

Statistiche e analisi

Risk outlook

6

giugno 2013



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Statistiche e analisi

Risk outlook

6

giugno 2013



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

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

Il rapporto è basato sui dati disponibili a giugno 2013 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. Nel citare i contenuti del presente documento, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici.

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.

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

Nei primi sei mesi del 2013 i mercati finanziari delle principali economie avanzate esterne all'Area euro sono stati caratterizzati da un andamento positivo che ha riflesso soprattutto gli effetti delle politiche monetarie fortemente espansive di FED, Banca del Giappone e Banca d'Inghilterra, basate quasi esclusivamente su operazioni di mercato aperto. Nell'Eurozona, invece, i mercati hanno avuto un andamento altalenante, che ha scontato la debolezza della fase ciclica. Le previsioni per il 2013 indicano, infatti, una riduzione del prodotto di circa mezzo punto percentuale (contro una crescita superiore all'1% negli USA e in Giappone e di circa lo 0,5% nel Regno Unito). Dopo l'annuncio del programma OMT nella seconda metà del 2012, che ha avuto un ruolo determinante per scongiurare il rischio di collasso della moneta unica, il bilancio della BCE non ha subito variazioni di rilievo. Pur essendo accomodante per i maggiori paesi dell'Area euro (come emerge dai livelli negativi dei tassi d'interesse reali registrati a partire dal 2010), la *stance* di politica monetaria della BCE risulterebbe meno espansiva per i paesi caratterizzati da *output gap* stimati più elevati. La forte contrazione del credito al settore privato nei principali paesi periferici evidenzia, inoltre, le difficoltà di trasmissione degli stimoli di politica monetaria. Le incerte prospettive di ripresa, peraltro disomogenee tra paesi periferici e paesi *core*, mettono a rischio le iniziative di risanamento dei conti pubblici intraprese finora e rendono arduo il rispetto del *Fiscal Compact* che impone la riduzione del debito al ritmo del 5% all'anno fino al 60% del PIL. Secondo nostre simulazioni l'Italia, a fronte di un avanzo primario mediamente pari al 2% circa nel decennio scorso, dovrebbe conseguire in media avanzzi primari attorno al 4,6% del PIL, in uno scenario base caratterizzato da una crescita annua pari allo 0,7% e da un tasso di interesse reale pari al 2,8%, ovvero al 6% circa del PIL in uno scenario negativo con tasso di interesse superiore di 100 punti base. Nei paesi periferici le banche continuano a mostrare una significativa flessione della redditività e un aumento delle sofferenze più accentuato di quello registrato nei paesi *core*. In un contesto di bassi tassi di interesse e di incertezza sullo scenario macroeconomico, vi è il rischio di un ulteriore calo della redditività; l'esigenza di proseguire nel rafforzamento patrimoniale già intrapreso potrebbe inoltre amplificare la tendenza al *deleveraging* già in atto. Nel 2012, inoltre, è aumentata l'esposizione al rischio sovrano dei settori bancari dei paesi più colpiti dalla crisi, fenomeno che emerge peraltro anche a livello aggregato (la quota del debito pubblico domestico riconducibile alle banche dell'Area euro è pari al 23%, a fronte dell'8% nel Regno Unito e del 2% degli USA). La contrazione degli impieghi bancari verso le imprese *corporate* delle economie periferiche accentua le situazioni di vulnerabilità finanziaria delle maggiori società quotate italiane e spagnole. I fattori di debolezza, anche in termini di calo della redditività, sono più marcati nei settori ciclici, che pesano in maniera significativa nelle maggiori economie europee. Nonostante le fragilità che caratterizzano sia il settore finanziario sia quello *corporate*, soprattutto nell'Area euro, e le incerte prospettive sulla dinamica del ciclo in tutti i principali paesi avanzati, la riduzione dei tassi collegata alle politiche monetarie espansive ha determinato una tendenza alla ricerca di rendimenti elevati e una riduzione degli *spread* obbligazionari e dei premi al rischio. Questa tendenza potrebbe portare a un disallineamento dei prezzi delle attività finanziarie rispetto ai valori fondamentali ovvero determinare repentine inversioni con possibili effetti negativi sull'ordinato funzionamento dei mercati.

Risk dashboard

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

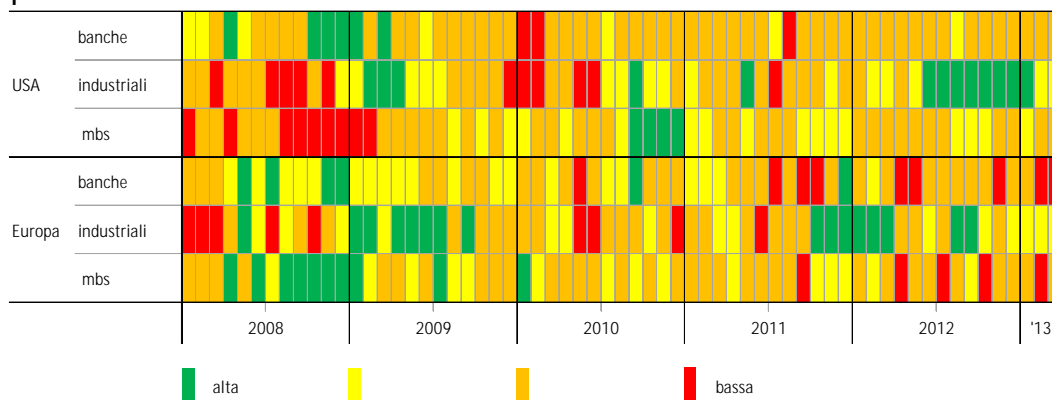
Risk dashboard

Indicatore di rischio sovrano



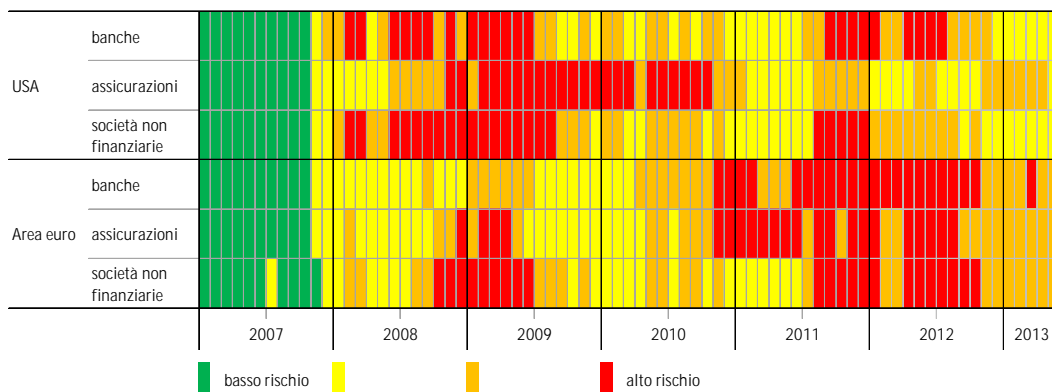
Il livello di rischio è calcolato sulla base della distribuzione storica dei rendimenti dei titoli di Stato. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

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



L'indicatore di assorbimento è calcolato confrontando i collocamenti presso investitori istituzionali 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

Nei primi mesi del 2013 sono diminuiti in maniera significativa i rendimenti dei titoli di Stato delle principali economie avanzate e dei paesi periferici dell'Area euro.

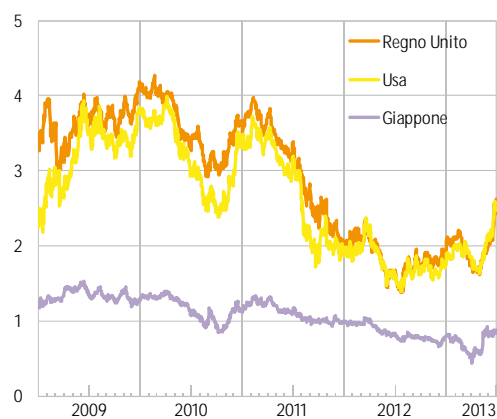
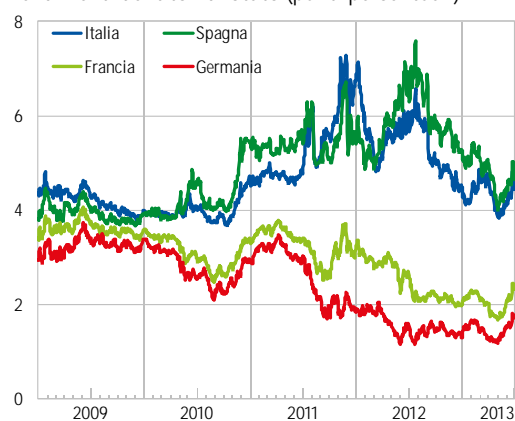
A partire da maggio, tuttavia, la dinamica dei rendimenti ha registrato un'inversione di tendenza

Nei primi mesi del 2013 i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi, giapponesi e inglesi sono diminuiti in maniera significativa, per effetto delle politiche monetarie fortemente espansive delle rispettive Banche centrali. Analogo andamento hanno registrato i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi periferici dell'Area euro (Spagna e Italia) che, dopo le tensioni transitorie innescate dalla crisi di Cipro, si sono portati su valori prossimi a quelli rilevati nella prima metà del 2010, in un contesto di progressiva riduzione dei fenomeni di contagio e della volatilità storica sul mercato dei *sovereign bond*. La riduzione della percezione del rischio sovrano dei paesi più esposti alla crisi del debito, riconducibile essenzialmente all'annuncio del programma OMT da parte della Bce nella seconda metà del 2012, trova conferma anche nella dinamica delle quotazioni dei *credit default swap* (CDS) di Spagna e Italia, che sono rimaste sostanzialmente stabili su livelli simili a quelli rilevati nella prima metà del 2011. A partire da maggio, tuttavia, il miglioramento delle prospettive macroeconomiche negli Stati Uniti, le aspettative (poi confermate) di un rallentamento del programma di *quantitative easing* della Fed e le incertezze del quadro congiunturale nell'Area euro hanno determinato un'inversione di tendenza nella dinamica dei tassi dei titoli di Stato delle principali economie avanzate.

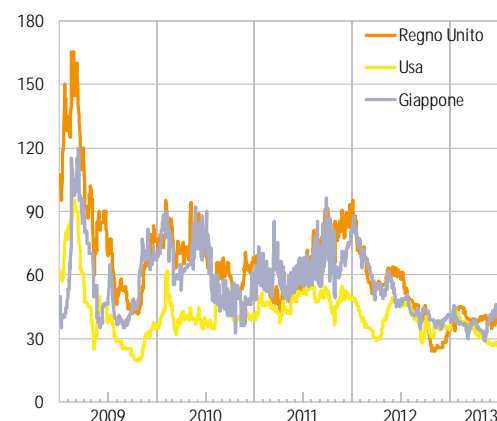
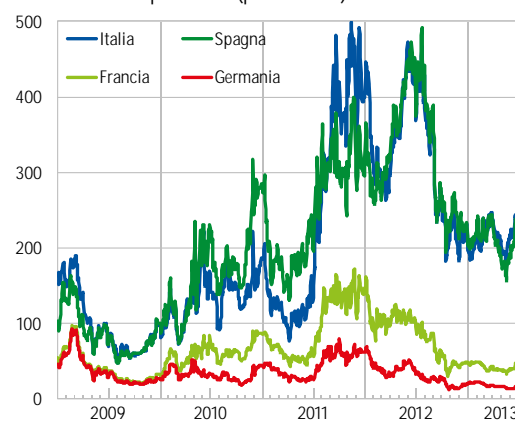
Figura 1.1 – Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni e CDS sul debito pubblico dei principali paesi avanzati

(dati giornalieri; 01/01/2009 - 30/06/2013)

Rendimenti dei titoli di Stato (punti percentuali)



CDS sul debito pubblico (punti base)



Fonte: Thomson Reuters.

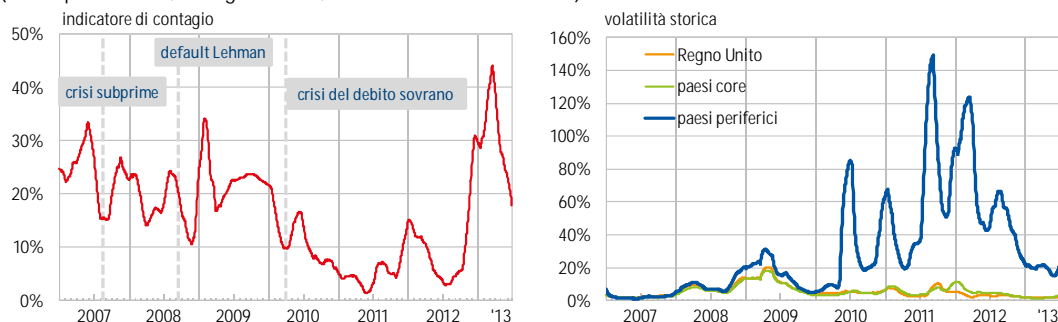
Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

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

Figura 1.2 – Indicatore di contagio e volatilità storica degli *spread* dei titoli di Stato a 10 anni per alcuni paesi europei

(valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2007 - 30/06/2013)

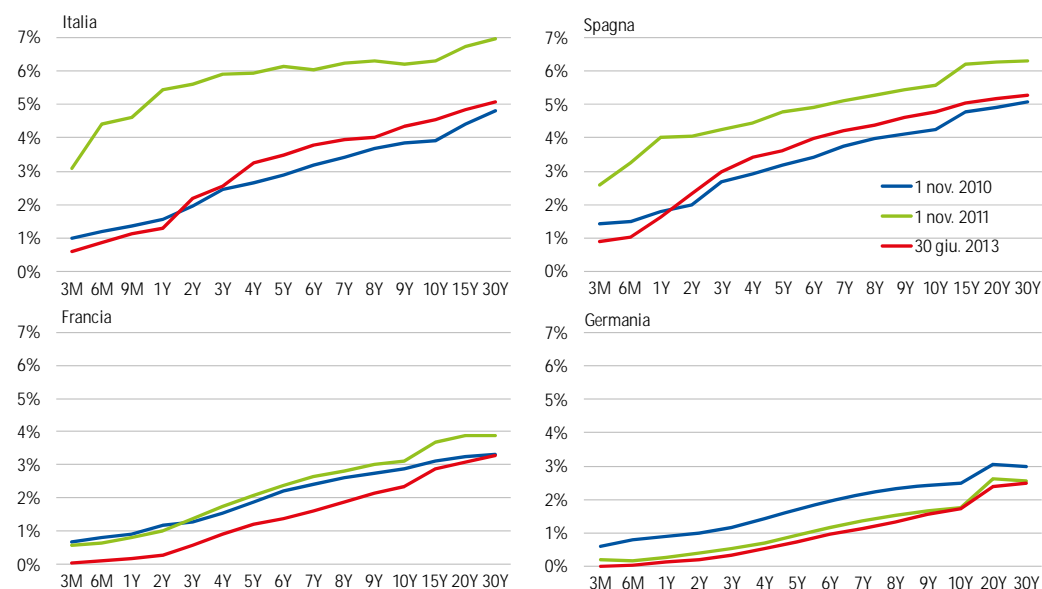


Per la metodologia di costruzione dell'indicatore di contagio si veda M. Gentile e L. Giordano, "Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis: an empirical analysis on Euro area bond and equity markets", Quaderni di Finanza Consob n. 72. Il campione di paesi include Regno Unito, Germania, Francia, Italia, Spagna, Grecia, Portogallo, Irlanda, Austria, Olanda e Finlandia. 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 bi-variata di Johansen (1988) con una finestra *rolling* di 1.000 giorni (media mobile dell'indicatore su 2 mesi). La figura di destra riporta il valore medio della volatilità storica (annualizzata) degli *spread* dei titoli di Stato inclusi nel campione rispetto al Treasury statunitense (esclusa la Grecia); tale volatilità è stata stimata applicando un modello multivariato Garch (media mobile su 2 mesi). Il gruppo dei paesi *core* include Germania, Francia, Austria, Olanda e Finlandia, mentre il gruppo dei paesi periferici include Italia, Spagna, Portogallo e Irlanda. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Le curve dei tassi nei paesi periferici dell'Area euro riflettono l'allentamento della percezione del rischio sovrano, ma resta ampio il differenziale rispetto alla curva tedesca

L'allentamento della percezione del rischio sovrano dei paesi periferici è segnalato dalla progressiva traslazione verso il basso delle curve dei tassi d'interesse sui titoli di Stato rispetto a uno dei momenti di massima intensità della crisi (novembre 2011). Per Italia e Spagna la riduzione dei rendimenti è risultata più marcata sulla parte a breve termine della curva; a fine giugno 2013, inoltre, i rendimenti sui titoli di Stato italiani risultano inferiori ai rendimenti sugli omologhi spagnoli su tutte le scadenze, per valori oscillanti tra i 10 e gli 80 punti base. Anche la Francia, che a novembre 2011 aveva sperimentato un lieve rialzo del premio al rischio richiesto sui titoli governativi a più lunga scadenza, ha visto successivamente appiattirsi la propria curva dei tassi beneficiando del cosiddetto fenomeno del *flight to quality*. La preferenza degli investitori per i titoli dei paesi *core* continua peraltro a riflettersi sul differenziale di rendimento tra i titoli dei paesi periferici e il Bund; per l'Italia, in particolare, sulle scadenze superiori ai 5 anni, lo *spread* a fine giugno è pari a circa 270 punti base.

Figura 1.3 – Curva dei tassi d'interesse sui titoli di Stato in alcuni paesi avanzati



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Risk dashboard

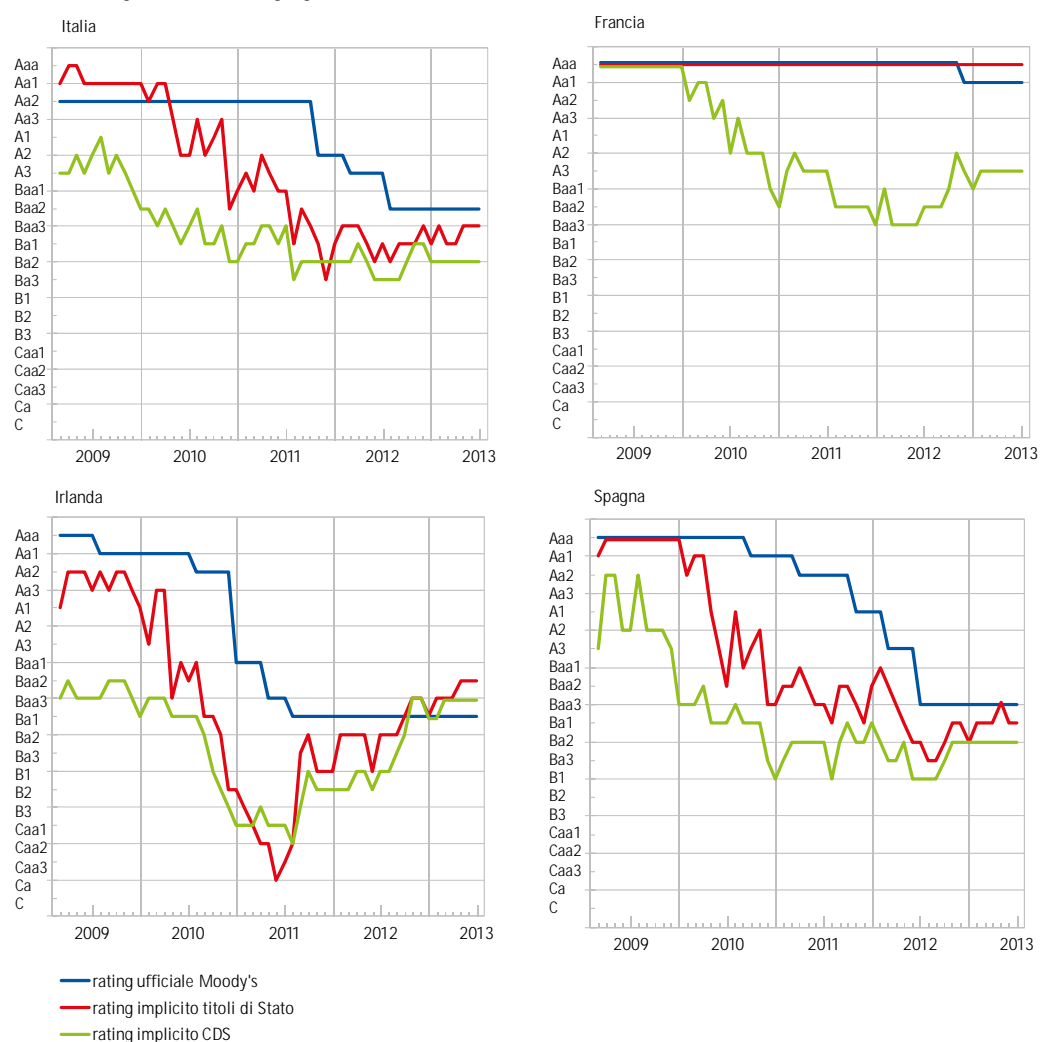
1. Il quadro macroeconomico

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

Per Italia e Spagna il rating implicito negli *spread* e nei CDS rimane inferiore a quello ufficiale rilasciato dall'agenzia Moody's

Il rating ufficiale assegnato da Moody's all'Italia ha continuato a essere superiore al rating implicito nei rendimenti dei titoli di Stato e nelle quotazioni dei CDS sul debito sovrano domestico anche nella prima metà del 2013, sebbene in misura più contenuta di quella rilevata nei primi sei mesi dell'anno precedente. La Spagna ha, invece, sperimentato un restringimento del divario tra la percezione del rischio sovrano implicita nei prezzi dei titoli di Stato e il rating ufficiale. A fronte di una valutazione di credito stabile da parte dell'agenzia Moody's, continua a migliorare il rating implicito sul debito sovrano dell'Irlanda. La valutazione del rischio sovrano irlandese risulta più favorevole rispetto a quella espressa dal mercato per il debito sovrano italiano e spagnolo.

Figura 1.4 – Rating impliciti nei CDS e nei titoli di Stato di alcuni paesi dell'Area euro (dati mensili; gennaio 2009 - giugno 2013)



Fonte: elaborazioni su dati Moody's.

La quota di debito sovrano detenuta da non residenti è diminuita in modo significativo nei paesi più esposti alla crisi del debito sovrano

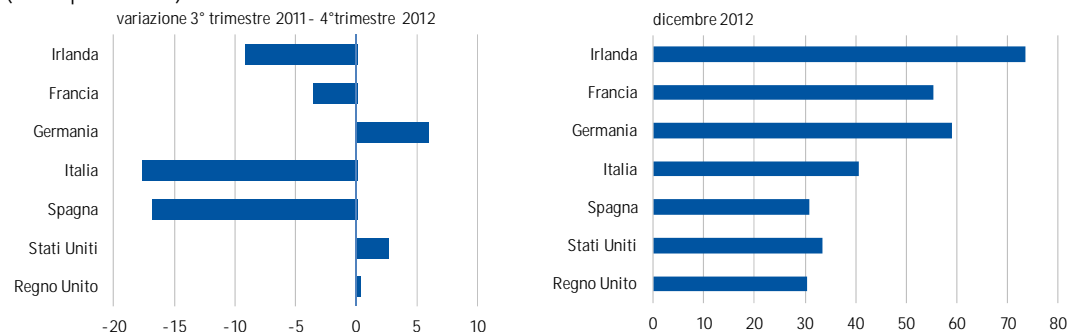
Nel periodo settembre 2011-dicembre 2012, in seguito all'inasprirsi della crisi del debito sovrano, la quota del debito pubblico detenuta da investitori non residenti si è ridotta del 18% circa per Italia e Spagna, del 10% per l'Irlanda e di poco meno del 4% per la Francia. La Germania, che ha beneficiato dell'effetto *flight to quality*, ha visto crescere di 7 punti percentuali la quota di debito posseduta da soggetti esteri. Anche gli Stati Uniti hanno tratto vantaggio dall'effetto *flight to quality*, seppure in misura più contenuta (+3% circa). A fine 2012 la quota di debito pubblico detenuta da investitori esteri era pari al 30% circa per Spagna e Stati Uniti, al 40% per l'Italia, al 55% per la Francia, al 59% per la Germania e a oltre il 70% per l'Irlanda.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

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

Figura 1.5 – Quota del debito sovrano detenuta da non residenti (valori percentuali)

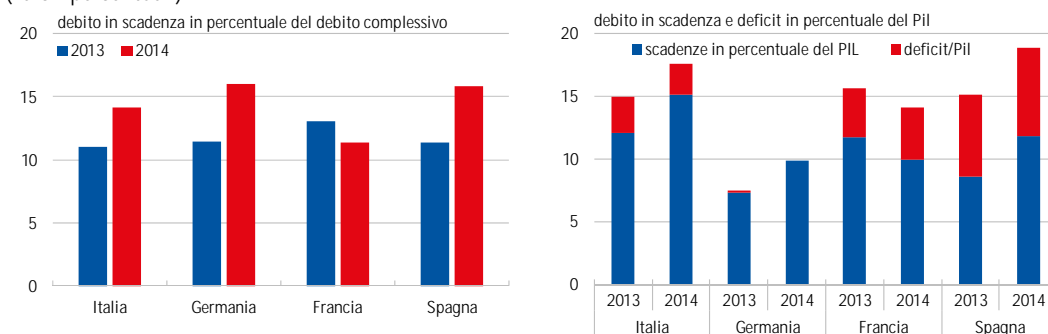


Fonte: elaborazioni sulla base dati di Bruegel sui titoli sovrani sviluppata in Merler e Pisani-Ferry (2012; www.bruegel.org).

La necessità di rifinanziare quote elevate del debito pubblico entro il 2014 rimane un fattore di rischio per alcuni grandi paesi dell'Area euro

La necessità di rifinanziare entro il 2014 quote elevate di debito pubblico rappresenta un importante fattore di vulnerabilità per molti paesi dell'Area euro. La quota di debito complessivo in scadenza si colloca nel secondo semestre del 2013 intorno all'11% per Italia, Germania e Spagna (nel 2014 il dato oscilla tra il 14% e poco più del 15%) e al 13% per la Francia (11% nel 2014). Nel secondo semestre del 2013 e nel 2014 l'Italia dovrà rifinanziare un ammontare di debito in scadenza pari, rispettivamente, al 12% e al 15% del PIL e dovrà trovare copertura per il deficit previsto negli stessi anni, pari rispettivamente al 2,9% e al 2,5% del PIL. La Spagna, per la quale il debito in scadenza fino al 2014 supera complessivamente il 20% del PIL, il rapporto deficit/PIL è più consistente (6,5% e 7% nel 2013 e nel 2014), mentre nello stesso periodo per la Francia le esigenze di rifinanziamento del debito esistente e di finanziamento del nuovo debito sono pari in media al 15% del PIL.

Figura 1.6 – Rifinanziamento del debito pubblico (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Eikon e Commissione europea.

Le dinamiche dei conti pubblici di Regno Unito, Stati Uniti e Giappone continuano a essere instabili

Le dinamiche dei conti pubblici della maggiori economie avanzate non appartenenti all'Area euro continuano a essere instabili. Secondo la Commissione europea, nel corso del 2013, il Regno Unito dovrebbe vedere peggiorare sia il rapporto deficit/PIL, atteso in crescita fino al 7,4% (dal 6,3% circa nel 2012) per effetto di un aumento del deficit primario (dal 3,3% nel 2012 al 4,3% del PIL nel 2013), sia il rapporto debito/PIL, previsto in aumento fino a oltre il 95%, più del doppio del livello precedente alla crisi quando si attestava a circa il 44% (dato del 2007). Per gli Usa il maggior fattore di instabilità è legato alle incertezze derivanti dalla gestione del cosiddetto "fiscal cliff" sulla base delle decisioni del Congresso vigenti dal 1° marzo scorso. Il Congressional Budget Office stima che nei prossimi 5 anni il deficit pubblico diminuirà, portandosi sotto il 3% del PIL, grazie soprattutto alla crescita economica; dopo il 2018, tuttavia, gli squilibri nei conti pubblici dovrebbero tornare ad accentuarsi, secondo una dinamica crescente destinata a durare nel lungo termine. L'aumento delle imposte, reso permanente con l'accordo sul "fiscal cliff", non sarebbe sufficiente a contrastare, infatti, gli effetti della crescita della spesa, in particolare di quella sanitaria. Anche le finanze pubbliche giapponesi sono estremamente vulnerabili: il rapporto tra debito e PIL nel 2012 è risultato pari al 237,5% ed è atteso

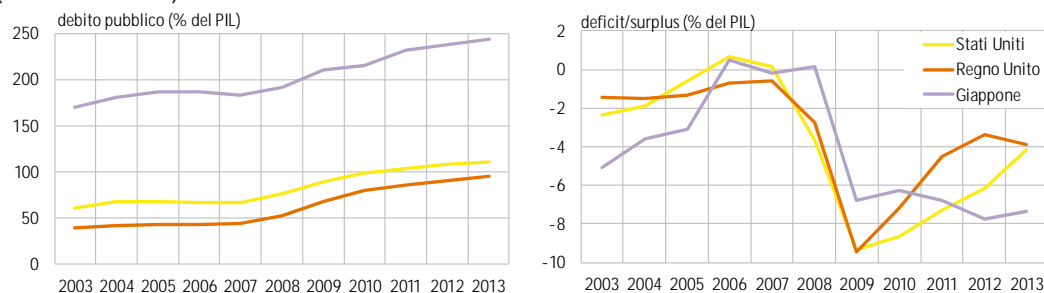
Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

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

in crescita nel prossimo biennio (246,2% nel 2013 e 247,7% nel 2014); allo stesso tempo il deficit di bilancio in rapporto al PIL è previsto sostanzialmente stabile rispetto al valore registrato nel 2012, pari al 9,1%. In assenza di interventi correttivi tale situazione è destinata a peggiorare, a fronte di una dinamica sfavorevole sia delle entrate, in riduzione per effetto della crescita debole, sia della spesa pensionistica e sanitaria, che riflette l'invecchiamento della popolazione. Un ulteriore ampliamento del deficit di bilancio potrebbe derivare dal piano di incremento degli investimenti pubblici a favore della crescita varato dal primo ministro Abe negli scorsi mesi.

Figura 1.7 – Deficit e debito pubblico in Giappone, Regno Unito e Stati Uniti (valori in % del PIL)

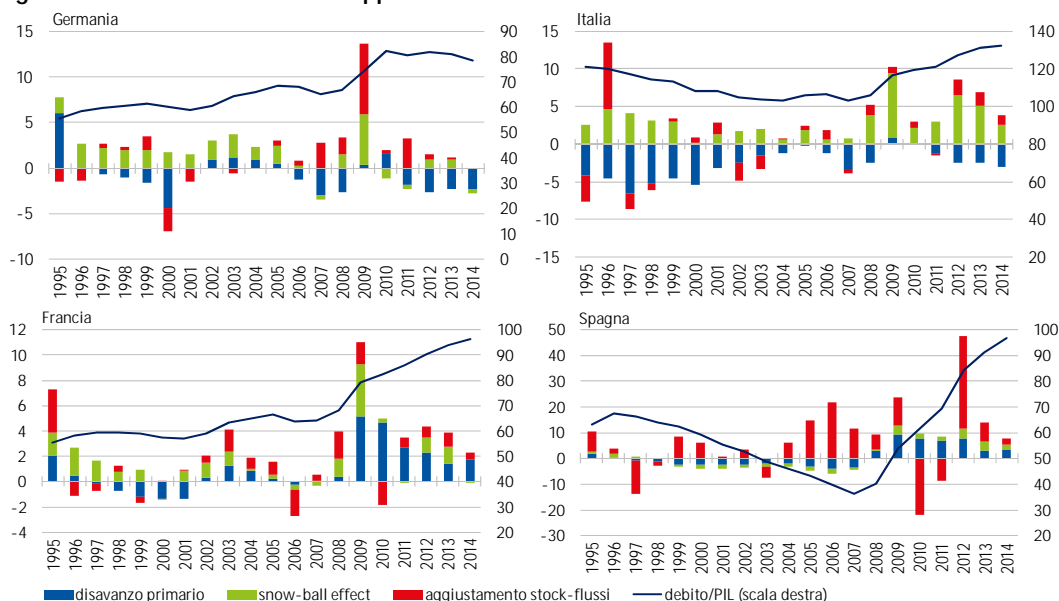


Fonte: Commissione europea.

L'evoluzione del rapporto debito/PIL e delle relative determinanti mostra significative eterogeneità tra i principali paesi dell'Area euro. Per l'Italia il divario tra tassi di interesse e crescita rimane un fattore di debolezza cruciale

L'evoluzione del rapporto debito/PIL e le relative determinanti continuano a mostrare significative eterogeneità tra i principali paesi dell'Area euro. Secondo le previsioni per il 2013, infatti, tale rapporto dovrebbe ridursi solo per la Germania, grazie al contributo degli avanzi primari e dei bassi tassi di interesse. Per l'Italia, viceversa, pur a fronte dei persistenti avanzi primari, registrati dagli inizi degli anni novanta, la dinamica del debito è stata storicamente penalizzata dal divario tra elevati tassi di interesse e tassi di crescita bassi o negativi. Le finanze pubbliche di Francia e Spagna, infine, hanno mostrato un significativo peggioramento a partire dal 2008, a causa sia dei disavanzi primari sia degli aggiustamenti consistenze/flussi (corrispondenti alla differenza tra variazione del debito e variazione dell'avanzo/disavanzo pubblico determinata da voci straordinarie quali, ad esempio, la ricapitalizzazione del sistema bancario sostenuta dal governo spagnolo nel 2012).

Figura 1.8 – Determinanti del rapporto debito/PIL



Fonte: Commissione europea. I dati riportano le determinanti del rapporto debito/PIL (asse secondario); lo *snow-ball effect* indica la variazione di debito determinato dalla differenza tra tasso di interesse e tasso di crescita del PIL; l'aggiustamento stock-flussi corrisponde alla differenza tra variazione del debito e variazione dell'avanzo/disavanzo pubblico determinata da voci straordinarie.

Risk dashboard

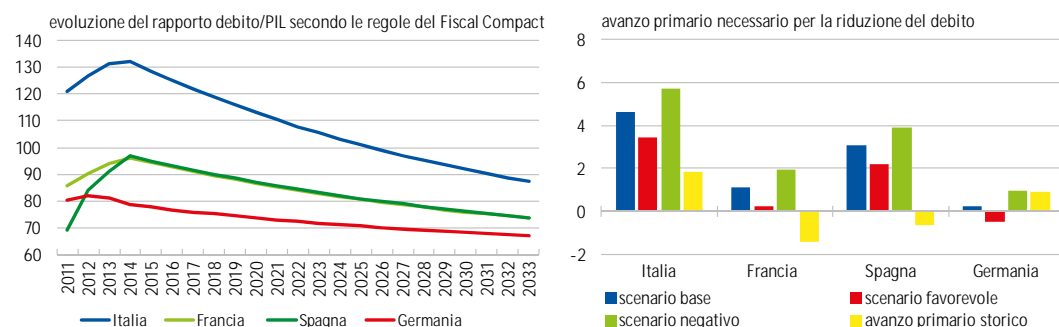
1. Il quadro macroeconomico

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

Le regole di bilancio introdotte dal *Fiscal Compact* richiedono ulteriori significativi aggiustamenti dei conti pubblici dei principali paesi dell'Area euro, anche in uno scenario positivo di crescita e stabilità dei tassi di interesse

Le nuove regole contenute nel Trattato sulla stabilità, coordinamento e *governance* nell'Unione economica e monetaria (cosiddetto *Fiscal Compact*) sanciscono l'obbligo di riduzione del debito al ritmo del 5% all'anno fino a raggiungere un rapporto sul PIL pari al 60%. Tale obbligo potrebbe richiedere ulteriori significativi aggiustamenti dei conti pubblici dei principali paesi dell'Area euro. Secondo nostre simulazioni l'Italia dovrebbe conseguire avanzi primari mediamente pari al 4,6% del PIL in uno scenario base caratterizzato da una crescita annua pari allo 0,7% e da un tasso di interesse reale pari al 2,8% (secondo quanto previsto dalla Commissione europea per il 2014), ovvero al 6% circa del PIL in uno scenario negativo con tasso di interesse superiore di 100 punti base; il dato si attesterebbe al 3,4% in uno scenario positivo con una crescita annua pari all'1,7%. A fronte di un avanzo primario che nel decennio scorso si è attestato mediamente attorno al 2% circa, la correzione del surplus necessaria per adempiere al *Fiscal Compact* oscillerebbe, dunque, tra l'1,5% e il 4% del PIL. Anche Spagna e Francia, il cui deficit primario è stato pari in media, rispettivamente, allo 0,8% e all'1,4% del PIL, dovrebbero garantire una correzione dell'avanzo primario molto significativa (rispettivamente compresa tra il 3% e il 5% circa e tra l'1,7% e il 3,4%). Per la Germania, infine, il cui avanzo primario negli ultimi dieci anni è stato in media leggermente inferiore all'1%, sarebbe possibile adempiere al *Fiscal Compact* con un deficit primario pari allo 0,5% in uno scenario favorevole, e un avanzo primario tra lo 0,3% e l'1% del PIL negli altri due casi.

Figura 1.9 – Avanzo primario necessario a rispettare l'evoluzione del rapporto debito/PIL richiesta dal *Fiscal Compact* per alcuni paesi dell'Area euro
(valori in % del PIL)



Lo scenario di base considera i tassi di interesse e i tassi di crescita reale del PIL previsti per il 2014 dalla Commissione europea (ossia, tassi di crescita del PIL pari a 0,7% per l'Italia, 1,8% per la Germania, 1,1% per la Francia e 0,9% per la Spagna); e tassi di interesse reali uguali a 2,8% per l'Italia, 1,3% per la Germania, 1,0% per la Francia e 3,1% per la Spagna). Lo scenario favorevole utilizza i tassi di interesse previsti per il 2014 e i tassi di crescita reale del PIL previsti per il 2014 maggiorati di un punto percentuale. Lo scenario negativo considera i tassi di interesse previsti per il 2014 aumentati di 100 punti base e i tassi di crescita reale del PIL previsti per il 2014. In tutti e tre gli scenari si considera il tasso di inflazione previsto per il 2014. I dati utilizzati sono di fonte Commissione europea. L'avanzo primario storico corrisponde alla media degli avanzi primari corretti per il ciclo tra il 1999 (anno di introduzione dell'euro) e il 2012.

Dal confronto tra diversi periodi di crisi emerge che per l'Area euro la contrazione dell'attività economica nel periodo successivo al fallimento Lehman Brothers è stata più significativa di quella registrata sinora per effetto della crisi del debito sovrano; quest'ultima tuttavia evidenzia tassi di disoccupazione più elevati

La contrazione dell'attività economica sperimentata dai principali paesi dell'Area euro durante la crisi del Sistema monetario europeo (Sme, 1993-1994) e quella *subprime* (o Lehman Brothers) è stata più significativa di quella registrata sinora per effetto della crisi sul debito sovrano. Nei tre periodi considerati la riduzione del PIL italiano e spagnolo è stata determinata dalla flessione degli investimenti e dei consumi, non compensata dal contributo, quasi sempre positivo, delle esportazioni nette; queste ultime, invece, sono calate significativamente in Germania durante la recessione del 2008-2009. Per i principali paesi dell'Eurozona, ad eccezione della Germania, il numero di trimestri in cui il PIL si è ridotto rispetto al trimestre precedente risulta simile nei tre periodi esaminati. In particolare, il dato relativo alla crisi del debito sovrano si attesta, per l'Italia, a sette trimestri, sostanzialmente in linea con il dato registrato per la Spagna e l'Area euro nel suo complesso (sei trimestri, dati a fine giugno 2013). Con riferimento all'occupazione, i valori rilevati nel primo trimestre 2013 per tutti i paesi dell'Area euro, ad eccezione della Germania, si attestano su livelli maggiori di quelli corrispondenti all'ultimo trimestre della crisi *subprime* (che, nonostante l'ampia flessione del prodotto, aveva evidenziato tassi di disoccupazione più contenuti anche rispetto a quelli registrati al

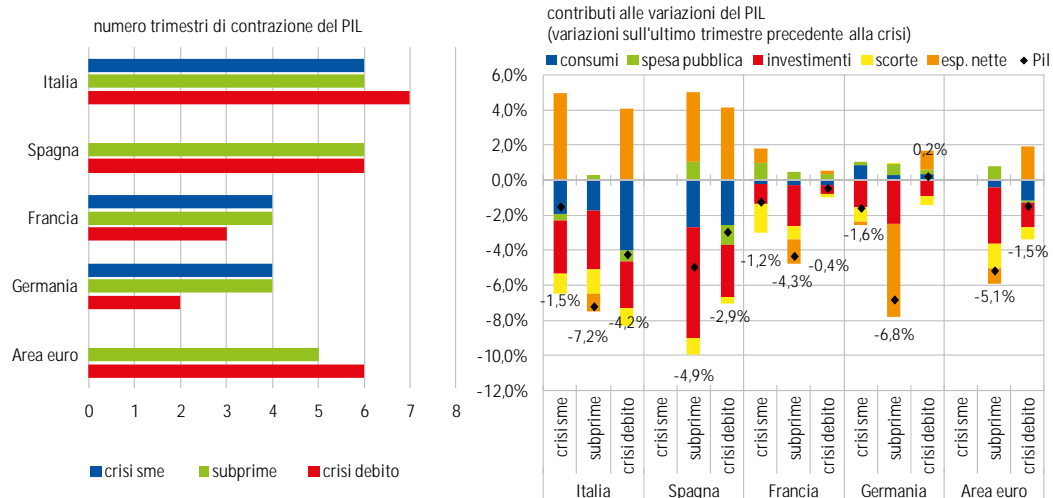
Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

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

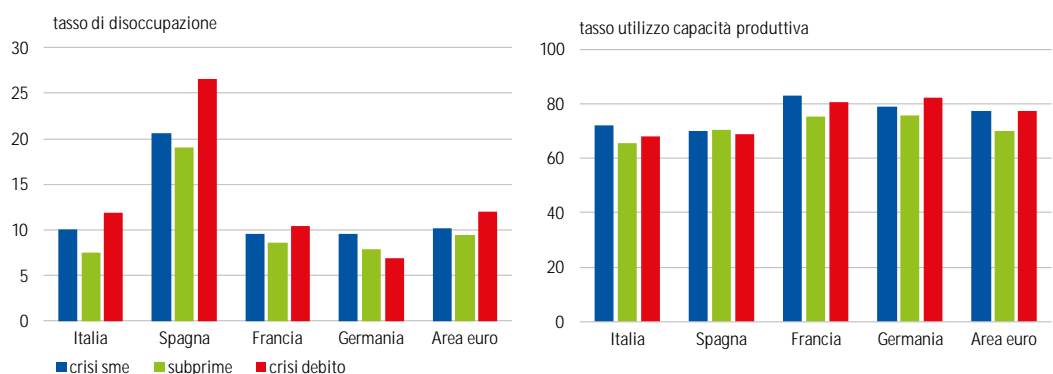
termine della crisi Sme). La debole ripresa sperimentata nel 2010 nei principali paesi avanzati, infatti, non ha consentito di recuperare i precedenti livelli occupazionali e, anche a causa del ritardo con cui la crisi finanziaria si è trasmessa all'economia reale, il livello di disoccupazione registrato al termine della crisi Lehman ha subito un rialzo in concomitanza con la crisi del debito sovrano, raggiungendo il 12% in Italia e superando il 25% in Spagna. Al primo trimestre 2013, il tasso di utilizzo della capacità produttiva risulta generalmente in lieve aumento rispetto ai valori registrati durante la crisi; in Italia e in Francia, tuttavia, esso non è ancora ritornato ai livelli registrati dopo la crisi Sme.

Figura 1.10 – L'attività economica e i contributi delle componenti del PIL. Un confronto tra le crisi



La figura di sinistra indica il numero di trimestri in cui è stata registrata una variazione congiunturale negativa del PIL. Nella figura di destra le variazioni del PIL sono calcolate rispetto all'ultimo trimestre in cui è stata registrata una crescita dell'attività economica. Dati per la Spagna riferiti al periodo della crisi Sme al momento non disponibili. Elaborazioni su dati Eurostat e Thomson Reuters.

Figura 1.11 – Tasso di disoccupazione e tasso di utilizzo della capacità produttiva. Un confronto tra le crisi



I tassi sono rilevati all'ultimo trimestre del periodo di crisi considerato. Dati Thomson Reuters.

Nel primo trimestre del 2013 è proseguita la crescita nelle principali economie esterne all'Area euro. Nell'Eurozona, invece, l'attività economica continua a stagnare ...

I dati al primo trimestre 2013 confermano la fase ciclica positiva delle principali economie avanzate esterne all'Area euro. Negli Stati Uniti e in Giappone, in particolare, la dinamica favorevole dei consumi privati ha sostenuto la crescita del PIL. Le previsioni per l'intero 2013 indicano tassi di crescita superiori all'uno per cento in entrambi i paesi. Nell'Area euro i primi segnali di ripresa sono attesi, invece, solo nel 2014, mentre per il 2013 si prevede una riduzione del PIL pari allo 0,6%. La Germania ha chiuso l'ultimo trimestre del 2012 con una variazione negativa del prodotto per effetto della contrazione delle esportazioni nette e ha sperimentato una crescita del PIL sostanzialmente nulla nel primo trimestre del 2013. In Italia e in Francia, la flessione di consumi privati e investimenti ha

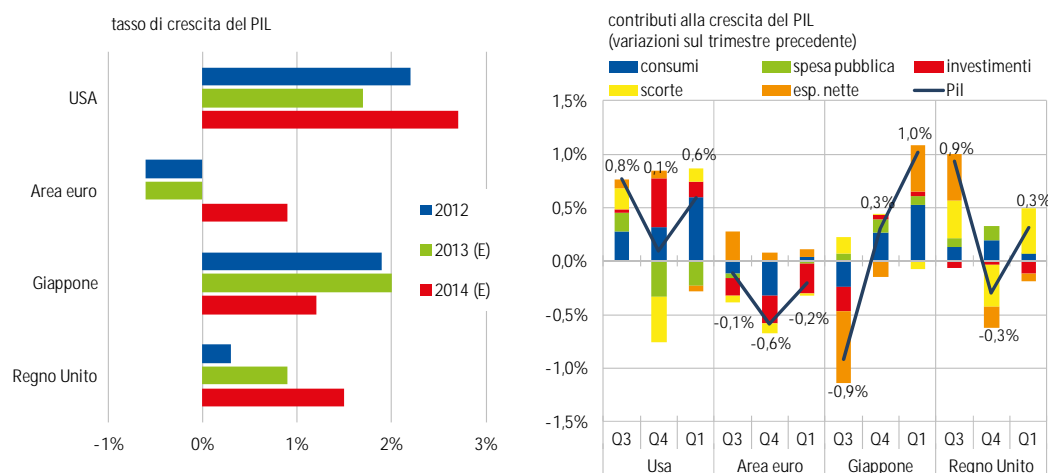
Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

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

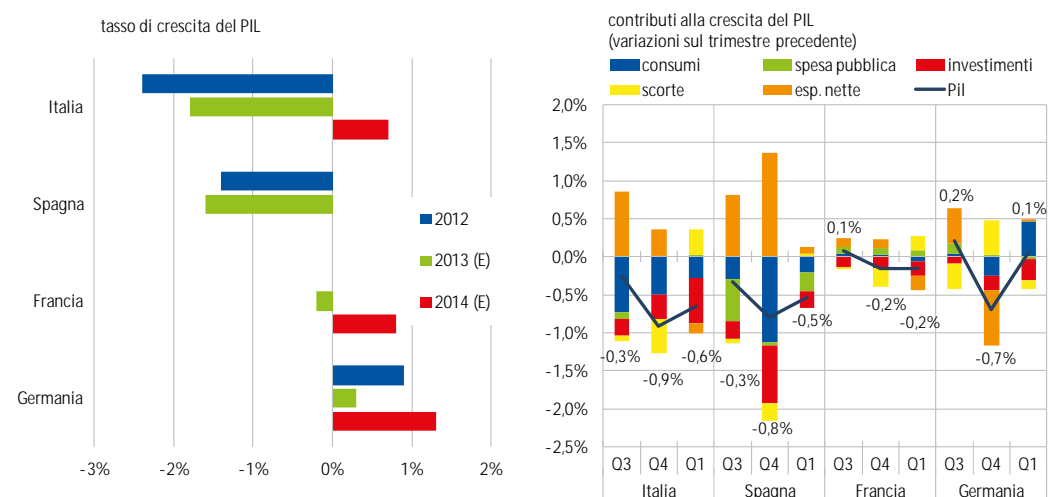
determinato, nel primo trimestre dell'anno, una contrazione dell'attività economica, rispettivamente, dello 0,6 e dello 0,2%; la Spagna registra, invece, un calo del PIL pari allo 0,5% dovuto principalmente alla riduzione della spesa pubblica. Resta ampia, dunque, la divaricazione tra il ciclo economico dei paesi *core* (soprattutto la Germania) e quello dei paesi periferici (Italia e Spagna) osservata a partire dal 2010: mentre in Italia e Spagna si prevede una riduzione dell'attività economica pari a quasi 2 punti percentuali nel 2013 e una lieve ripresa solo nel 2014, in Francia lo scenario è più favorevole (-0,2% nel 2013 e +0,8% nel 2014); per la Germania, invece, la crescita attesa è pari allo 0,3% nel 2013 e all'1,3% nel 2014.

Figura 1.12 – Crescita del prodotto in alcuni paesi avanzati e nell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati FMI e Thomson Reuters.

Figura 1.13 – Crescita del prodotto in alcuni paesi dell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati FMI e Eurostat.

... sebbene alcuni indicatori segnalino un rallentamento del deterioramento del ciclo

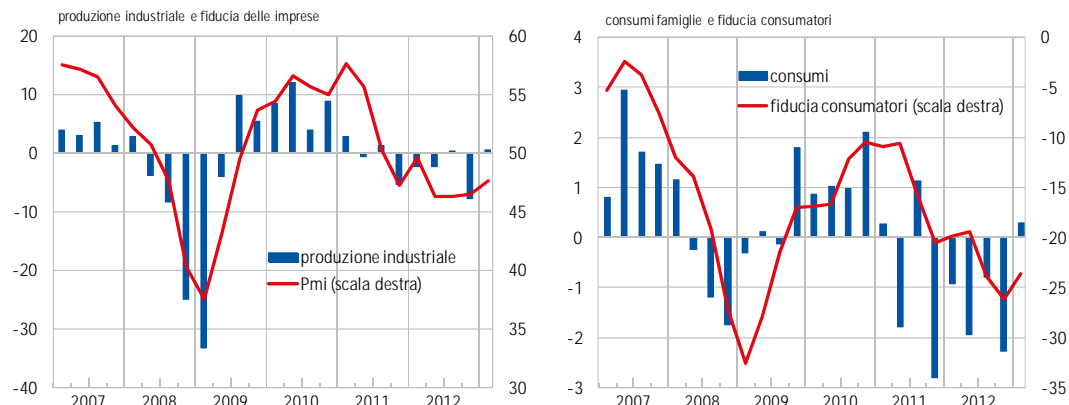
A partire dal terzo trimestre del 2012, il Pmi composito per le imprese dell'Area euro è tornato a salire, pur restando sotto i 50 punti, soglia che demarca il limite tra aspettative di espansione e recessione. Nel primo trimestre del 2013 si è registrata, inoltre, una lieve ripresa della produzione industriale nell'Area euro. Nei primi mesi dell'anno è emerso anche un lieve incremento dei consumi e del clima di fiducia dei consumatori.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

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

Figura 1.14 – Produzione industriale, consumi delle famiglie e clima di fiducia delle imprese e dei consumatori dell'Area euro

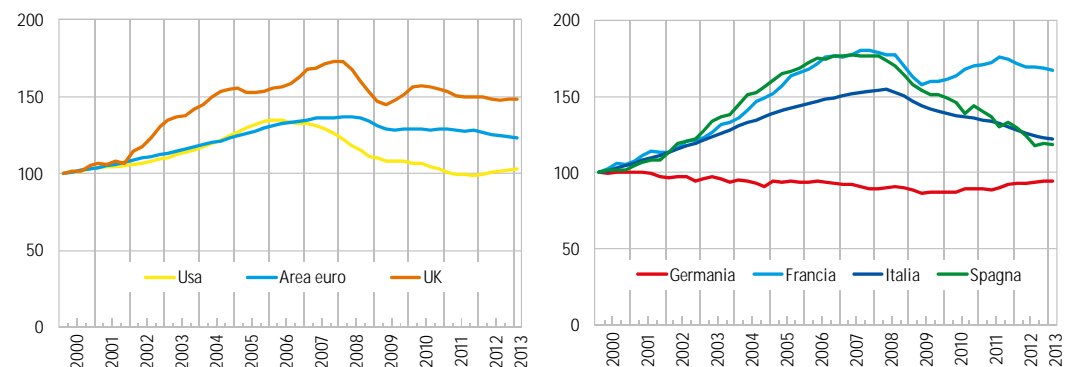


Il tasso di crescita annualizzato di produzione industriale e consumi delle famiglie è calcolato su dati trimestrali. La serie del Pmi composito è espressa in punti indice. La serie della fiducia dei consumatori è espressa in saldi percentuali. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters, Markit Economics, Eurostat e Commissione Europea.

Il mercato immobiliare mostra una dinamica favorevole negli Stati Uniti, mentre in Europa i prezzi delle abitazioni risultano complessivamente in calo

Il mercato immobiliare mostra una dinamica favorevole negli Stati Uniti, dove il programma di acquisti sul mercato secondario di *mortgage backed securities*, avviato dalla Fed lo scorso settembre, ha contribuito a stimolare l'offerta di mutui. In Europa, i prezzi delle abitazioni risultano complessivamente in calo, ad eccezione del mercato tedesco, dove evidenziano una lieve crescita, e inglese, dove restano ancora elevati. Tra i principali paesi europei, Italia e Spagna registrano la flessione più accentuata nel prezzo delle abitazioni, anche per effetto delle restrizioni nell'offerta di mutui derivanti dalle fragilità complessive dei rispettivi sistemi bancari (si veda 'Le banche').

Figura 1.15 – Prezzi delle abitazioni in alcuni paesi avanzati (price to rent ratio; gennaio 2000=100)



Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Reuters e Banca dei regolamenti internazionali.

Il tasso di disoccupazione continua a crescere nei paesi dell'Area euro, riflettendo il protrarsi della fase di debolezza congiunturale. Il costo del lavoro si caratterizza per una dinamica eterogenea tra paesi

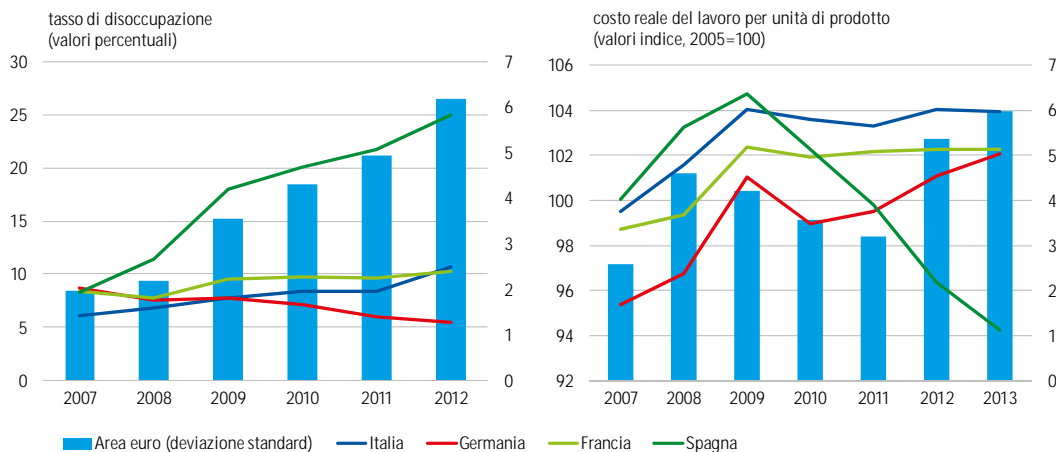
Il tasso di disoccupazione in crescita in quasi tutti i paesi dell'Area euro riflette il protrarsi della fase di debolezza congiunturale. In Spagna, in particolare, la disoccupazione ha superato il 25%, mentre in Italia ha raggiunto il 12%. Secondo le ultime stime della Commissione europea, il tasso di disoccupazione nell'Area euro dovrebbe continuare a salire fino a raggiungere, nel 2014, il 12%. Le dinamiche divergenti registrate dai principali paesi dell'Area si riflettono nell'andamento del costo del lavoro reale per unità di prodotto e nella relativa dispersione all'interno dell'Area (così come misurata dalla deviazione standard) tornata a crescere nel 2012 dopo aver registrato un calo fin dal 2009. In particolare, il costo del lavoro risulta in crescita dal 2010 in Germania, mentre continua a scendere in Spagna, a fronte dei significativi tagli salariali indotti dal programma di *austerità* del governo spagnolo. Le rigidità strutturali del mercato rendono, invece, più stabile il dato francese e quello italiano, che si colloca ai livelli più alti tra i paesi considerati.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

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

Figura 1.16 – Disoccupazione e costo del lavoro

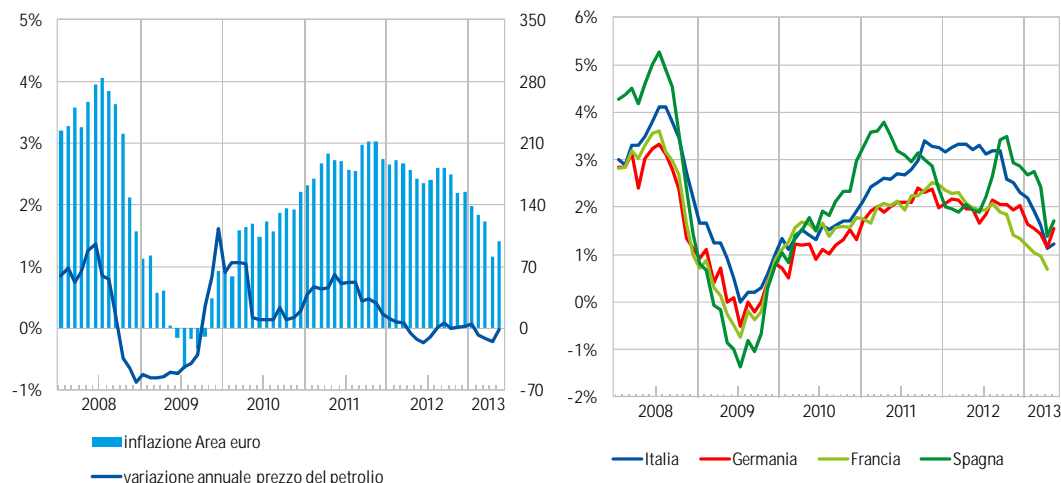


Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Reuters.

In un contesto di domanda interna debole ed elevata disoccupazione, l'inflazione dell'Area euro continua a calare, anche in ragione della contenuta dinamica dei prezzi del petrolio

In un contesto di domanda interna debole ed elevata disoccupazione, l'inflazione dell'Area euro ha continuato a ridursi, portandosi, a maggio 2013, all'1,4%. Italia e Spagna, per le quali l'ultimo dato disponibile si attesta, rispettivamente, all'1,2% e all'1,7%, hanno evidenziato le flessioni più significative (per entrambi pari all'uno per cento circa), mentre in Germania il tasso d'inflazione, pari all'1,5%, si è ridotto solo dello 0,1%. La riduzione del tasso di crescita dei prezzi al consumo è riconducibile anche al calo dei prezzi dei beni energetici registrato nei primi mesi dell'anno. Nel breve termine il contributo dei prezzi del petrolio potrebbe restare contenuto: secondo le stime dell'U.S. Energy Information Administration (EIA), le quotazioni del greggio potrebbero mantenersi prossime ai 100 dollari al barile fino alla fine del 2013 poiché le tensioni geopolitiche (in Siria ed Egitto) che incidono negativamente sull'offerta, restano controbilanciate dalle pressioni al ribasso sulla domanda generate dai deboli fondamentali economici delle maggiori economie avanzate. In prospettiva, la Commissione europea prevede per il prossimo biennio un ulteriore graduale calo dell'inflazione al consumo (dal 2,5% nel 2012 all'1,5% nel 2014) per effetto delle misure di consolidamento fiscale intraprese in molti paesi dell'Area e della fragilità del ciclo economico.

Figura 1.17 – Inflazione e variazione annuale del prezzo del petrolio (dati mensili; gennaio 2008 - maggio 2013)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Risk dashboard

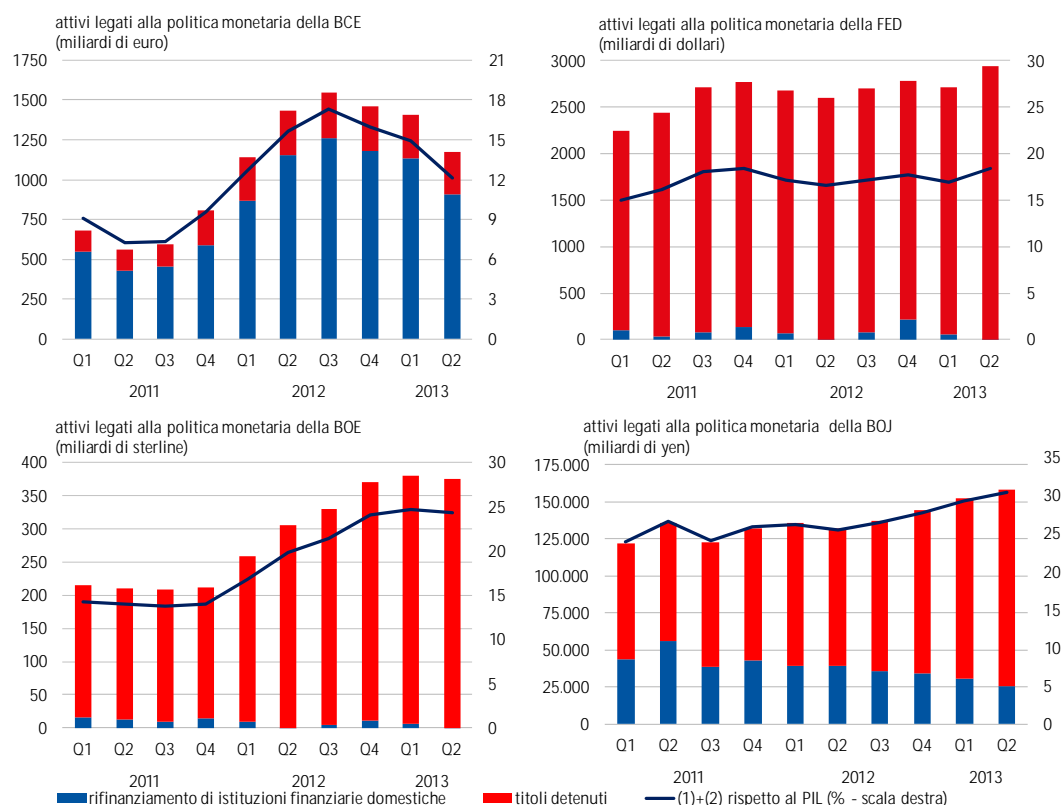
1. Il quadro macroeconomico

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

Le politiche monetarie delle banche centrali dei principali paesi avanzati continuano a essere espansive, sebbene siano sensibili le differenze negli strumenti utilizzati e nelle dimensioni dello stimolo

Le politiche monetarie delle banche centrali dei principali paesi avanzati hanno continuato a essere molto espansive, sebbene con intensità e approcci diversi. La Fed, la Banca di Inghilterra e la Banca del Giappone sono intervenute prevalentemente con ampi programmi di acquisto di titoli pubblici e privati, con l'obiettivo di ridurre i tassi di interesse a lungo termine; dall'inizio del 2013, inoltre, la Banca del Giappone ha introdotto significative novità nella conduzione della politica monetaria ufficializzando la cooperazione con il Governo, definendo per la prima volta un obiettivo di inflazione pari al 2%, da raggiungere entro 2 anni, e annunciando una nuova fase di stimolo monetario quantitativo e qualitativo. Nel mese di giugno 2013 la Fed ha annunciato che potrebbe risultare opportuno ridurre lo stimolo quantitativo nel corso della seconda metà dell'anno ed eliminarlo gradualmente entro il primo semestre del 2014 se la ripresa, così come previsto, si consoliderà e se il tasso di disoccupazione si porterà sotto il 7%. Sul modello della Fed, anche la BCE e la Banca di Inghilterra hanno deciso di potenziare la cosiddetta "forward guidance", in modo da orientare più efficacemente le aspettative degli operatori rendendo più esplicita la funzione di reazione della politica monetaria. Le dimensioni degli attivi legati alle misure di politica monetaria hanno raggiunto livelli differenti per le varie Banche centrali. In particolare, nei primi mesi del 2013, il peso sul PIL dei titoli acquistati e delle operazioni di rifinanziamento ha superato la soglia del 20% per la Fed (dopo essere rimasto sostanzialmente invariato nel 2012), ha raggiunto il 26% per la Banca di Inghilterra (dal 18%) e il 30% per la Banca del Giappone, mentre si attesta al 12% per la BCE; quest'ultimo dato riflette anche la restituzione di parte dei fondi acquisiti dalle banche tramite le due *Long term refinancing operations* (LTRO) di dicembre 2011 e gennaio 2012 (307 miliardi di euro su un totale di 1000 miliardi di euro). Infatti, l'azzeramento del tasso sui depositi presso la BCE, l'abbassamento del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali al di sotto dell'uno per cento e il miglioramento delle condizioni di accesso ai mercati della provvista hanno verosimilmente aumentato l'incentivo per le banche a rimborsare parte degli importi ricevuti tramite le LTRO prima della scadenza.

Figura 1.18 – Bilanci delle banche centrali delle principali economie avanzate



Fonte: elaborazioni su dati delle banche centrali.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

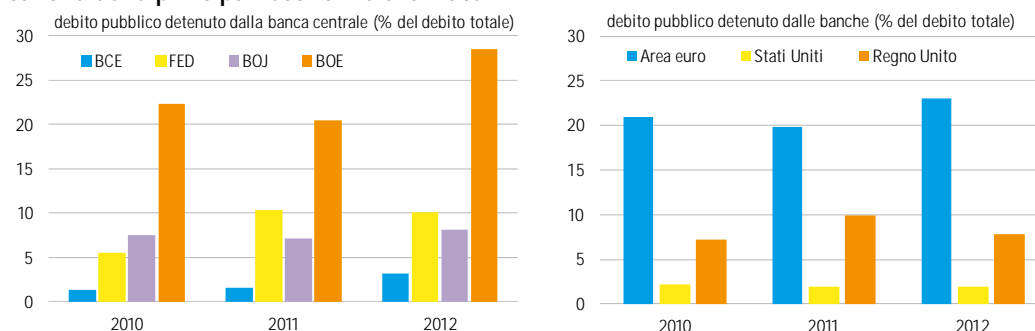
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Per effetto delle diversità negli strumenti di politica monetaria, la quota di debito pubblico detenuta dalla banca centrale e dalle banche domestiche varia significativamente tra le maggiori economie avanzate

Per effetto delle diversità negli strumenti di politica monetaria, la quota di debito pubblico detenuta dalle banche centrali e dagli istituti finanziari domestici varia in modo significativo tra le maggiori economie avanzate. In particolare, a fine 2012 la quota di debito detenuta dalla banca centrale si attesta a valori superiori al 25% nel Regno Unito, attorno al 10% circa negli Stati Uniti, all'8% in Giappone e a meno del 5% nell'Area euro. La quota di debito pubblico domestico detenuta dalle banche nazionali, invece, è pari al 2% negli Stati Uniti, a circa l'8% nel Regno Unito e supera il 20% nell'Area euro. Questa dinamica riflette verosimilmente anche gli incentivi delle banche dei paesi periferici dell'Area euro a detenere titoli pubblici piuttosto che impieghi verso il settore privato, per via del perdurare della fase ciclica negativa, della crescita delle sofferenze e delle difficoltà di realizzare gli ulteriori rafforzamenti patrimoniali che un'espansione del credito a imprese e famiglie implicherebbe.

Figura 1.19 – Quota del debito pubblico domestico detenuta dalla banca centrale e dalle banche delle principali economie avanzate

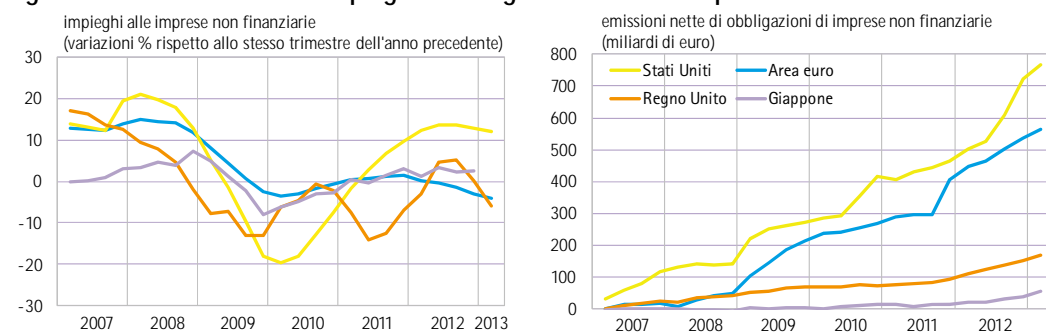


Fonte: Thomson Reuters e base dati di Bruegel sui titoli sovrani sviluppata in Merler e Pisani-Ferry (2012; www.bruegel.org).

Nonostante le politiche monetarie espansive nell'Area euro e nel Regno Unito il credito al settore privato continua a contrarsi in maniera significativa

Le misure adottate dalle banche centrali delle maggiori economie avanzate hanno avuto un impatto differenziato sull'attività di intermediazione finanziaria, come si evince dal confronto della dinamica degli impieghi bancari alle società non finanziarie. Tale dinamica, pur riflettendo differenze significative nella struttura finanziaria delle economie considerate, mostra che il meccanismo di trasmissione della politica monetaria rimane compromesso nell'Area euro e nel Regno Unito. Nell'Eurozona, in particolare, le condizioni di erogazione del credito bancario, che costituisce la principale fonte di finanziamento delle imprese, continuano a peggiorare soprattutto nei paesi periferici, dove gli istituti di credito da tempo sperimentano sia un calo della redditività e un deterioramento degli attivi sia difficoltà nella raccolta obbligazionaria (si veda 'Le banche'). Le misure espansive di politica monetaria, determinando una riduzione dei tassi di interesse, hanno stimolato la ricerca di rendimenti elevati che nell'ultimo anno si è accompagnata a una ripresa delle emissioni obbligazionarie *corporate*, sia negli Stati Uniti sia nell'Area euro, e a una riduzione degli *spread* obbligazionari nei primi mesi dell'anno (si veda 'Le società non finanziarie').

Figura 1.20 – Evoluzione di impieghi e obbligazioni nette di imprese non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati delle banche centrali, Thomson Reuters e Dealogic.

Risk dashboard

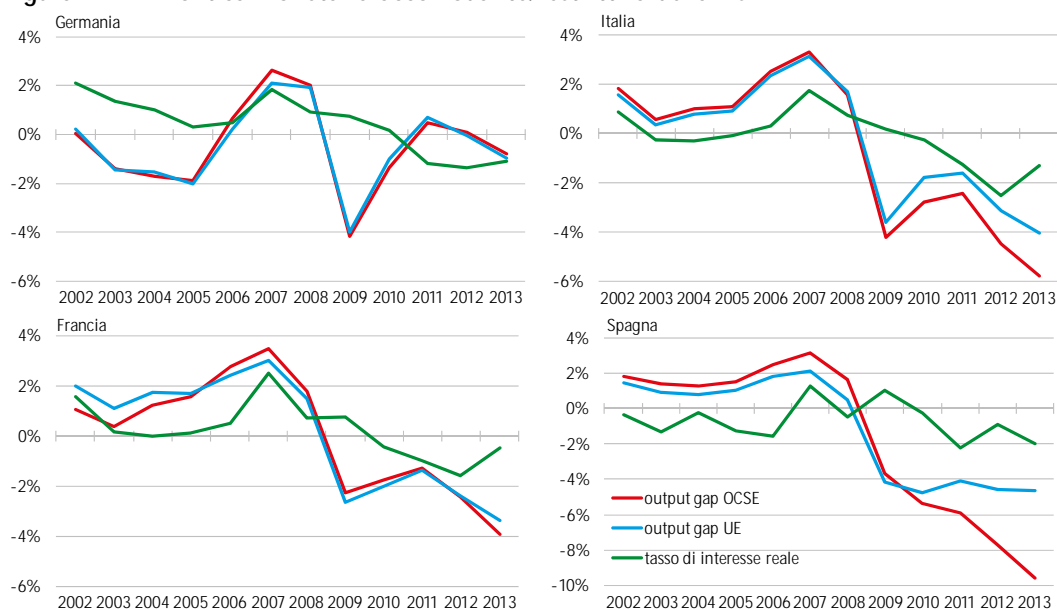
1. Il quadro macroeconomico

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

In base alla stima dell'*output gap*, la politica monetaria della BCE risulta sostanzialmente restrittiva per i paesi periferici

Pur essendo accomodante per l'Area euro a livello aggregato (come emerge dai livelli negativi dei tassi di interesse reale registrati a partire dal 2010), la *stance* di politica monetaria della BCE risulterebbe meno espansiva per i paesi caratterizzati da *output gap* stimati maggiori. In particolare, la differenza tra crescita effettiva e crescita potenziale stimata (*output gap*) è maggiore per i paesi periferici rispetto ai paesi *core*. Pur in presenza di elevati margini di incertezza legati alle stime del prodotto potenziale, dati i livelli di inflazione e l'*output gap* domestici, la *stance* di politica monetaria della Bce sembrerebbe più accomodante per la Germania, sostanzialmente neutrale per la Francia e restrittiva per Italia e Spagna.

Figura 1.21 – Politica monetaria accomodante/restrittiva della BCE

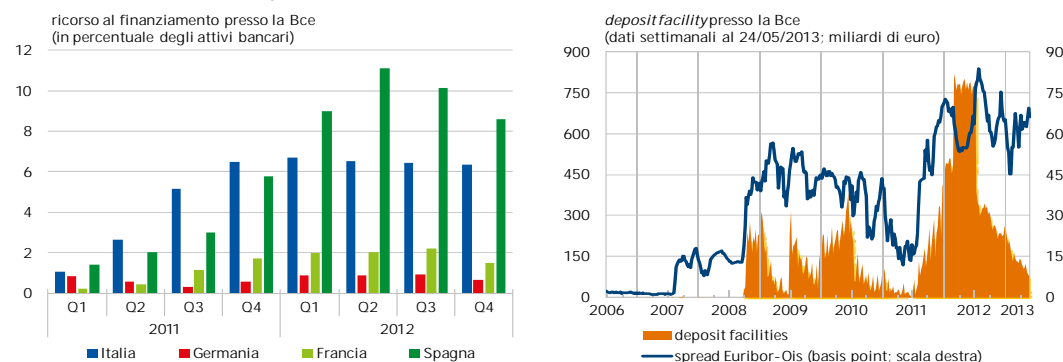


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters, Commissione europea e OCSE. Il tasso di interesse reale è calcolato come differenza tra il tasso di rifinanziamento della BCE i tassi di inflazione dei diversi paesi.

Il ricorso al rifinanziamento presso la BCE continua a essere più significativo nei paesi periferici rispetto ai paesi *core*, ma la liquidità detenuta presso la BCE si è ridotta drasticamente

Il ricorso al rifinanziamento presso la BCE continua a essere più significativo nei paesi periferici rispetto ai paesi *core*. In particolare, a dicembre 2012, esso si attesta a circa il 6% degli attivi bancari per gli istituti di credito italiani (sostanzialmente stabile rispetto al trimestre precedente) e a poco più dell'8% per le banche spagnole (in calo dal 10% circa registrato nel terzo trimestre 2012). Per Germania e Francia, invece, il dato risulta inferiore al 2%. Il ricorso alla *deposit facility* si è ridotto drasticamente a partire da luglio 2012, quando la BCE ha abbassato i tassi ufficiali e ha azzerato la remunerazione della *deposit facility*.

Figura 1.22 – 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.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

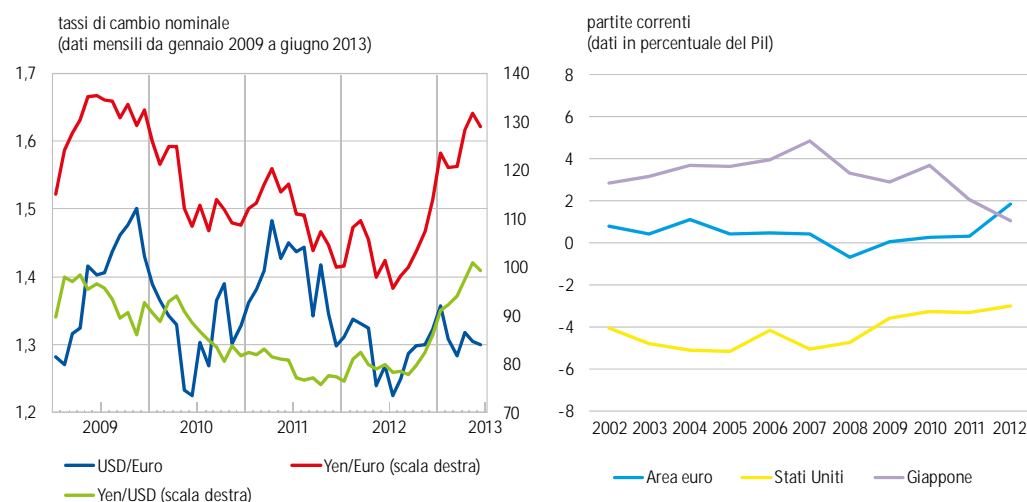
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

L'annuncio delle nuove misure di politica monetaria ha determinato un forte deprezzamento dello yen, ma il saldo commerciale del Giappone è fortemente peggiorato nel 2012

Dall'inizio del 2013 l'euro si è fortemente apprezzato nei confronti dello yen e si è lievemente deprezzato nei confronti del dollaro USA. L'indebolimento dello yen è iniziato nella seconda metà del 2012 quando il primo ministro giapponese Shinzo Abe ha sollecitato la Banca Centrale a varare misure espansive, di fatto preparando il mercato alla revisione degli obiettivi di politica monetaria, annunciate poi nel 2013; nel mese di giugno 2013, tuttavia, lo yen si è lievemente apprezzato rispetto alle principali monete estere anche per effetto del rialzo dei rendimenti sui titoli di Stato giapponesi (si veda figura 1.1). L'apprezzamento del dollaro può essere spiegato dal rafforzamento della crescita economica negli Stati Uniti e dalle aspettative di una riduzione dello stimolo monetario quantitativo da parte della Fed. Il deficit delle partite correnti degli Stati Uniti ha continuato a ridursi attestandosi a fine 2012 su livelli inferiori al 3%, mentre è peggiorato drasticamente l'avanzo commerciale giapponese (dal 4% del PIL nel 2011 all'uno per cento nel 2012) anche per effetto dell'incremento delle importazioni di prodotti energetici. Il saldo delle partite correnti nell'Area euro è migliorato significativamente portandosi nel 2012 su valori vicini al 2% del PIL (a fronte di valori prossimi allo zero dal 2007).

Figura 1.23 – Tasso di cambio dell'euro e partite correnti



Fonte: Thomson Reuters e Commissione europea.

Il surplus commerciale dell'Area euro riflette posizioni molto differenti tra i paesi membri. Nelle economie periferiche il miglioramento della bilancia commerciale è il risultato della diminuzione delle importazioni

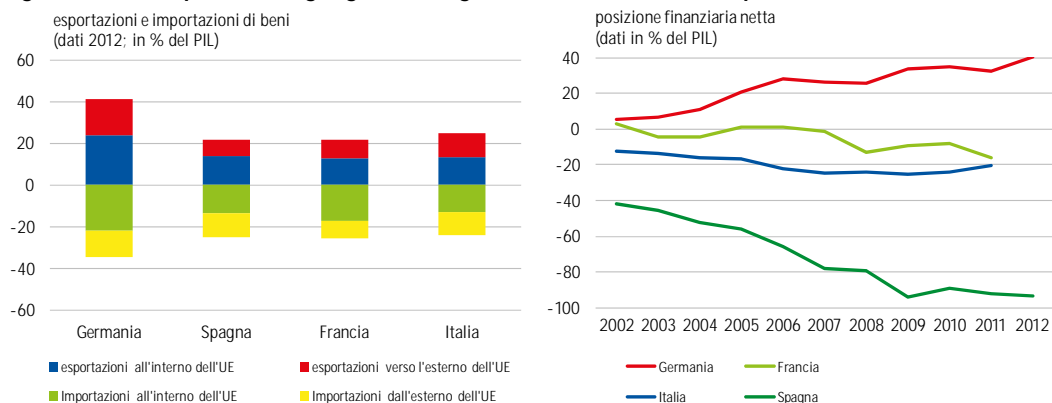
Il surplus delle partite correnti dell'Area euro riflette posizioni molto differenti tra i paesi membri. In particolare, a fine 2012 Germania e, in misura meno marcata, Italia continuavano a sperimentare un saldo di bilancia commerciale positivo, a differenza di Francia e Spagna. Dopo la drastica riduzione registrata nel 2009, nel triennio successivo le esportazioni sono cresciute nei principali paesi dell'Area euro, mentre le importazioni sono in calo in Italia e Spagna (nel 2012 rispettivamente dell'8% e del 6% rispetto all'anno precedente), per effetto della contrazione dell'attività economica, e sostanzialmente stabili in Francia e Germania. Parallelamente, la posizione finanziaria netta della Germania è migliorata nel 2012 fino a superare il 40% del PIL, mentre il dato della Spagna è ulteriormente peggiorato portandosi al 93% del PIL; restano negative e sostanzialmente costanti a circa il 20% del PIL le posizioni finanziarie nette di Italia e Francia.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

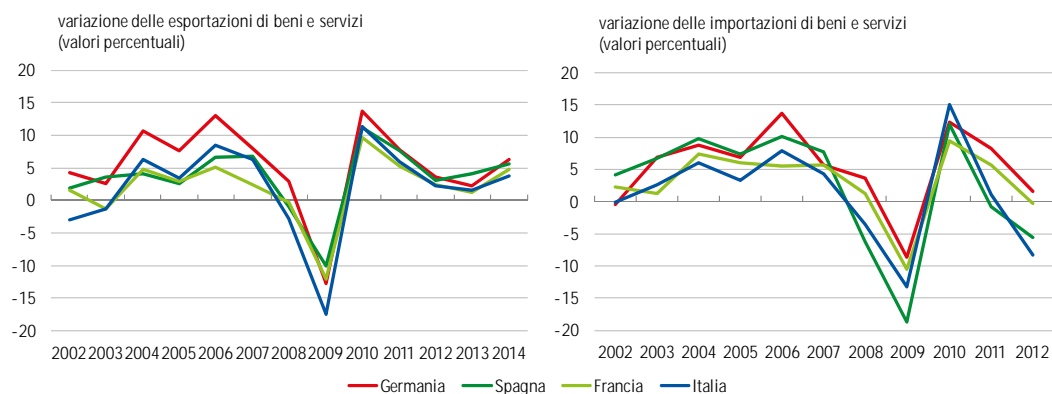
- 2. I mercati
- 3. Le società non finanziarie
- 4. Le banche

Figura 1.24 – Ripartizione geografica degli scambi commerciali e posizione finanziaria netta



Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea.

Figura 1.25 – Esportazioni e importazioni di alcuni paesi europei

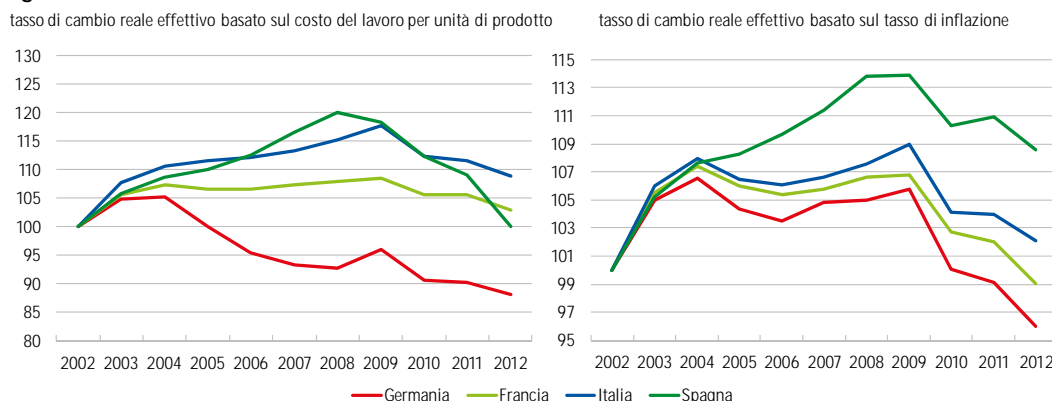


Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea.

La Germania negli ultimi dieci anni ha guadagnato competitività grazie alla dinamica favorevole del costo del lavoro per unità di prodotto e dei prezzi

Tra il 2002 e il 2012 il tasso di cambio nominale effettivo si è apprezzato nei principali paesi dell'Area euro, determinando una generale perdita di competitività nei confronti dei principali partner commerciali. Tuttavia, il dato relativo al tasso di cambio effettivo reale basato sul costo del lavoro per unità di prodotto evidenzia che, nello stesso periodo, la Germania ha sperimentato un aumento significativo della competitività a differenza di Italia, Spagna e, in misura minore, Francia, che hanno registrato, invece, un incremento del costo del lavoro per unità di prodotto superiore a quello rilevato nei principali partner commerciali esterni all'Area euro. Se si considera il tasso di cambio effettivo reale basato sul tasso di inflazione, infine, Germania, Francia e Italia hanno migliorato la propria competitività, mentre la Spagna è stata penalizzata dalla dinamica dei prezzi domestici.

Figura 1.26 – Tassi di cambio effettivi reali



Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

4. Le banche

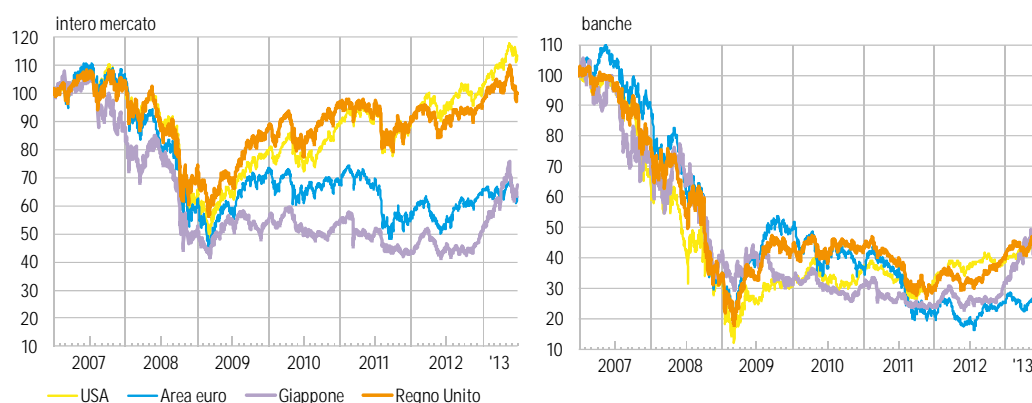
I mercati

La crescita dei corsi azionari negli USA e in Giappone è stata alimentata soprattutto da politiche monetarie fortemente espansive

Nei primi sei mesi del 2013 i corsi azionari in USA, Regno Unito e Giappone sono cresciuti rispettivamente del 13%, 5% e 32%, pur a fronte di una parziale correzione registrata nell'ultima parte del semestre. I mercati sono stati sostenuti da politiche monetarie fortemente espansive (si veda 'Il quadro macroeconomico'), che fino al mese di maggio hanno spinto al ribasso i tassi dei rispettivi titoli di Stato favorendo la ricerca di investimenti finanziari ad elevato rendimento, come azioni e obbligazioni societarie (si vedano 'Le società non finanziarie' e 'Le banche'). La correzione sopravvenuta a partire dalla fine di maggio è riconducibile per gli indici azionari statunitensi anche ai timori di un rallentamento del programma di *quantitative easing* della Fed; per il mercato giapponese, oltre a una revisione fisiologica dei corsi, hanno pesato il rallentamento dell'economia cinese, il rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato e l'apprezzamento dello yen rispetto al dollaro.

Figura 2.1 – Indici azionari in alcune economie avanzate

(dati giornalieri; 01/01/2007 - 30/06/2013; 01/01/2007 = 100)



Gli indici considerati per l'intero mercato sono lo S&P500 per gli USA, il Topix per il Giappone, il FTSE100 per Regno Unito, l'Euro Stoxx 50 per l'Area euro. In riferimento al settore delle banche sono stati presi in considerazione gli indici FTSE banks. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nell'Area euro ha pesato la debolezza del quadro congiunturale

Nell'Area euro, nonostante i riflessi positivi della crescita dei corsi azionari statunitensi e giapponesi, Italia e Spagna hanno registrato complessivamente performance negative (rispettivamente -6% e -5%), a differenza di Francia e Germania (rispettivamente +3% e +5%); il settore bancario ha subito una flessione in tutti i paesi considerati sebbene in misura molto eterogenea (-1% in Germania, -8% in Italia e -15% in Francia e Spagna). Sull'Eurozona hanno influito negativamente le deboli prospettive di ripresa, come si evince anche dall'indicatore di aspettative sul ciclo economico (implicite nell'andamento degli indici azionari), che dopo il miglioramento evidenziato nel secondo semestre 2012 ha registrato una nuova flessione. Inoltre, hanno contribuito ad acuire l'incertezza la crisi di Cipro (si veda 'Il quadro macroeconomico'), i ricorsi contro il programma OMT della Bce presentati presso la Corte Costituzionale tedesca e le tensioni politiche in Grecia e in Portogallo. Tali vicende hanno determinato un aumento, sia pure transitorio, dei fenomeni di contagio. Infatti l'intensità della correlazione fra indici azionari non attribuibile a fattori fondamentali ha subito un forte aumento nei primi mesi dell'anno, in concomitanza con la crisi cipriota, per poi ridursi stabilizzandosi su livelli comunque superiori a quelli registrati a fine 2012. Nel periodo considerato, anche l'indicatore di percezione del rischio di rendimenti negativi estremi (*risk reversal*), dopo essere lievemente aumentato nell'Area euro e in Italia, si è riportato sui livelli di inizio anno.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

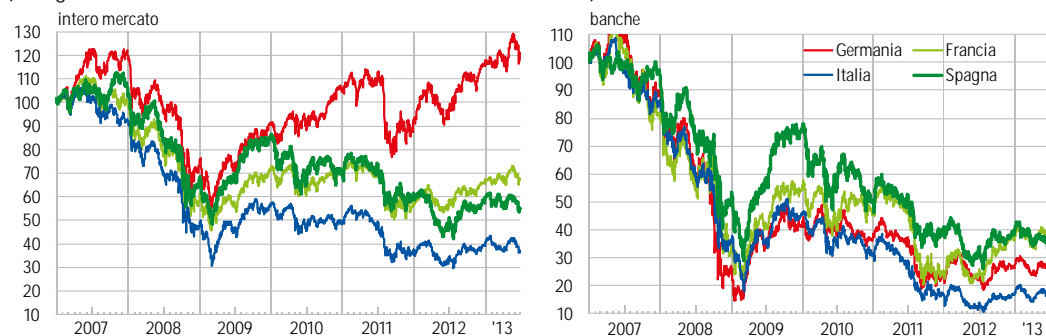
2. I mercati

3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Figura 2.2 – Indici azionari nei principali paesi dell'Area euro

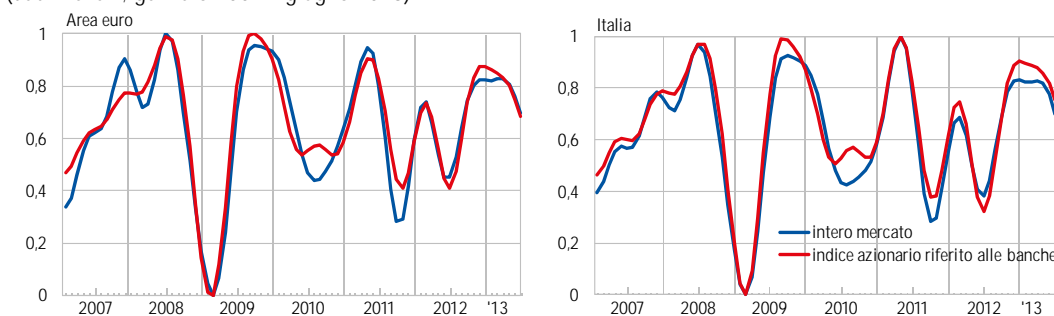
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 30/06/2013; 01/01/2007 = 100)



Gli indici considerati per l'intero mercato sono il Dax30 per la Germania, il Cac40 per la Francia, l'Ibex35 per la Spagna e il FTSE Mib per l'Italia. In riferimento al settore delle banche sono stati presi in considerazione gli indici FTSE banks. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Figura 2.3 – Indicatore delle aspettative sul ciclo economico degli investitori implicite nella dinamica dei corsi azionari

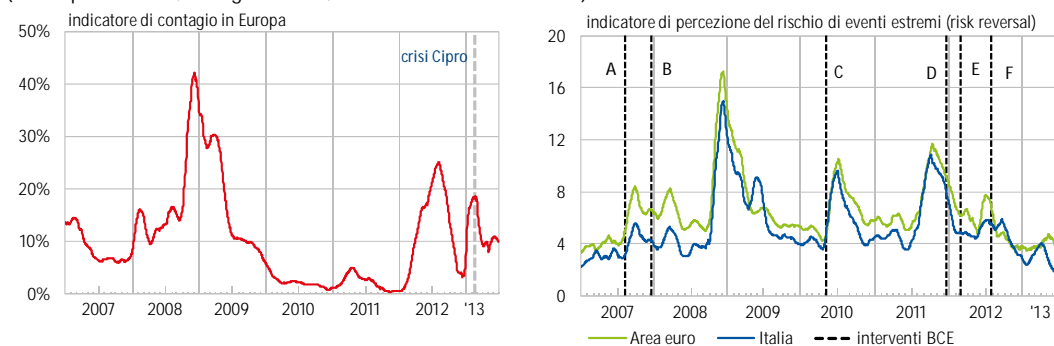
(dati mensili; gennaio 2007 - giugno 2013)



Le aspettative degli investitori sono stimate separando la componente di lungo periodo dei rendimenti da quella di breve periodo (maggiormente erratica e volatile). L'indicatore è calcolato applicando alla serie storica degli indici azionari il filtro Christiano-Fitzgerald; è stato normalizzato tra zero, "basse prospettive di crescita economica", e uno, "alte prospettive di crescita economica". 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 2.4 – Indicatore di contagio e indicatore di percezione del rischio di eventi estremi

(valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2007 - 30/06/2013)



La figura di sinistra riporta l'indicatore di contagio stimato secondo la metodologia sviluppata in M. Gentile 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 n. 72; l'analisi è stata svolta sulle serie storiche giornaliere dei rendimenti azionari (indici MSCI) di Regno Unito, Germania, Francia, Italia, Spagna, Grecia, Portogallo, Irlanda, Olanda, Austria e Finlandia. La figura di destra riporta l'indicatore di *risk reversal*, definito come differenza fra la volatilità implicita delle opzioni *put out of the money* e la volatilità implicita di opzioni *call out of the money* con la stessa scadenza (2 mesi) e caratterizzate da un medesimo grado di sensibilità del premio rispetto alle variazioni di prezzo dell'asset sottostante (delta pari a 25). L'incremento di tale indicatore segnala una maggiore percezione del rischio di rendimenti negativi estremi da parte degli investitori; per l'Area euro sono state prese in considerazione le opzioni sull'Euro Stoxx 50, per l'Italia le opzioni sul FTSE Mib. Le misure non convenzionali adottate dalla BCE e riportate nella figura corrispondono a: A) immissione di liquidità (09/08/2007); B) accordo di *swap* con la Fed per fornire liquidità in dollari USA a fronte di garanzie denominate in euro (12/12/2007); C) avvio del *Securities Market Programme* (09/05/2010); D) *Long-term refinancing operations* (LTRO) (20/12/2011); E) LTRO (28/02/2012); F) annuncio programma OMT (26/07/2012). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

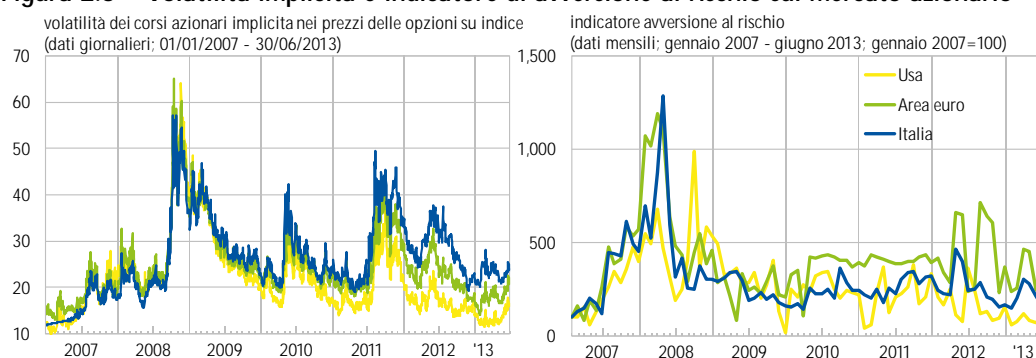
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Volatilità e avversione al rischio sono rimaste complessivamente stabili

La volatilità implicita dei corsi azionari delle principali economie avanzate si attesta, a fine giugno 2013, su livelli sostanzialmente simili a quelli registrati a fine 2012, sia pure a fronte delle oscillazioni significative che nei primi sei mesi dell'anno hanno caratterizzato soprattutto l'Eurozona e l'Italia. Nello stesso periodo, anche l'indicatore di avversione al rischio degli investitori ha fatto registrare ampie oscillazioni, in particolare in corrispondenza con la crisi di Cipro, per poi attestarsi su livelli prossimi a quelli di inizio anno. Nei principali mercati dell'Area euro il fenomeno dell'*herding behaviour* (ossia la propensione degli investitori ad adottare strategie di investimento simili o imitative) ha registrato nella prima parte del 2013 un andamento eterogeneo tra paesi e settori di attività. In particolare, tale indicatore permane su livelli superiori a quelli registrati nella prima metà del 2011 per i settori bancari italiano e francese.

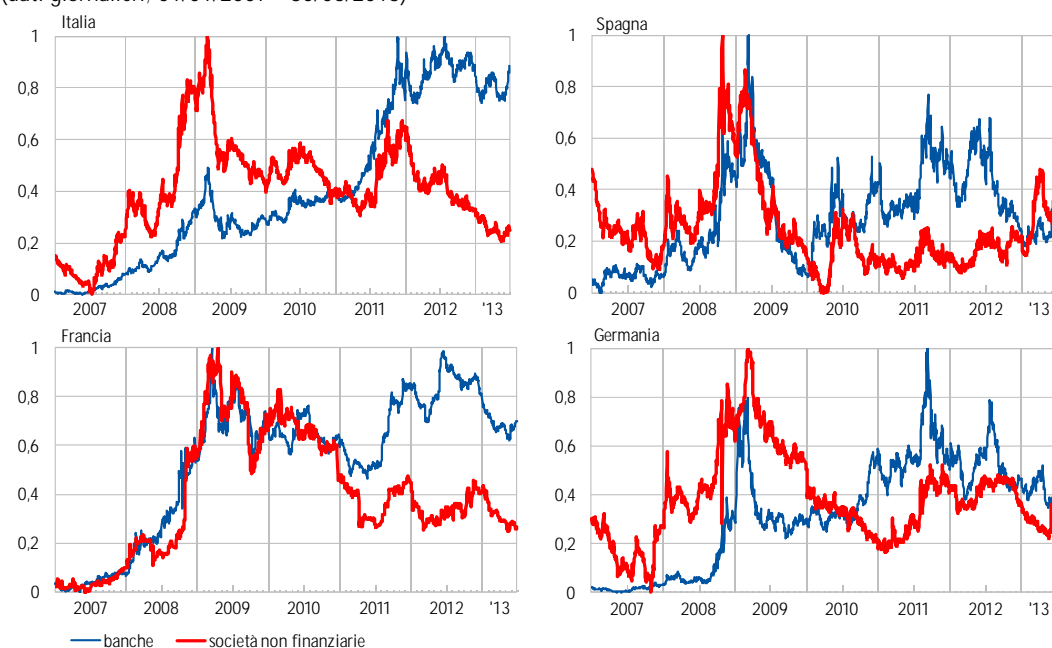
Figura 2.5 – Volatilità implicita e indicatore di avversione al rischio sul mercato azionario



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). Sono stati prese in considerazione opzioni *call* e *put* sugli indici S&P500 (USA), Euro Stoxx 50 (Area euro) e FTSE Mib (Italia). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Figura 2.6 – Indicatore di *herding behaviour* sui mercati azionari

(dati giornalieri; 01/01/2007 - 30/06/2013)



L'indicatore di *herding behaviour* è pari al reciproco della deviazione *standard cross-section* dei prezzi azionari delle principali *blue-chips* secondo la metodologia di Chang, E., Cheng, J. e Khorana, A. (2000). Tale indicatore è stato normalizzato tra zero (punto di minimo della serie) e uno (punto di massimo della serie). Una minore dispersione (e quindi un maggiore valore dell'indicatore) segnala che gli investitori adottano più frequentemente strategie di investimento simili o imitative (che comportano una convergenza delle quotazioni azionarie) e, quindi, che il fenomeno di *herding behaviour* è più intenso. Per le banche, l'indicatore di dispersione è stato calcolato sui titoli inclusi nel FTSE all share bank (Italia), Datastream Banks (Spagna), Cac Banks (Francia), Dax Banks (Germania). Per il settore non finanziario sono stati presi in considerazione i titoli inclusi negli indici Datastream *non financial total markets*. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

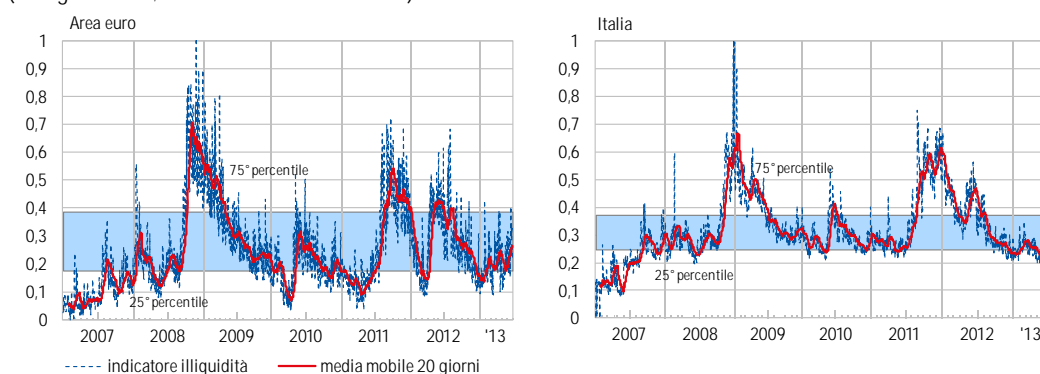
4. Le banche

La liquidità sui mercati azionari dell'Area euro rimane elevata

Nella prima parte del 2013 la liquidità dei titoli azionari a maggiore capitalizzazione dell'Area euro si è mantenuta su livelli elevati; anche il controvalore degli scambi azionari e il *turn-over ratio* (rapporto tra scambi e capitalizzazione) hanno registrato un lieve incremento dopo la flessione sperimentata nella seconda metà del 2012. Analogo *trend* si riscontra anche per il mercato azionario italiano, che, tuttavia, continua a caratterizzarsi per un *turnover ratio* inferiore a quello degli altri mercati europei.

Figura 2.7 – Indicatore sintetico di illiquidità del mercato azionario

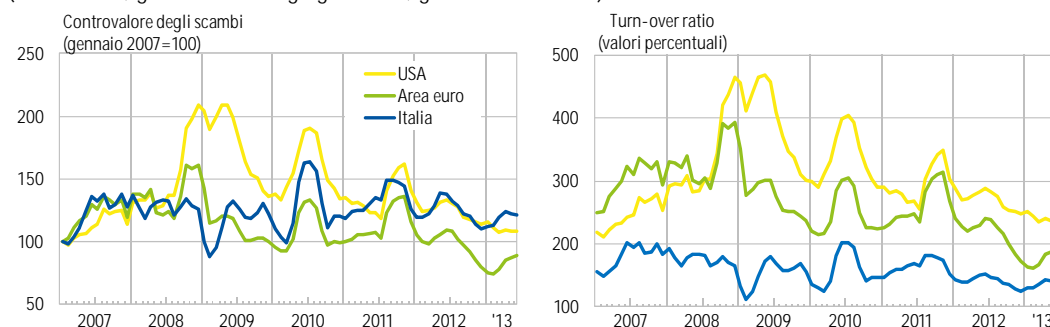
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 30/06/2013)



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). Tali indicatori sono applicati sulle azioni incluse nell'indice Euro Stoxx 50, per l'Area euro, e nell'indice FTSE Mib per l'Italia. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Figura 2.8 – Indicatori di controvalore degli scambi azionari e di *turnover ratio*

(dati mensili; gennaio 2007 - giugno 2013; gennaio 2007=100)



Il controvalore degli scambi azionari è deflazionato usando gli indici dei prezzi azionari. L'indicatore di *turnover ratio* è il rapporto fra la media mensile del controvalore degli scambi azionari e la media mensile della capitalizzazione. Per gli USA sono state prese in considerazione le azioni incluse nello S&P500, per l'Area euro nello Euro Stoxx 50, per l'Italia nel FTSE Mib. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nell'Area euro il rapporto prezzo/utigli continua ad attestarsi al di sotto della media di lungo periodo, a fronte di attese sulla crescita degli utigli complessivamente positive

Il rapporto prezzo/utigli del mercato azionario dell'Area euro continua ad attestarsi su livelli inferiori alla media di lungo periodo, pur avendo evidenziato un andamento tendenzialmente crescente a partire da maggio 2012, anche in ragione dell'evoluzione del premio per il rischio. Negli USA, invece, l'indicatore ha superato lievemente la media di lungo periodo, a fronte di un premio al rischio che a fine giugno 2013 si attesta sui livelli di inizio anno. L'andamento del rapporto prezzo/utigli si accompagna, sia nell'Eurozona sia negli USA, a una sostanziale stabilità delle aspettative sugli utigli societari riferite a un orizzonte temporale di un anno. In particolare, sebbene nel 2012 il tasso di crescita degli utigli delle principali società quotate europee sia risultato largamente inferiore alle attese, a giugno 2013 le previsioni degli analisti rimangono positive (e in crescita per l'Italia) e allineate a quelle riferibili alle società statunitensi. Nell'Area euro, inoltre, migliorano lievemente le aspettative sull'evoluzione futura dei rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi rispetto a quanto rilevato alla fine del 2012.

Risk dashboard

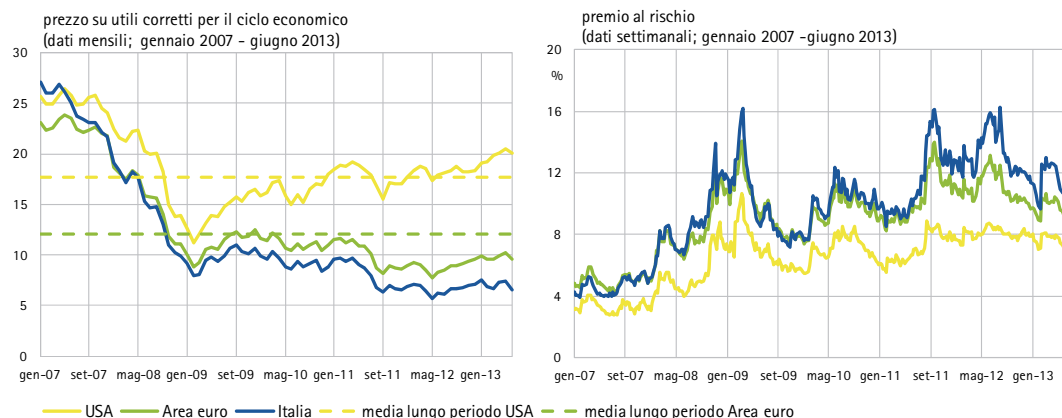
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

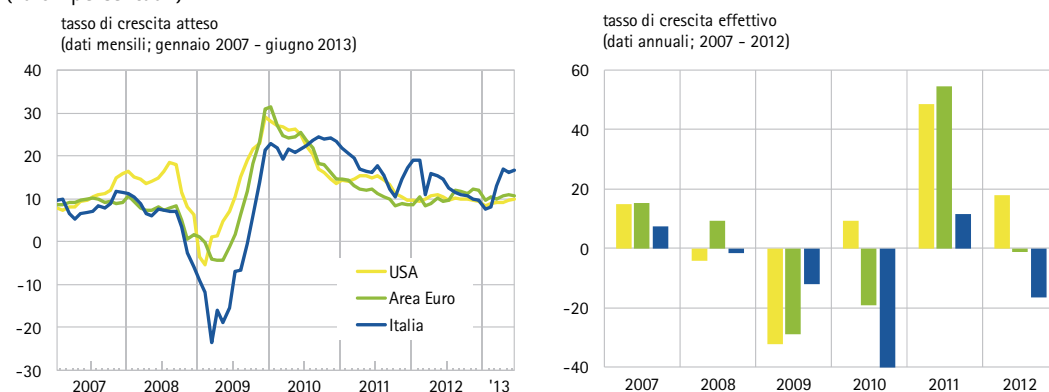
4. Le banche

Figura 2.9 – Rapporto prezzo/utigli e premio per il rischio azionario nell'Area euro



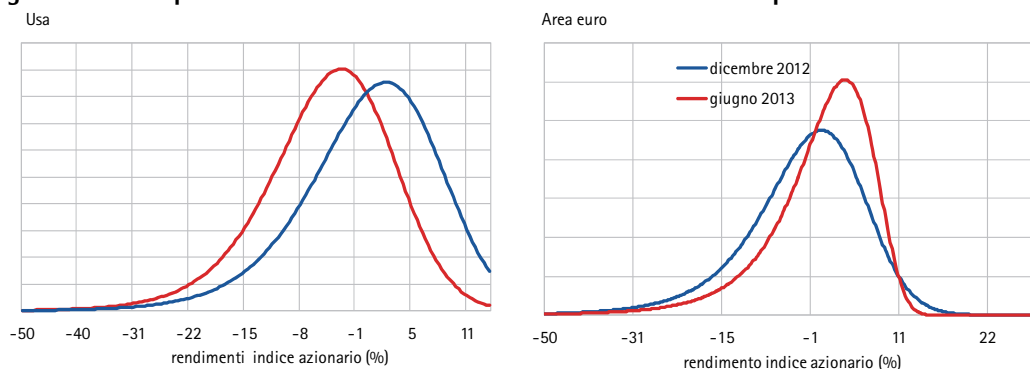
Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni su dati IBES per le società incluse nello S&P500 (USA) nell'Euro Stoxx 50 (Area euro), nel FTSE Mib (Italia). L'indicatore prezzo/utigli corretto per il ciclo economico viene calcolato considerando il rapporto fra i corsi azionari e la media mobile su 5 anni degli utili per azione. Il premio per il rischio è stato calcolato come differenza fra utili per azione e tasso di interesse *risk free* (approssimato con l'*interest rate swap* a 5 anni). Le medie di lungo periodo sono calcolate da gennaio 2002 a giugno 2013.

Figura 2.10 – Tassi di crescita degli utili societari per le principali società quotate (valori percentuali)



Medie ponderate dei tassi di crescita degli utili delle società incluse nello S&P500 (USA), nell'Euro Stoxx 50 (Area euro) e nel FTSE Mib (Italia). Si riportano i tassi di crescita degli utili societari annuali (prima delle rettifiche, dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito - *earnings before goodwill*). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters-IBES.

Figura 2.11 – Aspettative sui rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi



Le figure riportano la distribuzione di probabilità *risk-neutral* (che non riflette l'avversione al rischio degli investitori) dei rendimenti azionari a tre mesi implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari (S&P500 per gli USA e Euro Stoxx 50 per l'Area euro), stimata seguendo la metodologia di Shimko (1993). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

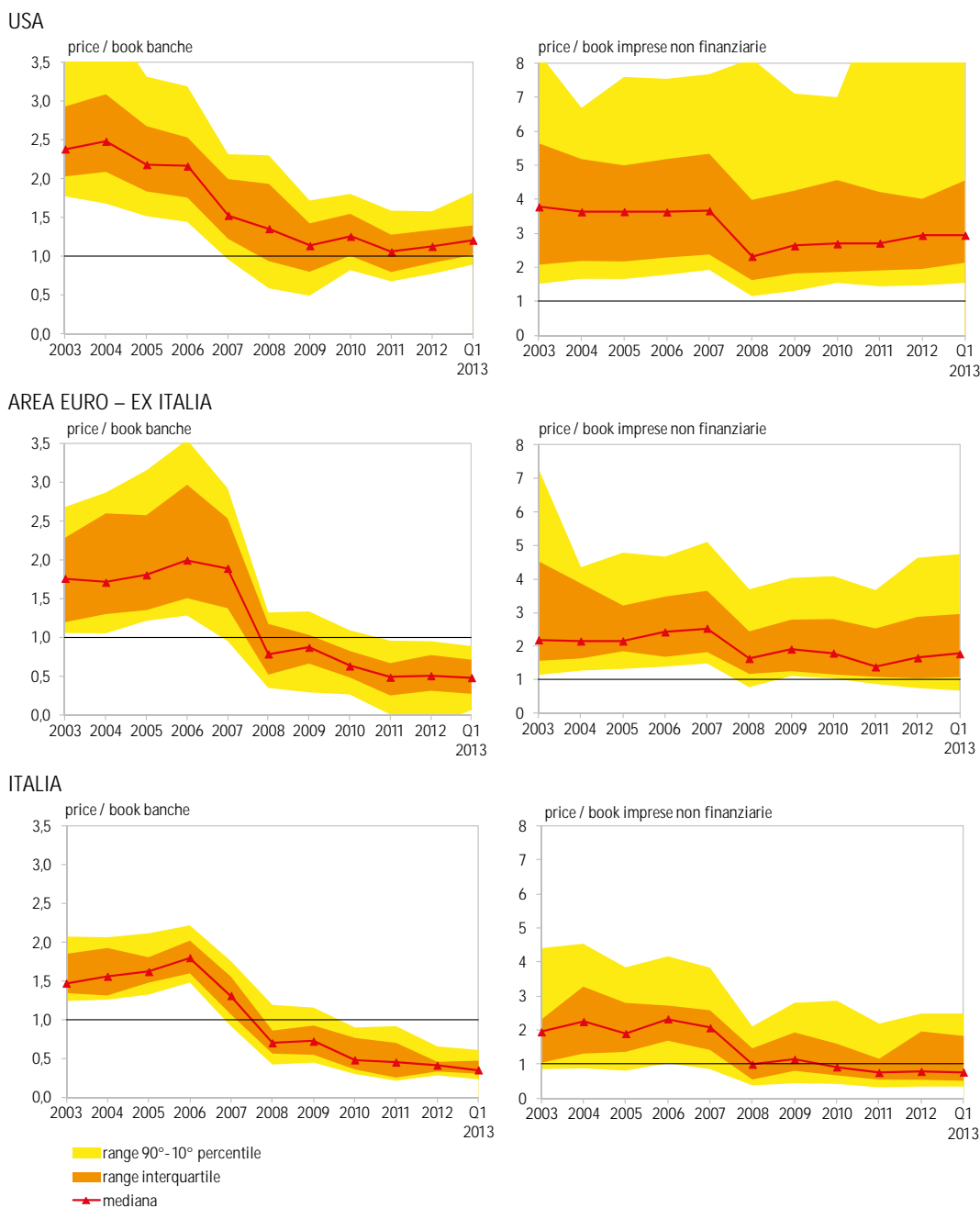
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Nell'Area euro il rapporto *price-to-book value* rimane su valori molto bassi per il settore bancario, mentre si mantiene superiore all'unità per le società *corporate*

Il *price-to-book value* (prezzo/patrimonio netto) si caratterizza per un andamento differenziato per area e per settore. In particolare, le società quotate non finanziarie statunitensi ed europee continuano a mostrare valori superiori all'unità. Per quanto riguarda il settore bancario il rapporto prezzo/patrimonio netto rimane al di sotto dell'unità nell'Area euro, e in particolare in Italia, verosimilmente per effetto di un premio al rischio più elevato rispetto al settore non finanziario e aspettative di ulteriori flessioni della redditività, da tempo su livelli storicamente bassi (si vedano 'Le società non finanziarie' e 'Le banche').

Figura 2.12 – Moltiplicatori di borsa delle imprese quotate nei principali paesi avanzati



Le banche sono quelle incluse nell'indice S&P 1500 Bank per gli USA, nel Dow Jones Euro Stoxx 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 primo trimestre 2013 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

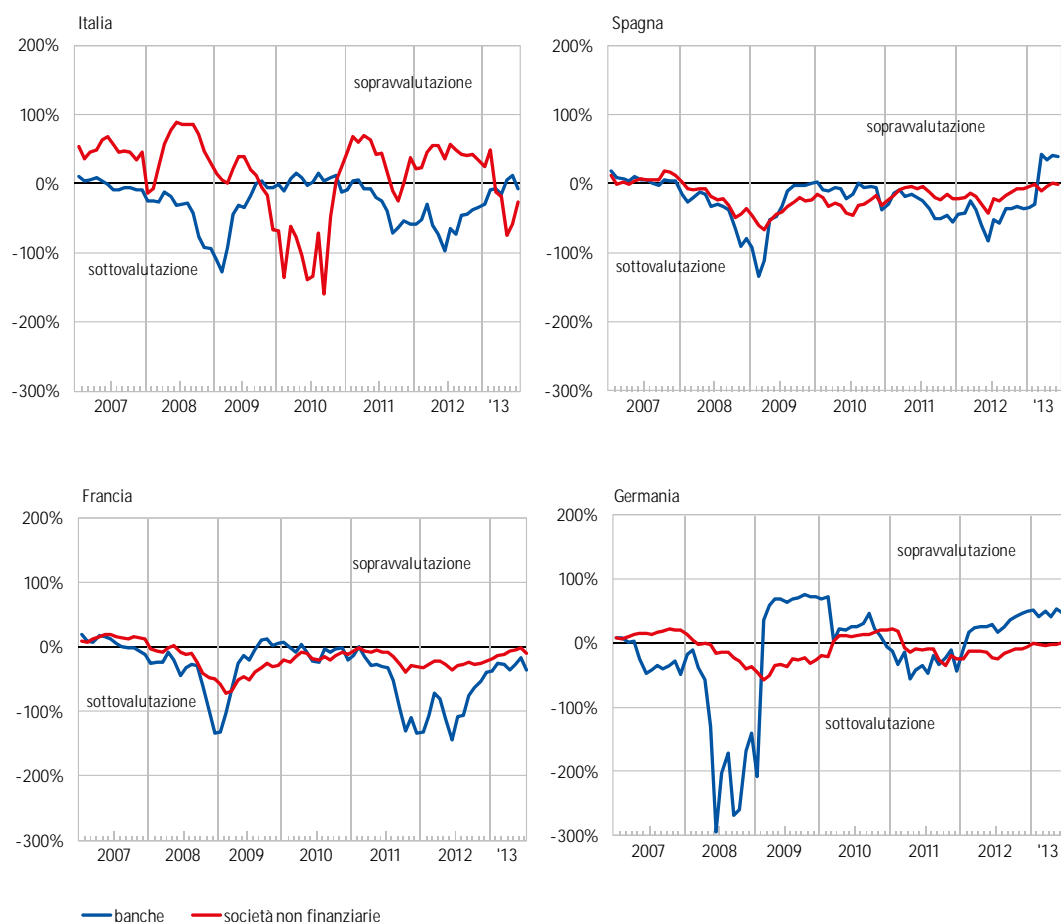
4. Le banche

A differenza dei moltiplicatori, il *dividend discount model* segnala un riallineamento dei valori di mercato ai valori teorici nei principali paesi dell'Area euro

Il confronto tra gli indici azionari e il relativo valore teorico, calcolato sulla base del *dividend discount model*, evidenzia dall'inizio del 2011 una convergenza dei valori di mercato verso i fondamentali per le società non finanziarie di Francia, Germania e Spagna. Le società non finanziarie italiane, invece, sembrerebbero continuare a sperimentare ampie oscillazioni intorno ai valori fondamentali. Sembrerebbe essere in atto un riallineamento verso i valori teorici anche delle quotazioni delle banche italiane, francesi e spagnole, dopo la sottovalutazione sperimentata in misura sostanzialmente omogenea a partire dalla metà del 2011, con l'acuirsi delle tensioni sul debito sovrano. Tale riallineamento riguarderebbe anche le banche tedesche, che nello stesso periodo si sono caratterizzate per valori di mercato superiori a quelli teorici.

Figura 2.13 – Differenza fra i valori effettivi degli indici azionari e i valori teorici stimati sulla base del *dividend discount model*

(valori percentuali; dati mensili; gennaio 2007 - giugno 2013)



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 degli indici azionari, utili per azione, tasso di interesse *risk free* e *equity risk premium*. Gli utili per azione sono estratti dai bilanci; l'*equity risk premium* è approssimato con la media mobile su 36 mesi dell'*earnings yield premium*, definito come differenza tra l'*earnings yield* (calcolato come reciproco del rapporto P/E) e il tasso di interesse *risk free* (approssimato con l'*interest rate swap* a 5 anni). I dati sono di fonte IBES - Thomson Reuters.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Le società non finanziarie

Nelle maggiori economie europee la redditività delle società non finanziarie si mantiene su livelli significativamente inferiori rispetto a quelli precedenti alla crisi del 2008

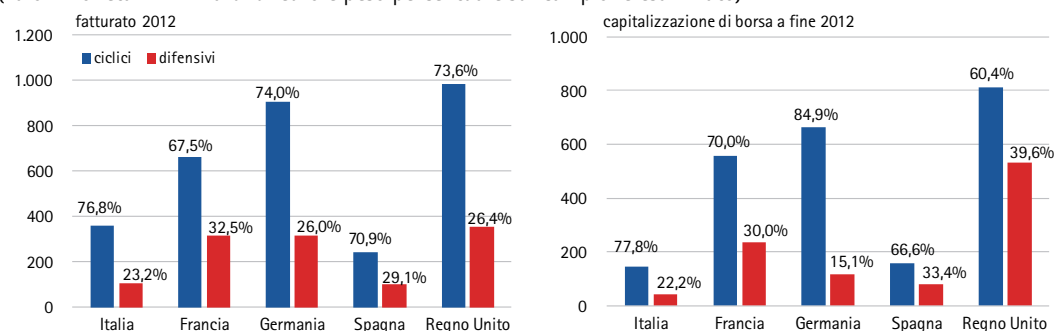
Le principali economie europee mostrano una analoga distribuzione delle maggiori società quotate non finanziarie tra settori ciclici (ossia maggiormente esposti al ciclo economico, tra i quali, ad esempio, quello energetico, chimico, automobilistico e delle costruzioni) e difensivi (quali servizi pubblici, salute, farmaceutici e alimentari). A fine 2012, la quota di imprese attive in settori ciclici risulta prossima o superiore al 70%, in termini sia di fatturato sia di capitalizzazione. Le società italiane e spagnole si caratterizzano tuttavia per dimensioni più contenute rispetto ai principali competitors europei.

Nel 2012 la redditività delle maggiori società non finanziarie quotate si è attestata su livelli sensibilmente inferiori a quelli del 2007 in tutti i principali paesi europei. La redditività rispetto al patrimonio netto (Roe) è diminuita in misura più consistente in Spagna e Italia, mentre in Germania si è caratterizzata per una sostanziale stabilità. In particolare i maggiori gruppi italiani continuano a registrare risultati peggiori rispetto alla media delle principali economie europee (soprattutto Germania e Regno Unito), pur avendo mostrato nel 2012 un lieve incremento della redditività dovuto principalmente alle significative svalutazioni dell'avviamento operate nell'anno precedente. La variabilità degli utili societari è stata più ampia per i settori ciclici. In particolare, rispetto al 2010, il Roe delle imprese spagnole si è più che dimezzato per i gruppi attivi nei settori ciclici (passando dal 25% all'8%), mentre ha subito una contrazione di 5 punti percentuali per quelli operanti nei settori difensivi. In Italia, la divaricazione tra settori ciclici e difensivi è stata meno accentuata, anche perché le società operanti in settori difensivi (principalmente riferibili ai servizi pubblici) avevano già sperimentato un calo reddituale a partire dal 2008, per effetto dell'aumento dei costi delle materie prime e dell'incremento del carico fiscale.

Per quanto riguarda la struttura del debito, nel corso del 2012 l'incidenza della componente a breve si è lievemente ridotta in tutti i principali paesi europei. In Germania e Francia le maggiori società quotate non finanziarie mostrano una struttura maggiormente sbilanciata verso il debito a breve con un peso dei debiti finanziari a breve sui debiti totali superiore, rispettivamente, al 30 e al 25%, a fronte di valori inferiori al 20% per i maggiori gruppi italiani, spagnoli e inglesi. Le società non finanziarie operanti in settori più esposti alle fluttuazioni del ciclo economico, inoltre, si caratterizzano per una incidenza più elevata dei debiti finanziari a breve rispetto alle società operanti in settori difensivi.

Figura 3.1 – Distribuzione delle maggiori imprese quotate non finanziarie per settori ciclici e difensivi

(valori monetari in miliardi di euro e peso percentuale sul campione esaminato)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione al 31 maggio 2013 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. I settori ciclici comprendono: materie prime, energetico, chimico, aerospaziale, automobili e componentistica, prodotti personali e per la casa, media, distribuzione, viaggi e tempo libero, telecomunicazioni, trasporti, costruzioni, macchinari industriali; appartengono a tali settori 23 imprese quotate in Francia, 22 in Germania, 22 in Spagna, 17 nel Regno Unito e 19 in Italia. I settori difensivi comprendono: alimentari (e bevande), tabacco, farmaceutici, salute, servizi pubblici; appartengono a tali settori 7 imprese quotate in Francia, 8 in Germania, 8 in Spagna, 13 nel Regno Unito e 6 in Italia.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

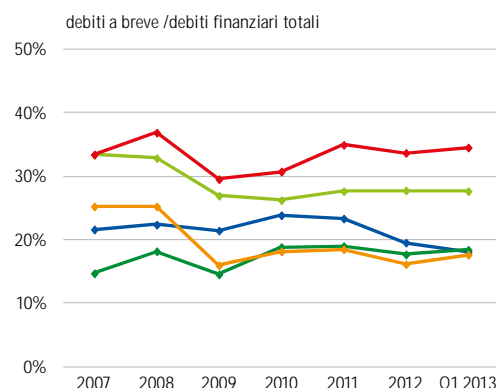
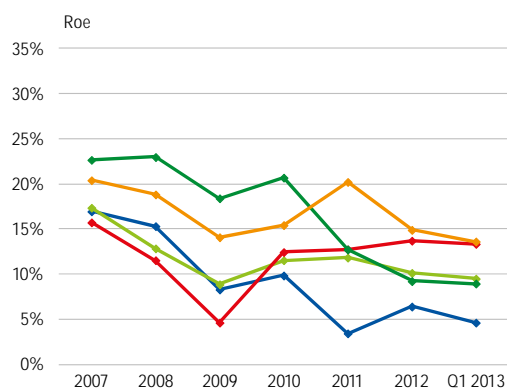
2. I mercati

3. Le società non finanziarie

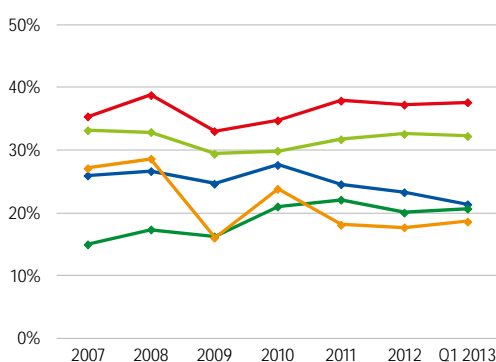
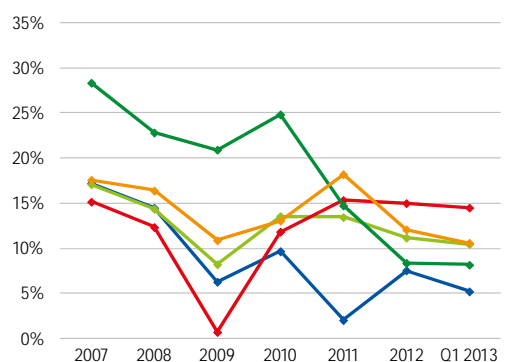
4. Le banche

Figura 3.2 – Redditività e struttura del debito delle maggiori imprese quotate non finanziarie

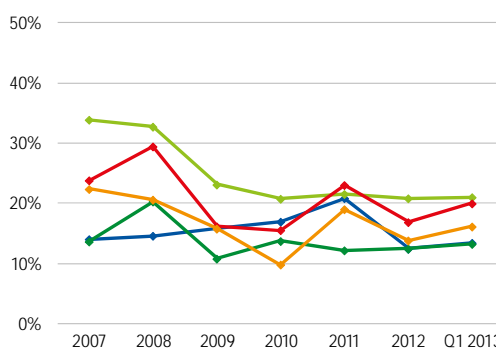
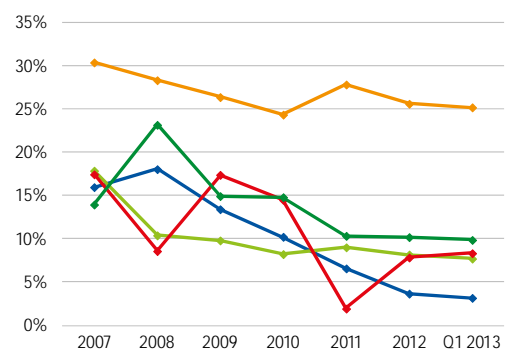
TUTTI I SETTORI



SETTORI CICLICI



SETTORI DIFENSIVI



— Italia — Francia — Germania — Spagna — Regno Unito

Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione al 31 maggio 2013 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Per il primo trimestre 2013 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. I settori ciclici comprendono: materie prime, energetico, chimico, aerospaziale, automobili e componentistica, prodotti personali e per la casa, media, distribuzione, viaggi e tempo libero, telecomunicazioni, trasporti, costruzioni, macchinari industriali; appartengono a tali settori 23 imprese quotate in Francia, 22 in Germania, 22 in Spagna, 17 nel Regno Unito e 19 in Italia. I settori difensivi comprendono: alimentari (e bevande), tabacco, farmaceutici, salute, servizi pubblici; appartengono a tali settori 7 imprese quotate in Francia, 8 in Germania, 8 in Spagna, 13 nel Regno Unito e 6 in Italia.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

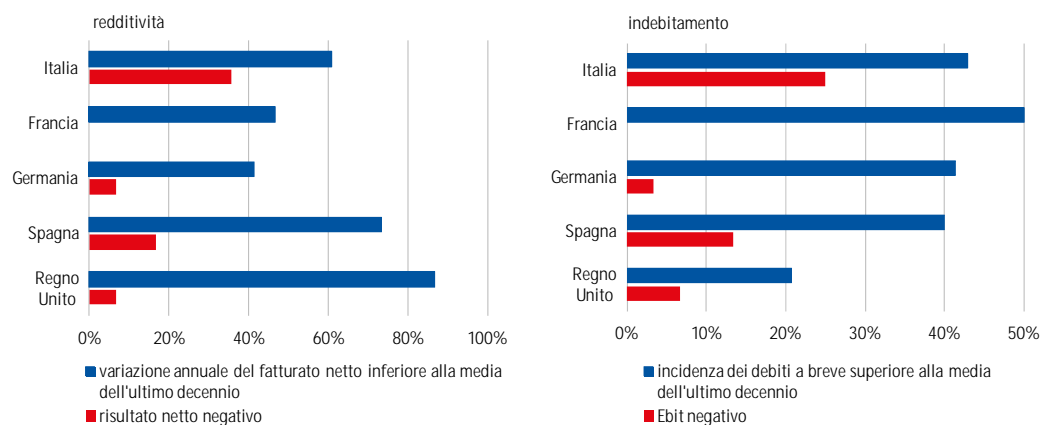
4. Le banche

Nel contesto europeo le imprese italiane sono fra le più vulnerabili dal punto di vista della stabilità degli utili e della sostenibilità del debito

Il confronto tra gli indicatori di *performance* reddituale e di sostenibilità del debito registrati a fine 2012 con i valori storici dei medesimi indicatori relativi all'ultimo decennio evidenzia un deterioramento della resistenza delle imprese non finanziarie europee a fasi negative del ciclo. Nell'ultimo anno, infatti, più della metà delle maggiori imprese non finanziarie europee esibisce un tasso di crescita del fatturato inferiore alla media dell'ultimo decennio; la quota è significativa nel Regno Unito (oltre l'80%), in Spagna (oltre il 70%) e in Italia (circa il 60%), mentre risulta più contenuta in Francia (attorno al 50%) e in Germania (circa il 40%). I fattori di debolezza reddituale pesano in misura maggiore nei paesi che sperimentano una fase recessiva più accentuata, quali Italia e Spagna. In particolare, in Italia più del 30% delle maggiori società non finanziarie quotate mostra un risultato netto negativo nel 2012, mentre in Spagna tale quota è prossima al 20% a fronte di un dato inferiore al 10% per le altre principali economie europee. La minore redditività delle imprese italiane si conferma anche con riferimento all'Ebit, ossia il risultato del periodo al lordo di oneri finanziari e fiscali, che risulta negativo per il 25% delle imprese non finanziarie quotate a maggiore capitalizzazione, a fronte di valori significativamente inferiori per tutti gli altri paesi europei considerati. L'incidenza dei debiti finanziari a breve risulta superiore alla media dell'ultimo decennio per una quota di società pari o superiore al 40% delle maggiori imprese quotate italiane, francesi, tedesche e spagnole.

Figura 3.3 – Peso delle maggiori imprese quotate con bassa redditività ed elevato indebitamento a breve nei principali paesi europei

(numero di società in percentuale del campione esaminato a fine 2012)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a giugno 2013 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani.

Le imprese italiane mostrano una elevata leva finanziaria e un basso tasso di copertura degli oneri finanziari ...

Il grado di copertura degli interessi passivi (rapporto tra Ebit e oneri finanziari), ossia la capacità di far fronte al pagamento degli interessi sui debiti finanziari con il reddito generato dall'attività operativa, si è ridotto per tutte le principali società non finanziarie quotate europee e risulta particolarmente contenuto per le maggiori imprese italiane e spagnole. In Italia e Spagna, inoltre, la quota di imprese con un grado di copertura degli interessi passivi inferiore alla media dell'ultimo decennio risulta elevato risulta pari, rispettivamente, all'82% e al 70% (a fronte di valori prossimi al 40% per Francia, Germania e Regno Unito). La maggiore vulnerabilità finanziaria delle società in Italia e Spagna si conferma anche con riferimento alla struttura del passivo, che si caratterizza per una leva finanziaria attorno al 160%, sensibilmente maggiore di quella delle principali imprese francesi, tedesche e inglesi.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

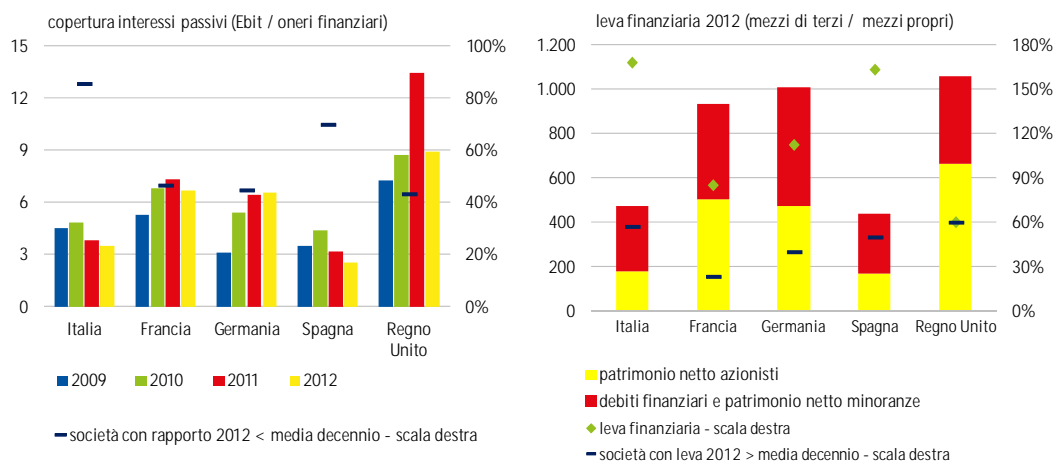
2. I mercati

3. Le società non finanziarie

4. Le banche

Figura 3.4 – Copertura degli interessi passivi e leva finanziaria delle maggiori imprese quotate non finanziarie nei principali paesi europei

(valori monetari in miliardi di euro)



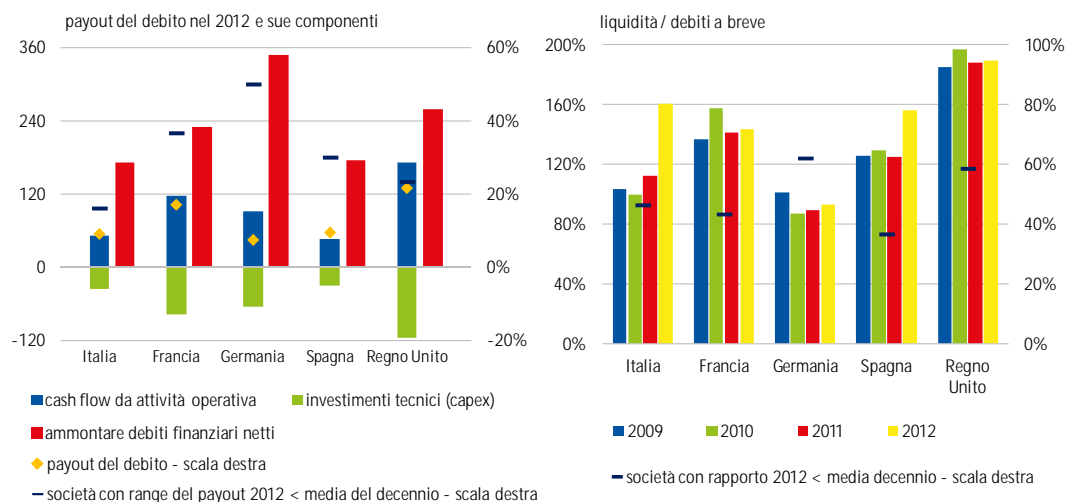
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a giugno 2013 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani.

... ma le condizioni di liquidità sono in linea con quelle dei competitors europei

Il rapporto tra il flusso di cassa disponibile per il rimborso dei debiti e i debiti finanziari netti (cosiddetto *payout* del debito) a fine 2012 è risultato prossimo al 9% per le imprese italiane e spagnole, attestandosi su livelli inferiori rispetto a quelli registrati per le imprese francesi e inglesi (rispettivamente pari al 17% e al 22% circa) ma superiori a quello relativo alle principali società quotate tedesche (7% circa). Tale rapporto si discosta da quello medio dell'ultimo decennio per circa il 50% delle maggiori società tedesche e per il 30% di quelle spagnole, a fronte di una quota prossima al 15% per le principali società italiane. Queste ultime, grazie alla netta crescita registrata nel 2012 dal rapporto tra disponibilità liquide e debiti a breve, mostrano condizioni di liquidità sostanzialmente in linea con quelle dei *competitors* europei.

Figura 3.5 – *Payout* del debito e copertura dei debiti a breve delle maggiori imprese quotate non finanziarie nei principali paesi europei

(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a giugno 2013 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani.

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

3. Le società non finanziarie

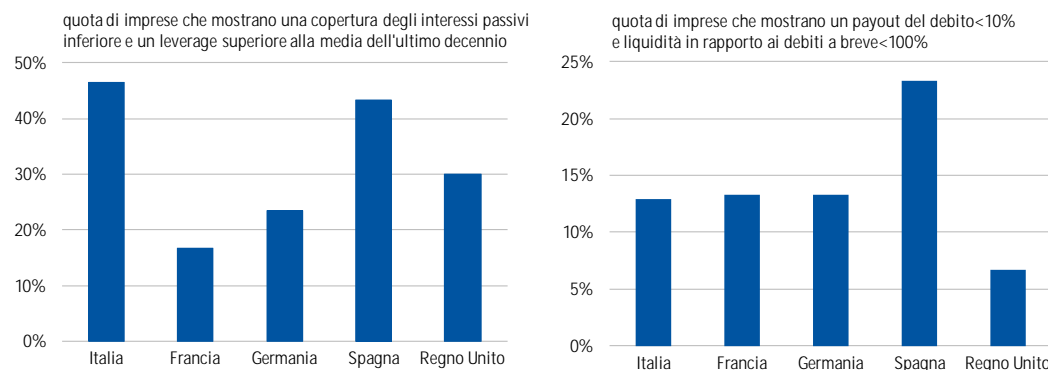
4. Le banche

La concomitanza di bassa redditività e squilibrio nelle fonti di finanziamento determina una maggiore vulnerabilità finanziaria per le società italiane e spagnole ...

In Italia e Spagna la quota di società che hanno registrato un peggioramento rispetto alla media degli ultimi dieci anni, sia della copertura degli interessi passivi (Ebit/oneri finanziari) sia del *leverage*, risulta superiore al 40%, a fronte di valori pari o inferiori al 30% per Francia, Germania e Regno Unito. In Spagna, inoltre, è più elevata la quota di imprese caratterizzate sia da un flusso di cassa disponibile per il rimborso dei debiti relativamente basso rispetto all'ammontare dei debiti stessi sia da disponibilità liquide inferiori ai debiti finanziari a breve termine (oltre il 20% a fronte di una quota pari a circa il 14% per le società italiane, tedesche e francesi e prossima al 6% per le società inglesi).

Figura 3.6 – Vulnerabilità finanziaria delle maggiori imprese quotate nei principali paesi europei

(numero di società in percentuale del campione esaminato a fine 2012)



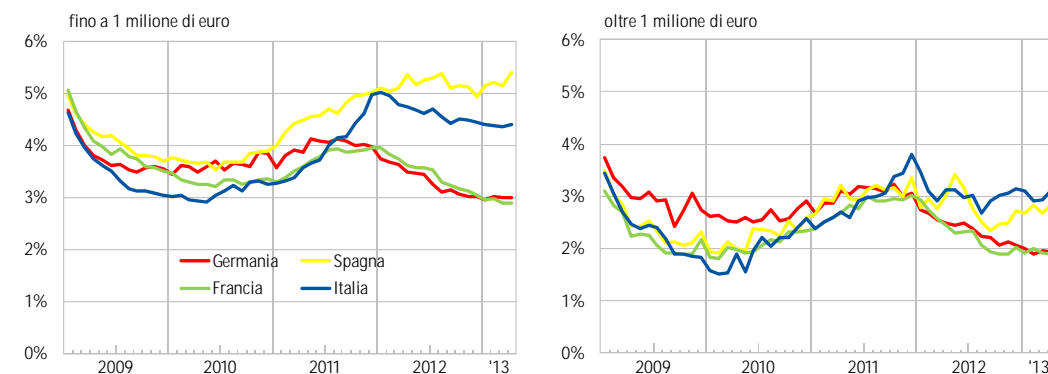
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a giugno 2013 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani.

... che sperimentano anche un maggiore costo del finanziamento bancario

La vulnerabilità delle società non finanziarie italiane e spagnole viene accentuata anche dall'aumento del costo del finanziamento bancario sperimentato a partire dalla metà del 2011. I tassi di interesse sui nuovi finanziamenti concessi dalle banche, infatti, hanno subito un notevole incremento in Italia e Spagna, attestandosi ad aprile 2013 al 3% per le imprese di maggiori dimensioni, a fronte di valori prossimi al 2% in Francia e Germania. Il divario nel costo del credito bancario risulta ancor più marcato per le imprese di medie e piccole dimensioni, che sostengono tassi di interesse prossimi al 4,5% in Italia e al 5,5% in Spagna, a fronte del 3% in Francia e Germania.

Figura 3.7 – Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro alle società non finanziarie nei principali paesi dell'Area euro

(dati mensili; gennaio 2009 – aprile 2013)



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

Risk dashboard

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati

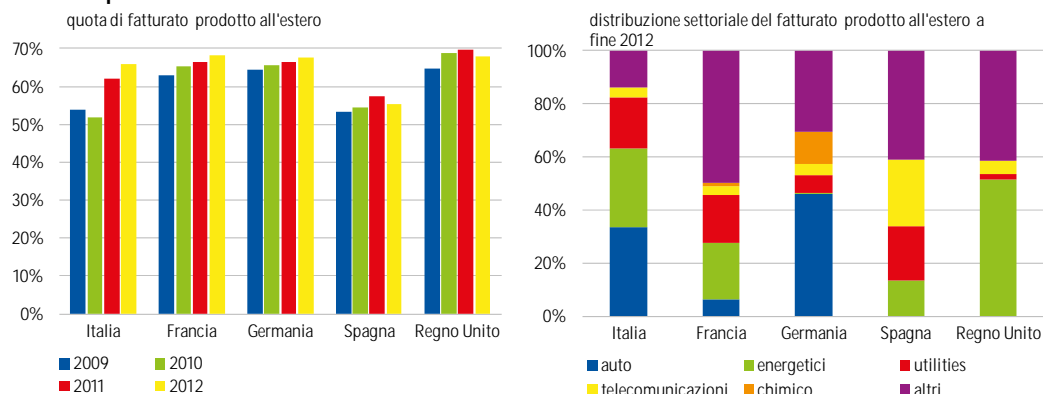
3. Le società non finanziarie

4. Le banche

La quota del fatturato estero delle imprese italiane è cresciuta ed è in linea con quella delle imprese dei principali paesi europei

Le maggiori società quotate non finanziarie mostrano un elevato grado di internazionalizzazione, con una quota di fatturato prodotto all'estero che a fine 2012 superava il 60% del totale in tutti i principali paesi europei. In particolare, negli ultimi due anni, le principali imprese italiane hanno incrementato notevolmente la quota del fatturato estero che si riferisce per la maggior parte al settore auto e componentistica, al settore energetico e servizi pubblici connessi alla fornitura di elettricità. Per la Germania il dato risulta rilevante soprattutto con riferimento al settore auto.

Figura 3.8 – Grado di internazionalizzazione delle maggiori imprese quotate nei principali paesi europei



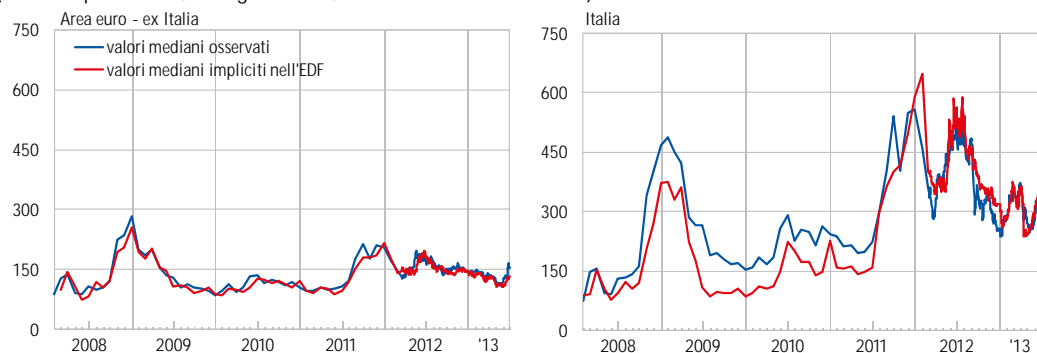
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a giugno 2013 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. La voce altri comprende i settori: materie prime, aerospaziali, prodotti personali e per la casa, media, trasporti, costruzioni, macchinari industriali, distribuzione, viaggi e tempo libero, alimentari e tabacco.

La maggiore vulnerabilità delle società non finanziarie italiane rispetto a quelle europee emerge anche dal livello delle quotazioni dei CDS e dalle stime delle probabilità di insolvenza

Il valore mediano delle quotazioni dei CDS a 5 anni relativi alle principali società non finanziarie europee, dalla fine del 2011, mostra una lieve tendenza alla riduzione, segnalando una minore percezione del rischio di credito da parte del mercato. I valori impliciti dei CDS calcolati sulla base di modelli teorici di determinazione del rischio di credito risultano, inoltre, allineati con le quotazioni effettive. Il valore mediano delle quotazioni dei CDS a 5 anni relativi alle maggiori società italiane rimane significativamente superiore a quello europeo; la maggiore rischiosità delle imprese italiane si conferma, inoltre, anche con riferimento alle quotazioni implicite dei CDS calcolate sulla base di modelli teorici.

Figura 3.9 – 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; 31/01/2008 - 30/06/2013)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Credit Edge. I dati si riferiscono a un campione di 68 società quotate dell'Area euro incluse negli indici dei CDS corporate Thomson Reuters per le quali si dispone di dati sulla frequenza attesa di default e di 7 società quotate italiane (Cir, Fiat, Edison, Enel, Eni, Finmeccanica, Telecom Italia).

Risk dashboard

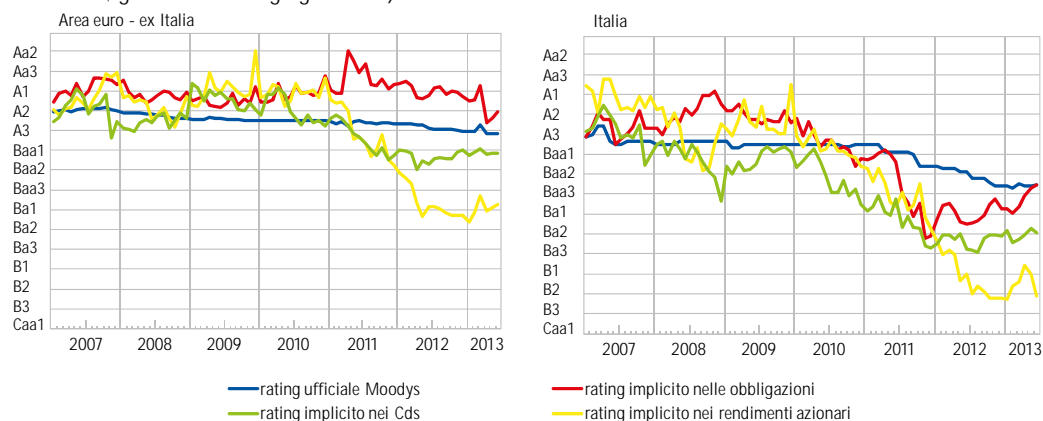
- 1. Il quadro macroeconomico
- 2. I mercati
- 3. Le società non finanziarie**
- 4. Le banche

In Italia migliora lievemente la percezione del rischio di credito delle società non finanziarie implicite nei prezzi delle obbligazioni

Il rating ufficiale rilasciato dall'agenzia Moody's per le principali società non finanziarie quotate europee continua in media a risultare più basso rispetto al rating implicito nei prezzi delle obbligazioni. In Italia il merito di credito sotteso agli *spread* obbligazionari continua ad evidenziare, tuttavia, una percezione del rischio di credito da parte del mercato più severa rispetto a quella dell'agenzia Moody's, anche se in chiara flessione nel corso del 1° semestre 2013.

Figura 3.10 – Rating impliciti nei prezzi degli strumenti finanziari delle principali imprese quotate non finanziarie europee e italiane

(dati mensili; gennaio 2007 - giugno 2013)



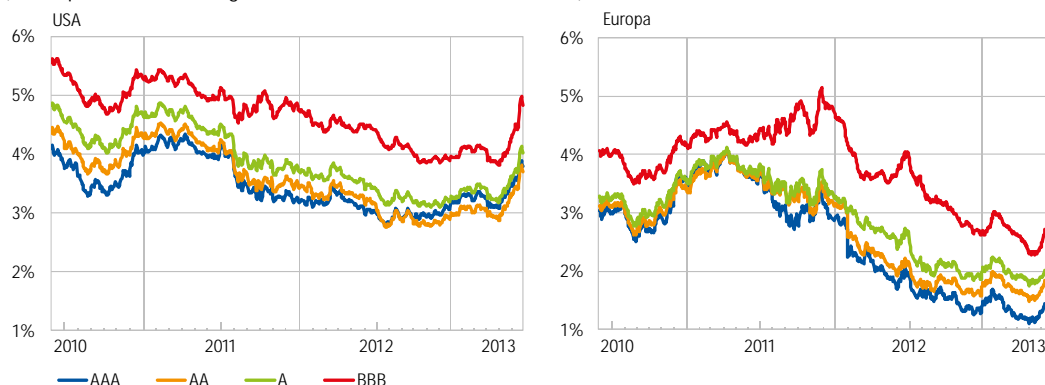
Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Dati medi relativi alle imprese *corporate* appartenenti al Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società non finanziarie italiane) e le società non finanziarie italiane incluse nel Ftse Mib.

I rendimenti delle obbligazioni *corporate* mostrano un netto rialzo ma gli *spread* sono stabili

A partire da fine maggio 2013 i rendimenti delle obbligazioni emesse da società non finanziarie hanno mostrato un netto rialzo, dopo il calo esibito nel corso del 2012. Tale andamento riflette tuttavia in larga misura l'incremento del rendimento dei titoli *benchmark* governativi, mentre gli *spread* sono rimasti sostanzialmente invariati e si collocano su valori storicamente molto bassi. Tuttavia, in Europa, nonostante la più accentuata debolezza dell'attività economica rispetto agli USA, gli *spread* delle obbligazioni di società non finanziarie si mantengono su livelli nettamente inferiori rispetto a quelli delle obbligazioni statunitensi. Gli *spread* obbligazionari restano quindi su livelli storicamente molto bassi, in un contesto in cui assume sempre più rilevanza il fenomeno del *search for yield* da parte degli investitori (ossia la ricerca di opportunità di investimento in attività che offrono rendimenti elevati) alla luce di tassi di interesse sui titoli governativi estremamente bassi in tutte le principali economie avanzate.

Figura 3.11 – Rendimenti delle obbligazioni emesse da società non finanziarie

(valori percentuali; dati giornalieri; 01/06/2010 - 30/06/2013)



Fonte: Thomson Reuters Eikon. I dati si riferiscono agli indici Iboxx elaborati da Markit.

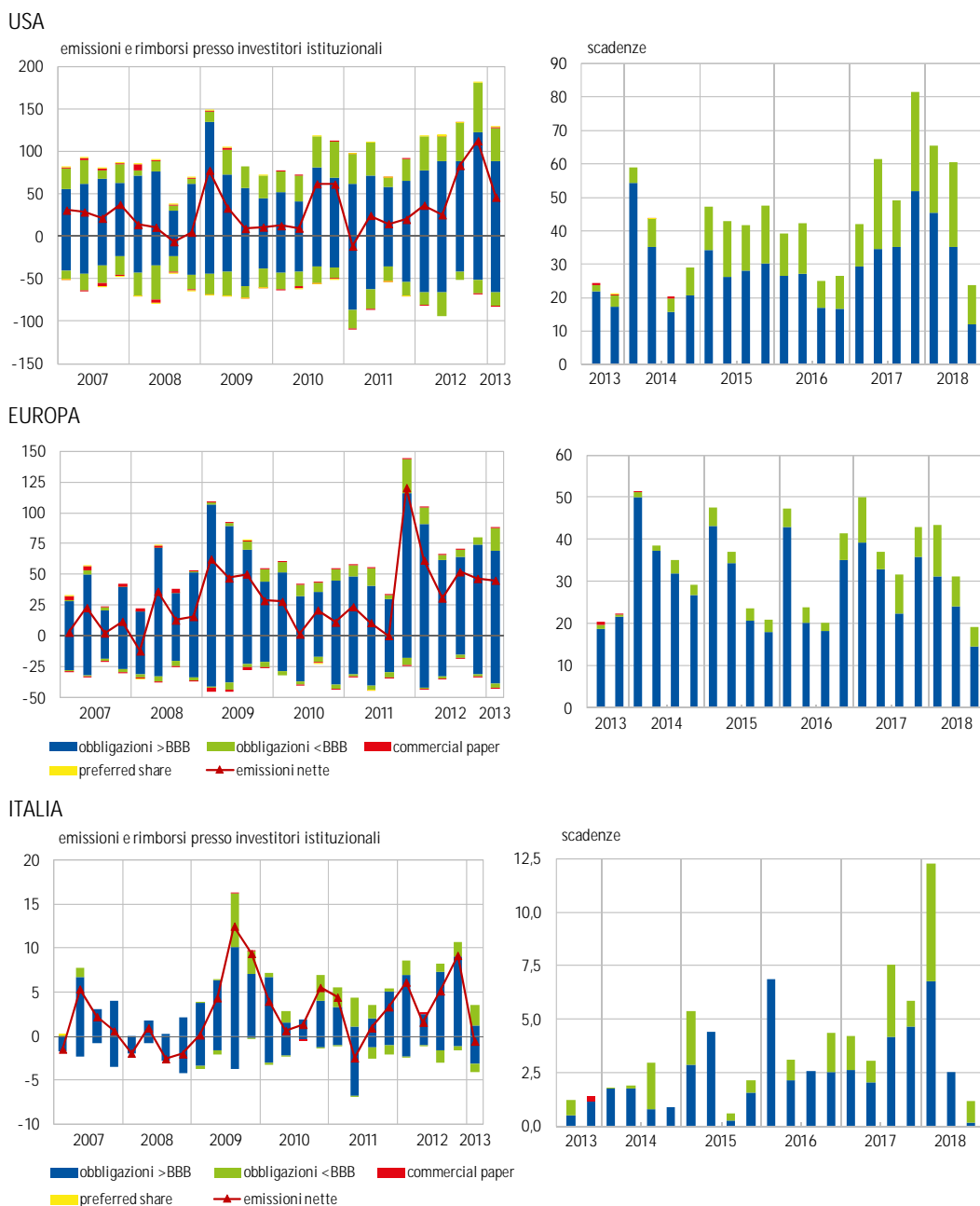
Risk dashboard

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

La raccolta degli emittenti *corporate* sul mercato obbligazionario rimane sostenuta

Nel corso del 2012 le emissioni obbligazionarie nette delle società non finanziarie sono cresciute sia negli USA sia in Europa. Nel primo trimestre 2013, invece, il mercato obbligazionario ha fatto registrare un andamento differenziato nelle due aree: i collocamenti netti, infatti, hanno mostrato una significativa flessione negli USA, mentre in Europa sono cresciuti grazie soprattutto alle emissioni di titoli con rating speculativo (inferiore a BBB). Questo tipo di emissioni risultano in aumento anche in Italia, sebbene l'ammontare complessivo di nuove emissioni si sia marcatamente ridotto nel primo trimestre dell'anno e le emissioni nette siano state negative. Per le imprese europee e quelle americane, il rischio di rifinanziamento risulta contenuto con riferimento ai titoli in scadenza entro il 2013, mentre è più significativo rispetto alle obbligazioni in scadenza nel 2014.

Figura 3.12 – Emissioni e scadenze di obbligazioni di società non finanziarie
(dati trimestrali in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. 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

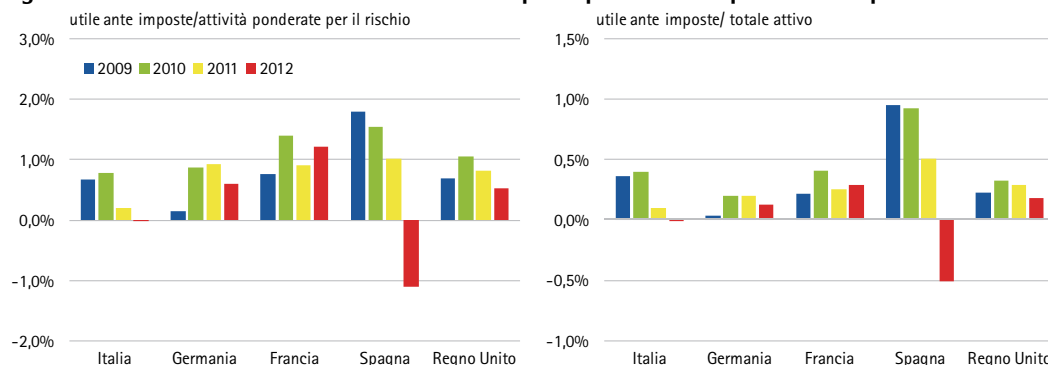
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati
3. Le società non finanziarie
4. Le banche

Le banche

Nel 2012 la redditività delle principali banche quotate europee si è ridotta. Gli istituti di credito italiani continuano a mostrare una minore redditività rispetto ai principali *competitors* tedeschi, francesi e inglesi

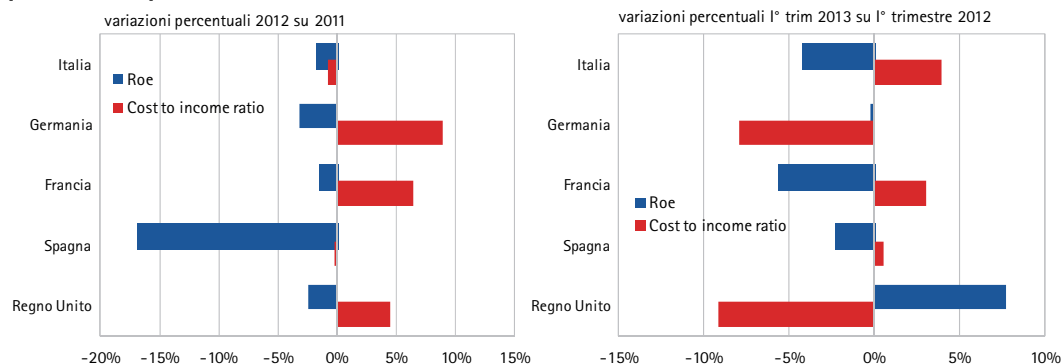
Nel corso del 2012 la redditività delle principali banche quotate europee ha subito un deterioramento, sia rispetto al totale attivo sia rispetto al patrimonio netto, ad eccezione della Francia per la quale l'utile ante imposte in percentuale dell'attivo ha registrato una lieve crescita. Il fenomeno risulta particolarmente accentuato in Spagna, dove alcune delle maggiori banche hanno realizzato significative perdite. Gli istituti di credito italiani continuano a mostrare una minore redditività rispetto ai principali *competitors* tedeschi, francesi e inglesi in relazione sia alle attività ponderate per il rischio sia al totale attivo. I dati contabili relativi al primo trimestre del 2013 mostrano un ulteriore deterioramento in Italia, Francia e Spagna e un miglioramento per le banche inglesi. Nel corso del 2012, inoltre, l'efficienza operativa (misurata dal *cost-to-income ratio*) è peggiorata per i principali gruppi bancari europei, ad eccezione di quelli italiani e spagnoli, che non hanno evidenziato variazioni significative rispetto all'anno precedente. Quanto alla composizione dei ricavi, nel 2012 è cresciuto il peso dei proventi derivanti dall'attività di negoziazione per tutti i principali gruppi bancari, ad eccezione di quelli spagnoli; conseguentemente si è ridotto il contributo delle componenti reddituali più stabili quali il margine di interesse e le commissioni nette.

Figura 4.1 – Evoluzione della redditività delle principali banche quotate europee



Fonte: elaborazioni sui 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 (dal 2011), Caixa Bank, Banco Popular, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland). L'utile ante imposte è al lordo delle rettifiche sull'avviamento.

Figura 4.2 – Evoluzione della redditività e dell'efficienza operativa delle principali banche quotate europee

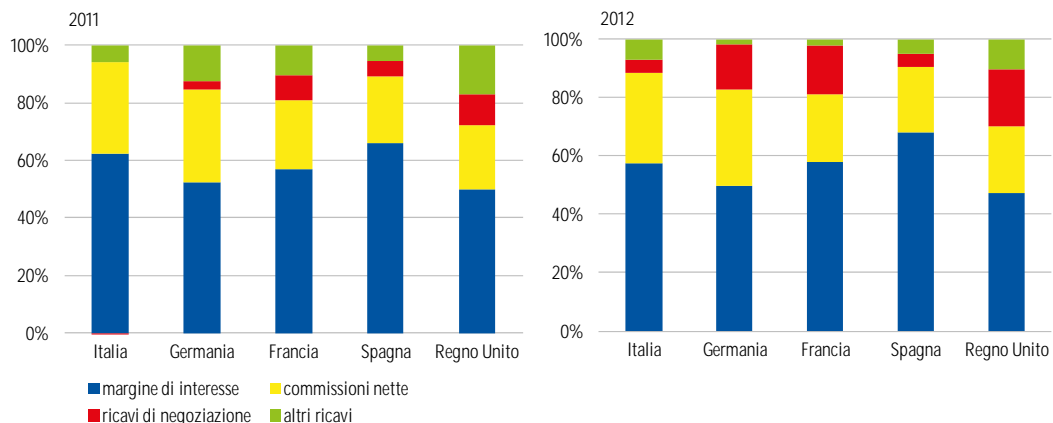


Fonte: elaborazioni su bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, 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. I dati al 31 marzo sono parzialmente stimati.

Risk dashboard

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

Figura 4.3 – Evoluzione della composizione dei ricavi delle principali banche quotate europee

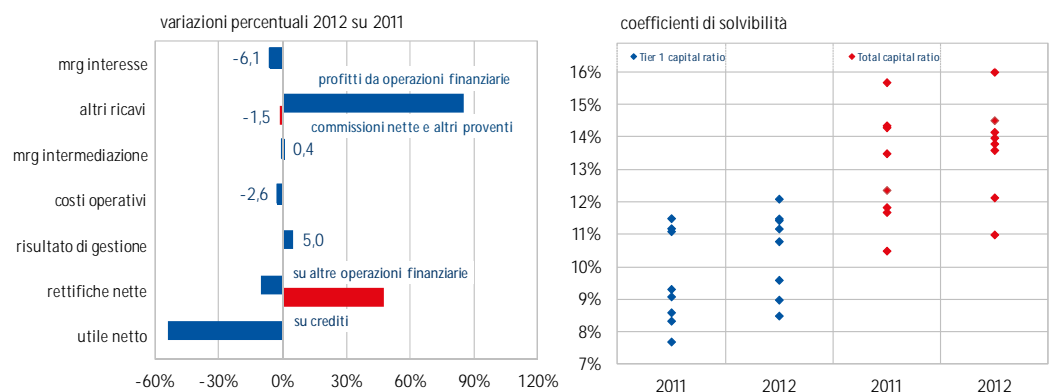


Fonte: elaborazioni sui bilanci consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, Credit Industriel et Commercial, BBVA, Santander, Bankia (dal 2011), Caixa Bank, Banco Popular, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland).

La redditività dei principali gruppi bancari italiani risulta in forte calo principalmente per effetto dell'incremento delle rettifiche sui crediti

Nel 2012 i primi otto gruppi bancari italiani hanno mostrato un calo sia del margine di interesse sia delle commissioni nette, a fronte di un notevole aumento dei profitti da operazioni finanziarie; il margine di intermediazione è, pertanto, rimasto sostanzialmente stabile rispetto al 2011. L'utile netto ha subito, invece, una forte contrazione per effetto del marcato incremento delle rettifiche sui crediti, dovuto all'andamento sfavorevole del ciclo economico. I coefficienti patrimoniali (*tier1 ratio* e *total capital ratio*) sono aumentati nel corso del 2012 per quasi tutti i maggiori gruppi italiani.

Figura 4.4 – 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.

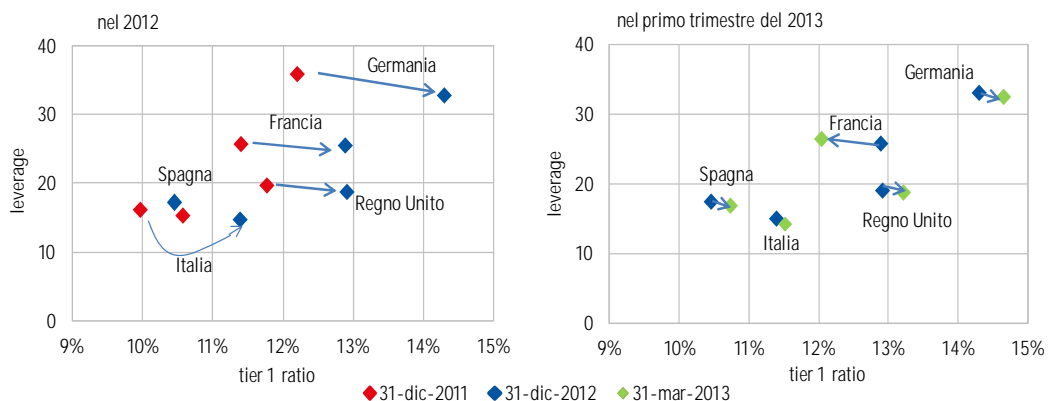
I coefficienti patrimoniali sono migliorati per quasi tutte le maggiori banche europee ...

L'adeguatezza patrimoniale è notevolmente migliorata per le banche di tutti i principali paesi europei, ad eccezione di quelle spagnole, per le quali si registra una sostanziale stabilità. Nel primo trimestre del 2013 le banche francesi sono le uniche a segnare un'evoluzione negativa del grado di patrimonializzazione, con una riduzione del *tier 1 ratio* di quasi un punto percentuale. Il rapporto tra attivi bancari e patrimonio netto (*leverage*) è rimasto pressoché invariato per tutti i maggiori istituti bancari europei. Le banche italiane e spagnole continuano a caratterizzarsi per una minore patrimonializzazione ma anche per un più basso *leverage*.

Risk dashboard

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

Figura 4.5 – Evoluzione della patrimonializzazione e del *leverage* delle principali banche quotate europee

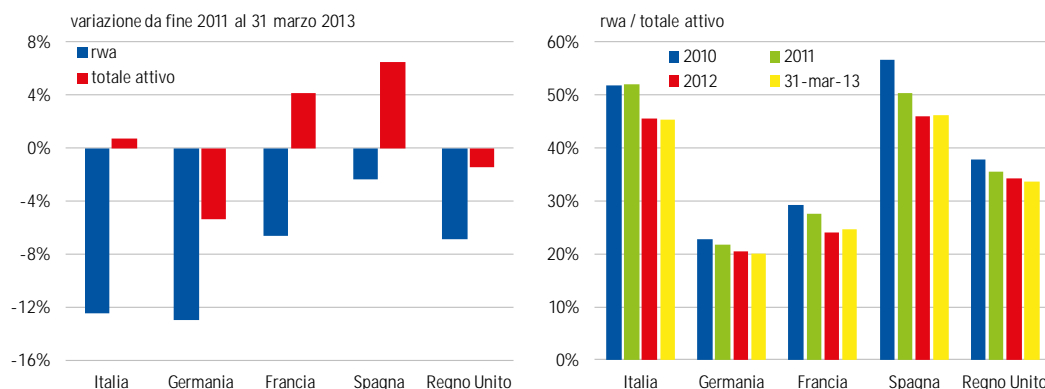


Fonte: elaborazioni su bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, 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). I dati al 31 marzo sono parzialmente stimati.

... soprattutto a causa della riduzione degli attivi bancari ponderati per il rischio

Il rafforzamento patrimoniale delle maggiori banche europee registrato nel 2012 è riconducibile principalmente al calo degli attivi bancari ponderati per il rischio che potrebbe riflettere una revisione dei modelli per la misurazione del rischio piuttosto che una riduzione o ricomposizione degli attivi. Per le banche italiane e spagnole il rapporto tra attività ponderate e non ponderate per il rischio continua ad attestarsi su livelli significativamente superiori a quello dei *competitors* europei. Tale divario dipende verosimilmente da una diversa composizione degli attivi, come si evince dal minor peso delle attività finanziarie sul totale dell'attivo degli istituti italiani e spagnoli (si veda Risk outlook n. 5, dicembre 2012).

Figura 4.6 – 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, Bankia, Caixa Bank, Banco Popular, Banco Espanol de Crédito, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland). I dati al 31 marzo sono parzialmente stimati.

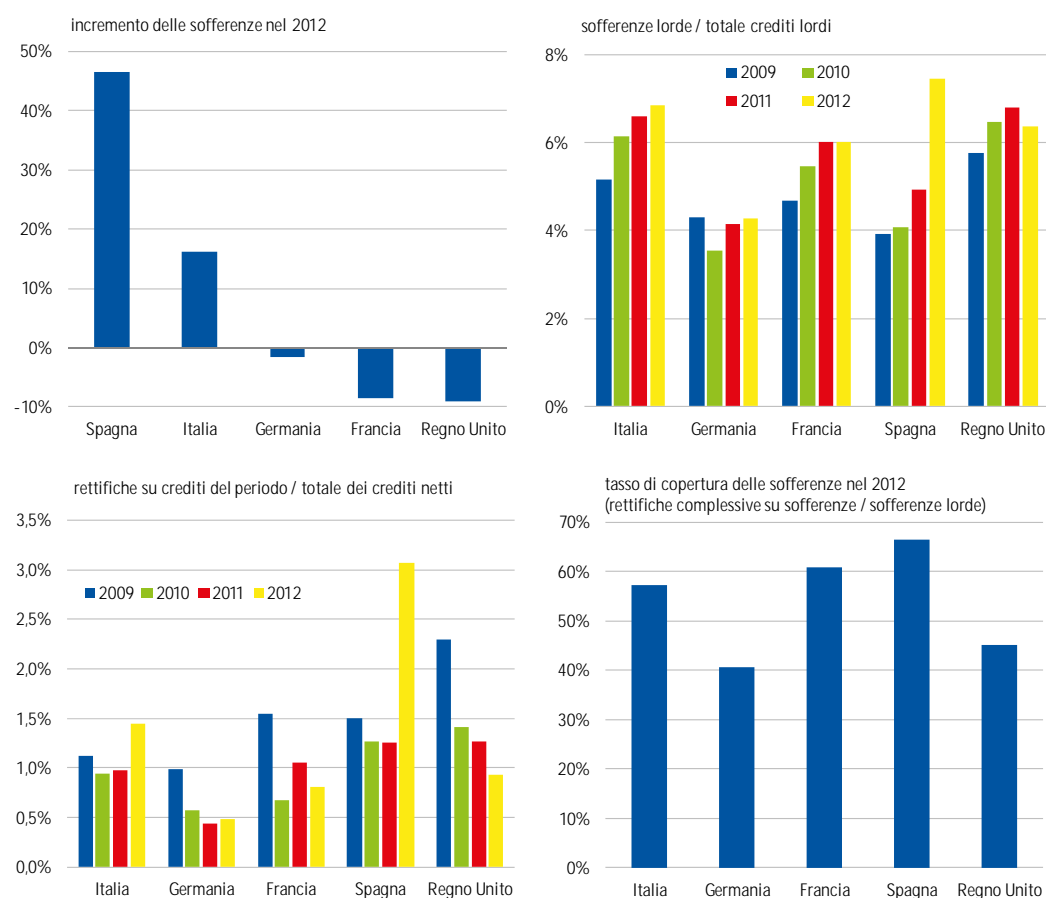
Risk dashboard

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

La qualità del credito continua a deteriorarsi in Italia e Spagna

A fine 2012 i principali gruppi bancari spagnoli hanno registrato una crescita delle consistenze dei crediti in sofferenza prossima al 50% e un conseguente aumento sia dell'incidenza delle sofferenze sui crediti lordi (pari a oltre il 7%) sia del costo del credito (che si attesta su valori superiori al 3% dall'1% circa dell'anno precedente). Il fenomeno interessa anche le banche italiane, sebbene in misura meno marcata rispetto a quelle spagnole. In Francia e Germania invece, la qualità del credito è rimasta sostanzialmente stabile rispetto al 2011, mentre per gli istituti di credito inglesi è lievemente migliorata. Il livello di copertura dei crediti in sofferenza, infine, è risultato più elevato per le banche italiane, francesi e spagnole.

Figura 4.7 – Evoluzione della qualità del credito delle principali banche quotate europee



Fonte: elaborazioni sui 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 (dal 2011), Caixa Bank, Banco Popular, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland). L'incremento delle sofferenze delle banche spagnole rispetto al 2011 risente parzialmente del consolidamento di Banca Civica da parte di Caixa Bank nel 2012. Dati parzialmente stimati.

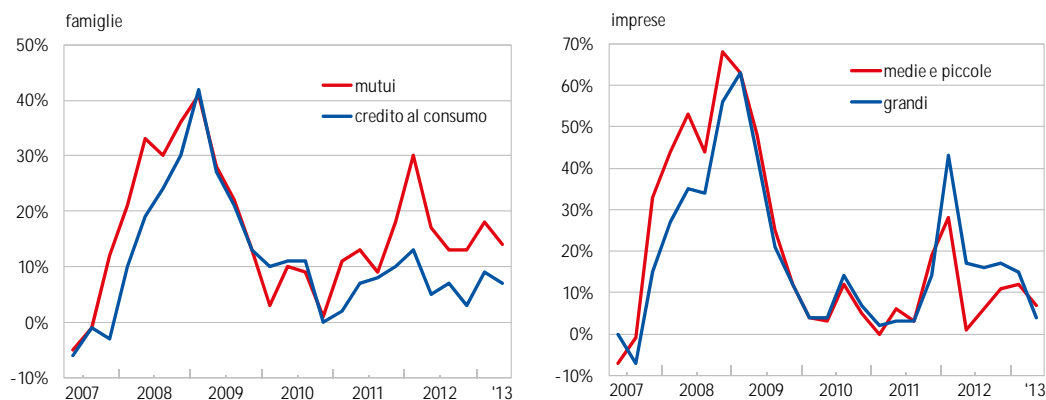
Le condizioni di accesso al credito bancario per le imprese nell'Area euro restano restrittive, sebbene nel primo trimestre 2013 si registri una prevalenza dei segnali di allentamento

Nel primo trimestre 2013 si è lievemente ridotta, rispetto al trimestre precedente, la quota di banche dell'Area euro che hanno segnalato un inasprimento delle condizioni nell'erogazione del credito a famiglie e imprese (al netto della quota di banche che hanno segnalato un allentamento). Il calo dell'indicatore di restrizione degli standard di concessione del credito è stato moderato per le piccole e medie imprese e più accentuato per quelle di grandi dimensioni. Le banche che hanno segnalato il peggioramento delle condizioni di accesso al credito indicano quale fattore determinante la valutazione negativa dell'*outlook* economico; risultano invece meno rilevanti, rispetto all'ultimo trimestre del 2012, i fattori connessi a vincoli di bilancio e le difficoltà di *funding*.

Risk dashboard

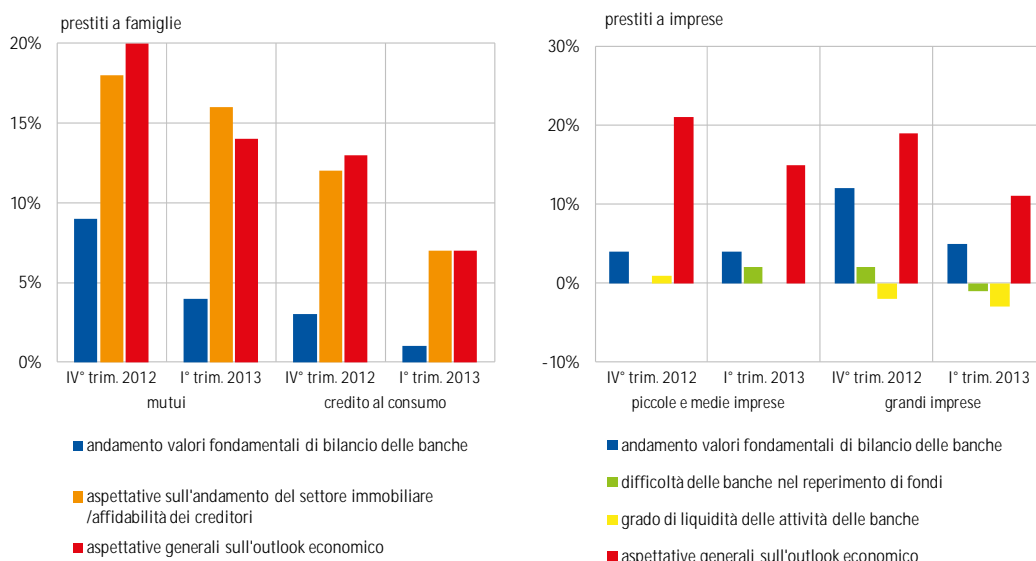
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati
3. Le società non finanziarie
4. Le banche

Figura 4.8 – Indicatori di restrizione degli standard di concessione del credito nell'Area euro
(dati trimestrali; 1° trimestre 2007 - 1° trimestre 2013)



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 4.9 – 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.

La riduzione del credito alle imprese continua ad aggravarsi nei paesi periferici dell'Area euro

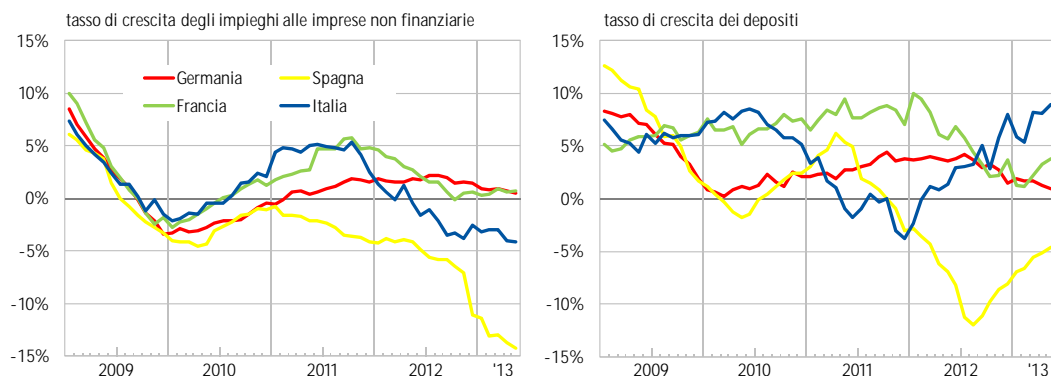
Nei primi mesi del 2013 gli impieghi bancari verso imprese non finanziarie hanno continuato a contrarsi in maniera significativa in Italia e ancor più in Spagna, mentre sono rimasti sostanzialmente stabili in Francia e Germania. Le banche spagnole, inoltre, continuano a sperimentare un calo dei depositi della clientela, sebbene meno marcato di quello osservato nella seconda metà del 2012 (-5% circa a maggio 2013 a fronte del -11%). Il tasso di crescita dei depositi bancari risulta, invece, positivo in Francia, Germania e Italia, dove, dopo la riduzione sperimentata verso la fine del 2011, è tornato a crescere a partire dalla seconda metà del 2012.

Risk dashboard

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

Figura 4.10 – Tasso di crescita degli impieghi alle imprese non finanziarie e dei depositi bancari

(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili; gennaio 2009 - maggio 2013)

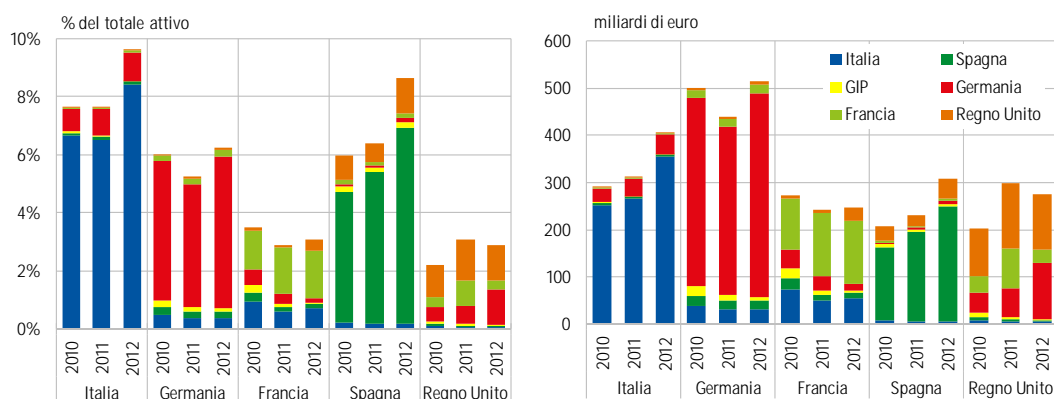


Fonte: BCE.

L'esposizione verso il debito sovrano domestico risulta significativa e in crescita per le banche italiane, tedesche e spagnole

Nel corso del 2012 le banche italiane, tedesche e spagnole hanno significativamente incrementato la propria esposizione verso il debito sovrano domestico; è rimasta, invece, sostanzialmente stabile quella nei confronti del debito di altri paesi europei (*core* e periferici). A fine 2012 i gruppi bancari francesi e inglesi si caratterizzano per una esposizione moderata verso il debito pubblico domestico ed estero, complessivamente prossima al 3% del totale attivo a fronte di valori superiori al 6% per le banche tedesche e oscillanti tra il 9% e il 10% circa, rispettivamente, per gli istituti di credito spagnoli e italiani.

Figura 4.11 – Esposizione delle banche dei principali paesi europei verso il settore pubblico domestico e di alcuni paesi europei



Fonte: elaborazioni su dati Banca dei Regolamenti Internazionali e Bruegel. I dati sono riferiti all'intero sistema bancario di Italia, Germania, Francia, Spagna e Regno Unito. Le esposizioni verso il paese di origine sono tratte da *Bruegel database of sovereign bond holdings* sviluppato in Merler e Pisani-Ferry (2012) e non includono le esposizioni creditizie non rappresentate da titoli pubblici.

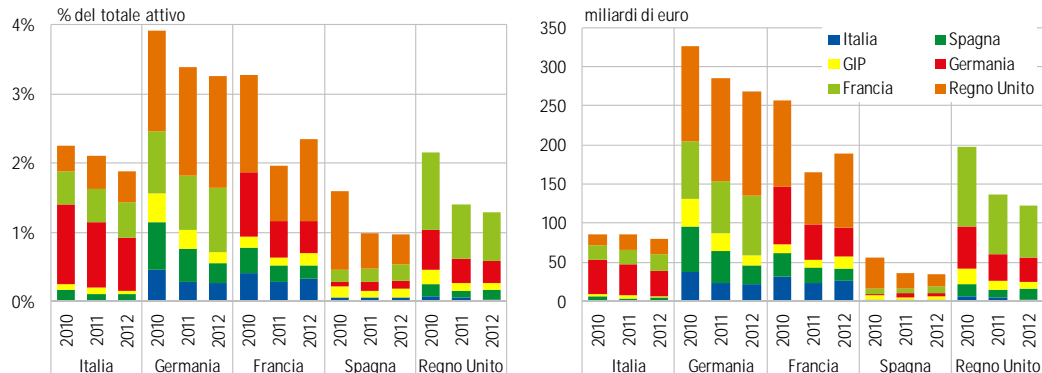
Si sono ridotte le esposizioni *cross-border* fra le banche dei principali paesi europei

Nel corso del 2012 le esposizioni *cross-border* fra le banche dei principali paesi europei hanno registrato un calo rispetto al 2010, sia in rapporto al totale attivo sia in termini assoluti. Le banche italiane, tuttavia, evidenziano una riduzione più contenuta rispetto ai *competitors* europei (il dato è sostanzialmente stabile se considerato in termini assoluti). L'esposizione *cross-border* delle banche verso il settore non bancario si è ridotta, invece, solo in Germania, Francia e Italia, mentre è rimasta sostanzialmente stabile in Spagna e Regno Unito. Gli istituti italiani mostrano la minore esposizione verso paesi europei che hanno richiesto aiuti ai fondi di salvataggio EFSF ed ESM, ossia Grecia, Irlanda, Portogallo (GIP) e Spagna (per la ricapitalizzazione del sistema bancario).

Risk dashboard

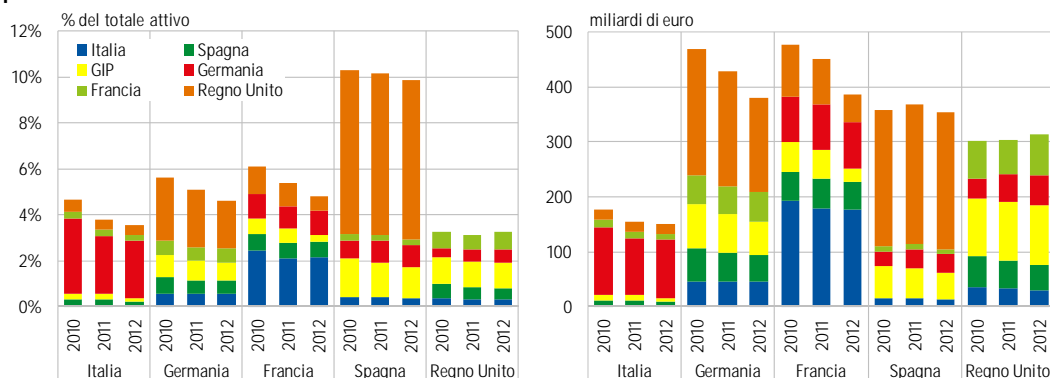
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati
3. Le società non finanziarie
4. Le banche

Figura 4.12 – Esposizioni *cross-border* fra le banche dei principali paesi europei



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

Figura 4.13 – Esposizioni estere delle banche dei principali paesi europei verso il settore privato non bancario

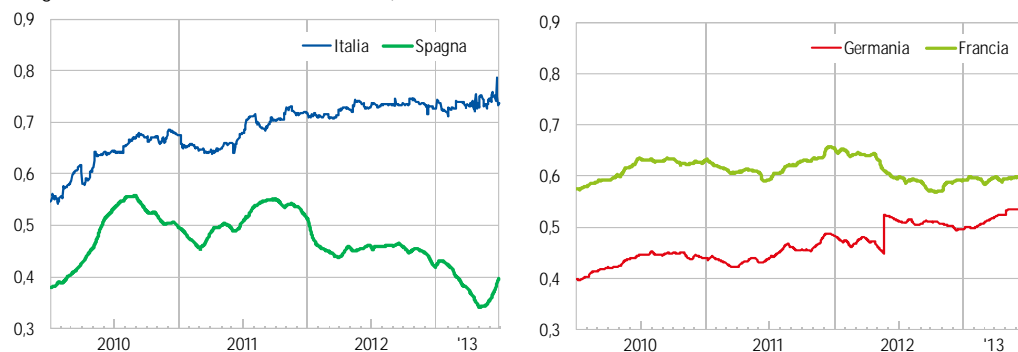


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I dati sono riferiti all'intero sistema bancario di Italia, Germania, Francia, Spagna e Regno Unito. I dati non includono le esposizioni verso il paese d'origine.

Per le banche italiane rimane elevata la correlazione tra le quotazioni dei relativi CDS e le quotazioni dei CDS sovrani

Gli investimenti diretti in titoli di Stato domestici costituiscono uno dei canali di trasmissione della crisi del debito sovrano alle banche. L'intensità di tale trasmissione, così come misurata dalla correlazione fra le quotazioni dei CDS sovrani e le quotazioni dei CDS delle banche, si mantiene su valori elevati per l'Italia e superiori a quelli riferibili ai principali paesi dell'Area euro. Le probabilità congiunte di *default* delle banche italiane, implicite nelle quotazioni dei CDS, si attestano su livelli più bassi rispetto a quelli registrati nei periodi di maggiore instabilità sui mercati, sebbene continuino a risultare superiori a quelle relative a un campione di grandi banche europee.

Figura 4.14 – Correlazione dinamica fra quotazioni dei CDS sovrani e quelli delle banche (dati giornalieri; 01/04/2009 - 30/06/2013)

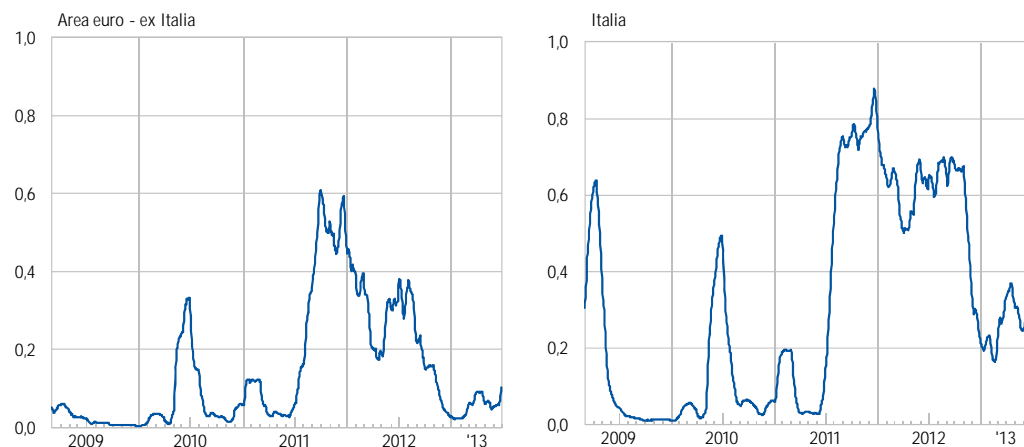


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Media mobile su 6 mesi. La correlazione dinamica è stimata secondo la metodologia di Engle (2002).

Risk dashboard

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

Figura 4.15 – Indicatore di probabilità congiunta di *default* implicita nelle quotazioni dei CDS
(dati giornalieri; 01/03/2009 – 30/06/2013)



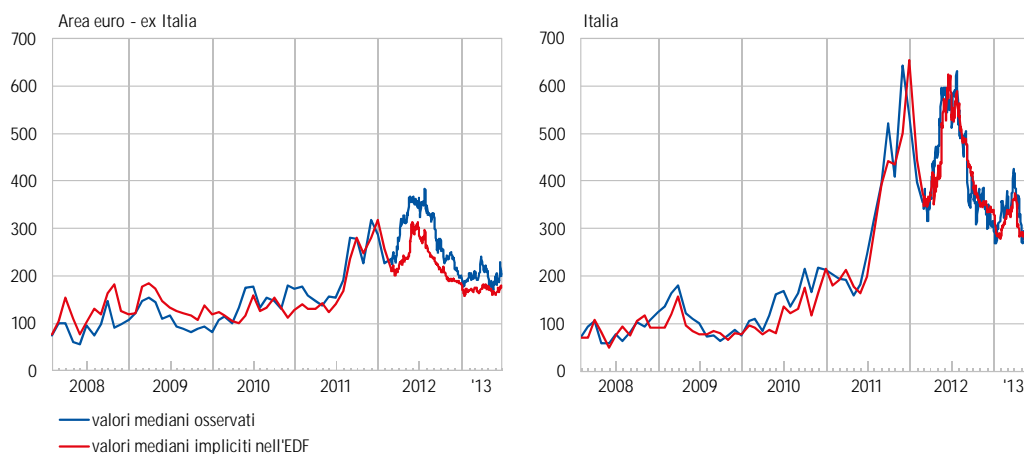
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Credit. Per l'Italia le banche considerate sono Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, mentre per l'Area euro le banche considerate sono Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank Berlin, Société Générale, Crédit Agricole, BNP Paribas, Natixis, BBVA, Santander, Caixa Bank, Banco Espanol de Credito, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland. Le probabilità sono stimate applicando il Markov switching regime model sulle serie delle variazioni giornaliere delle quotazioni dei credit default swap a 5 anni. L'indicatore è stato normalizzato tra zero (= bassa probabilità di *default*) ed uno (=alta probabilità di *default*).

La percezione del rischio di credito delle maggiori banche quotate nell'Area euro si è ridotta rispetto alle fasi più acute della crisi del debito sovrano

Nonostante il peggioramento della redditività e della qualità del credito, la percezione del rischio di credito delle principali banche quotate dell'Area euro ha continuato a ridursi nella prima metà del 2013. Le quotazioni dei CDS, infatti, si sono portate sui livelli registrati prima dell'inasprirsi della crisi del debito sovrano e continuano a rimanere in linea con quelle implicite calcolate sulla base di modelli teorici. Il rischio di credito delle banche quotate italiane, pur in flessione rispetto al 2012, si attesta, tuttavia, su valori più alti rispetto a quelli rilevati nell'Area euro.

Figura 4.16 – 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; 31/01/2008 – 30/06/2013)



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, BBVA, Santander, Caixa Bank, Banco Espanol de Credito, Banco de Sabadell, Barclays, HSBC, Lloyds e Royal Bank of Scotland.

Risk dashboard

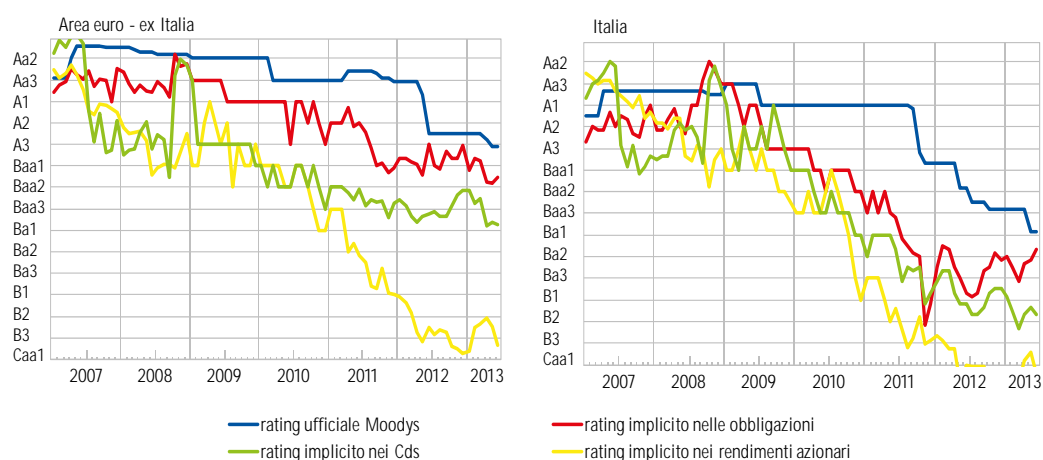
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati
3. Le società non finanziarie
4. Le banche

Migliora lievemente la percezione del rischio di credito delle banche europee implicite nei prezzi delle obbligazioni

Il rating ufficiale rilasciato dall'agenzia Moody's per le principali banche quotate europee continua a risultare sensibilmente più alto rispetto al rating implicito nei prezzi degli strumenti finanziari, che esprime la qualità del credito percepita dagli operatori. Nel primo semestre del 2013, tuttavia, nell'Area euro e, in particolare, in Italia si è rilevato un tendenziale miglioramento della percezione del rischio di credito implicita nei prezzi delle obbligazioni.

Figura 4.17 – Rating impliciti nei prezzi degli strumenti finanziari delle principali banche quotate europee e italiane

(dati mensili; gennaio 2007 - giugno 2013)



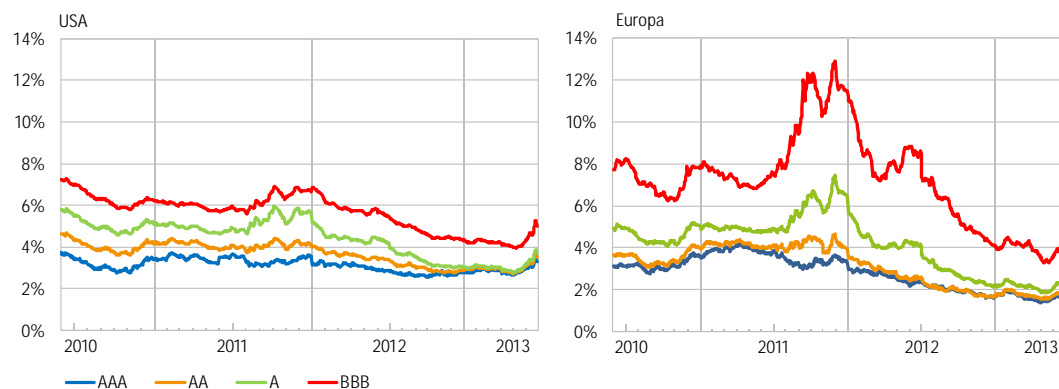
Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Date medi relative alle banche incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluso le banche italiane) e alle principali banche italiane con rating di Moody's (Banca Popolare di Milano, Intesa, Mps, Unicredit, Ubi, Banco Popolare).

Sul mercato secondario i rendimenti delle obbligazioni bancarie mostrano un rialzo ...

Analogamente a quanto osservato per il settore non finanziario (si veda 'Le società non finanziarie'), a partire da fine maggio 2013 i rendimenti delle obbligazioni bancarie hanno mostrato un rialzo, dopo essersi ridotti nel corso del 2012, sia negli USA sia in Europa e riguarda tutte le classi di rating di livello non speculativo (da AAA a BBB). Tale andamento riflette in larga misura l'incremento del rendimento dei titoli *benchmark* governativi, mentre gli *spread* sono rimasti sostanzialmente invariati su valori storicamente molto bassi.

Figura 4.18 – Rendimenti delle obbligazioni bancarie

(valori percentuali; dati giornalieri; 01/06/2010 - 30/06/2013)



Fonte: Thomson Reuters Eikon. I dati si riferiscono agli indici Iboxx elaborati da Markit.

Risk dashboard

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

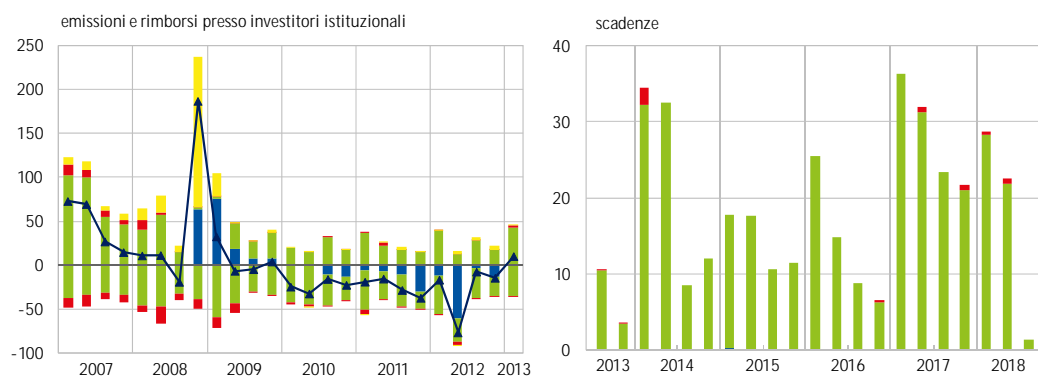
... mentre il mercato primario rimane stagnante

La raccolta obbligazionaria delle banche continua a caratterizzarsi per un'attività stagnante, sia negli USA (dove comunque nel primo trimestre 2013 si sono registrate emissioni nette positive per la prima volta dal primo trimestre 2009) sia in Europa. L'ammontare di obbligazioni bancarie in scadenza nel 2013 risulta contenuto negli USA e più significativo in Europa. In Italia, le emissioni lorde si sono ulteriormente ridotte nel primo trimestre del 2013 rispetto al trimestre precedente; permangono, inoltre, le difficoltà di provvista presso investitori istituzionali. Per le banche italiane, infine, risulta significativo l'ammontare di obbligazioni in scadenza entro il 2013.

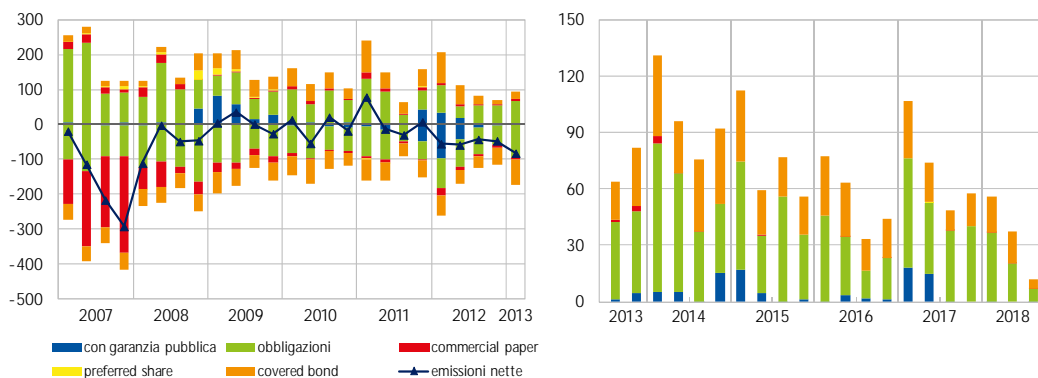
Figura 4.19 – Emissioni e scadenze di obbligazioni bancarie

(dati trimestrali in miliardi di euro)

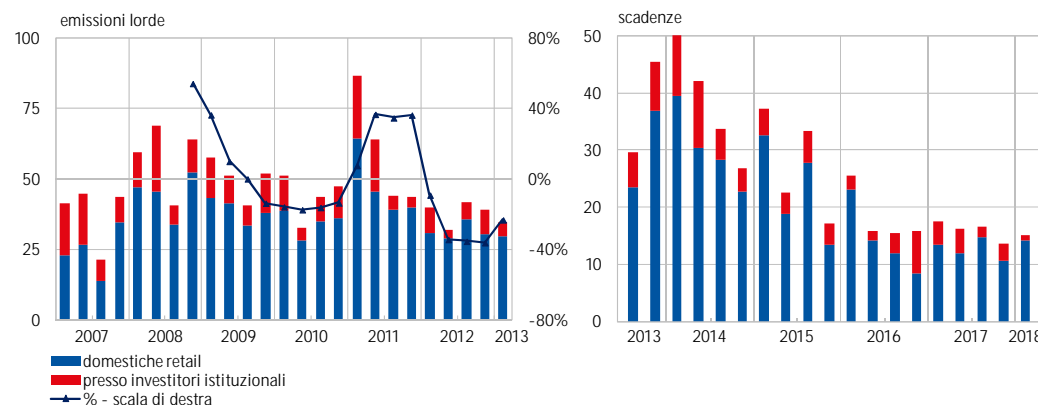
USA



EUROPA



ITALIA



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. 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).

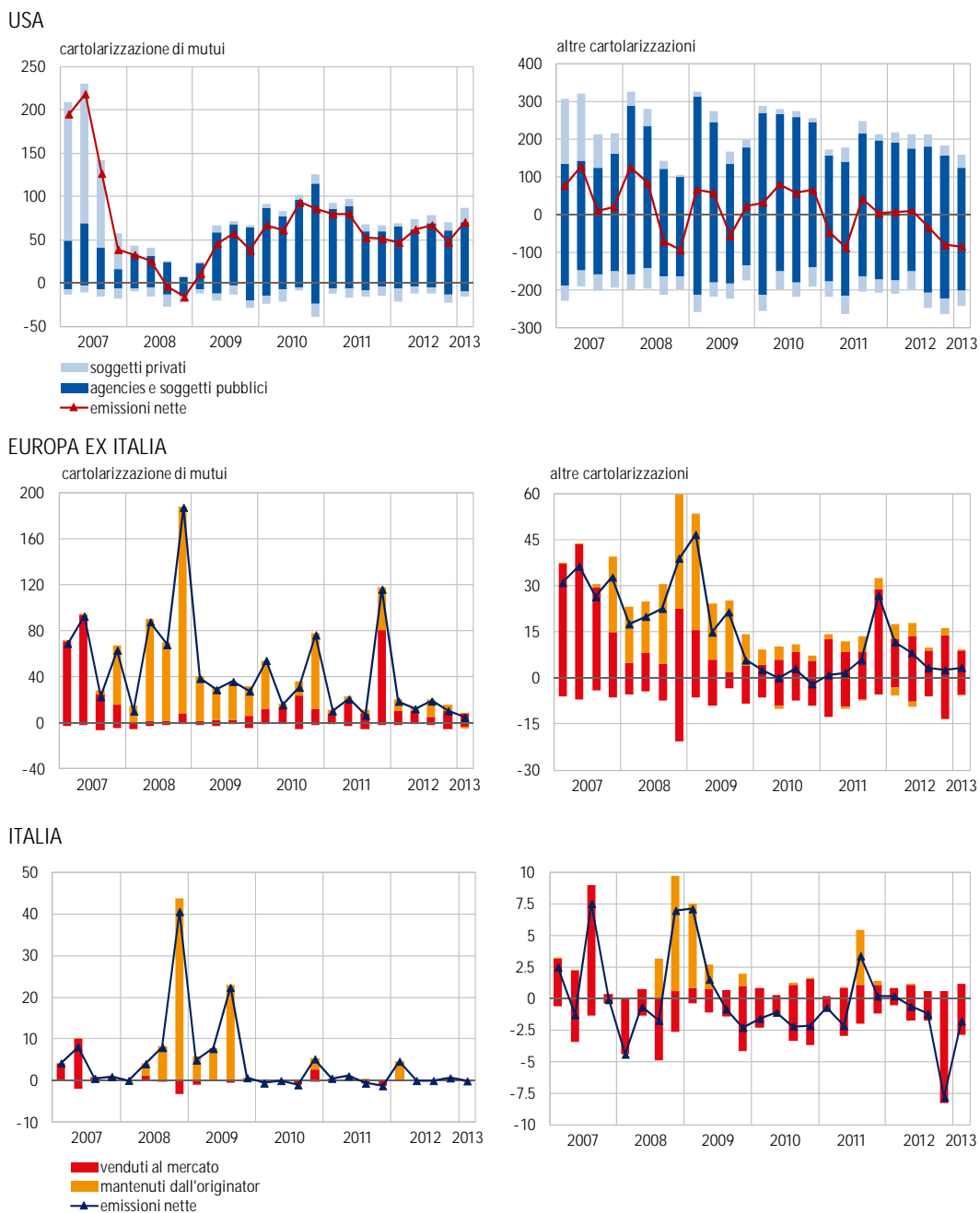
Risk dashboard

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

L'attività sul mercato primario delle cartolarizzazioni, soprattutto quelle collegate a mutui, rimane su livelli molto bassi rispetto a quelli registrati prima della crisi *subprime*

Anche il mercato delle cartolarizzazioni resta stagnante sia negli USA, sia in Europa. Negli USA le emissioni nette di cartolarizzazioni collegate a mutui riferibili principalmente ad *agencies* si mantengono su livelli notevolmente inferiori a quelli registrati nel 2007. In Europa non si registrano operazioni significative con riferimento alle cartolarizzazioni collegate ai mutui, mentre le emissioni nette collegate ad altre classi di attivi sono prossime allo zero. In Italia, il mercato delle cartolarizzazioni collegate a mutui risulta sostanzialmente fermo, con emissioni nette pressoché nulle a partire dal 2010; le altre cartolarizzazioni mostrano emissioni nette negative negli ultimi quattro trimestri.

Figura 4.20 – Emissioni di cartolarizzazioni
(dati trimestrali in miliardi di euro)



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.