Per l'Italia il contagio spiega, nel 2012, oltre il 50% dello *spread*

L'andamento dei premi per il rischio dei paesi dell'Area euro registrato a partire dalla crisi finanziaria del 2008 ha riflesso sia componenti legate a fattori fondamentali – quali la situazione macroeconomica e di finanza pubblica – sia componenti guidate da fenomeni di contagio. Come emerge da un'analisi dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato decennali dei paesi dell'Area euro rispetto al Bund tedesco, nel corso del 2012 il contributo del contagio allo *spread* è risultato sostanzialmente comparabile a quello dei fondamentali per i paesi periferici, mentre ha ridotto il rendimento richiesto dagli investitori per i paesi ritenuti più sicuri. In particolare, il contagio spiega il 46% e il 60% dello *spread*, rispettivamente, per Spagna e Portogallo, mentre per la Francia lo *spread* implicito nei fondamentali risulta superiore a quello osservato di circa 70 punti base. Nel caso dell'Italia, i risultati delle stime mettono in evidenza che i fondamentali hanno contribuito a ridurre lo *spread* nel biennio 2007-2008. A partire dal 2009 il peggioramento del quadro economico si è riflesso nell'innalzamento del premio al rischio e con l'acuirsi della crisi del debito sovrano l'Italia ha sperimentato un crescente effetto contagio, stimabile per il 2012 in circa 200 punti base, pari a più del 50% dello *spread*.

Figura 1.3 – Differenziale del rendimento dei titoli di Stato a 10 anni rispetto al Bund tedesco per alcuni paesi dell'Area euro: contributo dei fattori fondamentali e del contagio



Per la metodologia di costruzione dell'indicatore di contagio si veda Giordano L., N. Linciano e P. Soccorso, "The determinants of government yield spreads in the euro area", Quaderni di finanza Consob, n. 71, 2012. La figura di sinistra riporta, per il 2012, i contributi allo *spread* dei titoli governativi decennali di alcuni paesi dell'Area euro dei fattori fondamentali e del contagio, espressi in punti base e stimati sulla base di un modello FGLS con correzione dell'autocorrelazione. La figura di destra riporta, per il periodo 2007-2012, l'evoluzione del contributo dei fondamentali e del contagio allo *spread* relativo ai titoli di Stato italiani. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters, Eurostat, ECB, Fred database.

I fenomeni di contagio tra mercati secondari dei titoli di Stato europei, progressivamente attenuatisi nel corso del 2012, mostrano una ripresa a partire dalla seconda metà dell'anno

Indicatori basati sulla correlazione fra gli *spread* dei titoli di Stato europei mostrano che all'inizio del 2012 i fenomeni di contagio che avevano caratterizzato i periodi più intensi della crisi del debito sovrano si erano progressivamente attenuati, per poi ritornare a risalire a partire da luglio. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, l'intensità delle connessioni fra mercati secondari dei titoli di Stato non spiegata dai legami economico-finanziari tra paesi (indicatore che misura l'intensità del contagio) ha registrato una ripresa, portandosi, a fine settembre, a valori superiori a quelli registrati a giugno 2011 (ossia prima del riaccuirsi della crisi del debito sovrano). La crescita del contagio si è riflessa anche in un aumento della volatilità degli *spread* dei titoli di Stato, che rimane su valori molto elevati rispetto alla media del periodo antecedente al 2011.

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

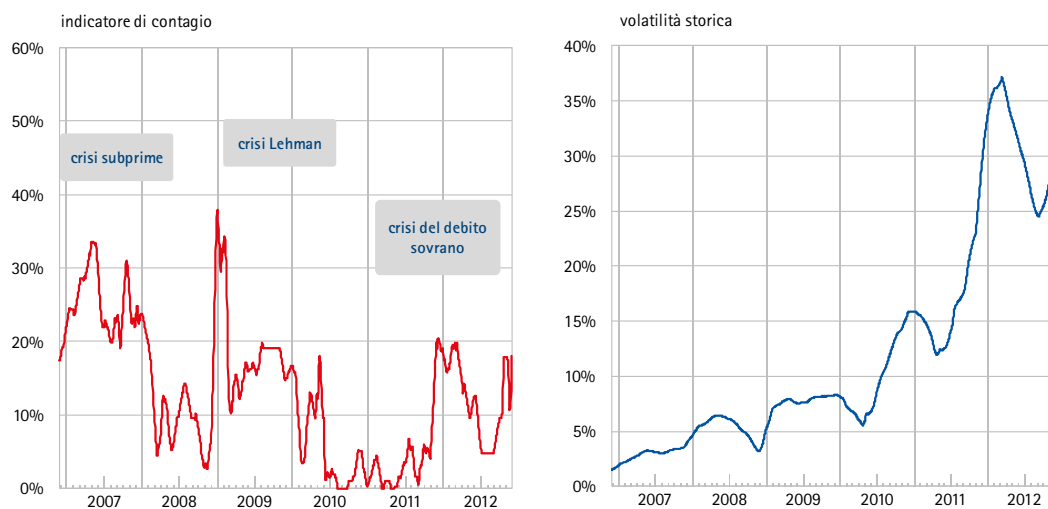
## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

Figura 1.4 – Indicatore di contagio e volatilità storica degli *spread* dei titoli di Stato a 10 anni per alcuni paesi europei

(valori percentuali; dati giornalieri; 27/11/2006 – 30/11/2012)



Per la metodologia di costruzione dell'indicatore di contagio si veda Gentile M. e L. Giordano, "Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis: an empirical analysis on Euro area bond and equity markets", Quaderni di Finanza Consob. Il campione di paesi include Gran Bretagna, Germania, Francia, Spagna, Grecia, Portogallo e Irlanda. La figura di sinistra riporta la percentuale delle relazioni di lungo periodo fra gli *spread* dei titoli di Stato dei vari paesi che risultano statisticamente significative, sul totale di tutte le possibili connessioni; le connessioni di lungo periodo sono state individuate applicando il test di co-integrazione bivariata di Johansen(1988) con una finestra *rolling* di 1.000 giorni. La figura di destra riporta il valore medio della volatilità storica (annualizzata) degli *spread* dei titoli di Stato inclusi nel campione; tale volatilità è stata stimata applicando un modello multivariato Garch. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nonostante il contagio e la persistenza di numerosi elementi di fragilità, nella seconda parte dell'anno è migliorata la percezione da parte del mercato del rischio sovrano dei paesi periferici

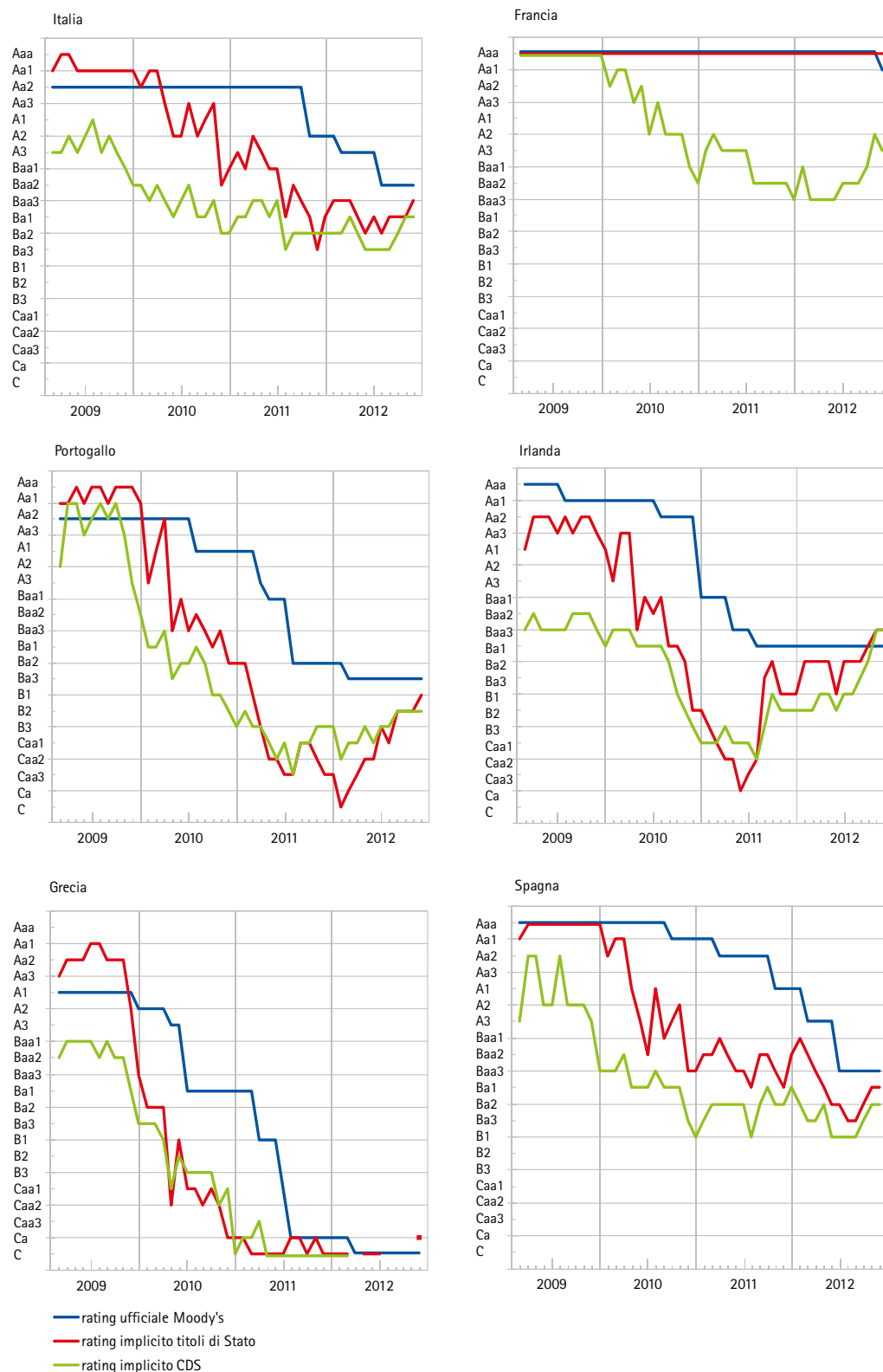
Nella seconda metà del 2012 il divario tra il rating ufficiale di Moody's e il rating implicito nei rendimenti dei titoli di Stato e nelle quotazioni dei CDS di alcuni paesi periferici dell'Area euro (in particolare Italia, Portogallo e Spagna) si è ridotto per effetto di un andamento opposto fra la tendenza al miglioramento della percezione del rischio sovrano implicita nei prezzi dei titoli di Stato e nelle quotazioni dei CDS e il parallelo peggioramento dei rating ufficiali. Il giudizio delle agenzie rimane tuttavia superiore al rating implicito nei prezzi delle attività finanziarie per la maggior parte dei paesi periferici; nel caso dell'Irlanda, invece, il rating Moody's risulta lievemente inferiore rispetto al rischio percepito dal mercato. Il rating implicito nei CDS sul debito sovrano irlandese è aumentato significativamente nel corso del 2012, portandosi su un livello superiore a quello registrato per l'Italia e la Spagna.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

- 2. I mercati
- 3. Le società non finanziarie
- 4. Le banche

Figura 1.5 – Rating impliciti nei CDS e nei titoli di Stato di alcuni paesi dell'Area euro (dati mensili; 1° gennaio 2009 – 30 novembre 2012)



Fonte: elaborazioni su dati Moody's.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

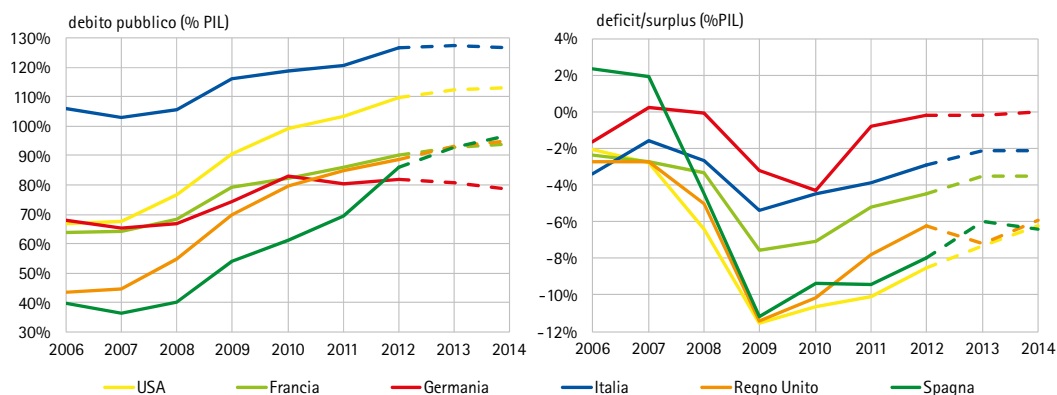
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Nel prossimo biennio il persistere di disavanzi porterà inevitabilmente ad una crescita del rapporto del debito sul PIL per i principali paesi avanzati

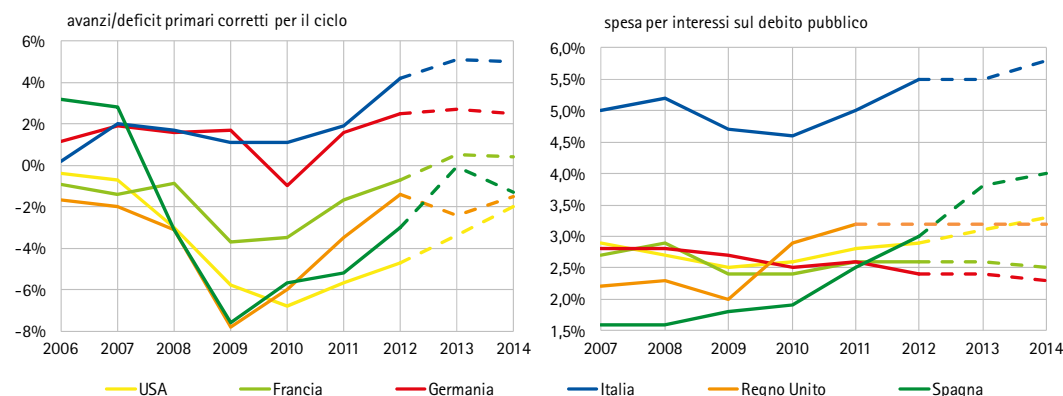
Nel corso del 2012 il deficit di bilancio in rapporto al PIL ha continuato a migliorare nei principali paesi dell'Area euro a seguito delle rigorose politiche di risanamento fiscale. Secondo la Commissione europea, tuttavia, tale dinamica è destinata ad attenuarsi nel prossimo biennio, a causa della crescita economica debole o negativa e dell'aumento della spesa per interessi, la cui incidenza attesa sul PIL ha subito, rispetto al semestre precedente, una significativa revisione verso l'alto (soprattutto per Spagna e Italia; si veda il Risk outlook n. 4, Figura 1.6). Il persistere di disavanzi condiziona la dinamica del debito pubblico in rapporto al PIL, che nel corso dell'anno ha registrato un incremento per Italia, Francia e Spagna; per quest'ultimo paese le previsioni della Commissione europea si attestano attorno a valori di poco inferiori al 100% nel 2014. Anche per i conti pubblici del Regno Unito si prospetta un peggioramento nel prossimo biennio, per effetto dell'incremento del deficit primario atteso nel 2013. Per gli Stati Uniti si profilano diversi scenari, a seconda che entrino o meno in vigore le misure programmate consistenti in tagli alla spesa pubblica e rimozione di alcune agevolazioni fiscali (cosiddetto *fiscal cliff*). Secondo le previsioni del Congressional Budget Office, l'attuazione di tali misure comporterebbe una diminuzione del rapporto deficit/PIL pari a oltre il 4%; la dinamica attesa dei conti pubblici, tuttavia, renderebbe comunque necessario l'innalzamento del tetto del debito federale o, in alternativa, un'ulteriore manovra di risanamento. Nel caso di un accordo politico teso a evitare il *fiscal cliff*, il rapporto deficit/PIL dovrebbe aumentare di 1,2 punti percentuali, mentre il peso del debito sul PIL dovrebbe superare la soglia del 110%.

Figura 1.6 – Deficit e debito pubblico nei paesi avanzati



Fonte: Commissione europea.

Figura 1.7 – Avanzi/deficit primari del settore pubblico corretti per il ciclo e spesa per interessi (% del PIL)



Fonte: Commissione europea.

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

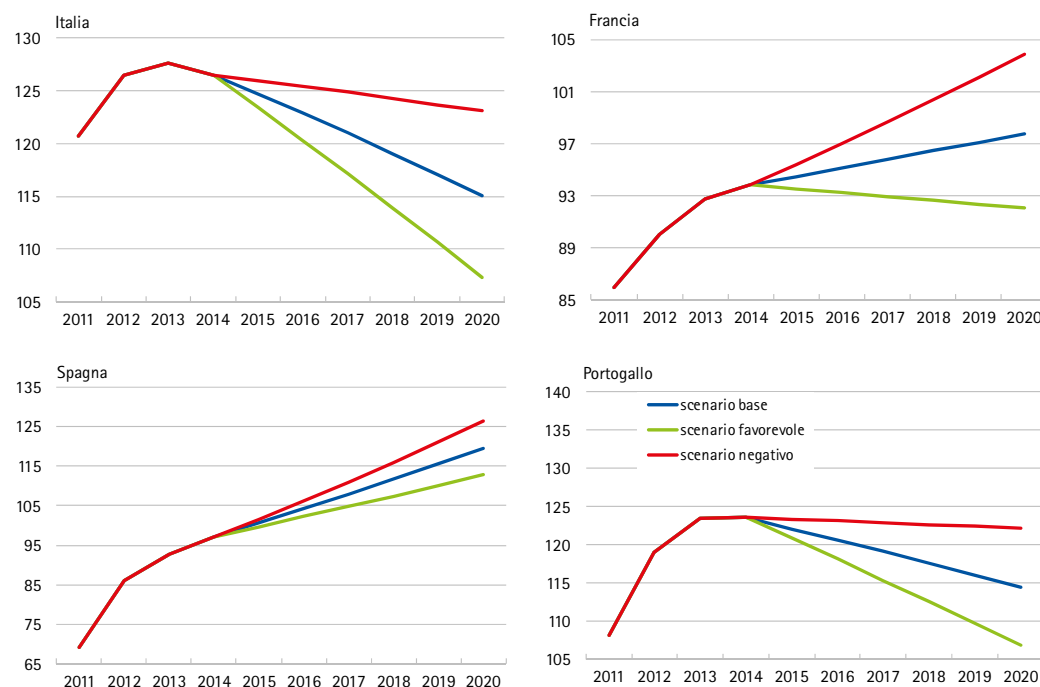
La sostenibilità dei conti pubblici dei paesi periferici richiede ulteriori significativi aggiustamenti anche in scenari positivi di crescita e stabilità dei tassi di interesse.

Anche in uno scenario favorevole di crescita dell'1%, il raggiungimento di un rapporto debito/PIL pari al 60% richiede significativi interventi di consolidamento fiscale per accrescere l'avanzo primario

L'analisi della sostenibilità del debito è diventata un elemento essenziale del monitoraggio dei conti pubblici nazionali a livello europeo. L'obiettivo di sostenibilità del debito rischia di essere mancato in assenza di una ripresa economica sostenuta e di un rientro della dinamica attuale del costo del debito. In uno scenario negativo di perdurante crescita nulla e tassi di interesse superiori di 100 punti base rispetto ai valori attuali, il peso del debito sul PIL raggiungerebbe valori superiori al 120% per Italia, Spagna e Portogallo entro il 2020. Invece, in uno scenario positivo che prevede tassi di interesse costanti ai valori attuali e un tasso di crescita pari all'1%, il rapporto debito/PIL seguirebbe una dinamica discendente per Italia, Portogallo e, in misura molto più modesta, Francia, mentre continuerebbe a crescere per la Spagna. Poiché in entrambi gli scenari considerati i tassi di interesse sono superiori al tasso di crescita del PIL, la stabilizzazione dei conti pubblici richiede il conseguimento e il mantenimento di avanzi primari. L'entità dell'avanzo primario che è necessario conseguire dipende, a sua volta, dallo stock del debito pubblico accumulato e dall'obiettivo di stabilizzazione perseguito (inteso come riduzione del rapporto debito/PIL che si intende realizzare in un determinato lasso di tempo).

La correzione dell'avanzo primario necessaria per ridurre il rapporto debito/PIL al 60% in 20 anni oscilla, a seconda degli scenari precedentemente considerati, tra lo 0,6% e il 2,6% del PIL per l'Italia, che ha già avviato importanti riforme strutturali, mentre risulta molto più significativa per la Spagna, attestandosi tra il 5% e il 7% circa del PIL. Per il Portogallo, invece, la correzione necessaria sarebbe compresa tra il 2,5% e il 4,5% del PIL, a seconda dei tassi di crescita economica e di interesse. Infine la Francia, che non ha ancora avviato interventi significativi sui propri conti pubblici, dovrebbe effettuare una correzione dell'avanzo primario tra il 2% e il 4% del PIL, a seconda dello scenario considerato.

Figura 1.8 – Simulazioni sull'evoluzione del rapporto debito/PIL per alcuni paesi dell'Area euro



L'evoluzione del debito è stata calcolata sulla base del vincolo intertemporale di bilancio. Lo scenario di base considera i tassi di interesse attuali e un tasso di crescita reale del PIL pari a 0%. Lo scenario favorevole utilizza i tassi di interesse attuali e un tasso di crescita reale del PIL pari a 1%. Lo scenario negativo considera i tassi di interesse attuali aumentati di 100 punti base e un tasso di crescita reale del PIL pari a 0%. In tutti e tre gli scenari l'avanzo/disavanzo primario corretto per il ciclo è pari al valore previsto dalla Commissione europea per il 2014, mentre il tasso di inflazione è pari al 2%. I dati utilizzati sono di fonte Commissione europea.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

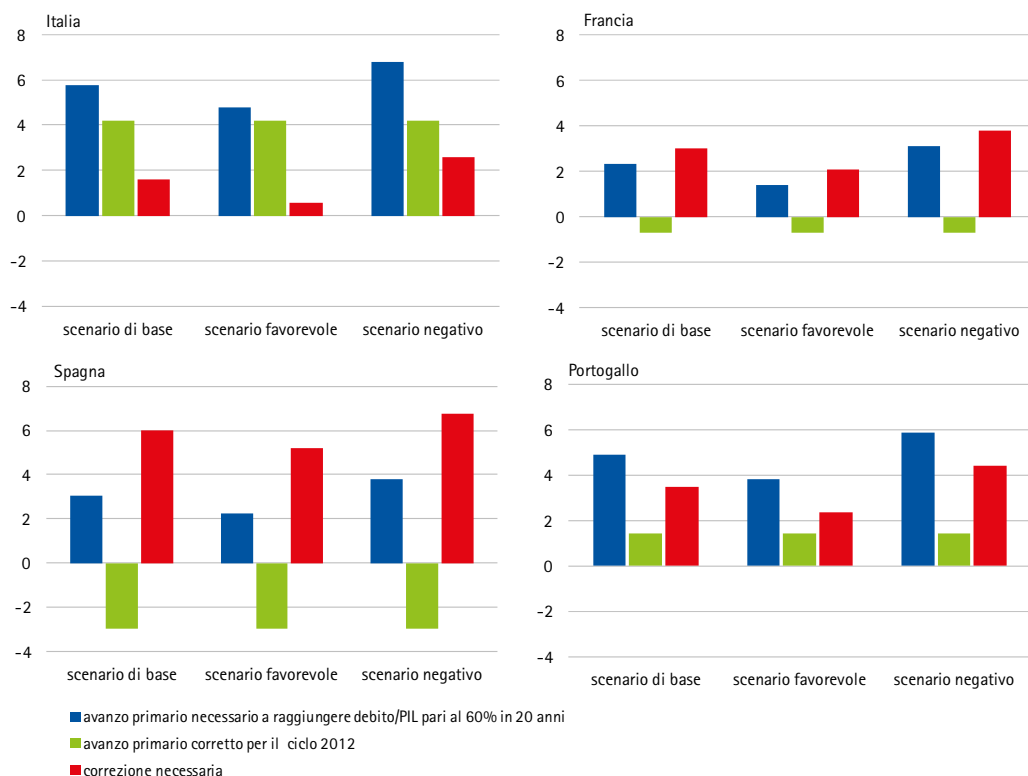
2. I mercati

3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Figura 1.9 – Correzione dell'avanzo primario necessaria a raggiungere un rapporto debito/PIL pari al 60% in 20 anni

(valori in % del PIL)



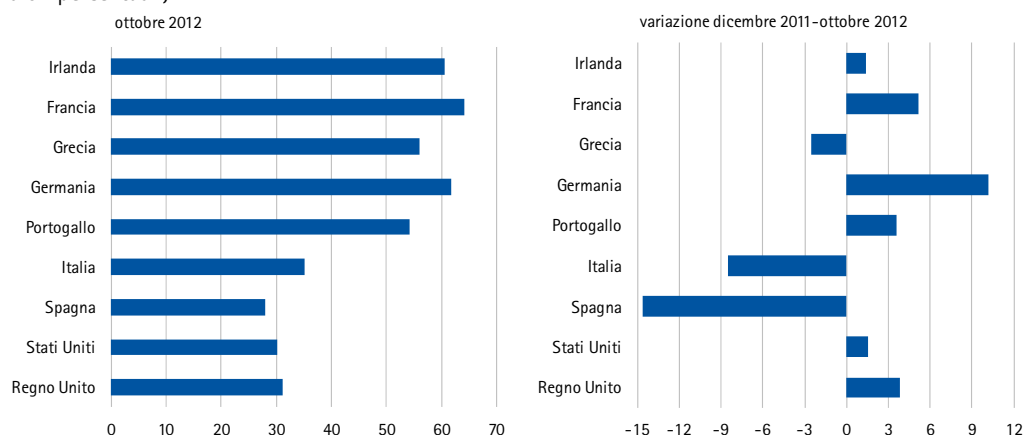
La correzione dell'avanzo primario necessaria a raggiungere un rapporto debito/PIL pari al 60% in 20 anni è stata calcolata sulla base del vincolo intertemporale di bilancio. Lo scenario di base considera i tassi di interesse attuali e un tasso di crescita reale del PIL pari a 0%. Lo scenario favorevole utilizza i tassi di interesse attuali e un tasso di crescita reale del PIL pari a 1%. Lo scenario negativo considera i tassi di interesse attuali aumentati di 100 punti base e un tasso di crescita reale del PIL pari a 0%. In tutti e tre gli scenari il tasso di inflazione è pari al 2%. I dati utilizzati sono di fonte Commissione europea.

Dall'inizio del 2011 gli investitori esteri hanno ridotto in maniera significativa l'esposizione verso il debito pubblico dei paesi periferici, mentre hanno aumentato l'esposizione verso il debito dei paesi core

I paesi periferici dell'Area euro hanno sperimentato una diminuzione della quota di debito pubblico detenuta da investitori esteri, a vantaggio dei paesi core che hanno beneficiato dell'effetto *flight to quality*. In particolare, tale dato è calato di 9 punti percentuali per l'Italia (passando dal 44% al 35%) e di 14 punti per la Spagna, a fronte di un incremento di 4 e 10 punti percentuali rispettivamente per Francia e Germania.

Figura 1.10 – Quota del debito sovrano detenuta da non residenti

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Fondo Monetario Internazionale.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

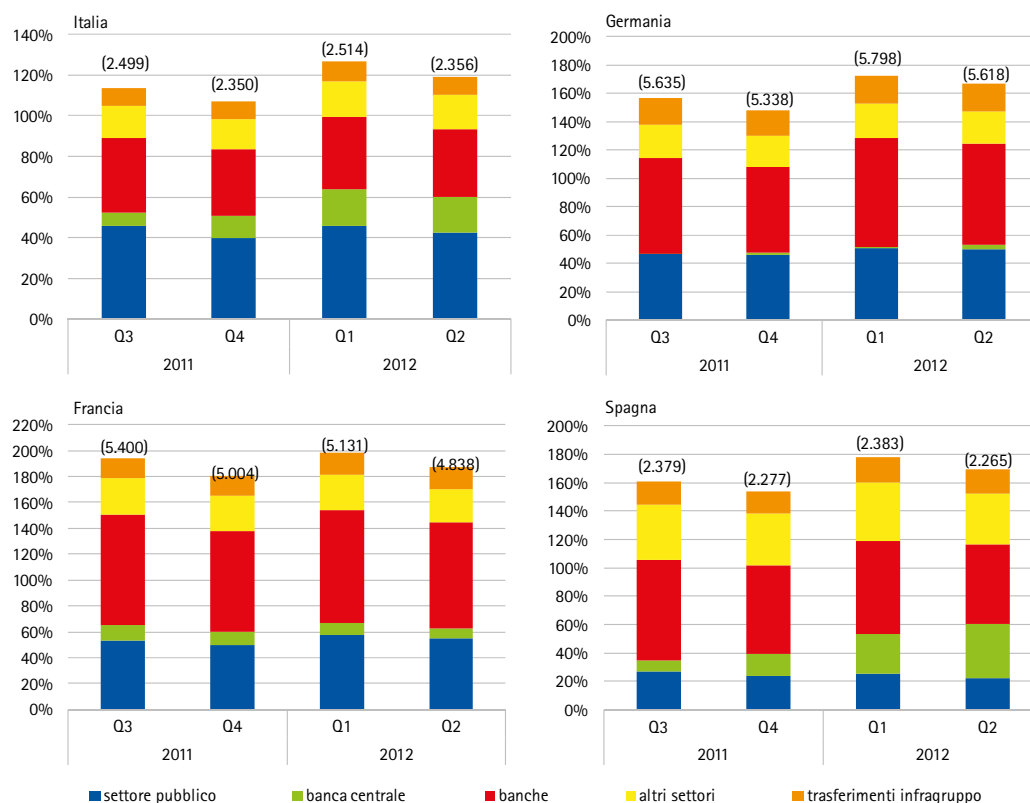
- 2. I mercati
- 3. Le società non finanziarie
- 4. Le banche

L'esposizione verso l'estero dell'Italia in rapporto al PIL è più contenuta rispetto a quella di Francia, Germania e Spagna per il minore peso del debito privato

A giugno 2012 l'esposizione lorda verso l'estero rispetto al PIL oscilla intorno al 120% per l'Italia, mentre è vicina al 170% per Germania e Spagna e sfiora il 190% per la Francia. Il debito pubblico rappresenta circa il 40% della posizione debitoria verso l'estero per l'Italia, il 30% per Germania e Francia e solo il 15% per la Spagna. Circa il 40% del totale dell'esposizione verso l'estero di Germania, Francia e Spagna è costituito dal debito delle banche; nel caso dell'Italia tale quota scende sotto il 30%. A giugno 2012, inoltre, l'esposizione verso l'estero delle banche centrali risultava maggiore per Italia (circa 20% dell'esposizione debitoria complessiva) e Spagna (con un peso pari a circa il 40% del totale), in netto aumento rispetto ai valori osservati per il terzo trimestre 2011. Tale aumento riflette gli squilibri osservati sul sistema Target2 a partire dal 2009, quando le banche centrali tedesca e olandese hanno mostrato un aumento dei saldi attivi nei confronti delle altre banche centrali dell'Eurosistema, mentre le banche centrali dei paesi periferici hanno incrementato la propria posizione debitoria (si veda la Figura 1.15 del Risk outlook n. 4, giugno 2012).

Figura 1.11 – Posizione debitoria verso l'estero di alcuni paesi dell'Area euro per settore istituzionale

(valori in % del PIL e consistenze in miliardi di dollari)



Fonte: elaborazioni su dati Fondo Monetario Internazionale, BRI e OCSE.

Secondo le ultime previsioni della Commissione Europea, l'Area euro registrerà i primi segnali di ripresa nel 2013. In Italia non è prevista alcuna ripresa fino al 2014

Il quadro macroeconomico globale rimane fortemente vulnerabile. Le economie emergenti cominciano a manifestare importanti segni di rallentamento; nell'ambito dell'Area euro, per la quale il 2012 si dovrebbe concludere con una crescita negativa, i paesi core mostrano una crescita debole e i periferici, ad eccezione dell'Irlanda, si trovano in una fase recessiva. In particolare, nel secondo trimestre dell'anno l'attività economica è calata nell'Area euro e in Italia rispettivamente dello 0,2% e dello 0,7%, principalmente a causa della contrazione della domanda interna (consumi e investimenti), nonostante l'andamento positivo registrato dalle esportazioni nette. Nel corso del terzo trimestre l'Area euro ha registrato un calo congiunturale dello 0,1%, mentre l'Italia ha sperimentato una riduzione del PIL dello 0,2%, con una domanda interna in calo di 0,9 punti percentuali. I primi segnali

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

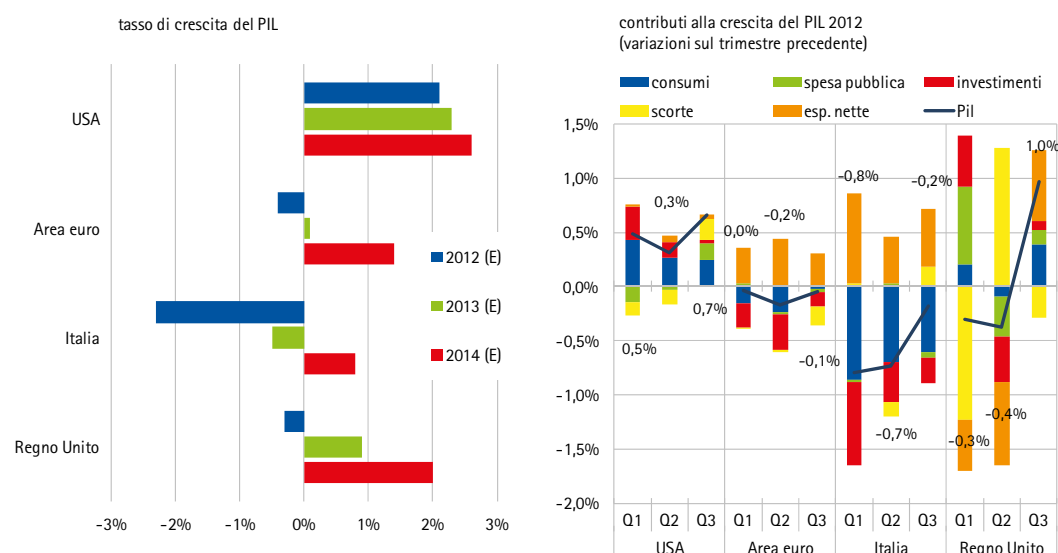
## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

di ripresa sono attesi per l'Area euro nel 2013 e per l'Italia nel 2014. Con riguardo al Regno Unito, nel corso del secondo trimestre 2012 il PIL si è ridotto dello 0,4%, a fronte della variazione negativa di spesa pubblica, investimenti ed esportazioni; nel terzo trimestre, invece, la ripresa dei consumi e delle esportazioni nette ha sostenuto l'attività economica inducendo una variazione congiunturale del PIL pari all'1%. Nel Regno Unito la crescita dovrebbe riprendere nel 2013 e consolidarsi nell'anno successivo fino a raggiungere il 2%. Negli Stati Uniti, il terzo trimestre 2012 ha registrato una crescita moderata (0,7%), alimentata dai consumi pubblici e privati; nel prossimo biennio il tasso di crescita dovrebbe sperimentare una graduale accelerazione, passando dal 2,1% previsto per il 2012 al 2,6% nel 2014.

Figura 1.12 – Crescita del prodotto in alcuni paesi avanzati



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Thomson Reuters.

Nel corso del 2012 si è accentuata la divaricazione tra il ciclo economico dei paesi *core* e quello dei paesi periferici, per i quali le previsioni sulla crescita diventano meno precise

Nel corso del 2012 si è accentuata la divaricazione tra il ciclo economico dei paesi *core* (Germania e Francia) e quello dei paesi periferici (Italia e Spagna) osservata a partire dal 2010. La crisi finanziaria dei mutui *subprime*, infatti, aveva provocato nel 2009 una brusca caduta del PIL in Germania e Italia, e, in misura leggermente minore, in Francia e Spagna. Nel 2010, tuttavia, con l'unica eccezione della Spagna, tutti gli altri paesi considerati hanno registrato un tasso di crescita reale positivo (pari al 4,2% per la Germania e a poco meno del 2% per Francia e Italia). Tale circostanza è poi venuta meno con l'inizio della crisi del debito sovrano che vede l'Italia e la Spagna, più esposte alle tensioni sui mercati finanziari, entrambe in recessione con un calo atteso del PIL per il 2012 pari, rispettivamente, al 2,3% e all'1,4%, e la Germania e la Francia immuni dalle tensioni sui mercati del debito sovrano e in una fase di crescita debole, con tassi attesi pari rispettivamente allo 0,8% e allo 0,2%. Con l'acuirsi della crisi le analisi delle principali organizzazioni internazionali evidenziano errori più ampi nella stima delle previsioni di crescita, soprattutto per i paesi periferici, che potrebbero sperimentare variazioni più ampie e lunghe delle fasi cicliche. Gli errori di previsione relativi all'andamento dell'attività economica in Italia e Spagna nel 2012 sono verosimilmente dovuti alla sottostima dell'impatto negativo delle politiche di consolidamento fiscale attuate contemporaneamente da più paesi nell'Area euro, ma anche probabilmente alle determinanti di natura finanziaria della crisi e alle difficoltà di stima sul prodotto degli effetti della contrazione del credito bancario all'economia.

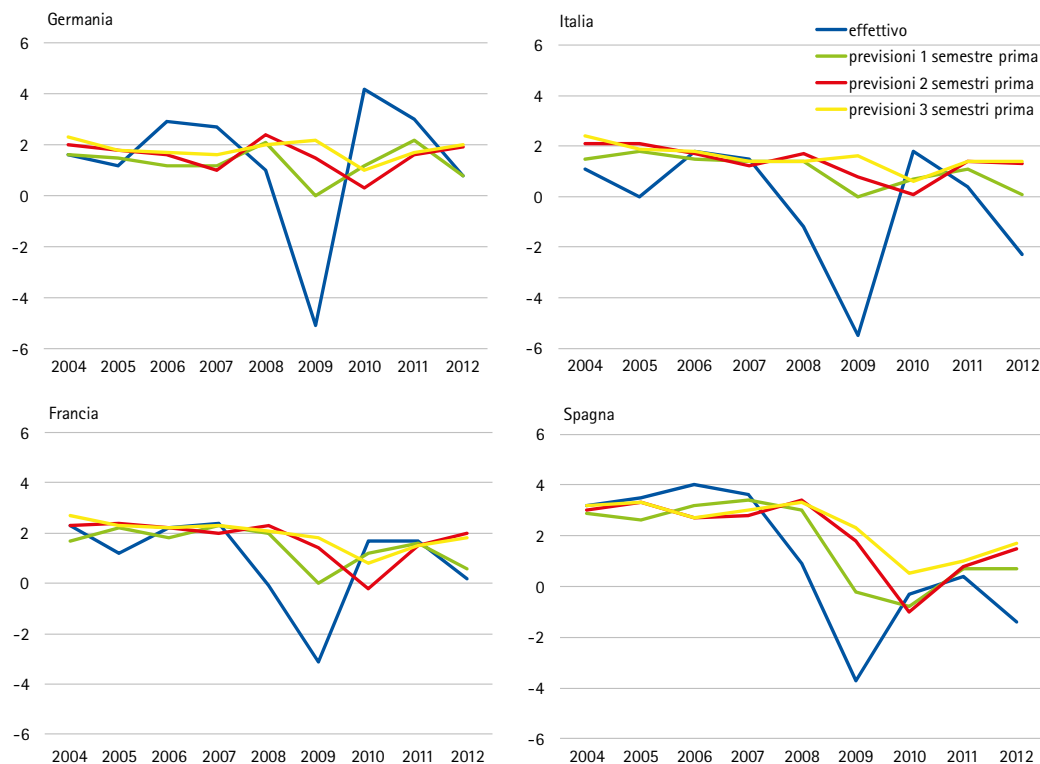


Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

- 2. I mercati
- 3. Le società non finanziarie
- 4. Le banche

Figura 1.13 – Confronto fra crescita del prodotto prevista ed effettiva

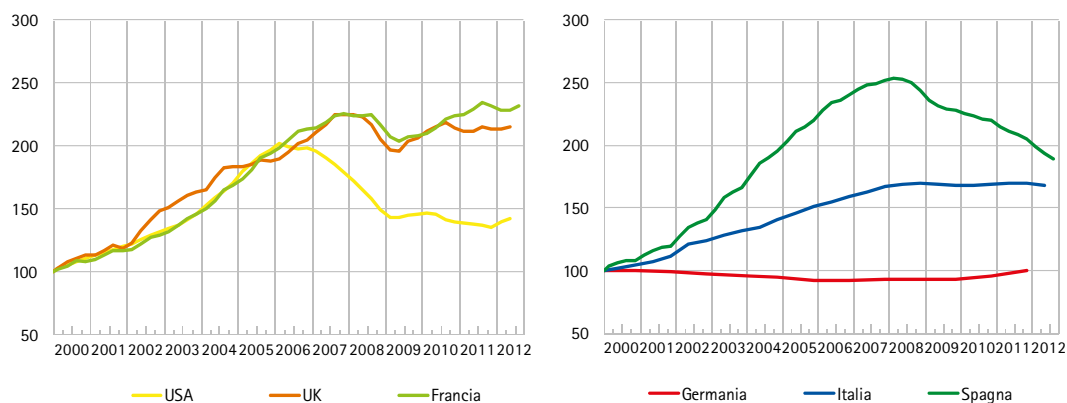


Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea.

In un contesto macroeconomico vulnerabile il mercato immobiliare rimane debole nella maggior parte dei paesi avanzati

Il mercato immobiliare rimane debole nella maggior parte dei paesi avanzati. I prezzi delle abitazioni, infatti, registrano un moderato aumento solo negli Stati Uniti, dove lo scorso settembre la FED ha avviato un programma di acquisti sul mercato secondario di *mortgage backed securities* che dovrebbe contribuire a stimolare l'offerta di mutui. Nell'Area euro i prezzi, in lieve crescita sul mercato tedesco e ancora elevati in Francia, risultano generalmente stabili o in calo. Le politiche di consolidamento fiscale messe in atto nei principali paesi periferici prevedono, peraltro, un aggravio del prelievo che deprime la domanda di abitazioni. In prospettiva, dunque, gli investimenti nel settore immobiliare dovrebbero continuare a fornire un contributo sostanzialmente nullo alla crescita del PIL dell'Area euro.

Figura 1.14 – Prezzi delle abitazioni in alcuni paesi avanzati (numeri indice; gennaio 2000=100)



Fonte: Banca dei regolamenti internazionali.

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

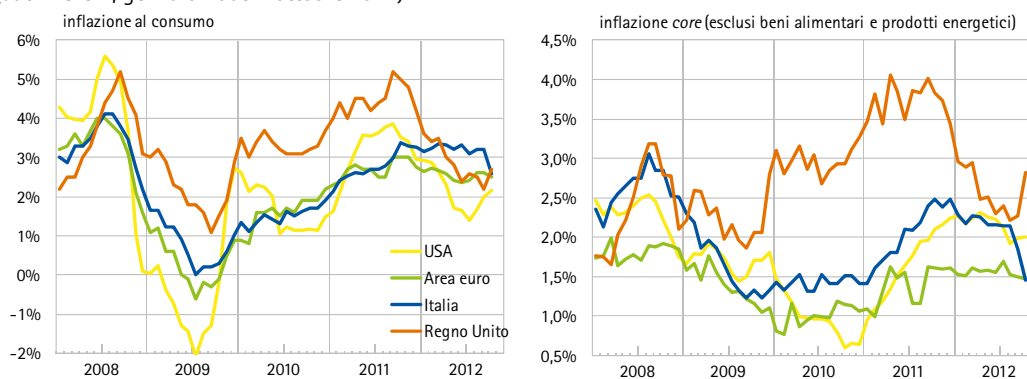
## 4. Le banche

Il rallentamento dell'attività economica dell'Area euro allontana il rischio inflazione

A partire da luglio 2012 l'aumento dei prezzi di petrolio e beni alimentari ha spinto al rialzo i prezzi al consumo nelle maggiori economie avanzate. Negli Stati Uniti il tasso di inflazione è passato dall'1,4% di luglio al 2,1% di ottobre. Nell'Area euro il dato si attesta complessivamente al di sopra della soglia del 2%, a causa del rialzo dei prezzi dei beni energetici, del recente deprezzamento dell'euro e dell'incremento delle imposte indirette sperimentato in alcuni paesi dell'Area. In prospettiva, tuttavia, in un contesto di debole domanda interna ed elevata disoccupazione, le spinte al rialzo dei prezzi dovrebbero ridursi; in questa direzione dovrebbe agire anche il graduale attenuarsi delle pressioni esercitate dalle dinamiche dei beni energetici e delle altre materie prime. Anche l'inflazione core sembra progressivamente ridursi nell'Area euro, avendo raggiunto l'1,5%. In Italia, in particolare, la crescita dei prezzi al consumo, al netto di beni energetici e alimentari, è calata dal 2,5% alla fine del 2011 all'1,5% nel terzo trimestre del 2012. Nel Regno Unito, invece, l'inflazione core è salita di quasi lo 0,5% nel secondo semestre del 2012.

## Figura 1.15 – Inflazione

(dati mensili; gennaio 2008 - ottobre 2012)



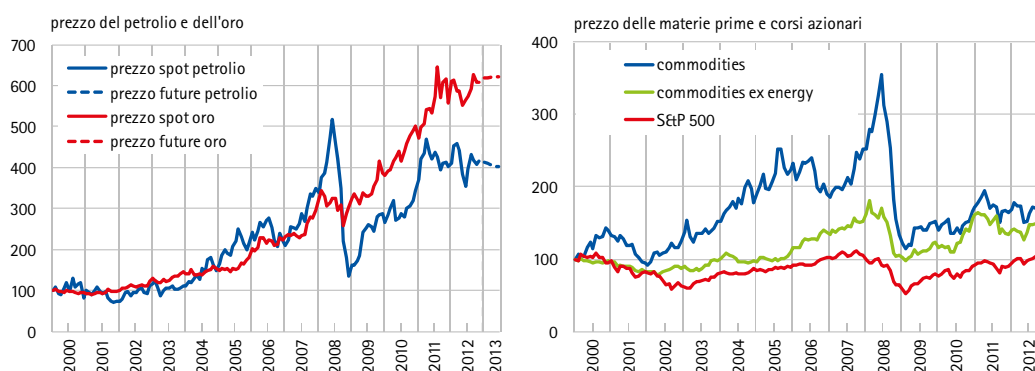
Fonte: Thomson Reuters.

Le deboli prospettive di crescita nei paesi avanzati frenano la domanda di petrolio e le quotazioni dei futures indicano una dinamica moderatamente discendente dei prezzi del greggio

Dopo la significativa flessione registrata nel corso del primo semestre 2012, le quotazioni di oro e petrolio sono tornate a salire a partire dal mese di agosto. L'oro, che vede confermato il ruolo di bene rifugio, ha riguadagnato i livelli toccati alla fine del 2011. I prezzi del petrolio hanno sperimentato anch'essi pressioni al rialzo, a seguito delle frizioni nell'offerta innescate dalle tensioni geopolitiche nei paesi produttori e dall'embargo contro l'Iran; tali pressioni sono tuttavia compensate dalla contrazione della domanda di greggio dovuta alla crescita debole nelle principali economie avanzate. I futures sul petrolio indicano una dinamica moderatamente discendente delle quotazioni del greggio per i primi mesi del 2013. Tali aspettative si accompagnano alla previsione di un lieve calo anche nei prezzi delle commodities.

## Figura 1.16 – 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

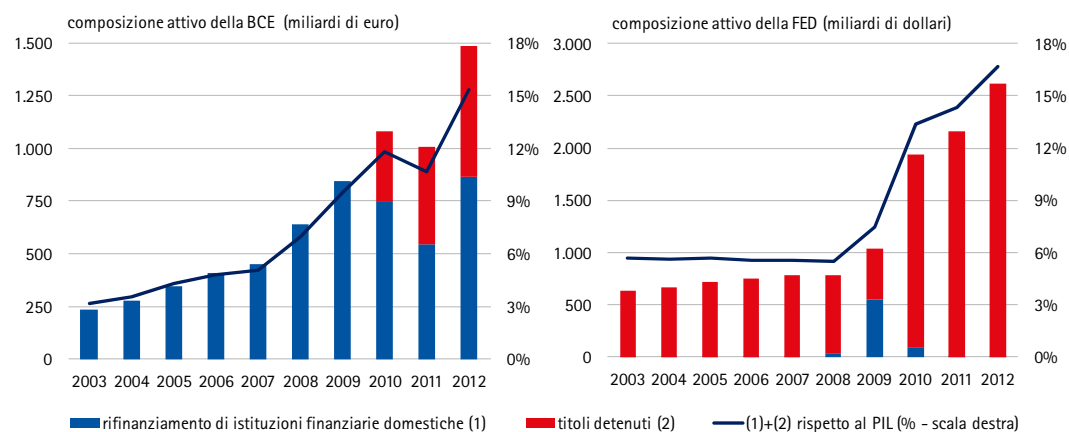
## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

Le politiche monetarie di BCE e FED rimangono espansive sebbene vi siano sensibili differenze negli strumenti utilizzati

Dall'inizio della crisi finanziaria la BCE e la FED hanno utilizzato in modo innovativo i tradizionali strumenti di politica monetaria e, al contempo, hanno introdotto misure non convenzionali. Ciò ha determinato un ampliamento dei rispettivi bilanci in termini sia assoluti sia in relazione al PIL. La crescita di alcuni aggregati di bilancio mostra tuttavia un atteggiamento tendenzialmente più espansivo della FED. Infatti, l'erogazione di liquidità corrispondente alle operazioni di rifinanziamento delle istituzioni finanziarie domestiche e al riacquisto di titoli sul mercato secondario corrisponde, a fine 2012, al 17% del PIL per la FED e al 15% del PIL per la BCE. La composizione degli attivi delle due banche centrali riflette le differenze negli strumenti utilizzati per fronteggiare la crisi. La FED, tra il 2008 e il 2009 ha intrapreso azioni miranti ad assicurare l'erogazione di liquidità mediante il finanziamento diretto a banche e *dealer* più esposti ai problemi della crisi dei *sub-prime*; a partire dal 2009, invece, è ricorso quasi esclusivamente all'acquisto di titoli di Stato (e titoli legati a operazioni di cartolarizzazione), che a fine 2012 pesano per oltre il 90% sull'attivo della banca centrale. La BCE, invece, ha privilegiato l'offerta di liquidità alle banche, al fine di contenere la contrazione dell'erogazione di credito, e ha sempre sterilizzato le misure non convenzionali di politica monetaria consistenti in acquisti di titoli: a fine 2012 i titoli pubblici costituiscono il 20% circa dell'attivo della BCE, mentre le operazioni di rifinanziamento delle istituzioni finanziarie pesano per circa un terzo dell'attivo. Lo scorso settembre la BCE ha esposto le modalità di attuazione del programma di acquisto sul mercato secondario di titoli pubblici aventi scadenza residua massima pari a 3 anni (OMT), annunciato ad agosto. Gli acquisti effettuati all'interno del programma OMT saranno soggetti a forte condizionalità per i paesi richiedenti ma non avranno alcun limite in termini di dimensione e durata. Come nel caso del Securities Markets Programme, che è stato contestualmente concluso, gli effetti delle operazioni sulla liquidità saranno sterilizzati.

Figura 1.17 – Composizione dell'attivo della BCE e della FED



Il rifinanziamento di istituzioni finanziarie domestiche include, nel caso della FED, anche la *term auction facility*, tramite la quale la banca centrale ha erogato liquidità nel periodo 2008-2010. I dati utilizzati sono di fonte BCE e FED.

Nel secondo e nel terzo trimestre del 2012 il ricorso al rifinanziamento presso la BCE è aumentato per i paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano, ad eccezione di Grecia e Irlanda

Nel secondo e nel terzo trimestre del 2012 il ricorso al finanziamento dell'Eurosistema da parte delle banche è aumentato, rispetto al dato del primo trimestre, per tutti i paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano, ad eccezione della Grecia, per la quale già a partire dal secondo trimestre si era registrata una contrazione (a fine settembre il dato si attestava al 6% circa dell'attivo bancario a fronte del 15% di fine marzo) e dell'Irlanda (per la quale il dato è sostanzialmente stabile attorno al 6%). Per le banche spagnole, diventate nel periodo considerato le prime prenditrici di fondi, i finanziamenti ottenuti dalla BCE nel terzo trimestre ammontavano a circa l'11% del totale dei loro attivi (8,5% alla fine del primo trimestre); un incremento analogo è stato registrato per gli istituti di

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

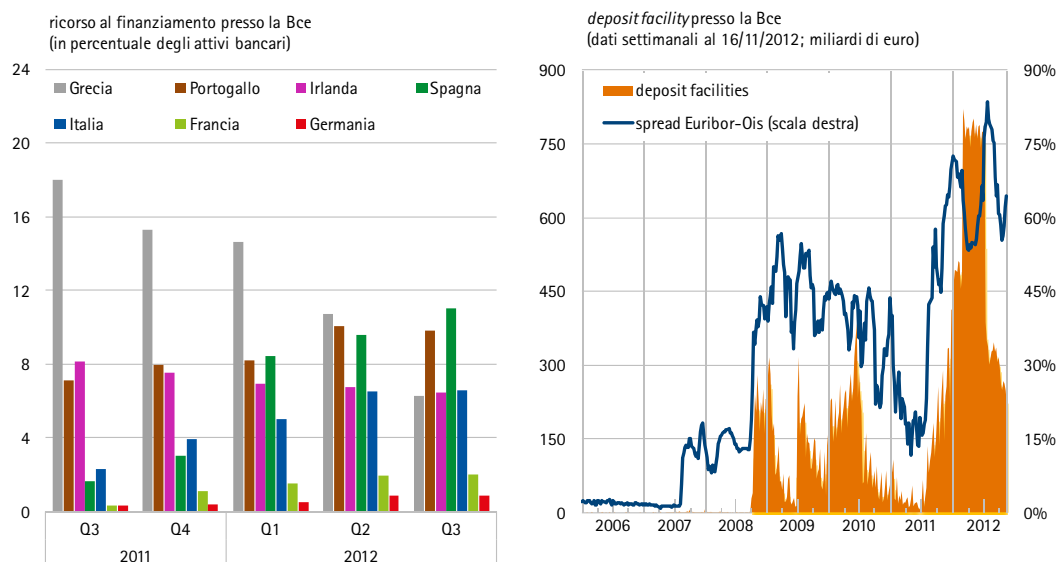
2. I mercati

3. Le società non finanziarie

4. Le banche

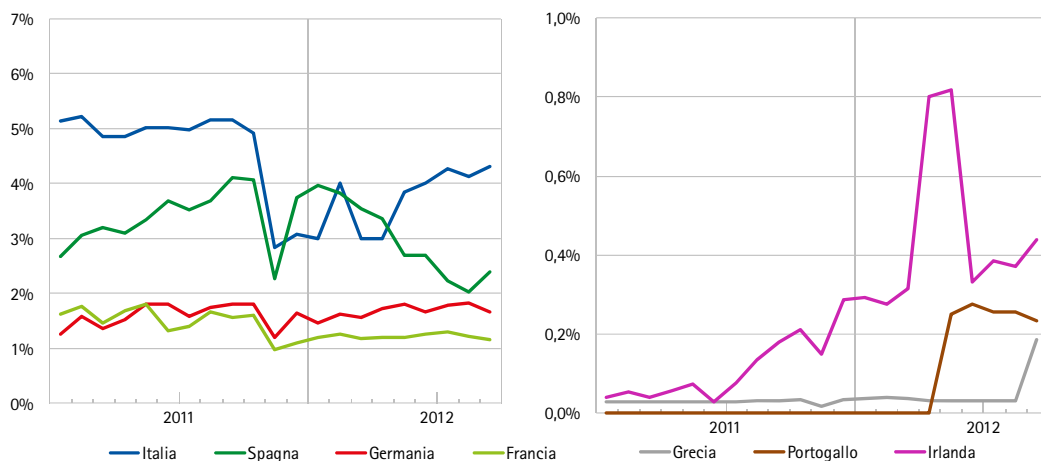
credito portoghese, per i quali il dato rilevato in settembre si attestava al 10% (8% a fine marzo). Alla fine del terzo trimestre le banche italiane risultavano aver avuto accesso a finanziamenti dell'Eurosistema per importi pari al 6% circa degli attivi (5% alla fine del primo trimestre). Nella seconda metà del 2012 si è ridotta la propensione delle banche a depositare la liquidità in eccesso presso la BCE, segnalando l'allentamento delle tensioni sul mercato interbancario. La raccolta bancaria tramite operazioni collateralizzate ha mostrato, invece, una dinamica eterogenea, mantenendosi stabile per gli istituti di credito dei paesi core e, nell'ambito delle economie periferiche, registrando una contrazione per Spagna (sia pur discontinua) e, viceversa, un aumento per Italia e Grecia.

Figura 1.18 – Ricorso al finanziamento dell'Eurosistema da parte delle banche di alcuni paesi europei e *deposit facility* presso la BCE



Lo spread Euribor-Ois è calcolato rispetto al livello dell'Euribor. I dati utilizzati sono di fonte BCE e banche centrali nazionali.

Figura 1.19 – Raccolta bancaria tramite operazioni collateralizzate (% sulla raccolta bancaria)



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

Risk dashboard

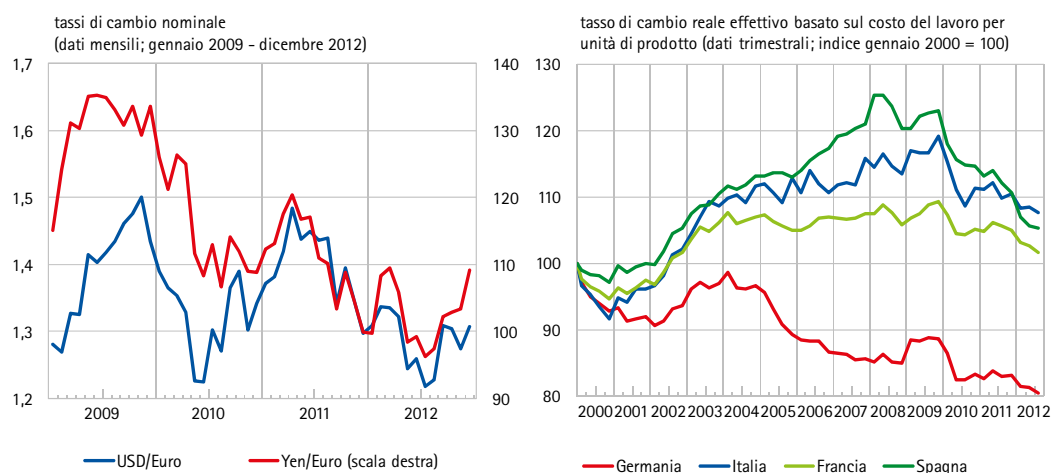
1. Il quadro macroeconomico

- 2. I mercati
- 3. Le società non finanziarie
- 4. Le banche

Nel periodo da luglio a novembre 2012, il cambio nominale dell'euro si è apprezzato nei confronti delle principali divise, riflettendo l'allentarsi delle tensioni della crisi del debito sovrano

Nel periodo da luglio a novembre 2012 il tasso di cambio nominale dell'euro rispetto al dollaro USA ha mostrato un andamento discontinuo, dapprima registrando un apprezzamento e poi, a partire da settembre, un lieve deprezzamento; nello stesso periodo la moneta unica si è apprezzata nei confronti dello yen del 4%. Come emerge dalla dinamica del tasso di cambio effettivo reale basato sul costo del lavoro per unità di prodotto, nel corso del 2012 sia i paesi core sia quelli periferici hanno registrato un aumento della competitività; per la Germania si tratta di un fenomeno che perdura dal 2005 mentre per gli altri paesi prosegue un'inversione di tendenza rispetto alla perdita di competitività che avevano registrato fino al 2009.

Figura 1.20 – Tasso di cambio dell'euro

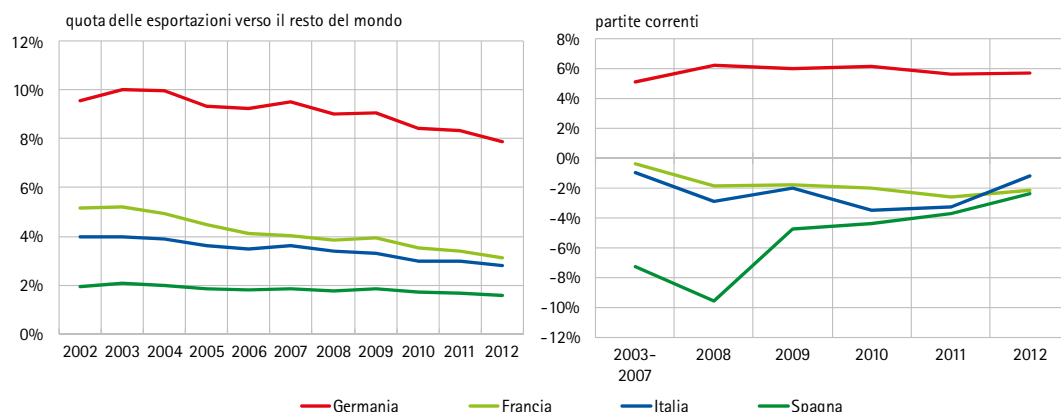


Fonte: Thomson Reuters.

Si è ridotta la quota delle esportazioni dei paesi dell'Area euro sul commercio mondiale

I cambiamenti negli equilibri commerciali mondiali, che hanno visto aumentare il peso delle economie emergenti, si sono riflessi nella diminuzione della quota delle esportazioni dei paesi (core e periferici) dell'Area euro sul totale del commercio internazionale. La Germania continua, tuttavia, a essere il paese con una quota di esportazioni sul commercio internazionale significativamente maggiore rispetto a quella delle altre economie dell'Area e con un saldo delle partite correnti ampiamente positivo. I saldi delle partite correnti continuano a essere negativi per Francia, Italia e Spagna, pur esibendo soprattutto per Italia e Spagna un significativo miglioramento, dovuto essenzialmente al rallentamento dell'attività economica, e alla conseguente riduzione delle importazioni, e probabilmente al miglioramento della competitività segnalato dalla dinamica del tasso di cambio reale effettivo.

Figura 1.21 – Quota delle esportazioni verso il resto del mondo e partite correnti



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea.

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

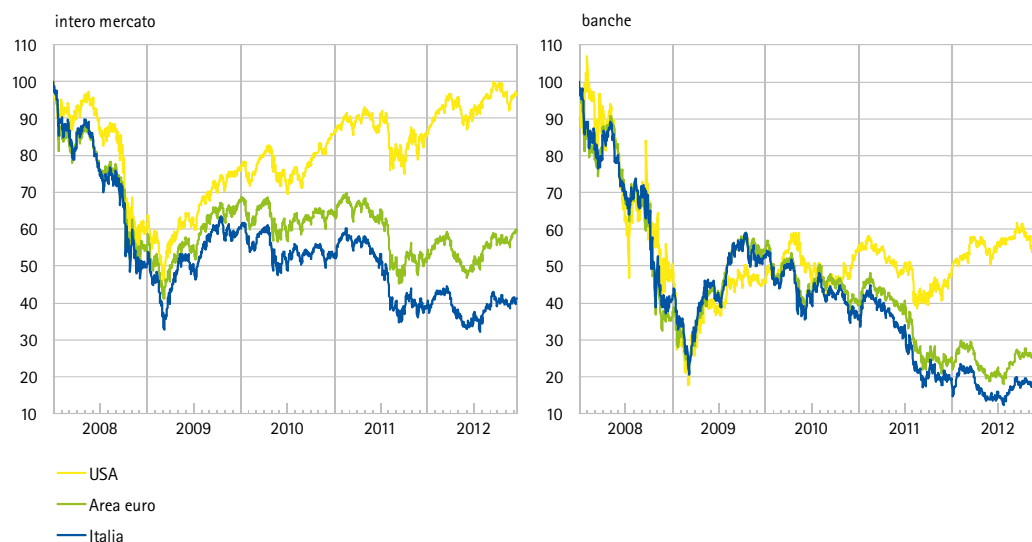
# I mercati

Le attenuazioni delle tensioni legate alla crisi del debito hanno determinato una moderata ripresa dei corsi azionari nell'Area euro

Nella seconda metà del 2012 i maggiori paesi avanzati hanno registrato un miglioramento della *performance* dei mercati azionari, sia pure in misura eterogenea e la liquidità delle principali *blue chips* europee è complessivamente cresciuta, portandosi su livelli prossimi a quelli registrati nel giugno 2011, ossia prima del riavvicinarsi della crisi del debito sovrano. Da luglio a metà dicembre 2012, infatti, il DJ Euro Stoxx 50 è cresciuto complessivamente del 15%; nel medesimo arco temporale, in Italia il FtseMib è aumentato del 11%. Per il mercato azionario statunitense, invece, lo S&P500 ha segnato un aumento inferiore, pari al 4% circa. La crescita dei corsi azionari nell'Area euro è stata guidata soprattutto dalla ripresa degli indici bancari: da luglio a metà dicembre 2012, infatti, il DJ Euro Stoxx banche è aumentato del 22%, a fronte del 18% rilevato per il comparto italiano. Tali *performance* riflettono tuttavia un andamento discontinuo degli indici a fronte dell'avvicinarsi di un clima più o meno dominato dall'incertezza. Nel periodo luglio-settembre, infatti, le iniziative di contrasto alla crisi del debito sovrano annunciate dalle istituzioni europee avevano accresciuto il livello di fiducia degli operatori, influenzando positivamente i mercati. A partire da ottobre, tuttavia, la ripresa dei corsi azionari è stata frenata da molteplici fattori riconducibili alle persistenti incertezze sulle prospettive di ripresa, alle difficoltà della Grecia e alle condizioni dei sistemi bancari nazionali dei paesi periferici dell'Area euro e, in particolare, di quello spagnolo. La percezione del rischio di credito delle banche dell'Area euro da parte degli investitori continua infatti a rimanere nettamente superiore rispetto a quanto rilevato negli USA; nella stessa direzione si sono espresse le maggiori agenzie di rating, declassando il giudizio sul debito sovrano di Spagna e Francia e di alcune delle rispettive banche domestiche. Nei mercati statunitensi il clima di incertezza è stato alimentato, nel secondo semestre dell'anno, dalla scadenza elettorale e dalle forti ripercussioni negative che potrebbero derivare dal cosiddetto *fiscal cliff*, ossia dall'entrata in vigore di pesanti misure fiscali restrittive che solo un accordo politico di modifica alla legislazione vigente può evitare. Tali fattori sono stati in parte contrastati dai segnali positivi riferibili al mercato del lavoro e al mercato immobiliare.

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

(dati giornalieri; 01/01/2008 - 14/12/2012; 01/01/2008 = 100)



Gli indici considerati sono lo S&P500 per gli USA, il Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro e il FtseMib per l'Italia. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

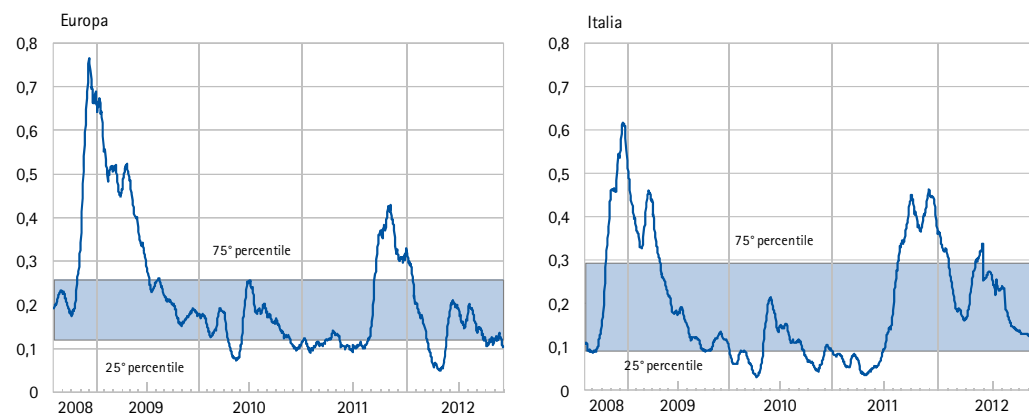
## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

Figura 2.2 – Indicatore di illiquidità del mercato azionario

(dati giornalieri; 01/08/2008 - 30/11/2012)



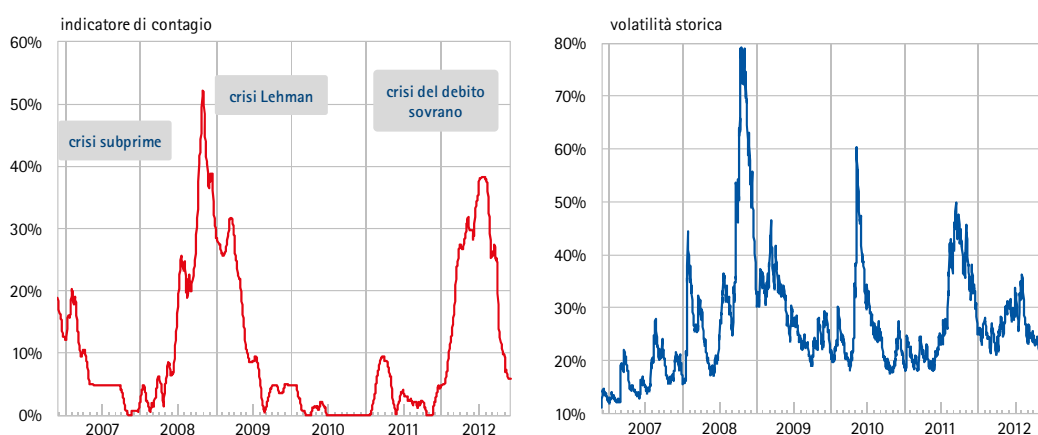
L'indicatore di illiquidità adottato è una misura sintetica di 4 sotto-indicatori (*price impact*, *implied volatility*, *bid-ask spread* e *range indicator*) ottenuta applicando l'analisi delle componenti principali (primo fattore comune). L'indicatore è compreso tra 0 (= alta liquidità) e 1 (= bassa liquidità). Si riporta la media mobile su 20 giorni. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Si è ridotta l'intensità dei processi di contagio fra mercati azionari dell'Area euro e la volatilità storica è diminuita riportandosi sui livelli rilevati prima di luglio 2011

Indicatori basati sulla correlazione fra rendimenti azionari mostrano un'attenuazione dei fenomeni di contagio che avevano caratterizzato i periodi più intensi della crisi del debito sovrano. Infatti, a partire da novembre 2011 l'intensità delle connessioni tra mercati azionari non spiegata dai legami economico-finanziari tra paesi era cresciuta costantemente, pur rimanendo significativamente inferiore ai livelli raggiunti in corrispondenza della crisi Lehman. La diminuzione del contagio, riconducibile alle già ricordate iniziative delle istituzioni europee tese a scongiurare il rischio di disintegrazione dell'Area euro, si è riflessa anche in una diminuzione della volatilità storica dei rendimenti azionari, che nel corso dell'anno si è riportata su livelli inferiori a quelli registrati nel luglio 2011.

Figura 2.3 – Indicatore di contagio e volatilità storica sui mercati azionari europei

(valori percentuali; dati giornalieri; 27/11/2006 - 30/11/2012)



Per la metodologia di costruzione dell'indicatore di contagio si veda Gentile M. e L. Giordano, "Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis: an empirical analysis on Euro area bond and equity markets", Quaderni di Finanza Consob. La figura di sinistra riporta la percentuale delle relazioni di lungo periodo fra i mercati azionari di UK, Germania, Francia, Italia, Spagna, Grecia, Portogallo e Irlanda, che risultano statisticamente significative, sul totale di tutte le possibili connessioni; le connessioni di lungo periodo sono state individuate applicando il test di co-integrazione bi-variata di Johansen (1988) con una finestra *rolling* di 1.000 giorni alle serie storiche giornaliere dei rendimenti azionari. La figura di destra riporta il valore medio della volatilità storica (annualizzata) dei rendimenti azionari per i mercati inclusi nel campione; tale volatilità è stata stimata applicando un modello multivariato Garch. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

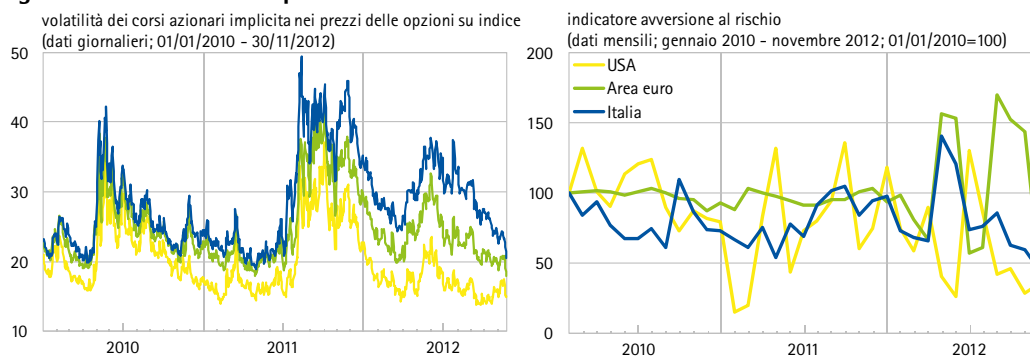
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Nell'Area euro la volatilità dei mercati azionari e l'avversione al rischio degli operatori sono diminuite in maniera significativa a partire dalla metà del 2012; rimangono tuttavia su valori superiori a quelli che si registrano negli USA

Nella seconda metà del 2012, coerentemente con la diminuzione dei fenomeni di contagio che hanno interessato i mercati azionari dell'Area euro, sono calate significativamente la volatilità implicita e l'avversione al rischio. Tale fenomeno, che ha riflesso la riduzione del grado di incertezza degli investitori sull'andamento futuro dei mercati, è stato accompagnato anche da una diminuzione della propensione degli operatori ad adottare strategie di investimento simili o imitative (cosiddetto *herding behaviour*). Per alcuni tra i principali mercati azionari dell'Area euro tale fenomeno ha raggiunto l'intensità massima in corrispondenza della crisi finanziaria del 2008, per poi decrescere in maniera significativa, sia pure con qualche discontinuità, fino a dicembre 2012. L'unica eccezione è rappresentata dalla Spagna, per la quale l'*herding behaviour* sembra essersi mantenuto su livelli significativi fino a giugno 2012, quando ha cominciato a ridursi, pur continuando ad attestarsi su livelli nettamente superiori rispetto a quelli registrati prima della crisi di Lehman.

Figura 2.4 – Volatilità implicita e indicatore di avversione al rischio sul mercato azionario

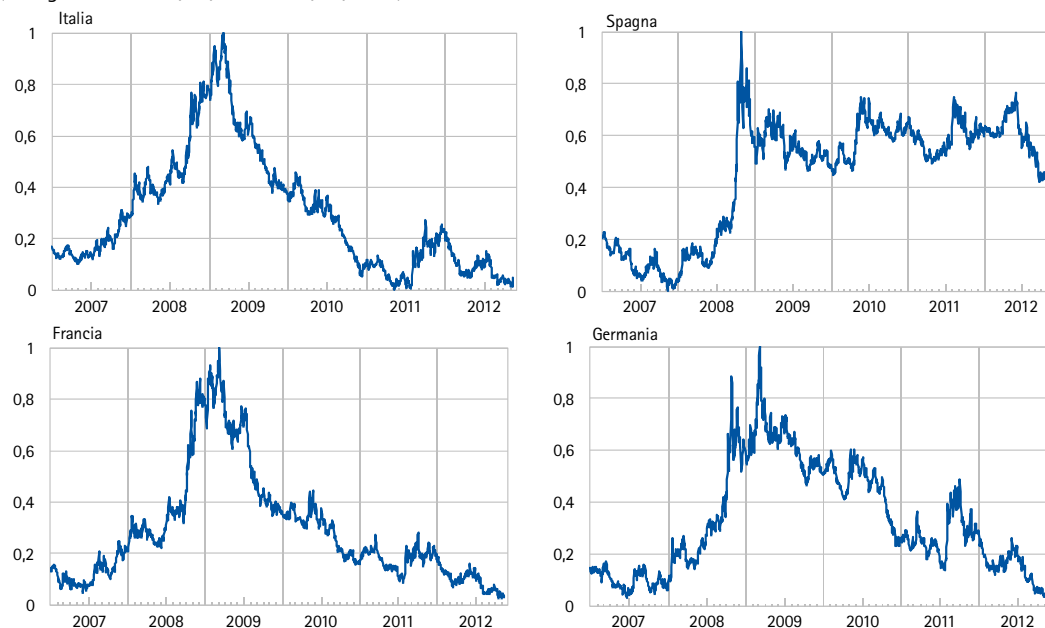


L'indicatore di avversione al rischio è stimato confrontando la distribuzione storica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari (per la metodologia si veda Shimko, 1993); viene riportata la media mobile su 3 mesi. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

I fenomeni imitativi nelle strategie di investimento degli operatori si sono fortemente attenuati rispetto alle fasi iniziali della crisi del debito sovrano, salvo che per il mercato spagnolo

Figura 2.5 – Indicatore di *herding behaviours* sui mercati azionari

(dati giornalieri; 31/12/2006 - 30/11/2012)



L'indicatore di *herding behaviour* è calcolato come inverso della deviazione *standard cross-section* dei rendimenti azionari delle principali *blue-chips* seguendo l'approccio di Chang, E., Cheng, J. e Khorana, A. (2000). Una minore dispersione (e quindi un maggiore valore dell'indicatore) indica che gli investitori adottano più frequentemente strategie di investimento simili o imitative e, quindi, che il fenomeno di *herding behaviour* è più intenso. La dispersione dei prezzi azionari è stata calcolata per l'Area euro sui titoli inclusi nel DJ Euro Stoxx 50 e per l'Italia sui titoli inclusi nel FTSE Mib. L'indicatore è stato normalizzato tra zero e uno. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.



Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

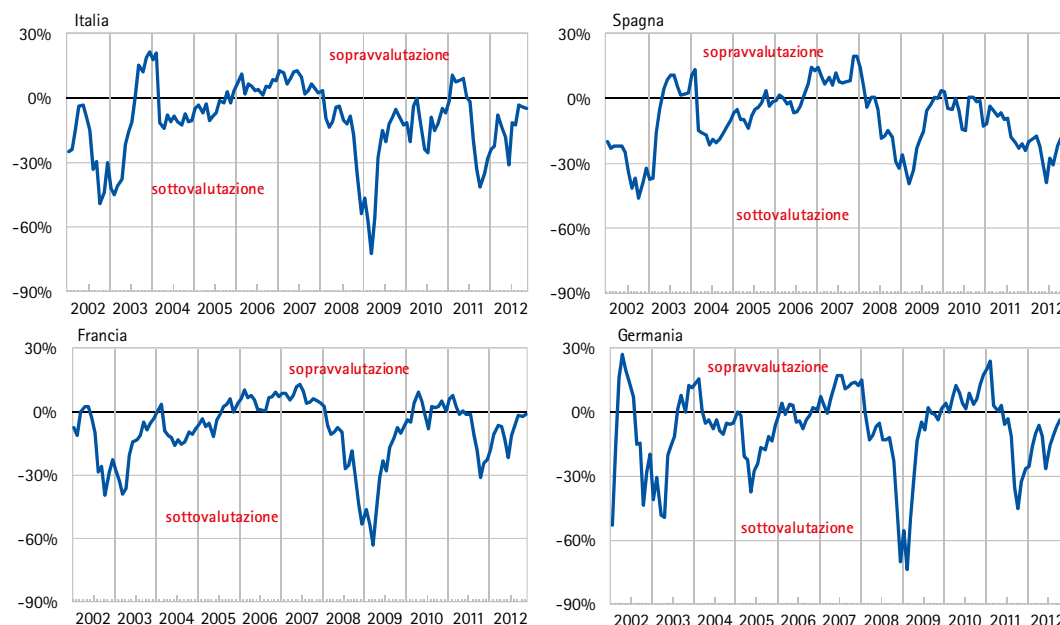
4. Le banche

A partire da settembre, dopo le forti divergenze registrate nei momenti più intensi della crisi del debito sovrano, i corsi azionari nei principali mercati dell'Area euro hanno mostrato una tendenza a riportarsi su valori vicini ai fondamentali ...

A fronte della riduzione dei fenomeni di contagio, i mercati azionari dei principali paesi avanzati mostrano un ridimensionamento del fenomeno di sottovalutazione dei corsi rispetto ai valori stimati sulla base dei fondamentali che aveva assunto proporzioni significative durante le fasi più intense della crisi. Tale circostanza è particolarmente evidente per Italia, Francia e Germania dove, a fine ottobre 2012 e per la prima volta dopo maggio 2011, i valori degli indici azionari osservati convergono verso i valori fondamentali stimati sulla base del valore attuale degli utili attesi scontati al tasso di interesse *risk free* più il premio al rischio. Viceversa, la sottovalutazione dei corsi azionari rispetto ai fondamentali continua a sussistere per la Spagna. Nel secondo semestre 2012 l'aumento del rapporto fra prezzi azionari e utili attesi conferma il rinnovato clima di fiducia sui mercati dell'Area euro, anche se l'ammontare della raccolta sul primario rimane modesta.

Figura 2.6 – Differenza fra i valori effettivi degli indici azionari e i valori teorici stimati sulla base del *dividend discount model*

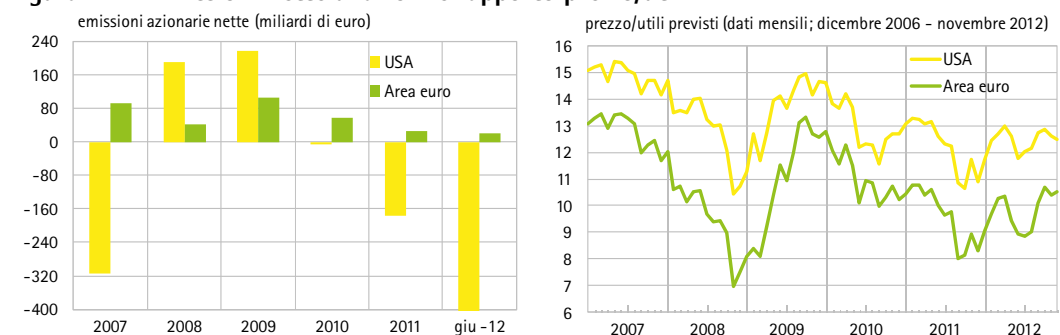
(valori percentuali; dati mensili; gennaio 2002 - novembre 2012)



Il grafico rappresenta la differenza percentuale fra il valore effettivo dei corsi azionari e quello stimato sulla base del *dividend discount model* (Shiller, 2002; Campbell e Shiller, 1988; De Bondt, 2008). La relazione fondamentale di lungo periodo del modello è stimata applicando un modello di co-integrazione VECM sulle serie storiche dei prezzi azionari, degli utili per azione, del tasso di interesse *risk free* e dell'*equity risk premium*. Gli utili per azione sono ripresi dai bilanci; l'*equity risk premium* è approssimato con la media mobile su 36 mesi dell'*earnings yield premium*, definito come la differenza tra l'*earnings yield* (calcolato come inverso del rapporto P/E) e il tasso di interesse *risk free* che è stato approssimato con l'*interest rate swap* a 5 anni. Il modello è stato stimato sugli indici azionari MSCI Italia, Francia, Spagna e Germania di fonte Thomson Reuters.

... ma la raccolta sul mercato primario rimane stagnante

Figura 2.7 – 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).

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

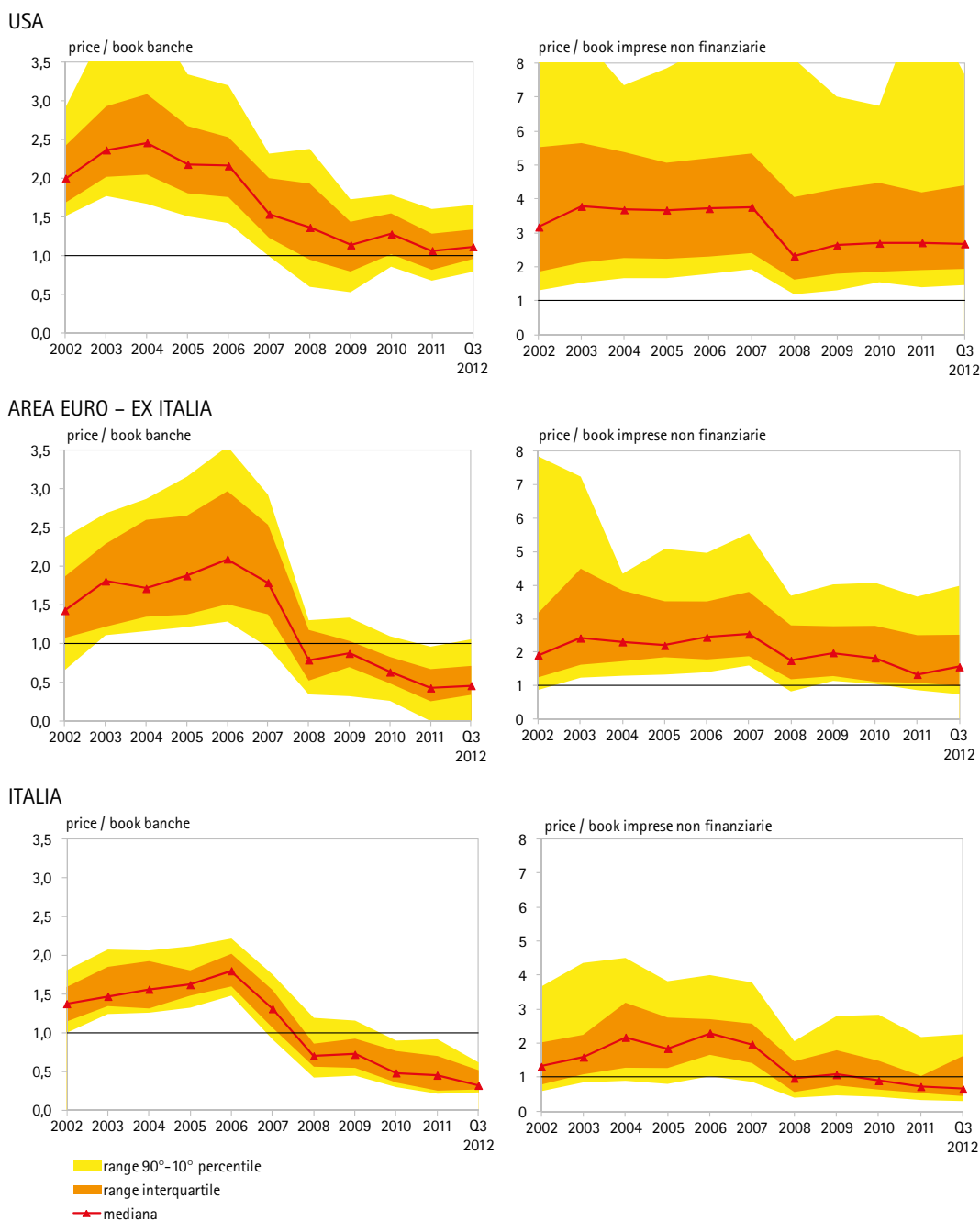
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Nonostante la ripresa dei corsi azionari i moltiplicatori del settore bancario europeo rimangono su valori molto bassi

Nonostante la ripresa dei corsi azionari, il moltiplicatore "prezzo/patrimonio netto" del settore bancario europeo rimane su valori molto bassi, in media inferiori all'unità per i principali emittenti quotati. Tale dinamica è ancora più accentuata in Italia, dove il fenomeno riguarda anche le società del settore non finanziario, a differenza di quanto avviene per le principali società non finanziarie dell'Area euro, caratterizzate per la maggioranza da un moltiplicatore superiore all'unità.

Figura 2.8 – Moltiplicatori di borsa delle imprese quotate nei principali paesi avanzati



Le banche sono quelle incluse nell'indice S&P1500 Bank per gli USA, nel Dow Jones EuroStoxx 50 Bank per l'Area euro (esclusi gli emittenti italiani) e le banche quotate italiane; le imprese non finanziarie sono quelle appartenenti all'indice S&P 100 per gli USA, al Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati parzialmente stimati. I dati utilizzati sono di fonte Worldscope.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

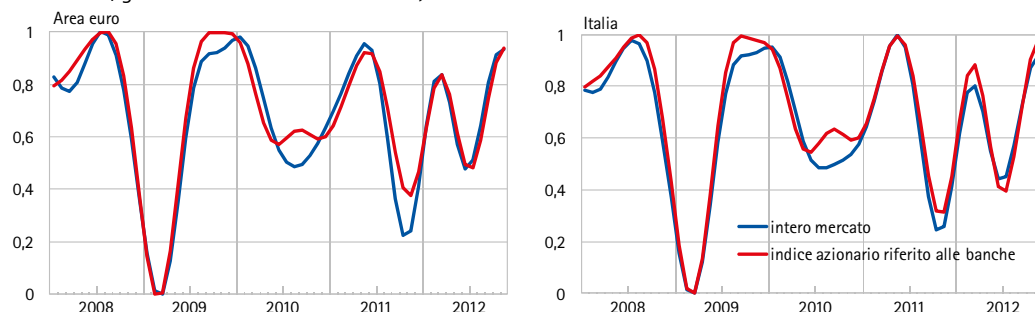
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

È migliorato il *sentiment* degli operatori sui mercati azionari europei ma le aspettative sull'evoluzione a breve dei corsi azionari rimangono incerte

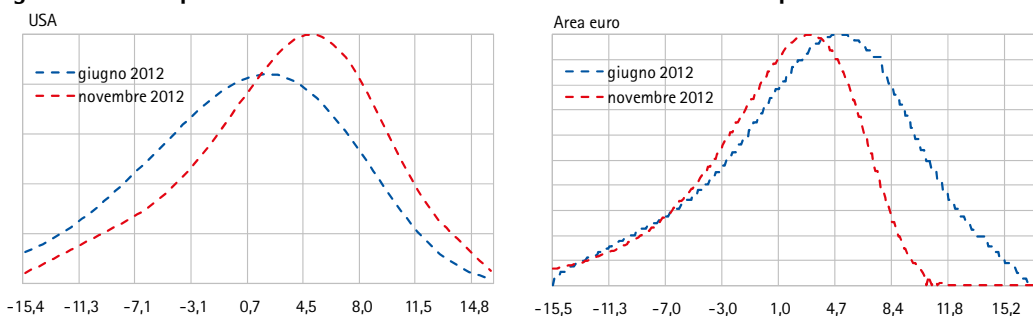
Le analisi basate sulla componente ciclica di lungo periodo dei rendimenti azionari per l'Area euro, che può essere considerata come una misurazione del *sentiment* degli investitori, segnalano la percezione di un miglioramento delle attese degli operatori, sebbene analisi basate sui prezzi degli strumenti derivati segnalino, invece, un lieve peggioramento delle aspettative rispetto agli inizi di luglio 2012. Negli USA, invece, i prezzi delle opzioni sugli indici segnalano un netto miglioramento delle aspettative rispetto a metà del 2012. Le previsioni degli analisti sugli utili societari su di un orizzonte temporale a un anno rimangono piuttosto stabili sia nell'Area euro sia negli USA. Per le società incluse nel FTSEMib il tasso di crescita atteso degli utili è, invece, diminuito dal 15% alla fine di giugno al 9% alla fine di novembre 2012. Il livello di dispersione delle previsioni degli analisti sugli utili delle società rimane più elevato nell'Area euro rispetto a quanto osservato negli USA.

Figura 2.9 – Market sentiment degli investitori implicito nella dinamica dei corsi azionari (dati mensili; gennaio 2008 - novembre 2012)



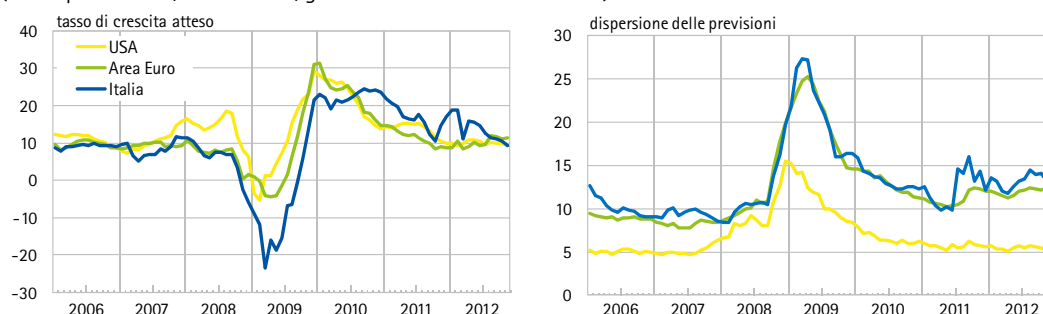
Il *market sentiment* è stimato separando la componente di lungo periodo dei rendimenti da quella di breve periodo (maggiormente erratica e volatile). La componente ciclica di ogni serie storica è stata normalizzata tra zero e uno. L'indicatore è stato calcolato applicando alla serie storica degli indici azionari il filtro Christiano-Fitzgerald. Gli indici considerati sono il FTSE Mib e il FTSE Mib Banks per l'Italia e il Dow Jones Euro Stoxx 50 e il Dow Jones Euro Stoxx 50 Banks per l'Europa. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Figura 2.10 – Aspettative sui rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi



Le figure riportano la distribuzione di probabilità dei rendimenti azionari a tre mesi implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari stimata seguendo l'approccio di Shimko (1993). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Figura 2.11 – Previsione degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di 12 mesi (valori percentuali; dati mensili; gennaio 2006 - novembre 2012)



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). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters-IBES.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

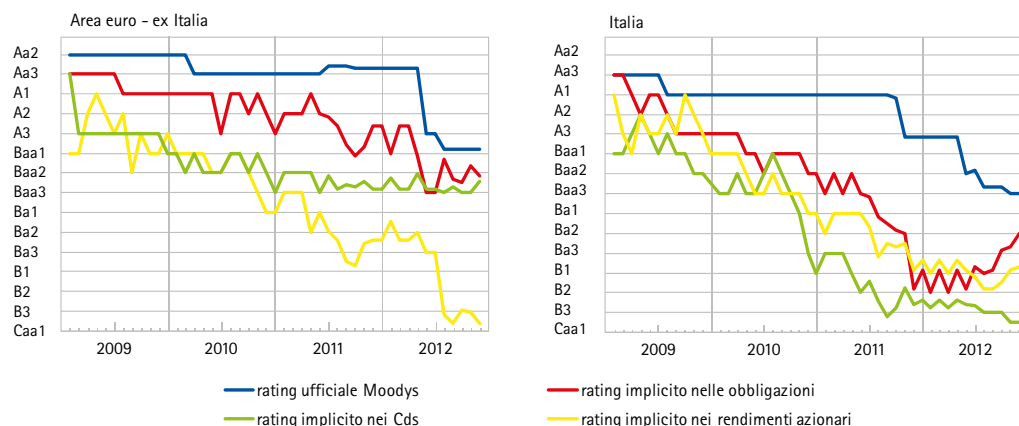
4. Le banche

Nella seconda metà del 2012 si è accentuata la divaricazione fra il rischio di credito dei principali emittenti quotati europei implicito nei corsi azionari e quello implicito nelle quotazioni dei CDS e degli spread obbligazionari, soprattutto nel settore bancario

Nell'Area euro, nella seconda parte del 2012, si è amplificata la tendenza alla divaricazione fra il rischio di credito implicito nelle quotazioni azionarie e quello implicito nelle quotazioni dei CDS e *spread* obbligazionari, soprattutto per i principali emittenti bancari. Per le banche europee i corsi azionari implicano livelli di rischio largamente superiori a quelli impliciti nei prezzi di altre attività finanziarie e nei *rating* ufficiali dell'agenzia Moody's. Tale tendenza è invece meno accentuata per le principali società non finanziarie europee, dove, peraltro, a differenza di quanto avviene nel settore bancario, il rischio di credito implicito negli *spread* obbligazionari è più basso di quello implicito nei *rating* ufficiali e nei CDS. Per le principali società quotate italiane, invece, il rischio di credito implicito nei CDS rimane largamente superiore a quello implicito nei prezzi azionari e negli *spread*; inoltre, rispetto al netto miglioramento che emerge dalla dinamica degli *spread* obbligazionari si contrappone un peggioramento dei *rating* ufficiali e delle quotazioni dei CDS.

Figura 2.12 – Rating impliciti nei prezzi degli strumenti finanziari delle principali banche quotate europee e italiane

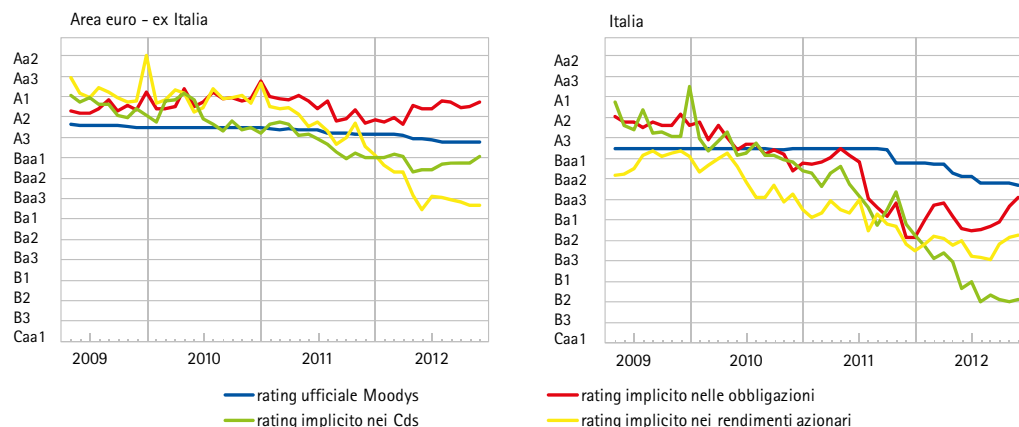
(dati mensili; gennaio 2009 - novembre 2012)



Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Date medi relativi alle banche incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluso le banche italiane) e alle principali banche italiane con rating di Moody's (Banca Popolare di Milano, Intesa, Mps, Unicredit, Ubi, Banco Popolare).

Figura 2.13 – Rating impliciti nei prezzi degli strumenti finanziari delle principali imprese quotate non finanziarie europee e italiane

(dati mensili; aprile 2009 - novembre 2012)



Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Dati medi relativi alle imprese *corporate* appartenenti al Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società non finanziarie italiane) e le principali società non finanziarie italiane.

## Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

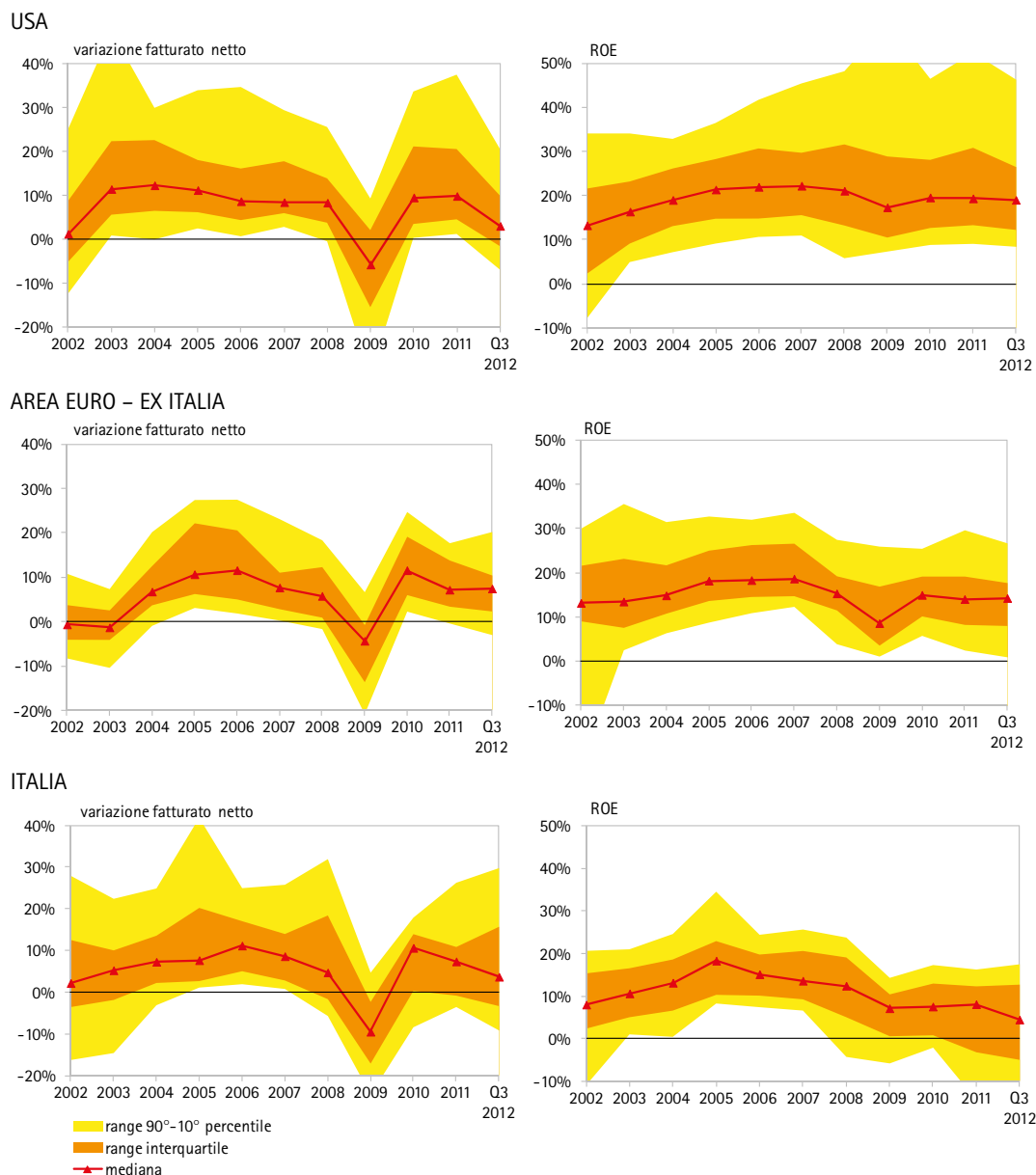
4. Le banche

## Le società non finanziarie

La redditività delle principali imprese quotate americane ed europee risulta stabile rispetto al 2011. In Italia invece le principali società quotate mostrano un calo del tasso di crescita dei ricavi e della redditività

Nei primi nove mesi del 2012 la redditività dei principali gruppi quotati statunitensi è risultata in media stabile rispetto all'anno precedente, nonostante la crescita dei ricavi abbia mostrato un significativo rallentamento. In Europa le principali società quotate hanno mostrato livelli di redditività mediamente stabili e un tasso di crescita del fatturato in leggero aumento. Per i principali gruppi quotati italiani, invece, nei primi nove mesi del 2012 è proseguito il calo del tasso di crescita del fatturato e del ROE. Le società non finanziarie italiane continuano a mostrare una redditività inferiore rispetto alla media europea.

Figura 3.1 – Ricavi e redditività delle principali imprese quotate non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti all'indice S&P 100 per gli USA, al Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. La variazione annuale del fatturato è calcolata rispetto al dato *restated* dell'anno precedente. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati.

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

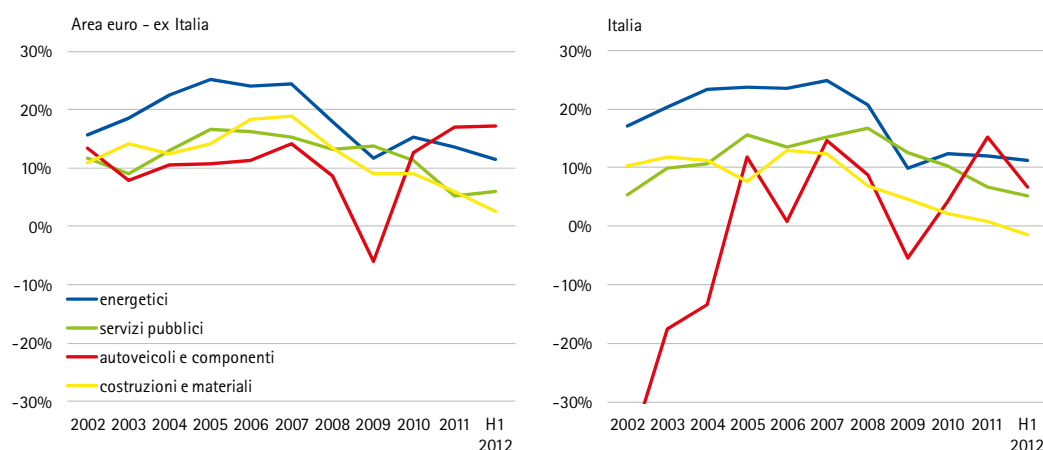
## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

Fra i settori che mostrano livelli reddituali in contrazione nel primo semestre del 2012, sia in Europa sia in Italia, c'è quello delle costruzioni; risulta maggiormente stabile la redditività delle società operanti nel settore dell'energia. La redditività del settore auto si mantiene costante in Europa, mentre mostra un calo in Italia. I dati confermano la più bassa redditività delle principali imprese italiane rispetto a quelle europee nei settori auto e costruzioni.

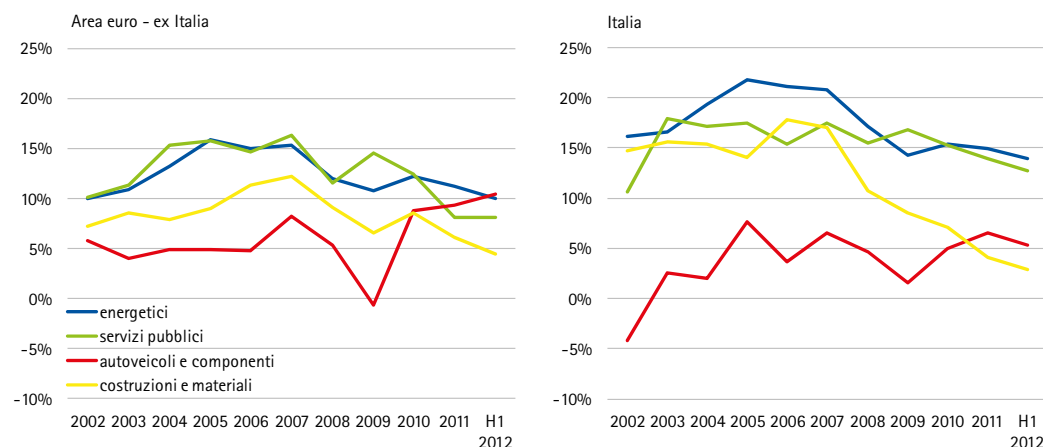
**Figura 3.2 – ROE delle imprese quotate non finanziarie per settore industriale**



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope.

Il divario nell'andamento della redditività delle imprese italiane rispetto a quelle europee appare più contenuto in termini di *Ebit margin* (rapporto tra Ebit e ricavi), misura che non è influenzata dal diverso regime di tassazione degli utili. Tale indicatore conferma un sensibile calo dei margini reddituali in Europa nel settore dell'energia e delle costruzioni, mentre registra una crescita quello dell'auto. La riduzione dell'*Ebit margin* appare particolarmente significativa per il settore costruzioni in Italia, che dal 2007 alla prima metà del 2012 è passato dal 17% circa a valori inferiori al 3%. Tale risultato mostra il progressivo deterioramento, per le imprese appartenenti a tale settore, della capacità di generare reddito a fronte di un dato volume di ricavi, segnalando una crescita dell'incidenza dei costi sull'attività operativa.

**Figura 3.3 – Ebit in rapporto al fatturato (*Ebit margin*) delle imprese quotate non finanziarie per settore industriale**



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

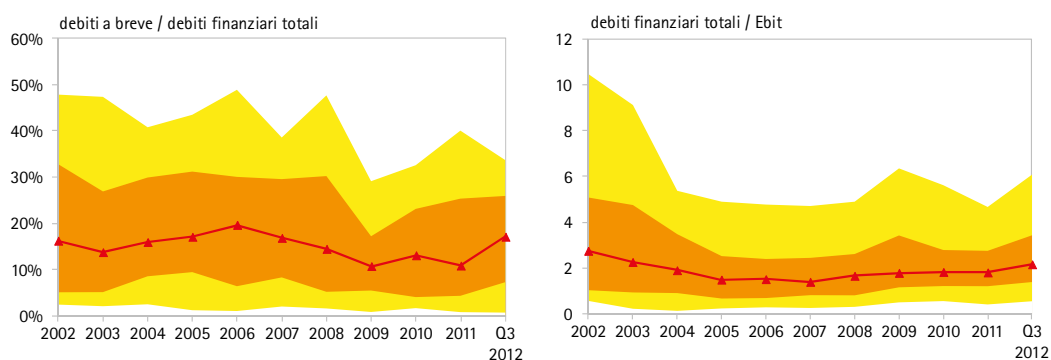
4. Le banche

Aumenta l'incidenza dei debiti a breve negli USA e in Europa. Per le principali società quotate italiane aumentano i problemi di sostenibilità del debito rispetto ai margini

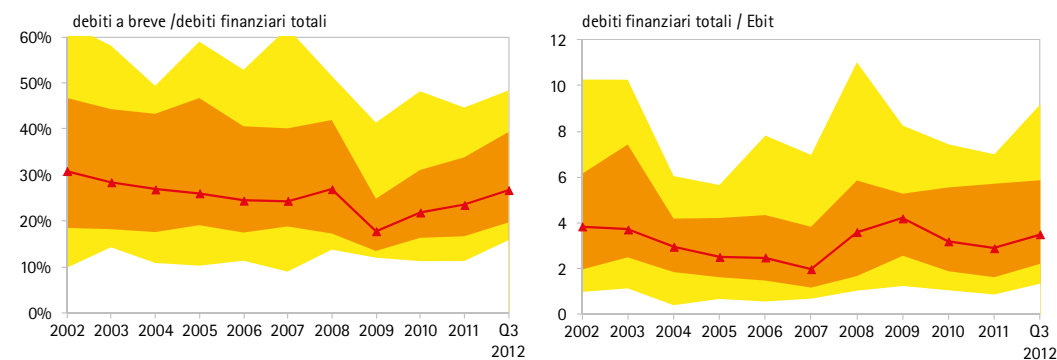
Nei primi nove mesi del 2012 le principali imprese statunitensi hanno sperimentato un aumento del peso dei debiti a breve, che comunque continua a rimanere più contenuto rispetto ai valori registrati in Europa. Una tendenza analoga è emersa per le principali società europee, mentre per l'Italia la struttura per scadenza dei debiti finanziari non mostra significative variazioni rispetto al 2011. L'incidenza dei debiti finanziari sull'Ebit appare in aumento nei primi nove mesi del 2012 per le principali società industriali americane ed europee. L'incremento registrato per le imprese italiane, particolarmente significativo, è riconducibile sia all'incremento dei debiti finanziari sia alla riduzione dell'Ebit.

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

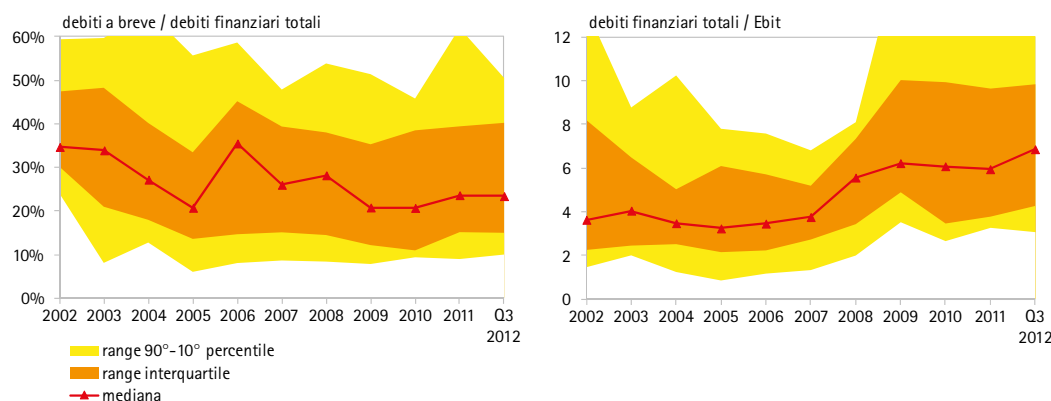
USA



AREA EURO EX ITALIA



ITALIA



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti all'indice S&P 100 per gli USA, al Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. Il rapporto debiti finanziari/Ebit è calcolato solo per le imprese con Ebit positivo. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

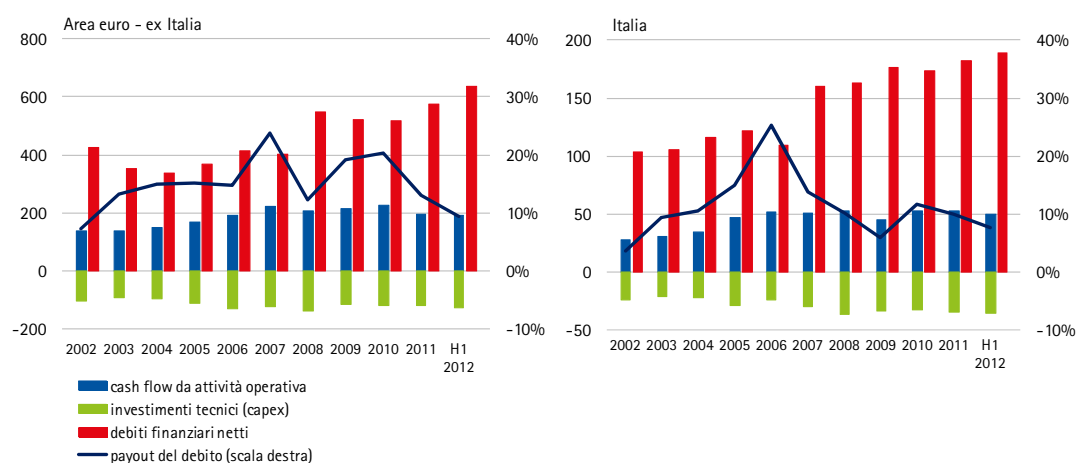
4. Le banche

Si riduce il *payout ratio* del debito per le principali imprese quotate europee ...

Nella prima metà del 2012 il *payout ratio* del debito (cioè il rapporto tra flusso di cassa disponibile per il rimborso del debito e l'ammontare di debiti finanziari netti) ha registrato un lieve calo sia in Europa sia in Italia, in continuità con la tendenza manifestatasi a partire dal 2010. Tale dinamica, che ha quasi annullato il divario esistente tra le imprese europee e quelle italiane, è legato prevalentemente all'incremento dei debiti finanziari netti e, in misura meno marcata, alla riduzione del *cash flow* operativo.

**Figura 3.5 – Debiti finanziari netti e flussi di cassa dell'attività operativa per le principali imprese quotate non finanziarie**

(valori monetari in miliardi di euro)



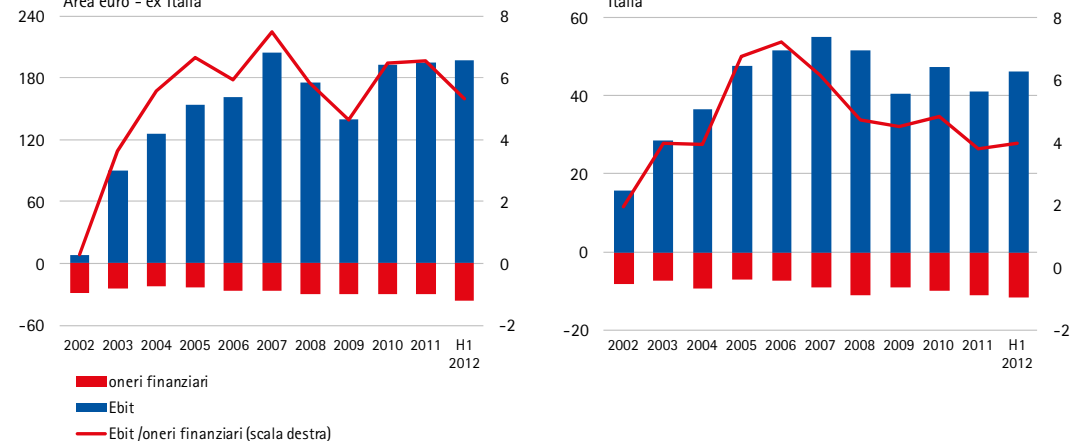
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle imprese appartenenti al Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. Il *payout* del debito è calcolato come rapporto tra il *cash flow* da attività operativa al netto degli investimenti tecnici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

... e il grado di copertura degli interessi passivi

Il grado di copertura degli interessi passivi (rapporto tra Ebit e oneri finanziari) delle principali imprese non finanziarie europee si è ridotto rispetto al 2011, essenzialmente per effetto dell'incremento degli oneri finanziari. In Italia si registra una sostanziale stabilità di tale rapporto, che tuttavia rimane strutturalmente più basso rispetto alla media delle principali imprese dell'Area euro.

**Figura 3.6 – Copertura degli interessi passivi delle principali imprese quotate non finanziarie**

(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle imprese appartenenti al Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. I dati del primo semestre 2012 sono annualizzati.



Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

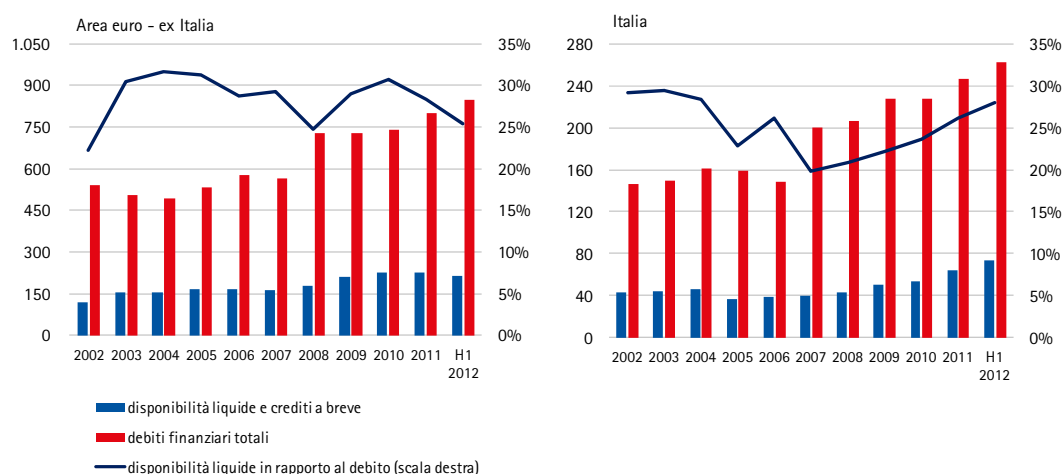
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Le principali imprese quotate italiane hanno una maggiore incidenza delle disponibilità liquide sul debito ma una leva finanziaria strutturalmente più alta rispetto alle imprese europee ...

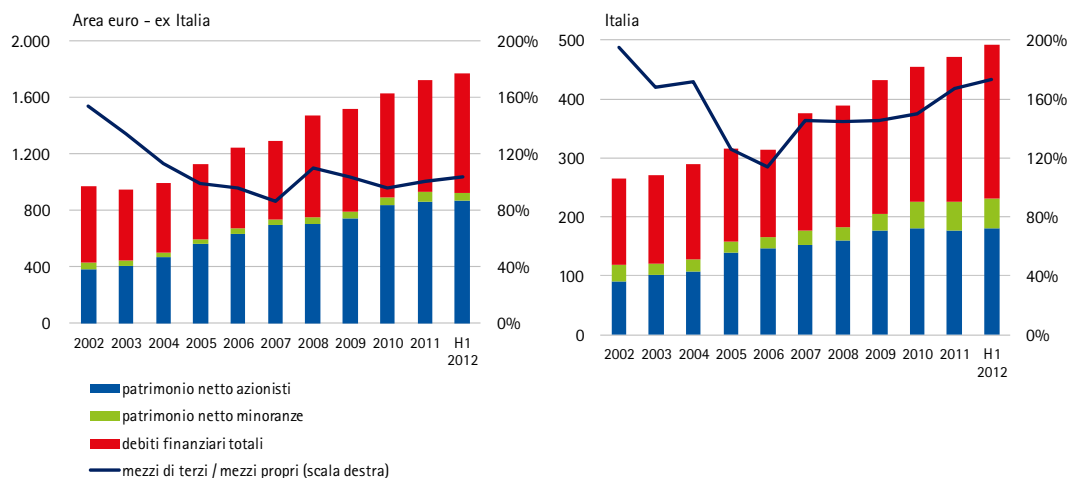
Nella prima metà del 2012 le disponibilità liquide delle principali imprese non finanziarie italiane sono aumentate mentre quelle delle imprese europee sono rimaste sostanzialmente stabili; la quota di debiti finanziari coperta dalla liquidità disponibile risulta più elevata per le imprese italiane rispetto alla media europea (28% in Italia a fronte del 25% in Europa). In Italia, tuttavia, la leva finanziaria (rapporto tra capitale di terzi e mezzi propri) risulta notevolmente più alta rispetto alla media europea e in costante aumento dal 2006. Al 30 giugno 2012, il capitale di terzi era pari, in media, al 160% dei mezzi propri per le principali società non finanziarie italiane a fronte di un valore prossimo al 100% per le principali imprese europee.

**Figura 3.7 – Disponibilità liquide delle principali imprese quotate non finanziarie**  
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti al Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società italiane) e ai principali gruppi quotati italiani.

**Figura 3.8 – Leva finanziaria delle imprese quotate non finanziarie**  
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti al Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società italiane) e ai principali gruppi quotati italiani.

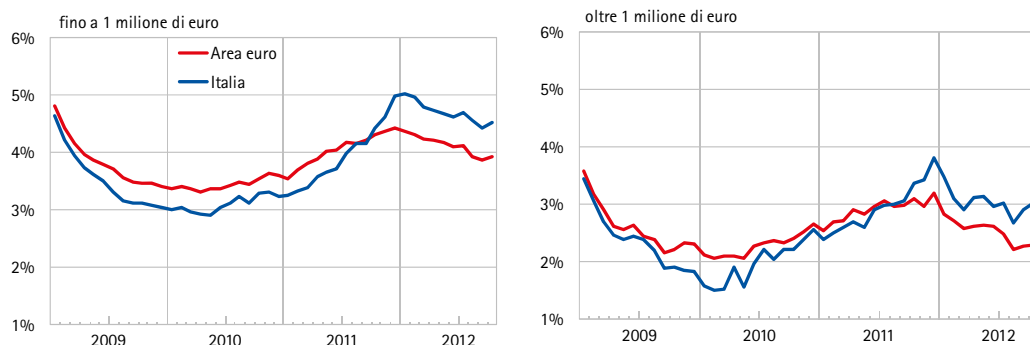
... e un costo di accesso al credito bancario significativamente più elevato

A partire dalla seconda metà del 2011 il costo del credito bancario è risultato più elevato per le imprese non finanziarie italiane rispetto a quelle europee; il tasso di interesse applicato dalle banche ai nuovi finanziamenti in euro è infatti aumentato rispetto al 2011 sia per le imprese grandi sia per quelle di dimensioni medie e piccole. Per le imprese di grandi dimensioni il divario nei tassi di interesse bancari rispetto alla media dell'Area euro si è ampliato nel corso del 2012.

Risk dashboard

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

**Figura 3.9 – Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro alle società non finanziarie**  
(dati mensili; gennaio 2009 - ottobre 2012)

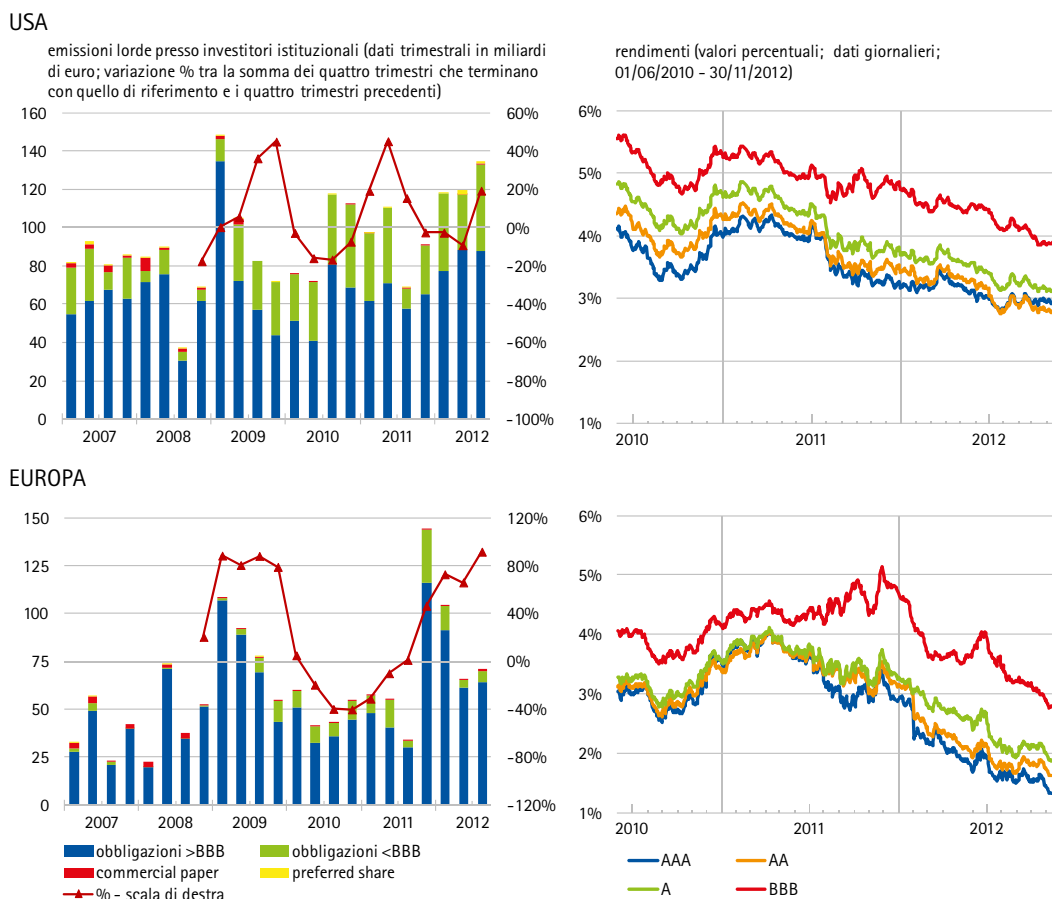


Fonte: BCE; tasso (in ragione d'anno) applicato ai nuovi finanziamenti.

Il mercato obbligazionario *corporate* evidenzia segnali di ripresa negli Stati Uniti e in Europa, anche grazie alla riduzione dei rendimenti richiesti dagli investitori ...

Nei primi nove mesi del 2012, il mercato obbligazionario *corporate* ha fatto registrare una significativa ripresa sia negli Stati Uniti sia in Europa; complessivamente le emissioni obbligazionarie sono cresciute di circa 100 miliardi di euro in entrambe le aree geografiche rispetto allo stesso periodo del 2011, nonostante in Europa le emissioni dei primi tre trimestri del 2012 siano state inferiori al picco registrato nell'ultimo trimestre del 2011; in Europa inoltre, sono risultate in lieve calo le emissioni di obbligazioni con rating speculativo (inferiore a BBB). I rendimenti sul mercato secondario risultano in calo sia in Europa sia negli USA per tutte le obbligazioni con rating pari o superiore a BBB.

**Figura 3.10 – 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).

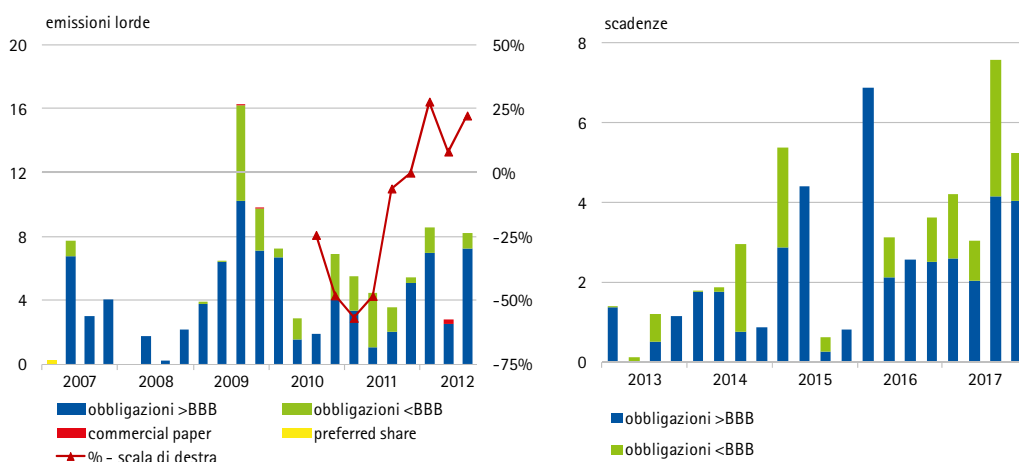
Risk dashboard

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

In Italia il mercato obbligazionario delle società non finanziarie ha fatto registrare lievi segnali di ripresa, nonostante nel secondo trimestre dell'anno le emissioni siano state piuttosto limitate rispetto allo stesso periodo del 2011. Nel breve termine, il rischio di rifinanziamento della raccolta obbligazionaria potrebbe essere moderato poiché l'ammontare dei titoli in scadenza nel 2013 risulta contenuto rispetto allo stock emesso.

**Figura 3.11 – Emissioni obbligazionarie di emittenti *corporate* italiani**

(dati trimestrali in miliardi di euro; variazione % tra la somma dei quattro trimestri che terminano con quello di riferimento e i quattro trimestri precedenti)



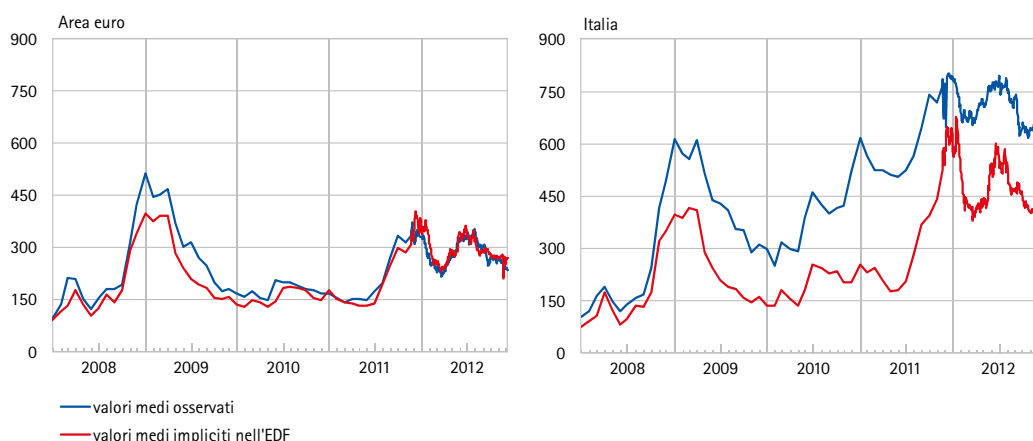
Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse a partire dal 2007.

... e alla riduzione della percezione del rischio di credito

Nella seconda metà del 2012 le quotazioni dei CDS sul debito delle principali società non finanziarie dell'Area euro sono diminuite in maniera significativa e risultano allineate a quelle implicite nel rischio di insolvenza misurato sulla base di modelli teorici. La medesima dinamica ha interessato le società quotate non finanziarie italiane, per le quali tuttavia le quotazioni medie dei CDS risultano largamente superiori a quelle teoriche basate sulla misurazione della probabilità di default in base a modelli che tengono conto dei dati di bilancio e dei corsi azionari.

**Figura 3.12 – Quotazioni medie dei CDS a 5 anni effettive e implicite nella frequenza attesa di default (EDF) per le principali società quotate non finanziarie**

(valori in punti base; dati giornalieri; 1° gennaio 2008 - 30 novembre 2012)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Credit Edge. I dati si riferiscono a un campione di 150 società quotate europee selezionato da Thomson Reuters e a 9 società quotate italiane.

## Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

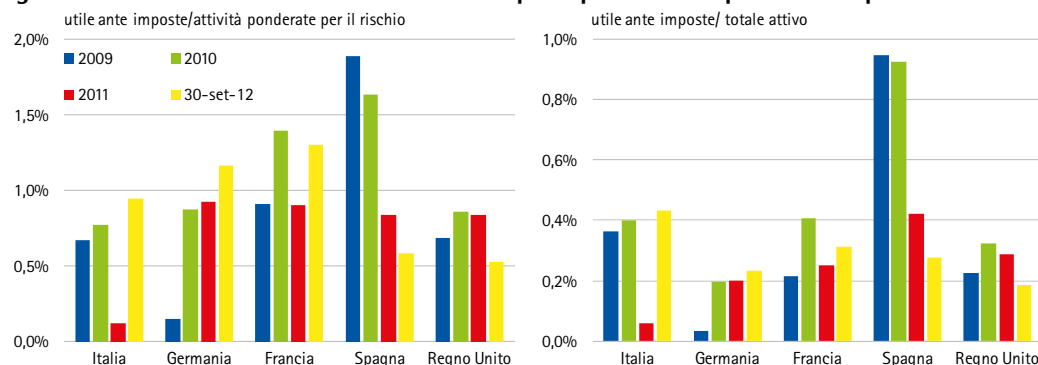
4. Le banche

## Le banche

Nei primi nove mesi del 2012 è cresciuta la redditività delle principali banche italiane, tedesche e francesi, mentre quella delle banche spagnole e inglesi si è ridotta

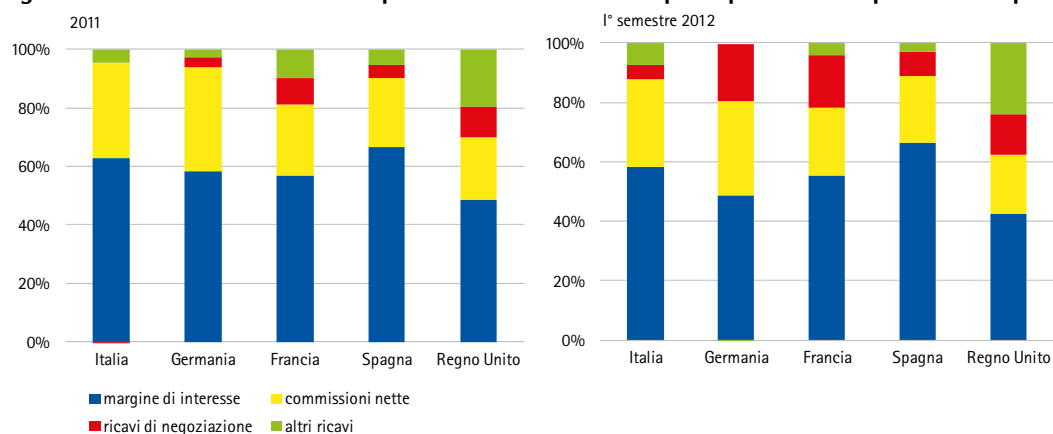
Nel corso del 2012, le principali banche quotate italiane, tedesche e francesi hanno mostrato segni di ripresa dei livelli reddituali, mentre quelle spagnole e inglesi hanno visto una contrazione dell'utile ante imposte (al lordo delle rettifiche sull'avviamento) rispetto al totale dell'attivo. Le banche italiane evidenziano in media una redditività inferiore a quella delle principali banche quotate tedesche e francesi se calcolata con riferimento alle attività ponderate per il rischio; in rapporto alle attività non ponderate per il rischio, la redditività delle banche italiane risulta invece più elevata rispetto ai principali *competitors* europei. Tale risultato dipende dal più elevato peso dell'attivo ponderato per il rischio su quello non ponderato per effetto di un modello di business più concentrato su tipologie di impieghi caratterizzati da una più elevata ponderazione ai fini del rispetto dei requisiti prudenziali. Quanto alla composizione dei ricavi, nel corso del primo semestre dell'anno è aumentato il peso dei ricavi di negoziazione sul totale dei ricavi per tutte le principali banche europee, sebbene quelle italiane e spagnole continuino a caratterizzarsi per una maggiore incidenza del margine di interesse e delle commissioni.

Figura 4.1 – Evoluzione della redditività 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, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, Credit Industriel et Commercial, BBVA, Santander, Bankia (dal 2011), Caixa Bank, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland). L'utile ante imposte è al lordo delle rettifiche sull'avviamento. I dati al 30 settembre sono annualizzati e parzialmente stimati.

Figura 4.2 – Evoluzione della 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, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, Credit Industriel et Commercial, BBVA, Santander, Bankia (dal 2011), Caixa Bank, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland).

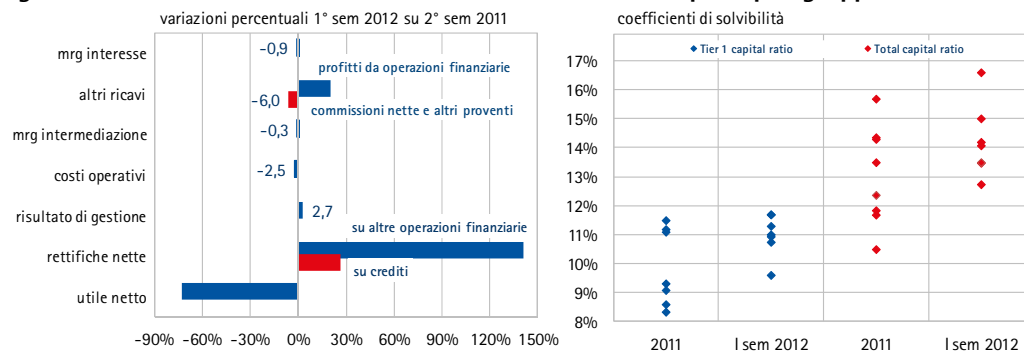
Risk dashboard

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

La redditività dei principali gruppi bancari italiani nel primo semestre 2012 risulta tuttavia in forte flessione se rapportata al corrispondente periodo del 2011, principalmente per l'incremento delle rettifiche su crediti e altre operazioni finanziarie

L'andamento reddituale dei primi 8 gruppi bancari italiani nel primo semestre 2012 risulta negativo se confrontato con il corrispondente periodo del 2011, essenzialmente per effetto del forte aumento delle rettifiche su crediti e altre operazioni finanziarie a causa del deterioramento della qualità del credito indotto dall'andamento sfavorevole del ciclo economico; tale dinamica ha determinato una contrazione dell'utile netto del 70% circa. L'adeguatezza patrimoniale invece è migliorata per tutte le banche considerate, con coefficienti prudenziali che, nei valori minimi, risultano superiori al 9% per il *tier 1 ratio* e al 12% per il *total capital ratio*, anche se ciò è dipeso in larga misura da revisioni nelle metodologie di valutazione della rischiosità dell'attivo.

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

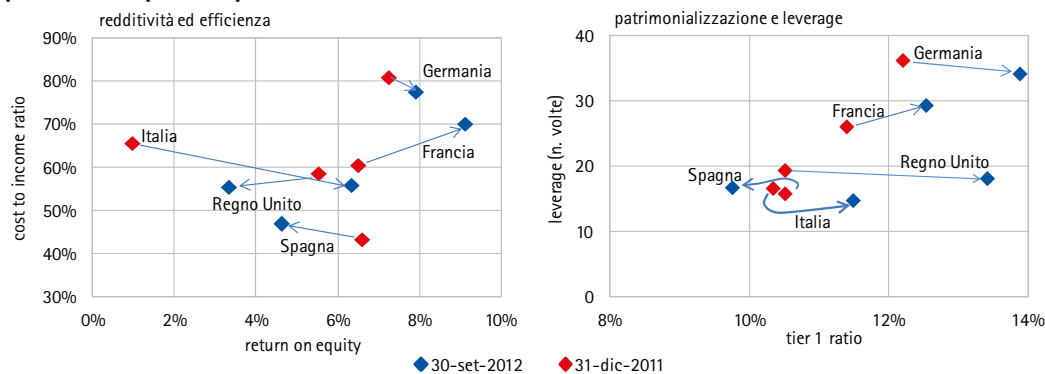


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Dati relativi ai primi 8 gruppi bancari per totale attivo.

Nei primi nove mesi del 2012 è aumentata la patrimonializzazione delle principali banche europee (ad eccezione di quelle spagnole). Le banche tedesche e francesi continuano a mostrare un leverage elevato

Le principali banche italiane e tedesche mostrano un miglioramento sia della redditività sia dell'efficienza operativa; in particolare il *cost-to-income ratio* (rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione) risulta in deciso calo per le banche italiane. La redditività è in aumento anche per le banche francesi, nonostante il significativo incremento dei costi operativi, mentre, come prima evidenziato, le principali banche spagnole e inglesi evidenziano un calo dei livelli reddituali rispetto al patrimonio netto. L'adeguatezza patrimoniale migliora per tutte le principali banche europee, grazie all'incremento dei livelli patrimoniali ma soprattutto al decremento delle attività ponderate per il rischio. Fanno eccezione le banche spagnole per le quali il patrimonio di base rispetto al totale attivo ponderato per il rischio (*tier 1 ratio*) si è portato su valori inferiori al 10% al 30 settembre 2012. Le banche italiane continuano a mostrare un *tier 1 ratio* più contenuto rispetto a quello dei principali istituti francesi, tedeschi e inglesi ma, al contempo, evidenziano anche una leva finanziaria significativamente più bassa, in particolare rispetto alle principali banche di Francia e Germania.

Figura 4.4 – Variazione della redditività e della patrimonializzazione per le principali banche quotate europee nei primi nove 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, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, Credit Industriel et Commercial, BBVA, Santander, Bankia, Caixa Bank, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland). ROE ante imposte annualizzato al lordo delle rettifiche sull'avviamento e calcolato su patrimonio netto di fine periodo.

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

## 2. I mercati

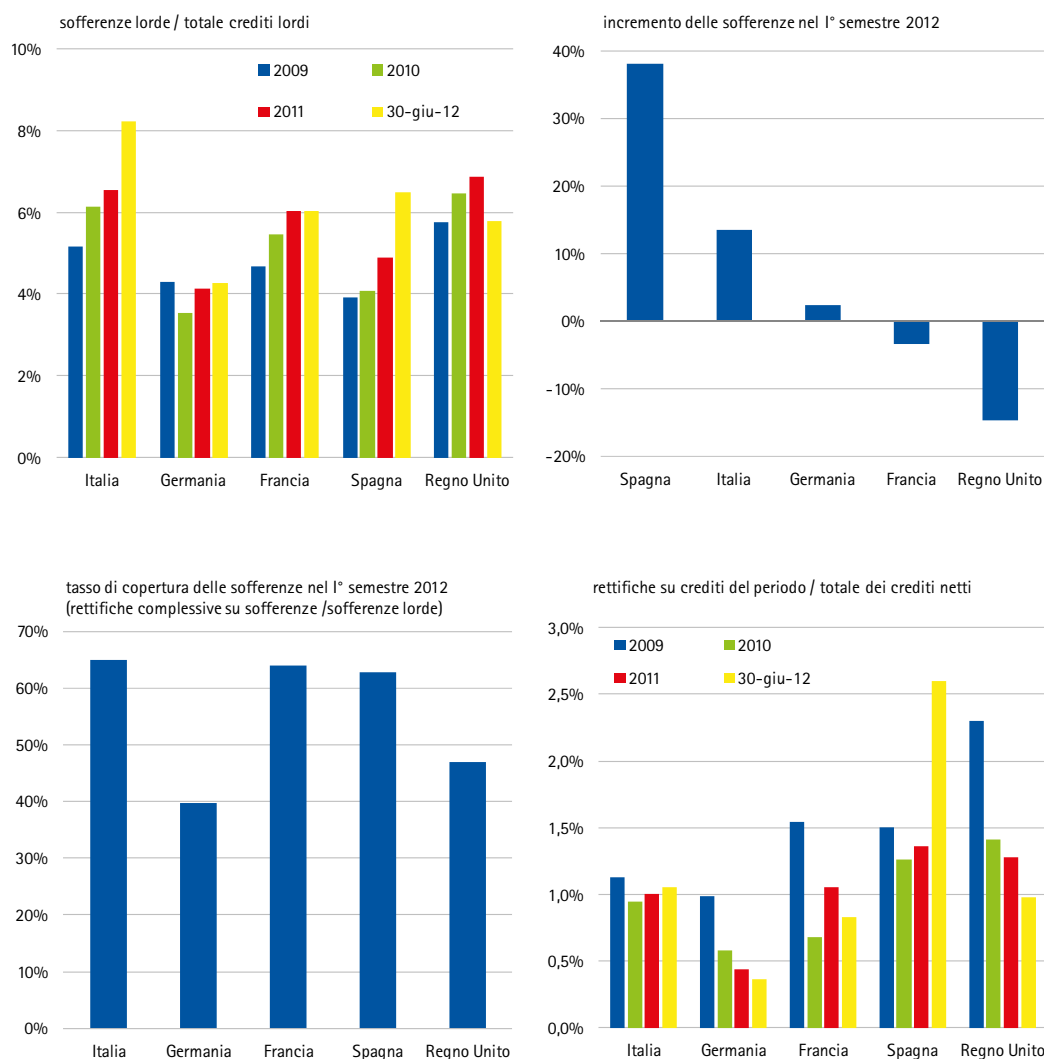
## 3. Le società non finanziarie

## 4. Le banche

Nella prima parte del 2012 è peggiorata la qualità del credito delle principali banche in Italia e Spagna

Nel primo semestre del 2012 le principali banche spagnole e italiane hanno evidenziato un marcato peggioramento della qualità del credito e l'incidenza delle sofferenze sul totale dei crediti è cresciuta significativamente portandosi su livelli superiori, rispettivamente, al 6% e all'8%. Il dato relativo alle banche spagnole riflette, tuttavia, il contributo delle due maggiori banche del Paese, caratterizzate da significative attività in paesi non appartenenti all'Area euro e che risultano meno legate all'andamento del ciclo economico della Spagna. L'incremento del valore lordo delle sofferenze nei primi sei mesi del 2012 è stato pari al 38% per le principali banche spagnole e al 13% per quelle italiane. La quota di sofferenze lorde già svalutate in bilancio (cosiddetto tasso di copertura delle sofferenze) è superiore al 60% per le principali banche italiane, spagnole e francesi, a fronte di valori prossimi al 50% per le banche inglesi e al 40% per quelle tedesche. Il costo del credito (ossia le rettifiche su crediti effettuate nel periodo rispetto al totale dei crediti netti) risulta superiore al 2,5% per le banche spagnole, a fronte di valori pari o inferiori all'1% per le principali banche degli altri paesi europei.

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, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, Credit Industriel et Commercial, BBVA, Santander, Bankia (dal 2011), Caixa Bank, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland). Dati annualizzati e parzialmente stimati.

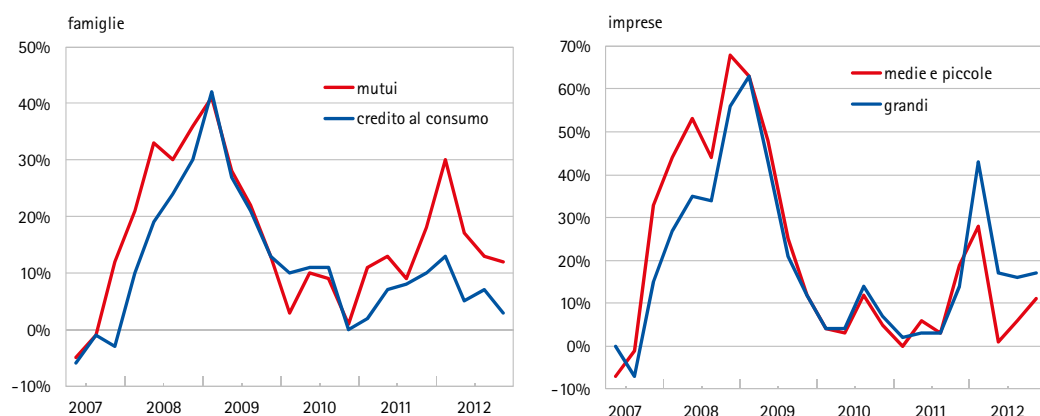
Risk dashboard

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

Nell'Area euro peggiorano gli standard di concessione del credito alle imprese, in particolare per quelle piccole e medie, mentre migliorano lievemente per le famiglie

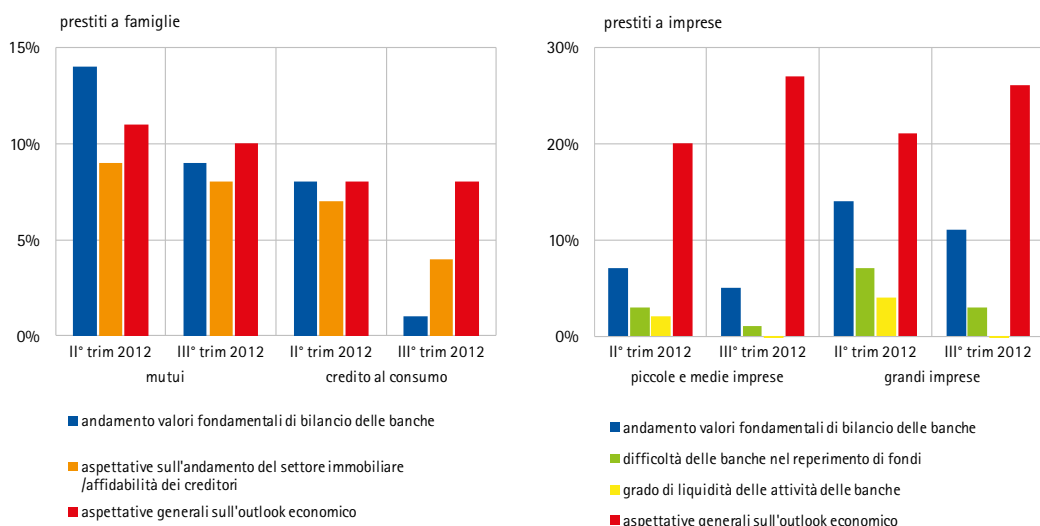
Gli ultimi dati del *Bank Lending Survey* della BCE evidenziano che nel secondo e terzo trimestre dell'anno gli istituti di credito hanno inasprito gli standard di concessione del credito alle imprese di piccole e medie dimensioni. L'indicatore di restrizione del credito bancario (dato dalla quota di banche che segnalano di aver ristretto i criteri di concessione di prestiti al netto di quelle che dichiarano un allentamento) per le imprese di piccole dimensioni è passato dall'1% nel primo trimestre all'11% nel terzo, mentre per le grandi imprese si è mantenuto pressoché stabile al 17%. L'indicatore di restrizione del credito è invece migliorato lievemente per i mutui alle famiglie e per il credito al consumo. Quanto ai profili che hanno inciso sulle variazioni degli standard di concessione del credito, nel terzo trimestre dell'anno le banche hanno ritenuto più rilevante la valutazione negativa dell'*outlook* economico, soprattutto per i prestiti alle imprese, mentre i fattori connessi a vincoli di bilancio e difficoltà di *funding* sono stato segnalati con minor frequenza.

**Figura 4.6 – 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.

**Figura 4.7 – 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.

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

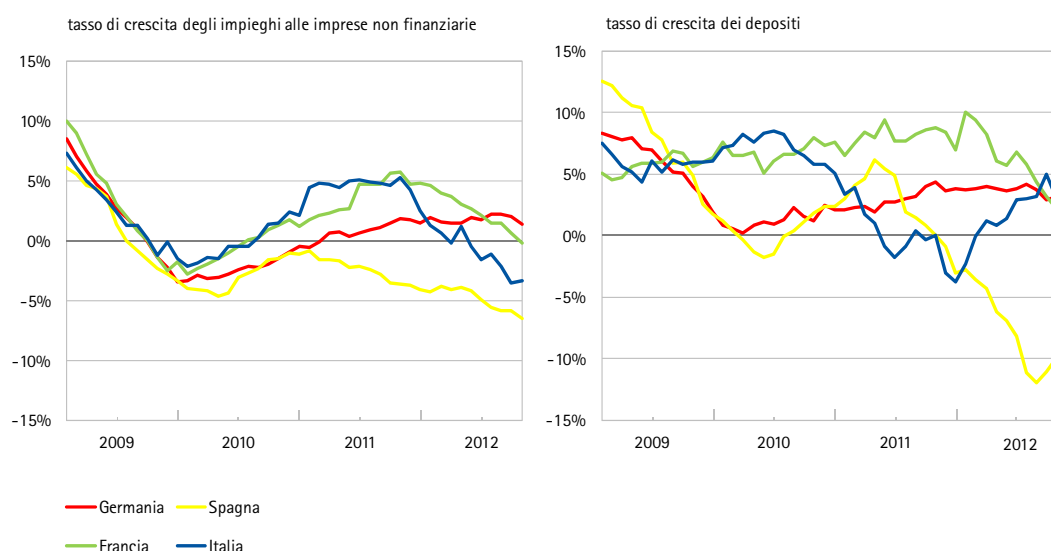
## 4. Le banche

Si amplifica la contrazione del credito alle imprese non finanziarie in Spagna e Italia

Nel corso del 2012 il tasso di crescita degli impieghi alle imprese non finanziarie è risultato negativo in Italia e Spagna; in Francia il dato si è mantenuto positivo ma in calo per tutto il 2012, mentre in Germania l'andamento dei crediti alle imprese ha mostrato un tasso di crescita stabile. I depositi della clientela hanno continuato a calare in Spagna; in Italia il tasso di crescita è tornato a essere positivo nei primi mesi dell'anno dopo una contrazione nella seconda parte del 2011. Con riguardo ai paesi core, il tasso di crescita è risultato stabilmente positivo per le banche tedesche, mentre ha esibito un progressivo rallentamento per gli istituti francesi. La dinamica degli impieghi e dei depositi bancari nei diversi paesi europei mette in luce, dunque, un ampliamento delle divergenze tra i paesi core e i paesi periferici, sia sotto il profilo del finanziamento dell'economia reale sia sotto quello della dinamica della raccolta.

#### Figura 4.8 – Tasso di crescita degli impieghi alle imprese non finanziarie e dei depositi bancari

(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili; gennaio 2009 – ottobre 2012)



Fonte: BCE.

Le banche italiane e spagnole mostrano esposizioni in derivati e strumenti finanziari molto contenute e ciò si riflette in differenze strutturali nel peso dell'attivo ponderato per il rischio rispetto alle banche di altri grandi paesi europei

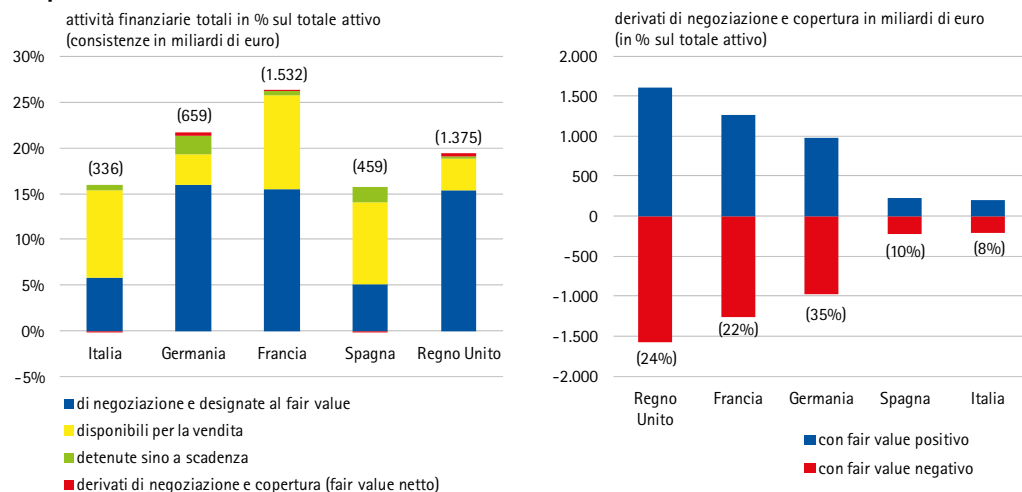
Al 30 giugno 2012, il peso sul totale dell'attivo delle attività finanziarie e del *fair value* netto dei derivati per le principali banche italiane e spagnole si attestava attorno al 15%, valore largamente inferiore rispetto agli istituti di credito degli altri maggiori paesi europei (20% circa per le banche tedesche, 22% per quelle francesi e 26% per quelle inglesi). Il *fair value* degli strumenti derivati con valore di mercato positivo rappresenta circa un quarto del totale attivo per gli istituti inglesi e francesi e il 35% per quelli tedeschi; per le banche spagnole e italiane tale valore risulta significativamente inferiore (pari, rispettivamente, al 10% e all'8%). Le differenze nella composizione dell'attivo e nel grado di incidenza di strumenti finanziari e derivati, che ricevono una minore ponderazione rispetto ai crediti ai fini dei requisiti patrimoniali, si riflettono nel livello delle attività ponderate per il rischio a fini prudenziali. Infatti le banche italiane e spagnole, che presentano una maggiore incidenza dei crediti al settore privato rispetto alle attività finanziarie, hanno un attivo ponderato pari al 45% circa dell'attivo non ponderato, mentre per gli istituti inglesi, francesi e tedeschi tale rapporto risulta pari, rispettivamente, al 34%, 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 metà 2012

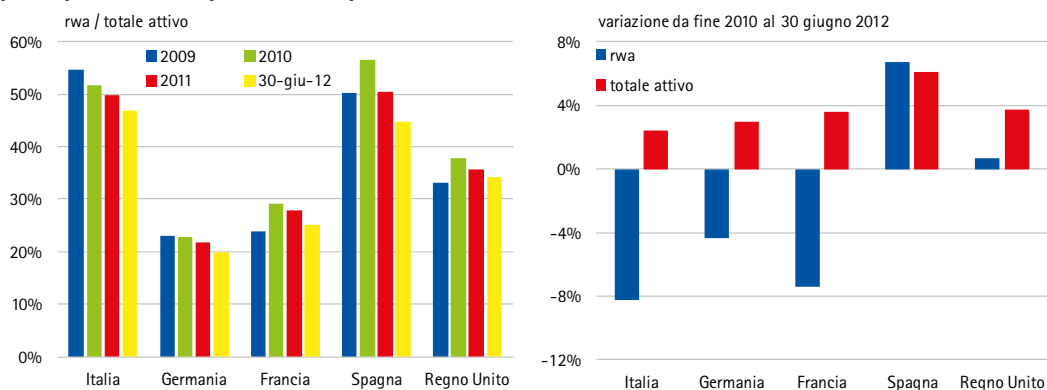


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, Credit Industriel et Commercial,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

L'aumento dei livelli di patrimonializzazione delle principali banche europee è avvenuto in larga misura tramite revisioni delle metodologie di ponderazione dell'attivo

Negli ultimi anni la quota delle attività ponderate rispetto a quelle non ponderate è risultata in flessione per tutte le principali banche europee: in particolare, rispetto al 2010 i maggiori istituti italiani, tedeschi e francesi hanno ridotto significativamente le attività ponderate per il rischio pur incrementando il totale attivo bancario non ponderato. Tale evoluzione è riconducibile all'esigenza di adeguarsi alle prescrizioni dell'EBA, relative alla necessità di portare il livello minimo del patrimonio di elevata qualità (cosiddetto *core tier 1*) al 9% entro il 30 giugno 2012. A tali indicazioni di *policy* le principali banche europee hanno risposto soprattutto attraverso riduzioni delle attività ponderate per il rischio tramite il passaggio a metodologie di calcolo più avanzate e la riduzione di alcune classi di attivo per le quali la regolamentazione prevede ponderazioni prudenziali più elevate; è stato invece contenuto il ricorso ad aumenti di capitale, estremamente difficili da realizzare in un contesto sfavorevole dei mercati azionari.

Figura 4.10 – Evoluzione delle attività ponderate e non ponderate per il rischio delle principali banche quotate europee



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

## Risk dashboard

## 1. Il quadro macroeconomico

## 2. I mercati

## 3. Le società non finanziarie

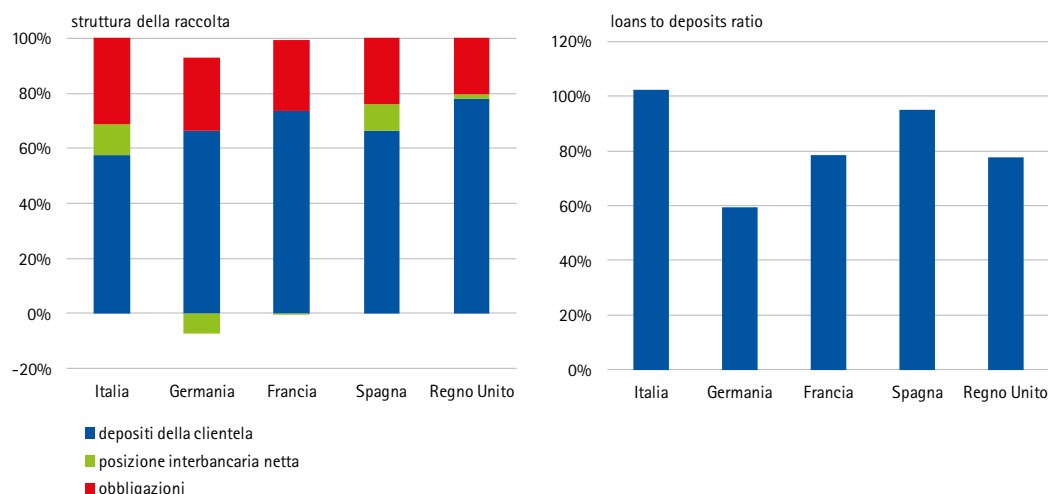
## 4. Le banche

Le banche italiane e spagnole mostrano un maggior peso della raccolta interbancaria e un più elevato *loan-to-deposit ratio*

Nel contesto europeo la struttura della raccolta dei principali gruppi bancari italiani si differenzia per il maggior peso della raccolta obbligazionaria (pari a circa il 30% a fronte di valori medi compresi tra il 20% e il 25% circa per le banche europee) e per il maggior ricorso alla raccolta interbancaria. Le banche italiane e spagnole, inoltre, registrano i valori più elevati per il *loan-to-deposit ratio* (rapporto tra i crediti verso clientela e la somma di depositi della clientela e obbligazioni emesse), seguite dagli istituti francesi, inglesi e tedeschi. Il potenziale squilibrio tra impieghi illiquidi e fonti di finanziamento stabili, sembrerebbe quindi essere maggiore per le banche italiane e spagnole (un *loan-to-deposit ratio* superiore al 100% indica che gli impieghi illiquidi eccedono la raccolta bancaria ritenuta maggiormente stabile, ossia quella realizzata tramite depositi e obbligazioni collocate presso *retail*). Tali differenze riflettono tuttavia anche la maggiore incidenza degli impieghi verso la clientela e la diversa composizione dell'attivo che caratterizza le banche italiane e spagnole rispetto alle maggiori banche degli altri principali paesi europei.

#### Figura 4.11 – Struttura della raccolta e *loan-to-deposit ratio* delle principali banche quotate europee

(dati a giugno 2012)



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, Credit Industriel et Commercial, BBVA, Santander, Bankia, Caixa Bank, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland). Il *loan-to-deposit ratio* è calcolato come rapporto tra i crediti verso clientela e la somma di depositi della clientela e delle obbligazioni.

Nella prima parte del 2012 si sono in parte attenuati i disinvestimenti dai paesi periferici da parte delle banche dei principali paesi europei

Nel primo semestre del 2012 si sono in parte interrotti i disinvestimenti delle banche dei principali paesi europei dai paesi periferici dell'Area euro. In tale periodo le banche dei principali paesi europei hanno incrementato le proprie esposizioni verso l'Italia con investimenti pari a circa 10 miliardi di euro nel settore pubblico e privato. Il dato è riferibile principalmente agli investimenti delle banche tedesche nel settore pubblico italiano, per oltre 16 miliardi di euro, a fronte di disinvestimenti delle banche francesi e inglesi per circa 6 miliardi complessivi. Quanto al settore privato italiano, le banche francesi hanno aumentato la propria esposizione per circa 16 miliardi di euro, mentre quelle tedesche e inglesi hanno disinvestito per circa 7 miliardi. È proseguita, inoltre, la riduzione dell'esposizione da parte di tutti gli istituti europei verso il debito sovrano di Grecia, Spagna e Irlanda (per un valore complessivo pari a 11 miliardi di euro circa), mentre sono aumentate le esposizioni verso il settore privato dell'Irlanda, per circa 60 miliardi di euro, e in minor misura della Grecia. Al 30 giugno 2012, inoltre, gli istituti francesi e tedeschi continuano a risultare i più esposti verso il debito sovrano dei paesi europei con maggiori squilibri di finanza pubblica, mentre quelli inglesi mantengono una significativa esposizione verso il settore privato irlandese. Le banche italiane continuano a registrare esposizioni contenute verso gli altri paesi periferici, prossime all'1% dell'attivo bancario.

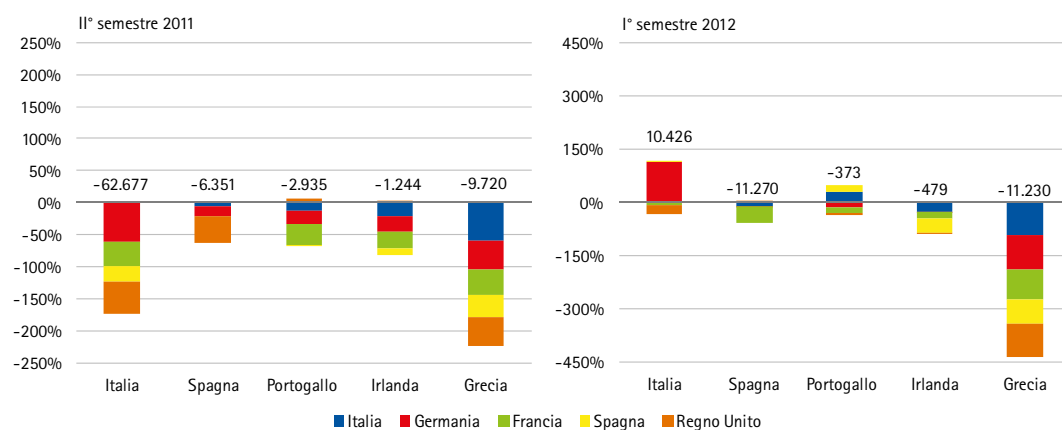
Risk dashboard

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

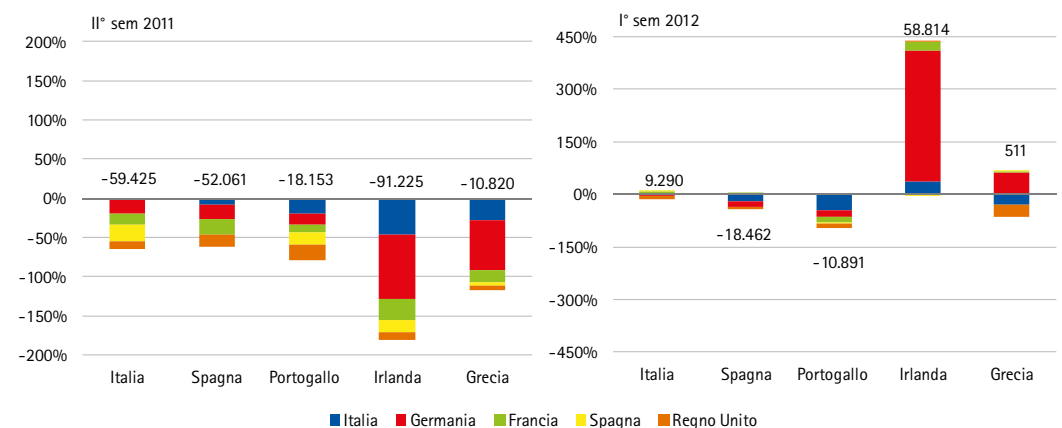
**Figura 4.12 – Investimenti delle banche dei principali paesi europei dai paesi periferici dell'Area euro nell'ultimo anno**

(1° semestre 2012; variazione percentuale sulle consistenze di inizio periodo; valori in milioni di euro escluse le esposizioni verso il paese d'origine)

SETTORE PUBBLICO



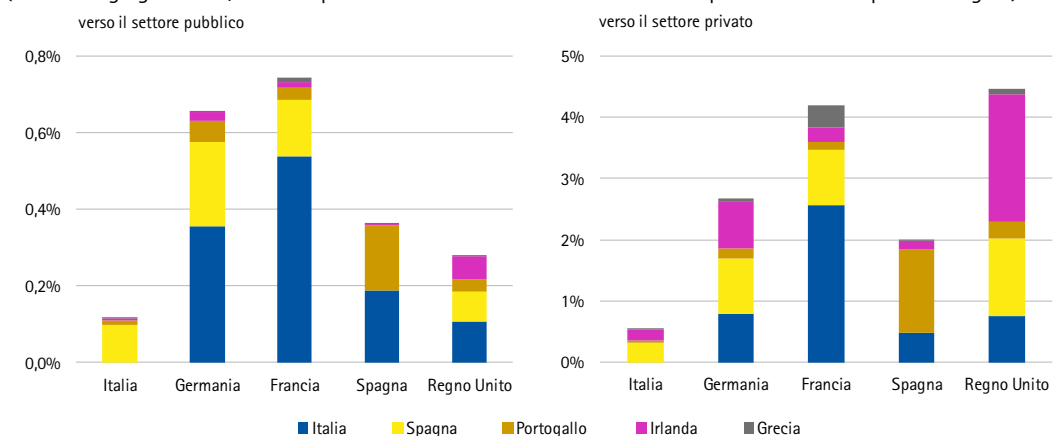
SETTORE PRIVATO



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

**Figura 4.13 – Esposizione delle banche dei principali paesi europei verso i paesi periferici dell'Area euro**

(dati al 30 giugno 2012, valori in percentuale del totale attivo escluse le esposizioni verso il paese d'origine)



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

## Risk dashboard

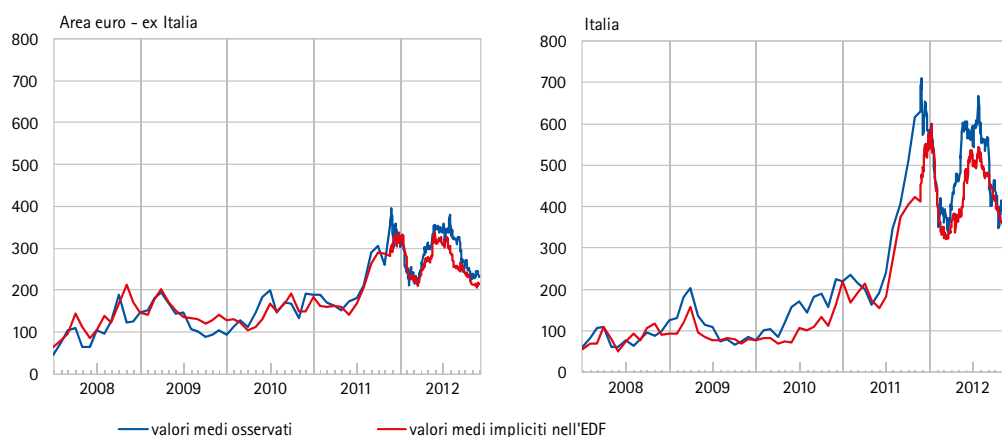
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati
3. Le società non finanziarie
4. Le banche

La percezione del rischio di credito delle principali banche europee si è ridotta in maniera significativa nella seconda parte del 2012 ...

Nella seconda metà del 2012 le quotazioni dei CDS a 5 anni sul debito dei principali istituti di credito dell'Area euro sono diminuite in media di quasi 200 punti base. Indicazioni analoghe emergono dalle quotazioni implicite nelle probabilità di insolvenza calcolate sulla base di modelli teorici basati su dati di bilancio e corsi azionari. Anche la percezione del rischio di credito delle banche italiane ha esibito una riduzione significativa, poiché le quotazioni dei CDS si sono ridotte di quasi 300 punti base nella seconda parte del 2012, pur rimanendo sensibilmente più elevate rispetto alla media delle principali banche europee.

#### Figura 4.14 – Quotazioni medie dei CDS a 5 anni effettive e implicite nella frequenza attesa di *default* (EDF) per le principali banche quotate

(valori in punti base; dati giornalieri; 1° gennaio 2008 - 30 novembre 2012)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Credit. Per l'Italia le banche considerate sono Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, mentre per l'Area euro le banche considerate sono Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank Berlin, Société Générale, Crédit Agricole, BNP Paribas, Natixis, Crédit Industriel et Commercial, BBVA, Santander, Caixa Bank, Banco Espanol de Credito, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland.

... ma non emergono segnali di ripresa sul mercato primario delle obbligazioni bancarie

Nel terzo trimestre del 2012 la raccolta obbligazionaria delle banche non ha mostrato significativi segnali di ripresa negli Stati Uniti. Anche in Europa il tasso di crescita delle emissioni è prossimo a zero; particolarmente rilevante è risultato il ricorso alle obbligazioni garantite (*covered bond*) nel primo e nel secondo trimestre dell'anno, mentre nel terzo trimestre la quota di emissioni *covered* è risultata in diminuzione anche per effetto di un allentamento delle tensioni sui mercati e del conseguente miglioramento dei costi di accesso alla raccolta obbligazionaria non collateralizzata. Sul mercato secondario, i rendimenti delle obbligazioni bancarie hanno mostrato un calo sia negli Stati Uniti sia in Europa. Per il mercato europeo la flessione è stata maggiore per i titoli con rating prossimo a quello speculativo (BBB), determinando, di conseguenza, un restringimento del relativo differenziale rispetto ai rendimenti delle obbligazioni con rating elevato (da AAA ad A) e rispetto ai rendimenti con pari rating delle obbligazioni USA. In Italia la raccolta obbligazionaria ha registrato una ripresa nel terzo trimestre, dopo il calo fisiologico per effetti di stagionalità del secondo trimestre, ma la raccolta dei primi tre trimestri si colloca su valori inferiori a quelli dello stesso periodo del 2011 (-40%). L'ammontare di obbligazioni che arriveranno a scadenza al termine del 2013 risulta significativo, pari a 158 miliardi circa, ossia il 14% circa dello stock delle obbligazioni in essere; il 24% è stato collocato presso investitori istituzionali.

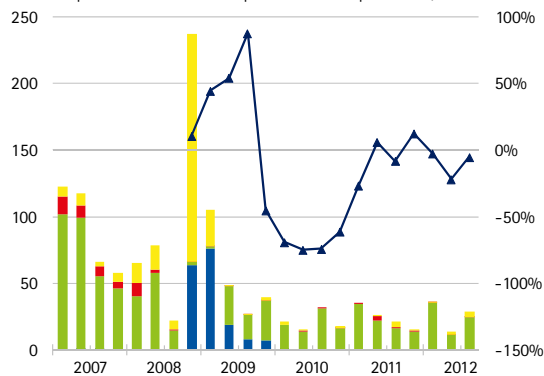
Risk dashboard

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

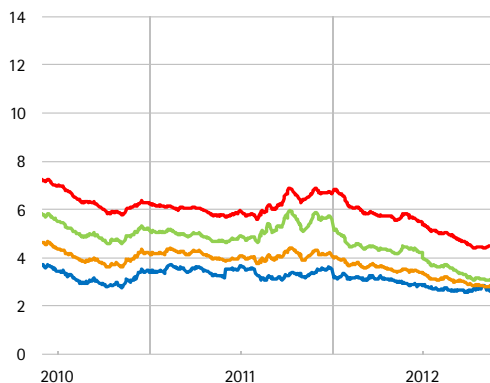
Figura 4.15 – Emissioni e rendimenti delle obbligazioni bancarie

USA

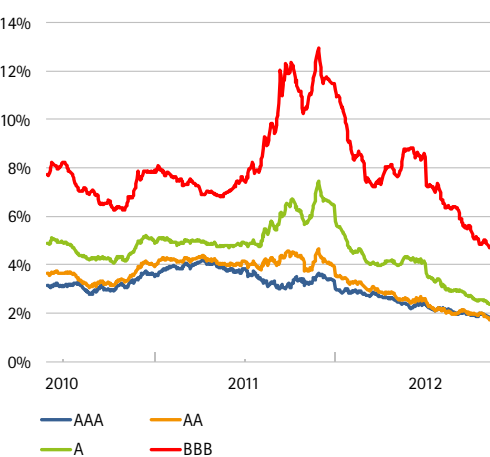
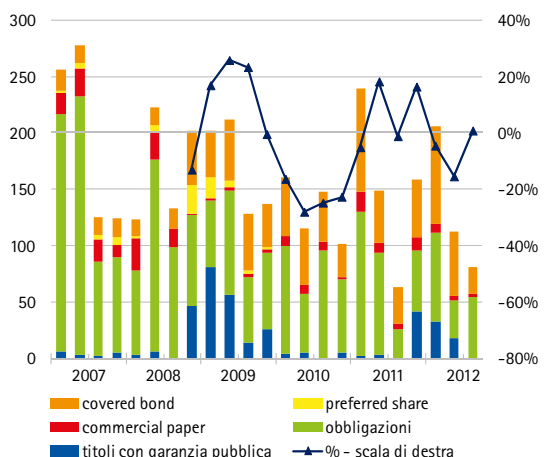
emissioni lorde presso investitori istituzionali (dati trimestrali in miliardi di euro; variazione % tra la somma dei quattro trimestri che terminano con quello di riferimento e i quattro trimestri precedenti)



rendimenti (valori percentuali; dati giornalieri; 01/06/2010 - 30/11/2012)



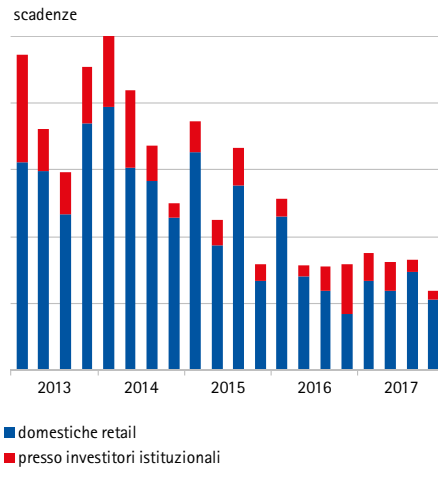
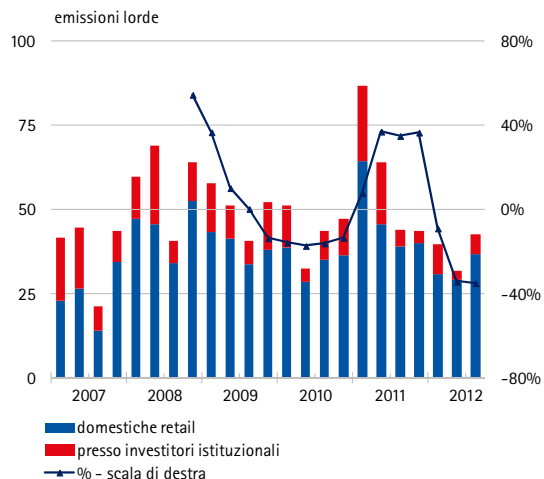
EUROPA



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 % tra la somma dei quattro trimestri che terminano con quello di riferimento e i quattro trimestri precedenti)



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse dal 2007.

Risk dashboard

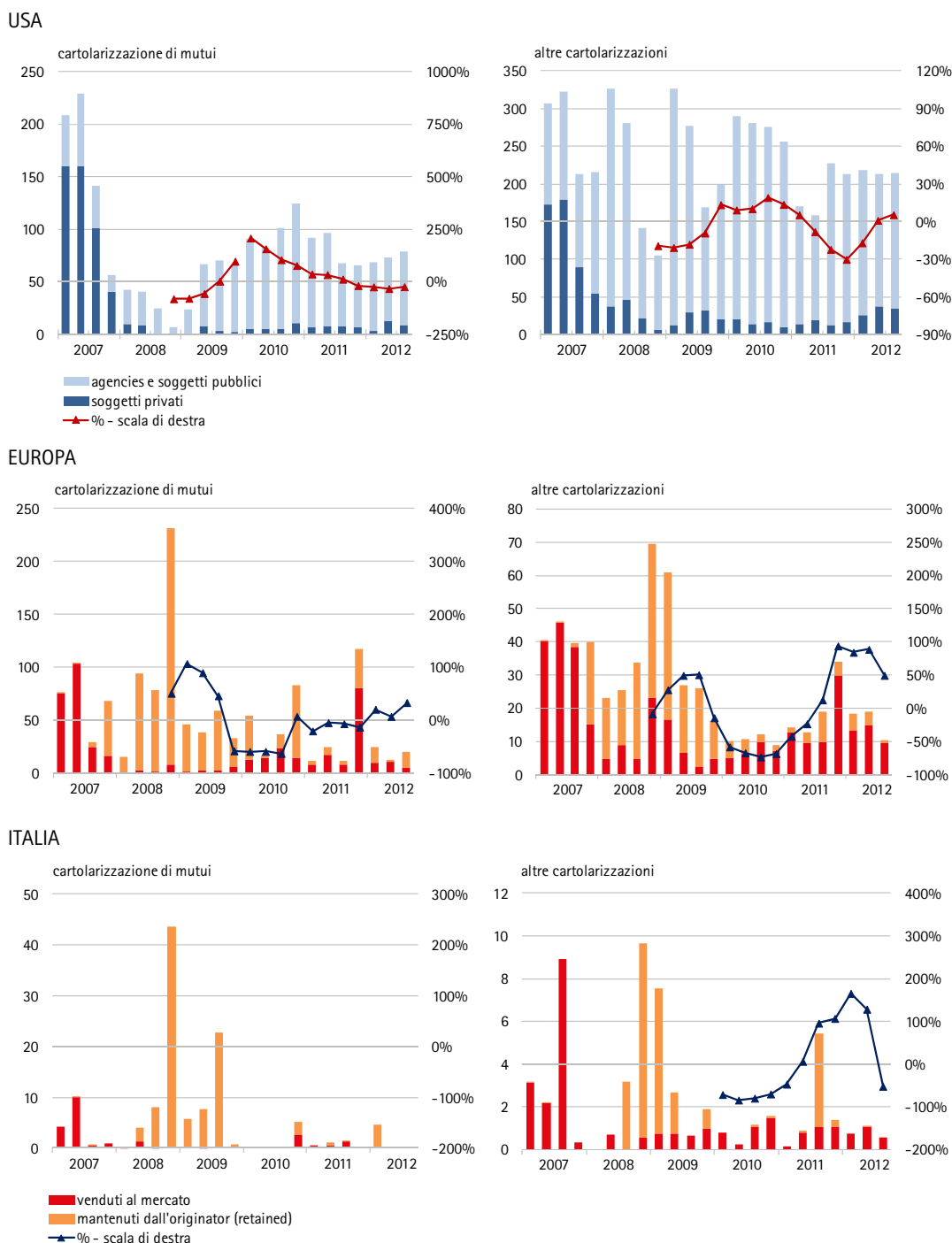
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati
3. Le società non finanziarie
4. Le banche

L'attività sul mercato delle cartolarizzazioni rimane stagnante

Anche le emissioni di cartolarizzazioni (sia collegate a mutui sia ad altre classi di attivi) non mostrano segni di ripresa negli Stati Uniti. In Europa, dopo il picco di emissioni registrato nel quarto trimestre del 2011, in parte legato ad effetti di stagionalità, le emissioni di cartolarizzazioni di mutui continuano a registrare un andamento altalenante e importi complessivamente molto contenuti. In Italia non si sono registrate nuove cartolarizzazioni collegate a mutui.

**Figura 4.17 – Emissioni di cartolarizzazioni**

(dati trimestrali in miliardi di euro; variazione % tra la somma dei quattro trimestri che terminano con quello di riferimento e i quattro trimestri precedenti)



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.