



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Risk Outlook

Divisione Studi
Ufficio Studi Economici

Roma, 24 febbraio 2014



Risk Outlook Consob

Il Risk Outlook n. 7 è stato curato da: Nadia Linciano (coordinatrice), Valeria Caivano, Francesco Fancello, Monica Gentile, Claudia Guagliano, Lucia Pierantoni, Eugenia Della Libera.

Le opinioni espresse nel Risk Outlook sono personali degli autori e non impegnano in alcun modo la Consob. Nel citare i contenuti del rapporto, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici.

Il rapporto è disponibile sul sito Consob:

http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/report/risk_outlook/index.html.

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

OUTLINE

- I. I mercati azionari**
- II. I mercati obbligazionari**
- III. Le banche**
- IV. Vulnerabilità e rischi nell'Area euro**

I mercati azionari



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

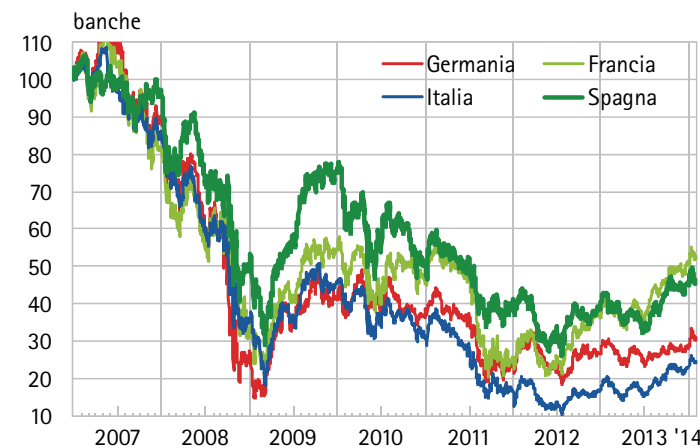
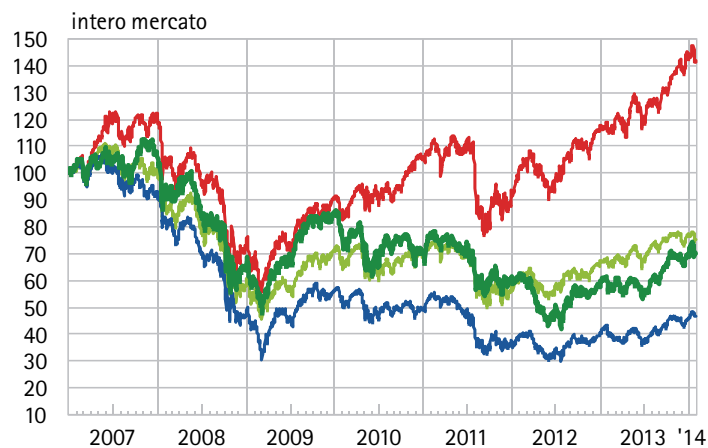
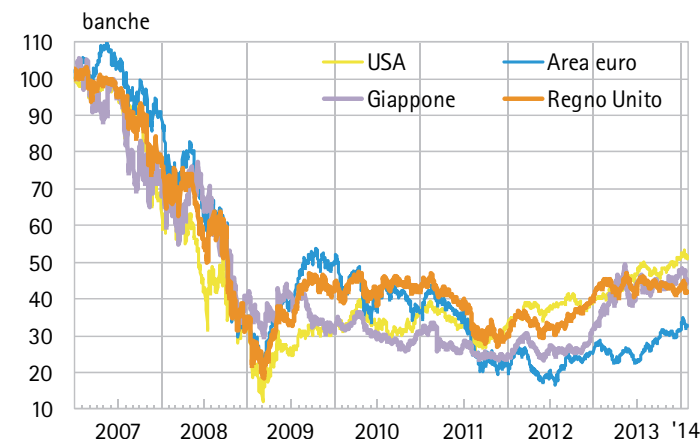
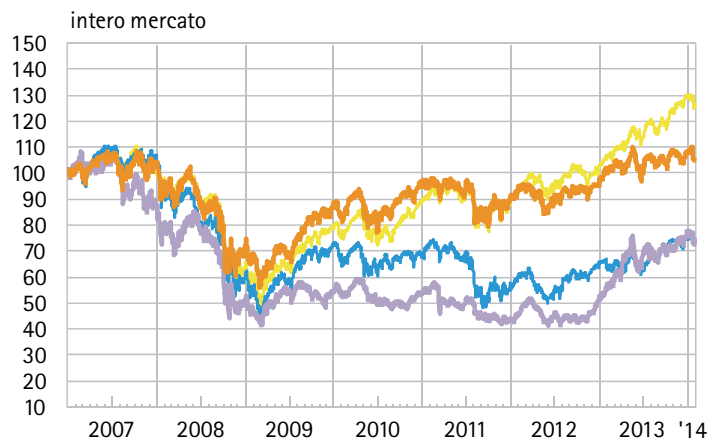
I corsi azionari nelle principali economie avanzate

Nella seconda metà del 2013, i mercati azionari delle principali economie avanzate hanno registrato un andamento positivo (9% in UK, 15% in US e Giappone, 20% nell'Area euro).

Nell'Area euro, gli indici azionari sono cresciuti sia nei paesi *core* sia nei paesi periferici (15% in Francia, 20% in Germania, 28% in Spagna e 25% in Italia).

Nel mese di gennaio 2014 si è registrata una correzione al ribasso.

Indici azionari in alcune economie avanzate e nell'Area euro
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 31/01/2014; 01/01/2007 = 100)



Fonte: Thomson Reuters.

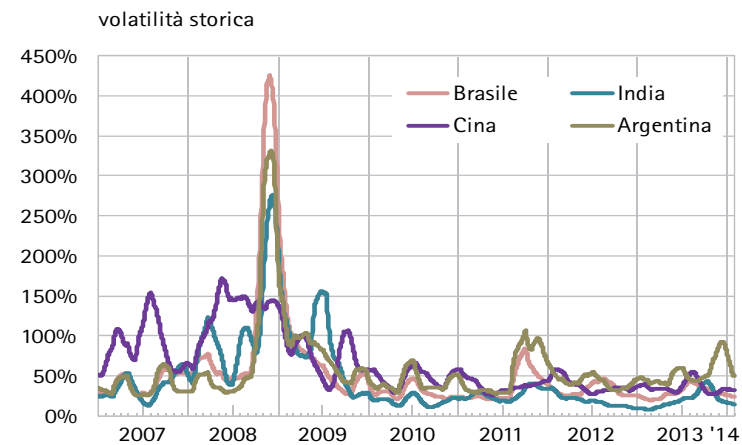
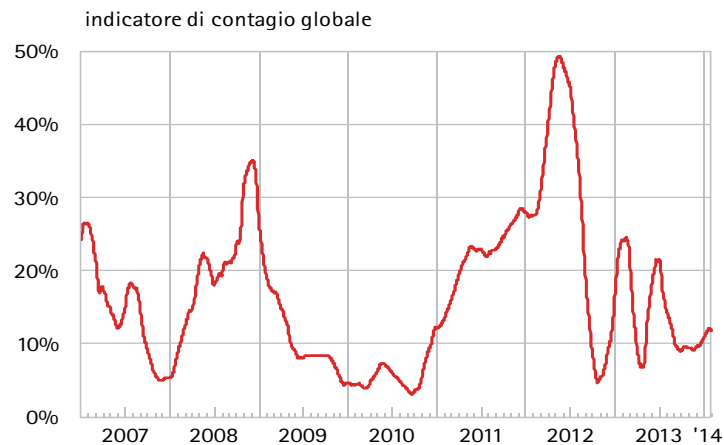
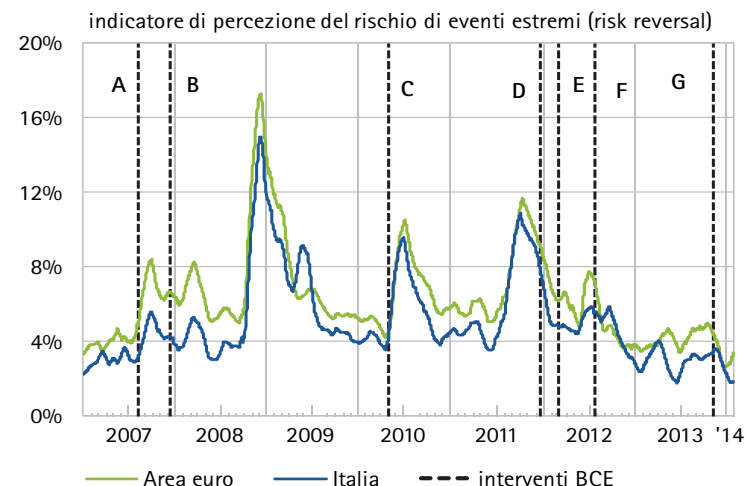
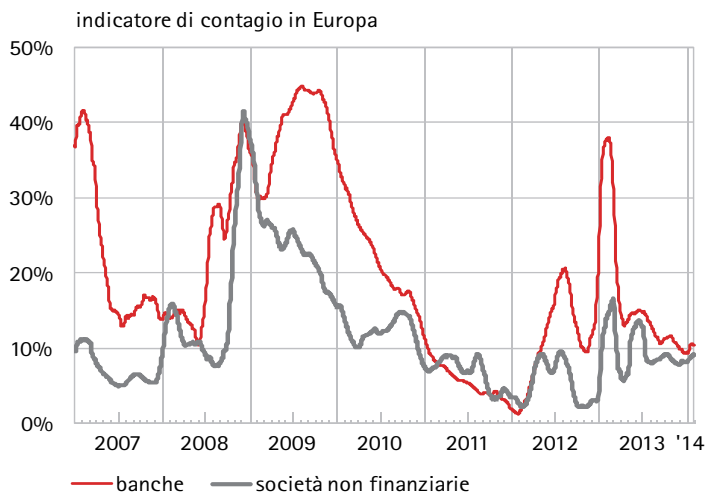


CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Il contagio nei mercati azionari

Indicatore di contagio e indicatore di percezione del rischio di eventi estremi
(dati mensili; gennaio 2007– gennaio 2014)

Gli indicatori di contagio desumibili dai prezzi degli strumenti finanziari segnalano un ritorno alla normalizzazione dell'andamento dei mercati, che dovrebbero ricominciare ad esprimere quotazioni sempre meno condizionate dalla percezione di rischi sistemici.



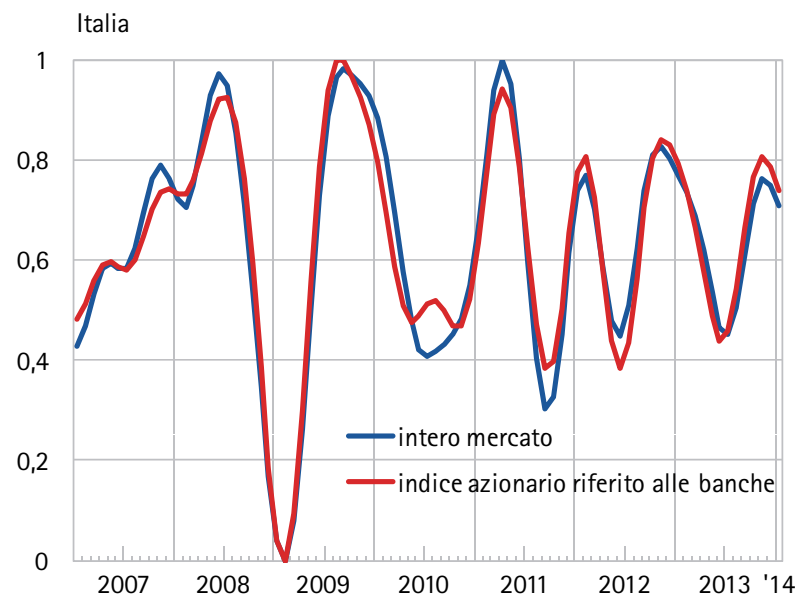
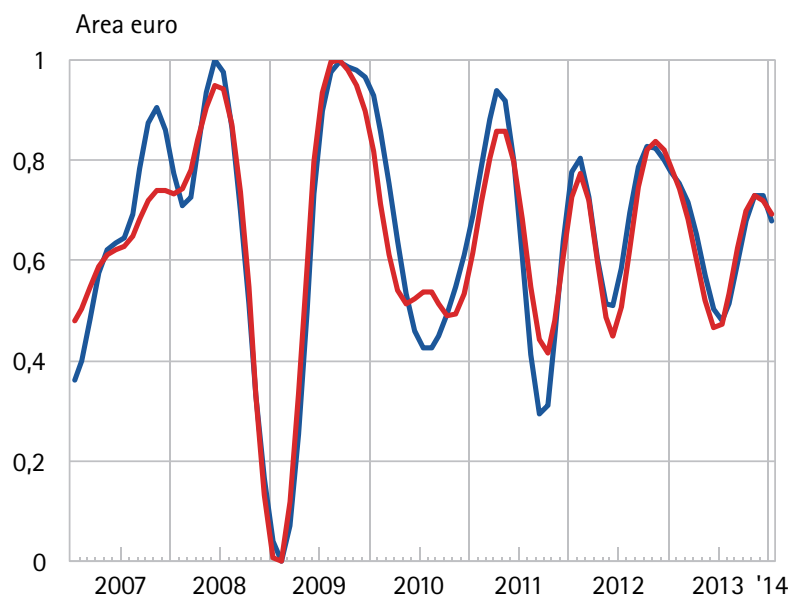
Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Reuters e Bloomberg.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Le aspettative degli investitori sul ciclo economico nell'Area euro

Indicatore delle aspettative sul ciclo economico degli investitori implicite nella dinamica dei corsi azionari
(dati mensili; gennaio 2007 - gennaio 2014)



Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Dalla seconda metà del 2013 le aspettative degli investitori sul ciclo economico sono migliorate in un contesto di riduzione della volatilità e dell'avversione al rischio. All'inizio del 2014 l'indicatore ha subito una lieve flessione sia nell'Area euro sia in Italia.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

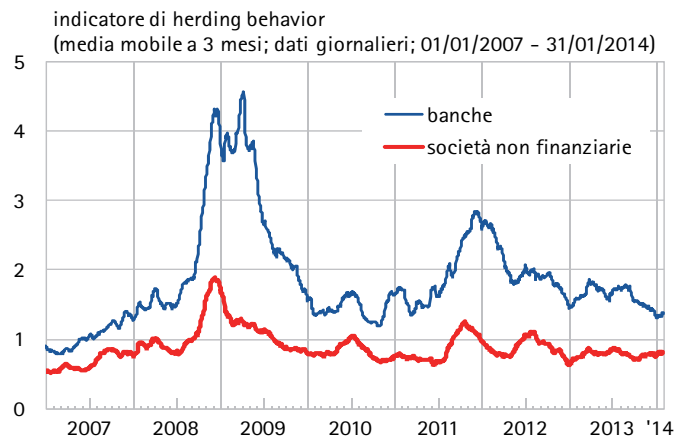
Herding behaviour e liquidità nell'Area euro

Il fenomeno dell'*herding behaviour*, che continua ad essere più elevato per il settore bancario, è diminuito.

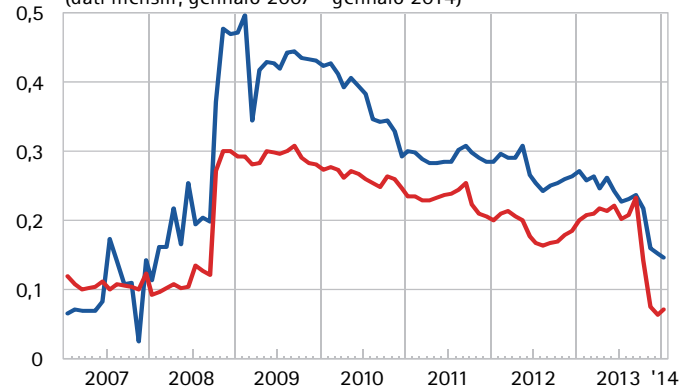
Anche l'efficienza informativa è migliorata a partire dalla seconda metà del 2013.

La liquidità sui mercati azionari dell'Area euro rimane elevata.

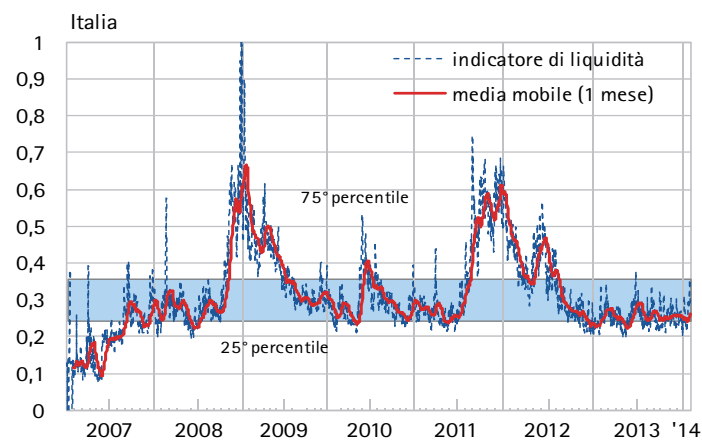
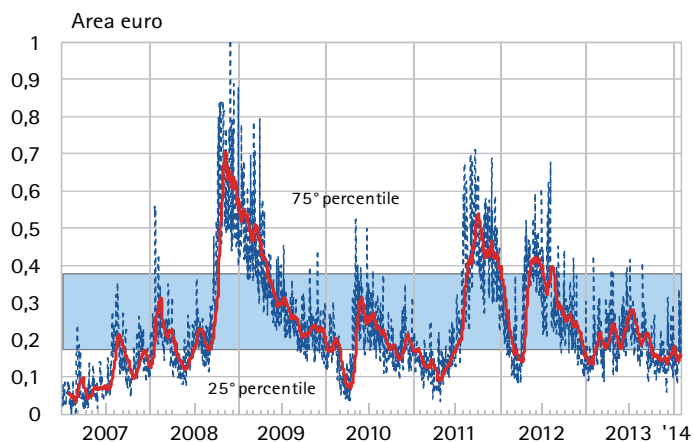
Indicatore di *herding behaviour* sui mercati azionari dell'Area euro



indicatore di efficienza informativa
(dati mensili; gennaio 2007 - gennaio 2014)



Indicatore di liquidità sui mercati azionari dell'Area euro
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 31/01/2014)



Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Reuters.

I mercati obbligazionari

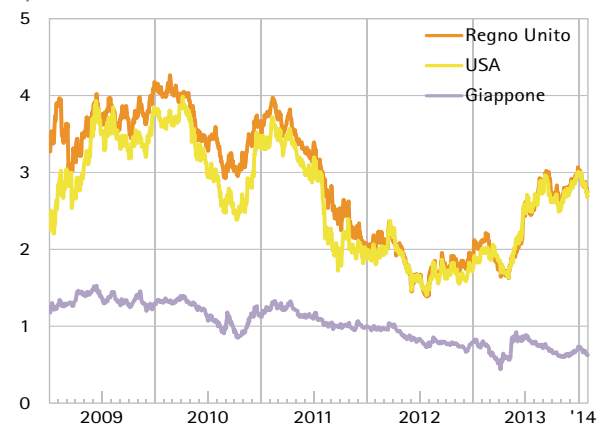
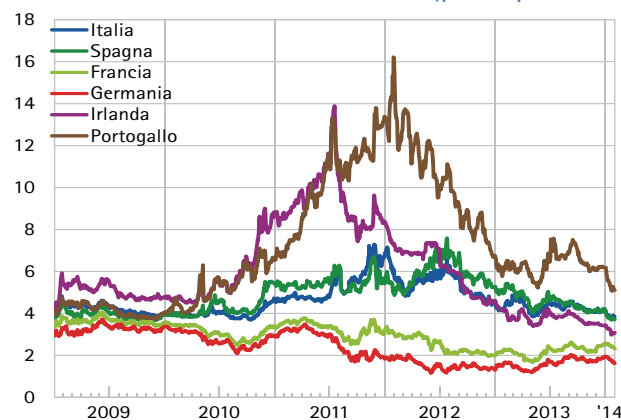
I rendimenti dei titoli di Stato

I mercati dei titoli pubblici dell'Area euro mostrano segnali di stabilizzazione, con i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi periferici attualmente su livelli notevolmente più bassi di quelli registrati dopo lo scoppio della crisi del debito sovrano.

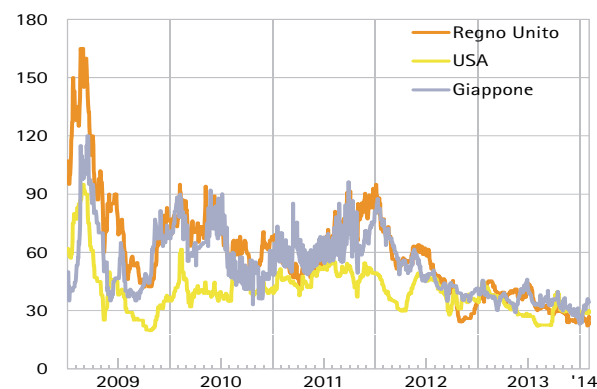
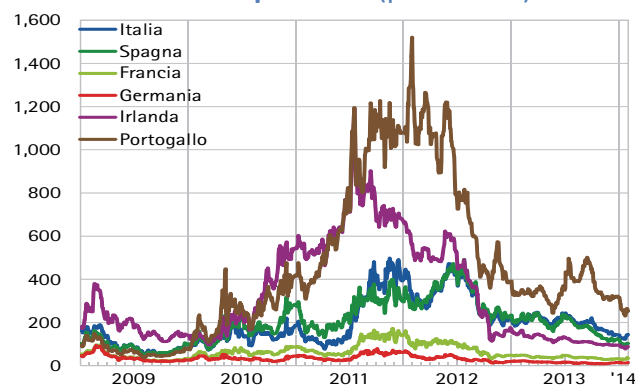
I rendimenti dei titoli pubblici sono diminuiti anche in Giappone, mentre negli Stati Uniti e Regno Unito si osserva un'inversione di tendenza.

Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni e CDS sul debito pubblico dei principali paesi avanzati
 (dati giornalieri; 01/01/2009 - 31/01/2014)

Rendimenti dei titoli di Stato (punti percentuali)



CDS sul debito pubblico (punti base)



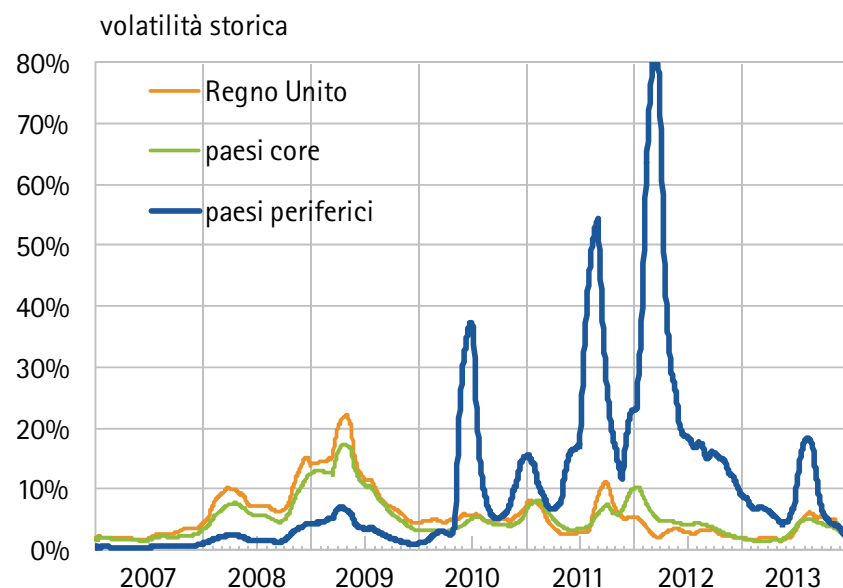
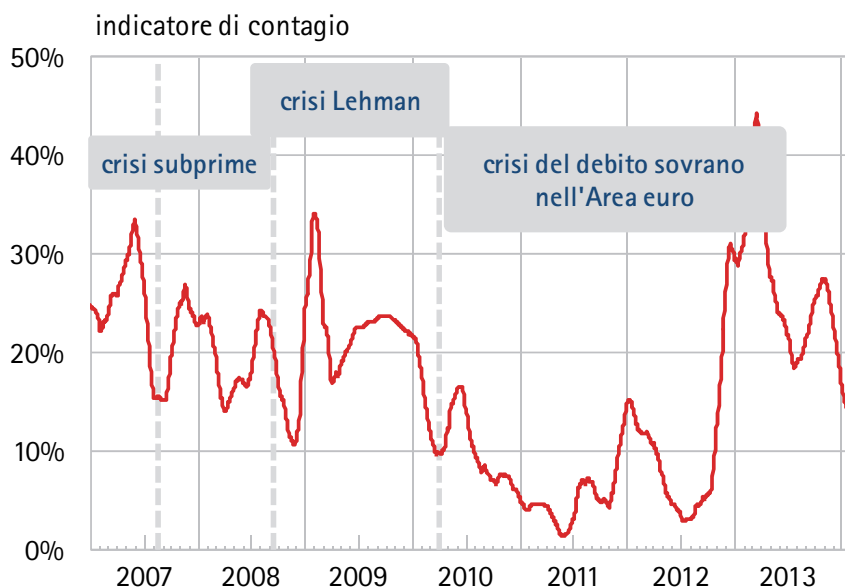
Fonte: Thomson Reuters.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Il contagio nei mercati dei *sovereign* *bonds* europei

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 - 31/01/2014)



Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Reuters e Bloomberg.

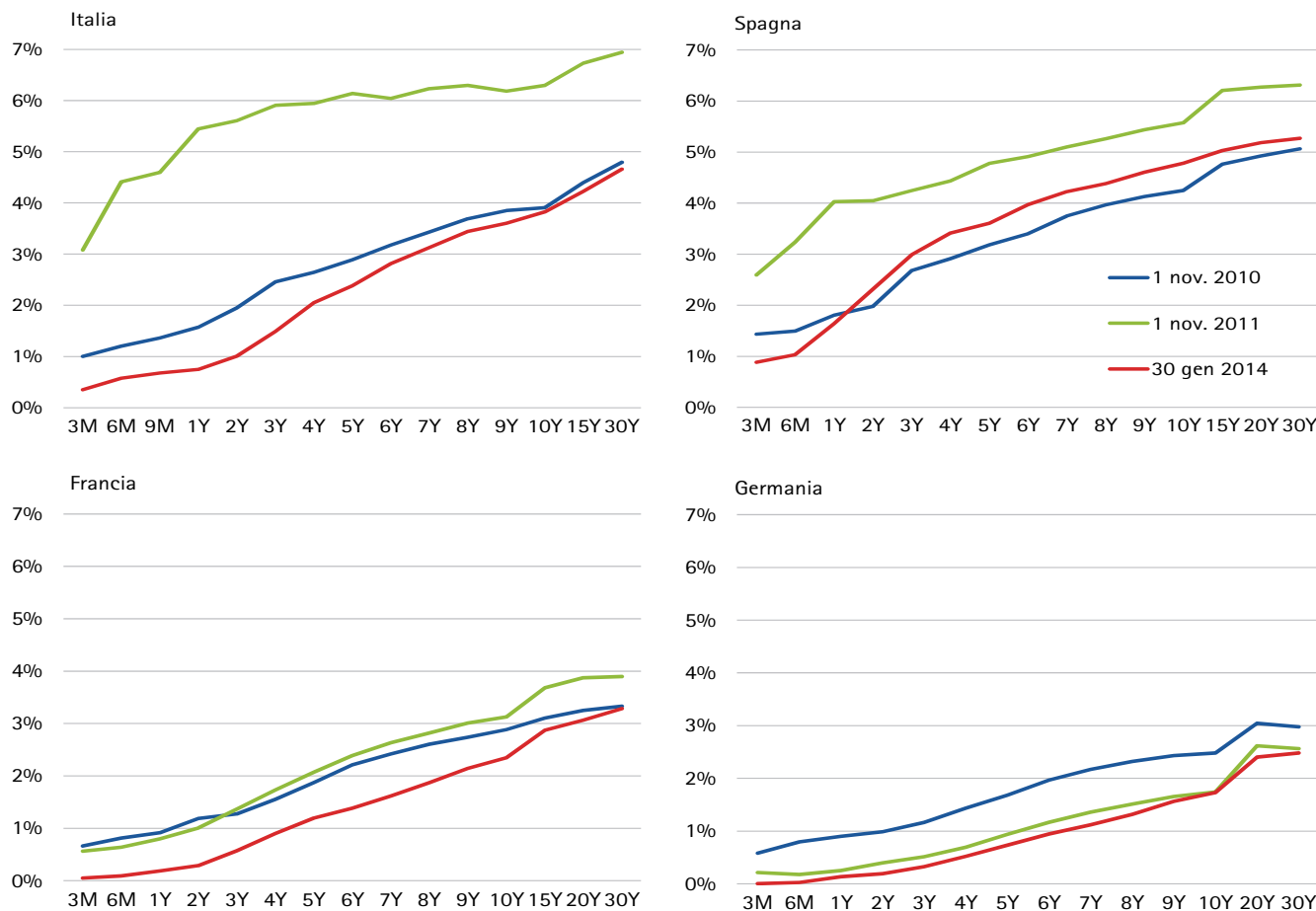
Nella seconda metà del 2013, si sono progressivamente ridotti i fenomeni di contagio che avevano caratterizzato i periodi più intensi della crisi del debito sovrano. L'intensità delle connessioni fra mercati secondari dei titoli di Stato non spiegata dai legami economico-finanziari tra paesi (indicatore di contagio) e la volatilità degli spread dei titoli di Stato sono significativamente diminuiti.

I tassi di interesse nell'Area euro

Le curve dei tassi nei paesi periferici dell'Area euro sono traslate verso il basso, riportandosi ai livelli precedenti alle fasi più acute della crisi del debito sovrano (novembre 2010). Tale andamento riflette il clima di maggiore distensione sui mercati.

Si è ridotto il differenziale rispetto alla curva tedesca soprattutto sulle scadenze a breve termine.

Curva dei tassi d'interesse sui titoli di Stato in alcuni paesi dell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.



CONSOB
 COMMISSIONE NAZIONALE
 PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

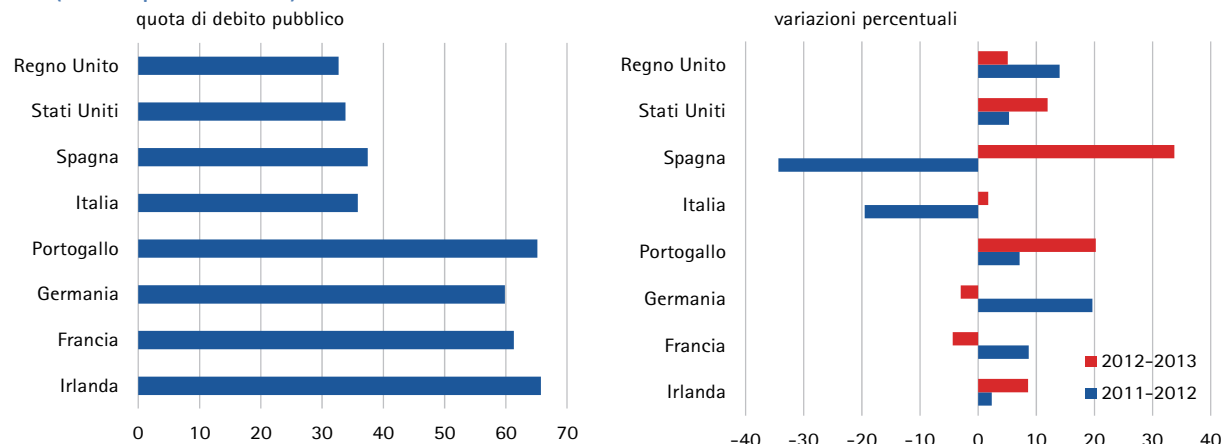
Quota del debito sovrano detenuta da non residenti, banche centrali e banche domestiche

Nel 2013 i flussi di capitale verso i paesi periferici dell'Area euro hanno determinato un incremento della quota di debito pubblico detenuta da investitori non residenti in Italia e in Spagna.

A fine 2013 la quota di debito detenuta dalle banche centrali è circa il 25% nel Regno Unito, è il 10% negli Stati Uniti e circa il 3% nell'Area euro.

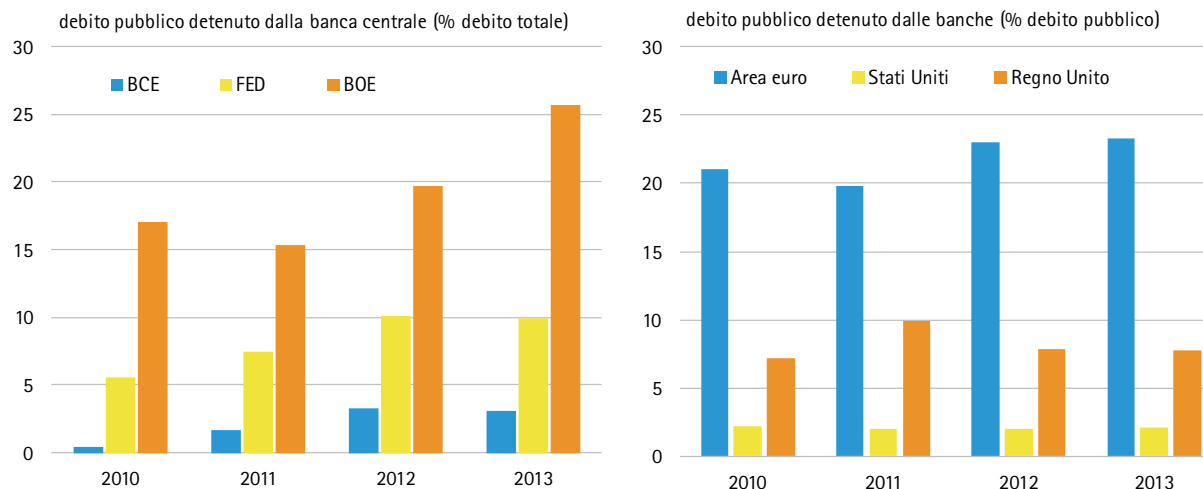
La quota detenuta dalle banche nazionali è pari al 2% negli Stati Uniti, a circa l'8% nel Regno Unito e al 23% nell'Area euro.

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



Fonte: Elaborazioni su dati FMI.

Quota del debito sovrano detenuta dalle banche centrali e dalle banche private

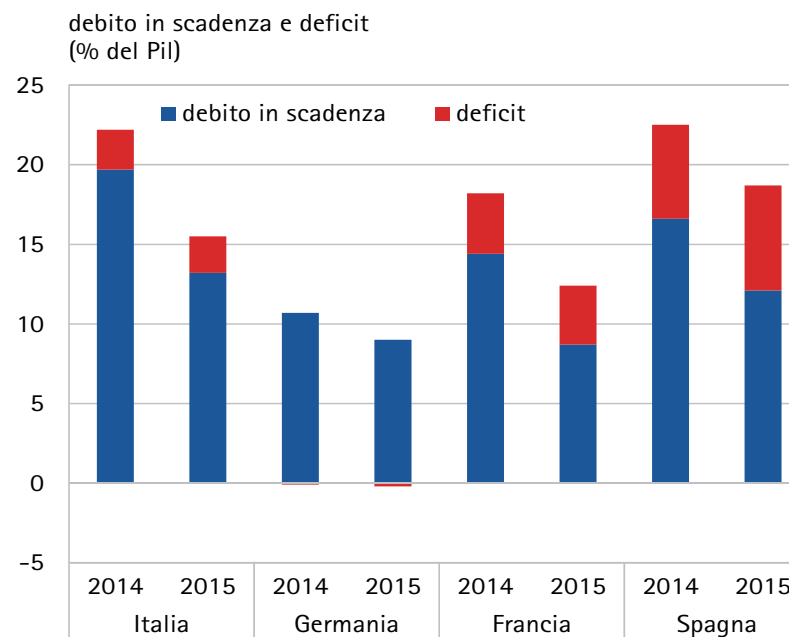
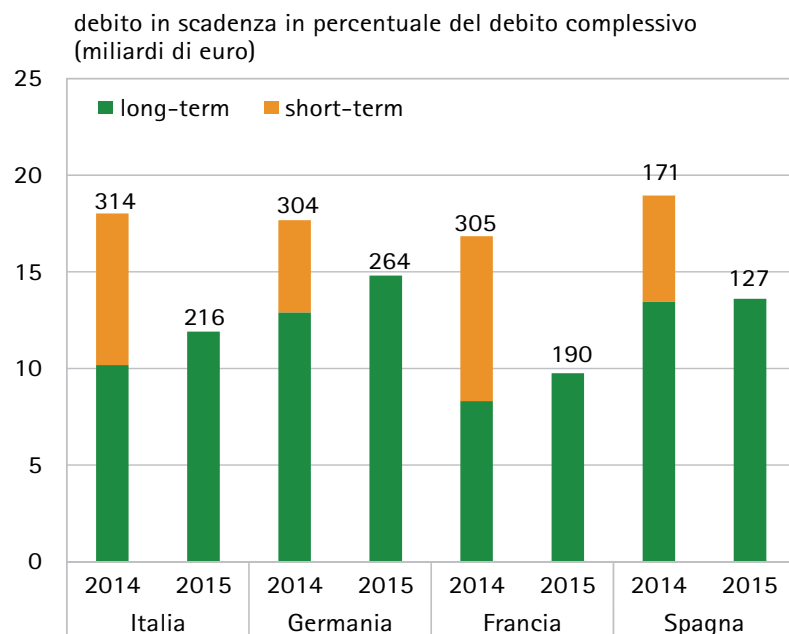


Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Reuters e Bruegel.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Il rifinanziamento del debito pubblico nell'Area euro



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

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

In particolare, nel 2014, l'Italia dovrà rifinanziare debito in scadenza pari al 19% del PIL e dovrà trovare copertura per il deficit previsto pari al 2,5% del PIL.

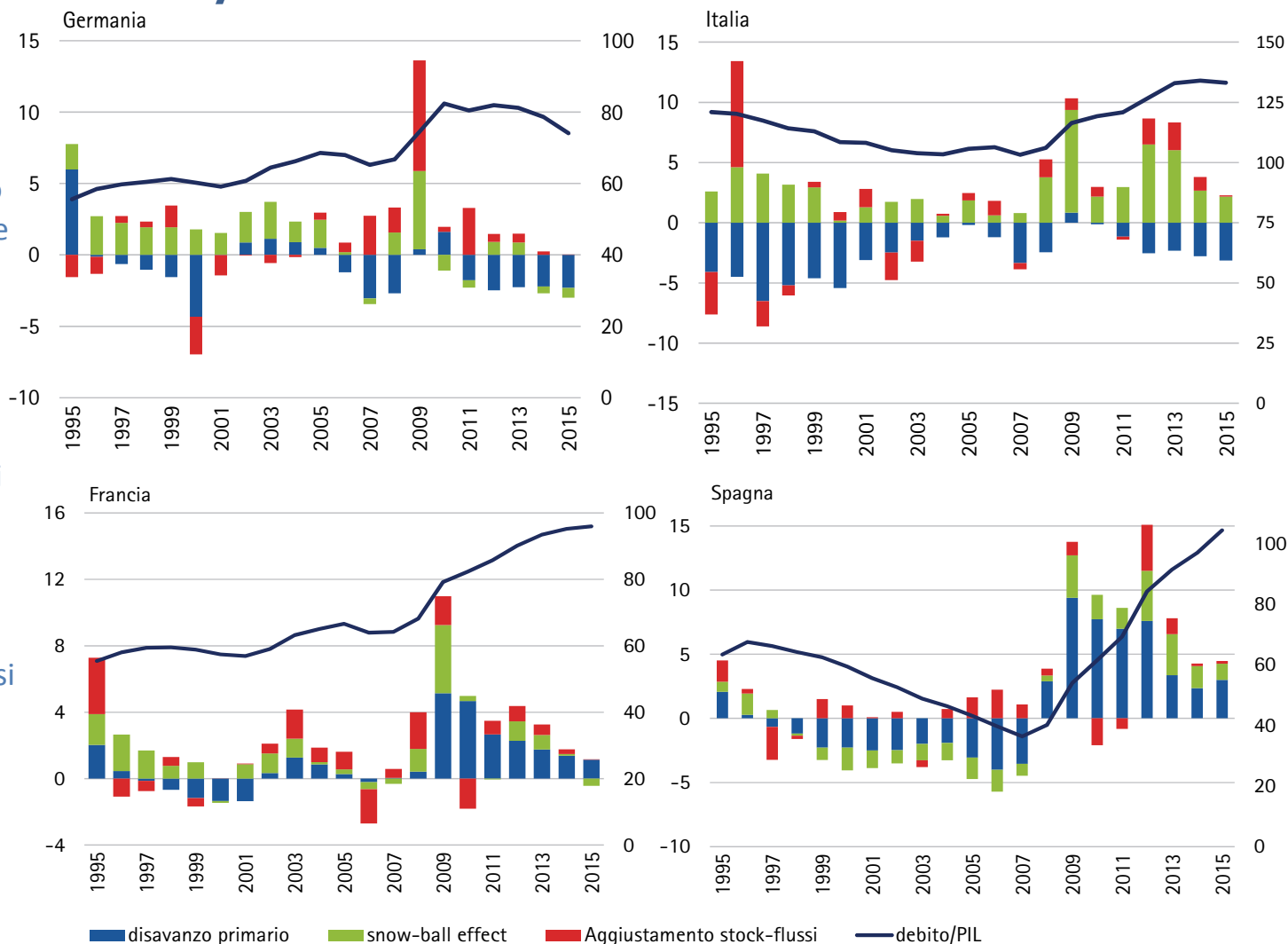


CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Determinanti del rapporto debito/PIL nell'Area euro

L'evoluzione del rapporto debito/PIL e delle relative determinanti mostra significative eterogeneità tra i principali paesi dell'Area euro.

Per l'Italia, a fronte di persistenti avanzi primari registrati a partire dagli anni '90, la dinamica del debito è stata storicamente penalizzata dal divario tra elevati tassi di interesse e tassi di crescita bassi o negativi.



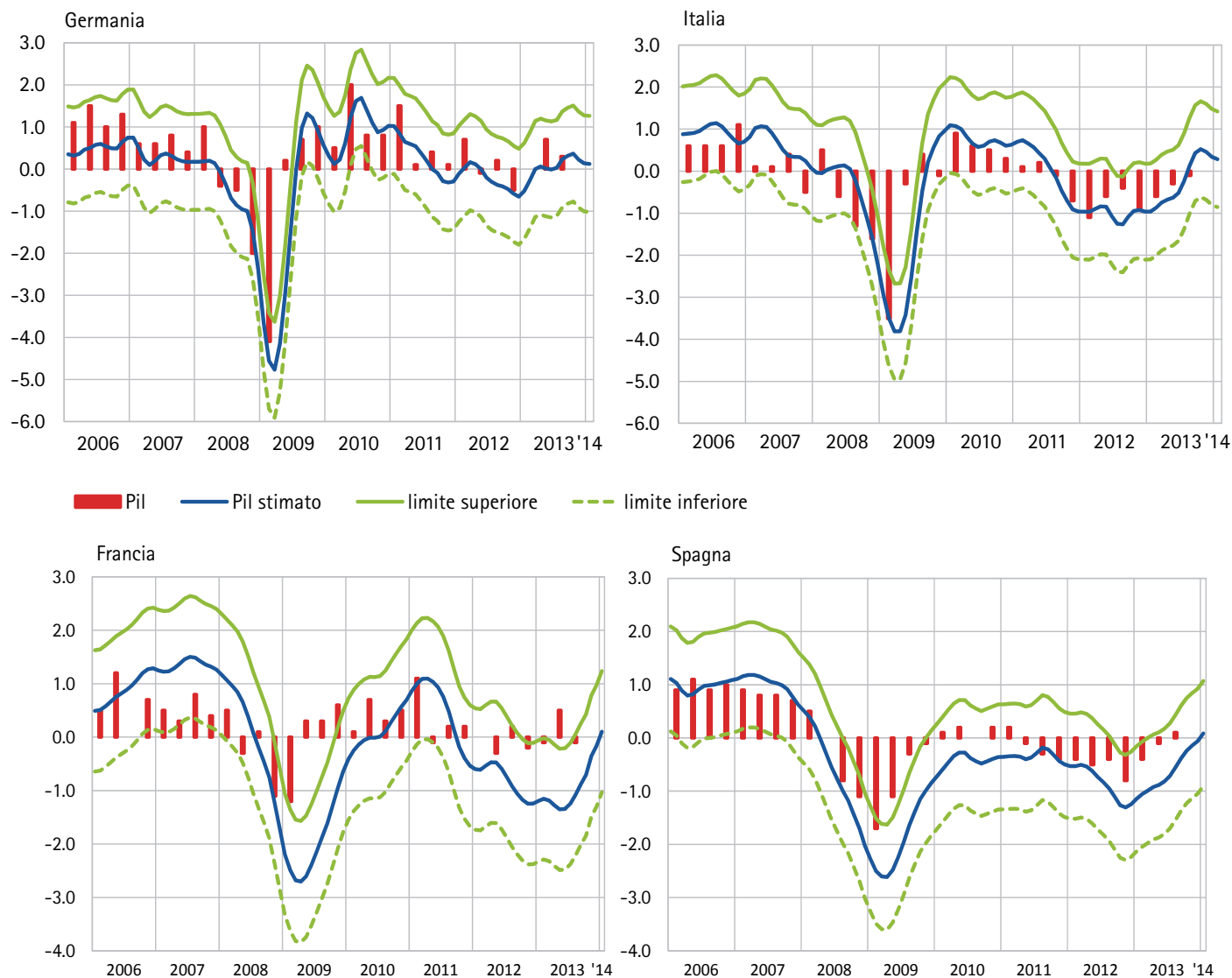
Fonte: Commissione europea.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Nowcasts del Pil nell'Area euro

Le previsioni del Pil basate su *soft e hard indicators* mostrano un ritorno alla crescita anche nei paesi periferici dell'Area euro dall'ultimo trimestre del 2013: in particolare, il tasso di crescita del Pil in Italia dovrebbe essere pari allo 0,4% e allo 0,3% rispettivamente nell'ultimo trimestre del 2013 e nel primo trimestre del 2014.

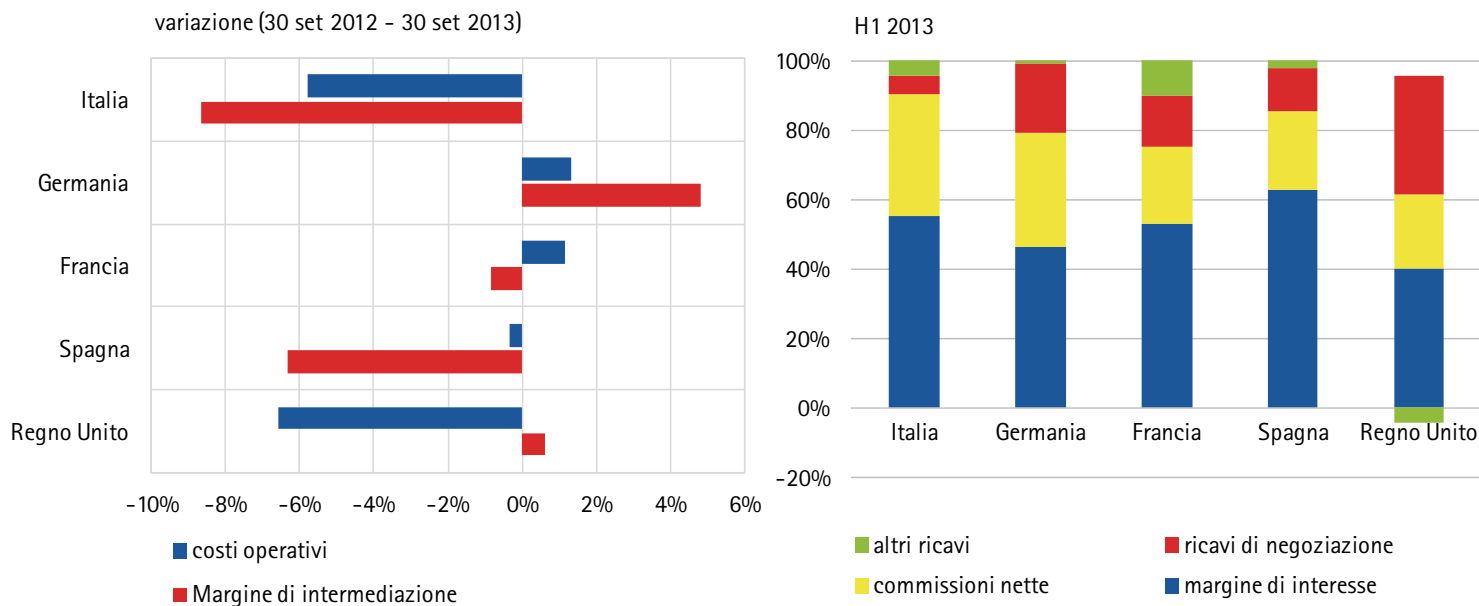


Fonte: Elaborazioni su dati Commissione europea, ISTAT, INSEE, Bundesbank, INE.

Le banche

La redditività delle principali banche europee

Evoluzione e composizione della redditività delle principali banche quotate europee



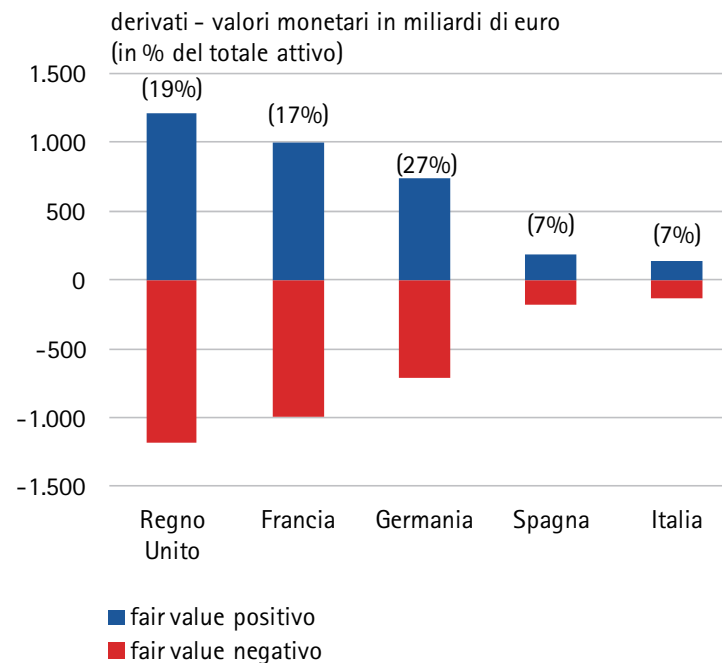
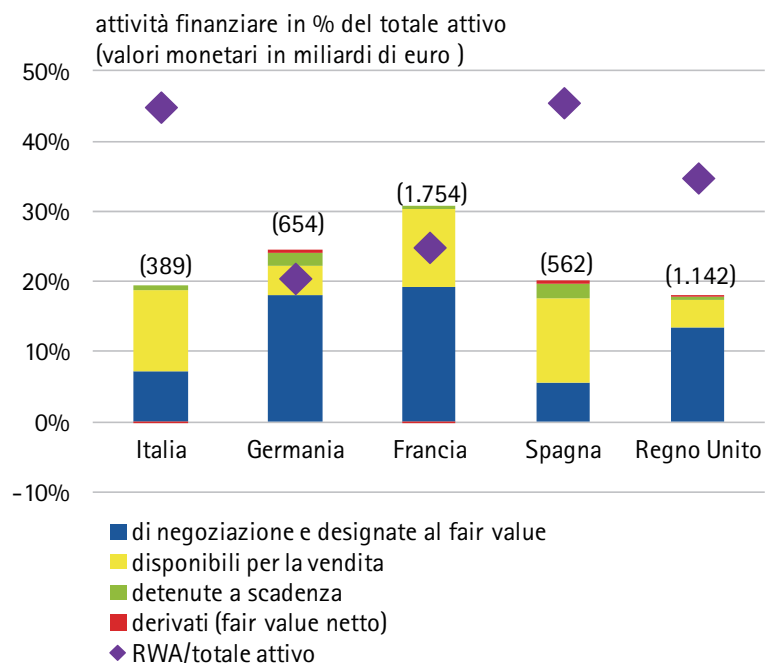
Fonte: Bilanci e resoconti di gestione consolidati.

Nei primi nove mesi del 2013 il margine di intermediazione delle banche italiane e spagnole è risultato in calo rispetto al corrispondente periodo del 2012. In Italia i costi operativi delle banche si sono significativamente ridotti.

In linea generale, i bassi tassi di interesse comprimono la redditività, penalizzando soprattutto le banche italiane e spagnole che si caratterizzano per una maggiore incidenza del margine di interesse sul totale dei ricavi. Per contro, gli istituti di credito tedeschi, francesi e inglesi riescono a beneficiare della ripresa dei profitti dell'attività di *trading*.

Le attività finanziarie e i derivati

Attività finanziarie e derivati delle principali banche quotate europee



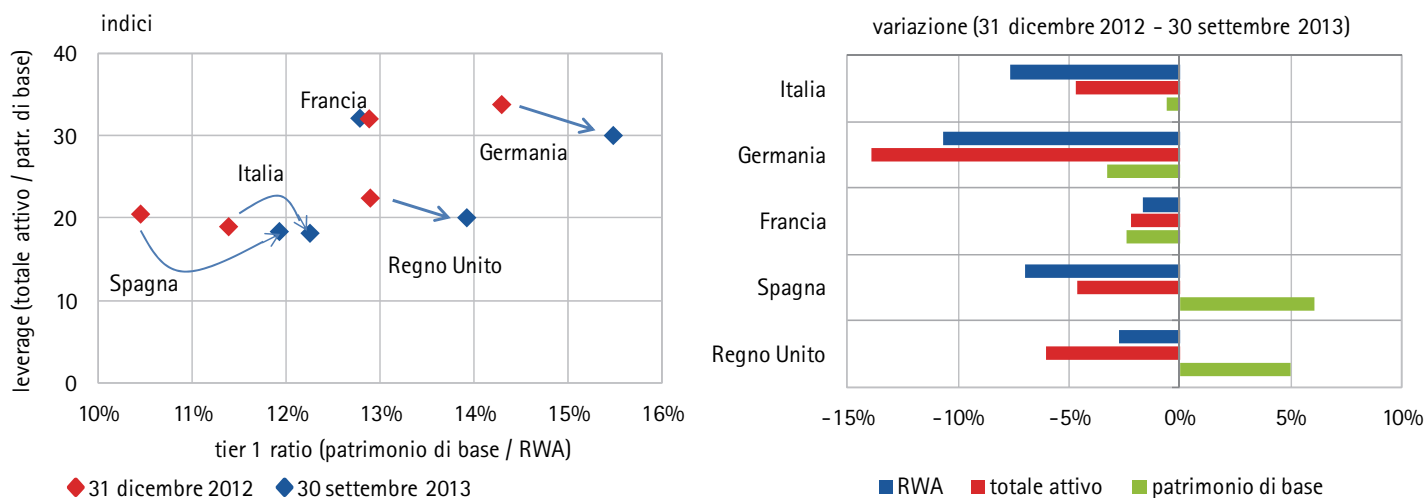
Fonte: Bilanci e resoconti di gestione consolidati.

Le banche italiane e spagnole si caratterizzano per un minor investimento in attività finanziarie e per una più bassa operatività in derivati, rispetto agli istituti di credito degli altri maggiori paesi europei.

Le differenze nella composizione dell'attivo si riflettono nel significativo divario nel livello di attivi ponderati per il rischio rispetto a quelli non ponderati. Per le banche italiane e spagnole, infatti, il rapporto tra RWA e totale attivo è pari a circa il 45% a fronte di valori del 20% e del 25%, rispettivamente, delle maggiori banche tedesche e francesi.

L'adeguatezza patrimoniale

Adeguatezza patrimoniale e leverage delle principali banche quotate europee



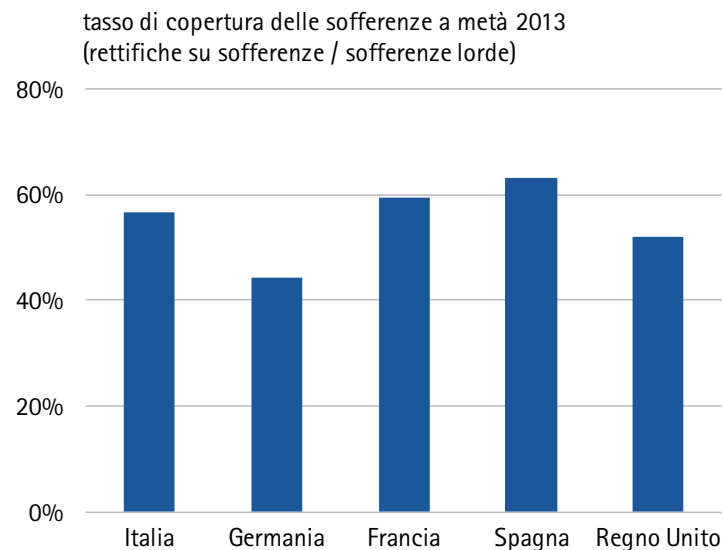
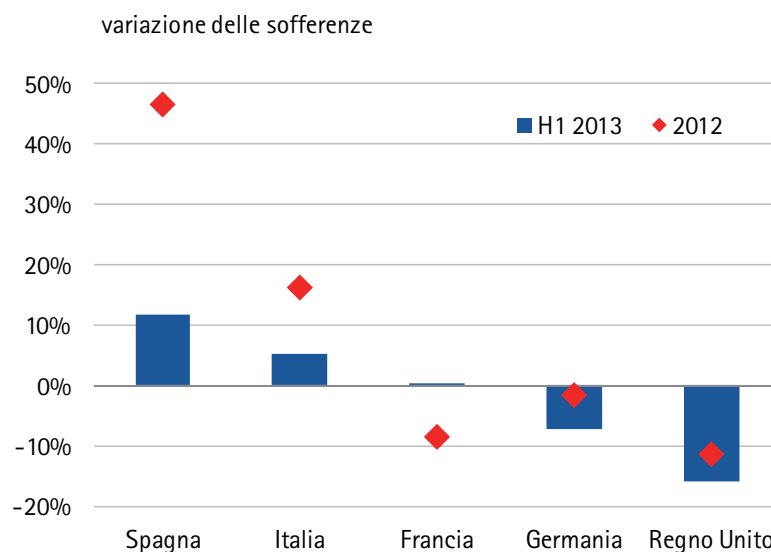
Fonte: Bilanci e resoconti di gestione consolidati.

L'adeguatezza patrimoniale migliora per tutte le principali banche europee. In Italia tale miglioramento è legato a una riduzione dell'RWA maggiore di quella del totale attivo non ponderato, a fronte di un processo di *deleveraging* ancora in atto, di una ricomposizione dell'attivo e di un minor assorbimento patrimoniale dovuto all'utilizzo di metodologie più sofisticate per la determinazione dell'RWA.

In Spagna l'incremento del *tier 1 ratio* è dipeso anche da un aumento del patrimonio di base, in gran parte realizzato con il sostegno pubblico.

La qualità del credito

Qualità del credito delle principali banche quotate europee



Fonte: Bilanci e resoconti di gestione consolidati.

In Italia e Spagna prosegue l'incremento delle sofferenze sebbene a un ritmo più moderato rispetto allo scorso anno.

Il tasso di copertura risulta elevato per le banche italiane, spagnole e francesi.

La mancanza di omogeneità sia nel trattamento dei crediti deteriorati sia nella loro rappresentazione in bilancio rende, tuttavia, estremamente complessa una comparazione internazionale.

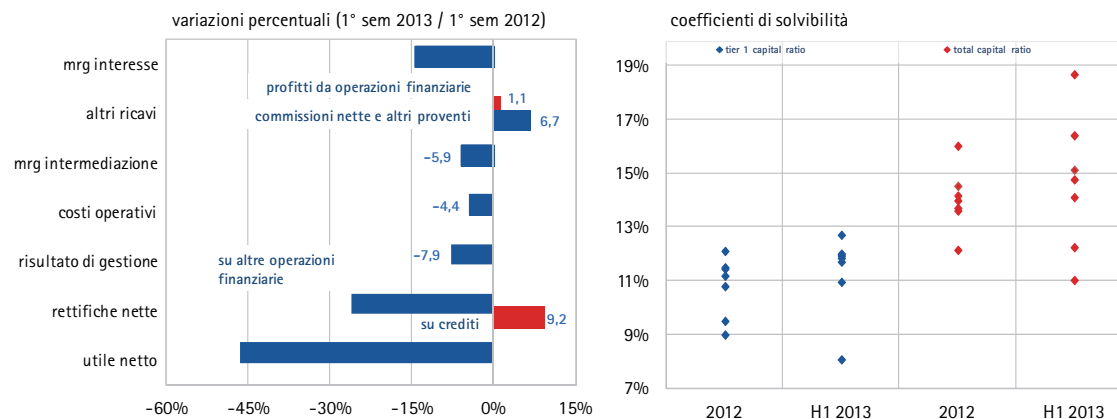
I maggiori gruppi bancari italiani

Nei primi sei mesi del 2013, l'utile netto dei maggiori gruppi bancari italiani risulta in diminuzione, in particolare per effetto della contrazione del margine di interesse che non è compensata dalla crescita delle commissioni nette e dei profitti dell'attività di trading.

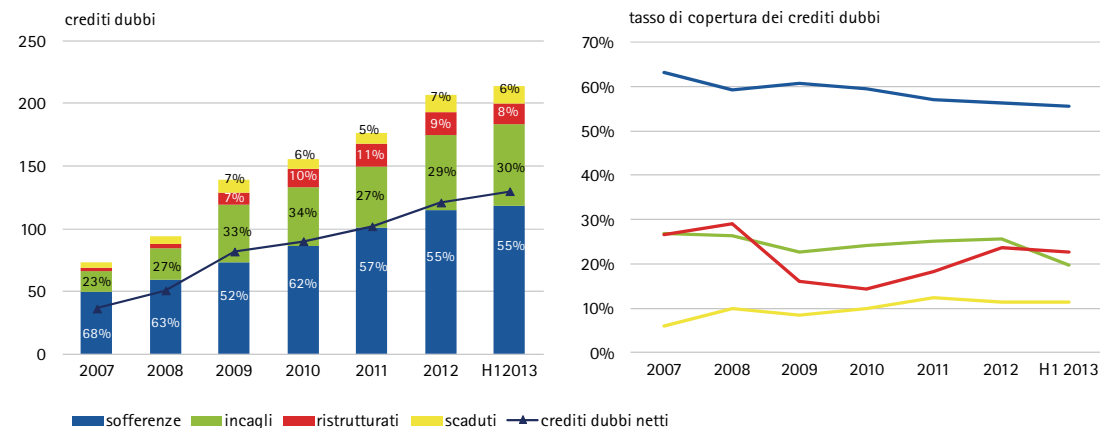
La patrimonializzazione è migliorata per quasi tutte le banche considerate.

Dal 2007 ad oggi lo stock di crediti dubbi è notevolmente cresciuto, registrando i maggiori incrementi nel 2009 e nel 2012. In particolare, lo stock di sofferenze è raddoppiato in 6 anni e quello degli incagli è aumentato di circa 4 volte. Nello stesso periodo, si è ridotto il tasso di copertura per tutte le categorie di crediti dubbi, ad eccezione dei crediti scaduti.

Redditività e adeguatezza patrimoniale delle principali banche italiane



Qualità del credito delle principali banche italiane



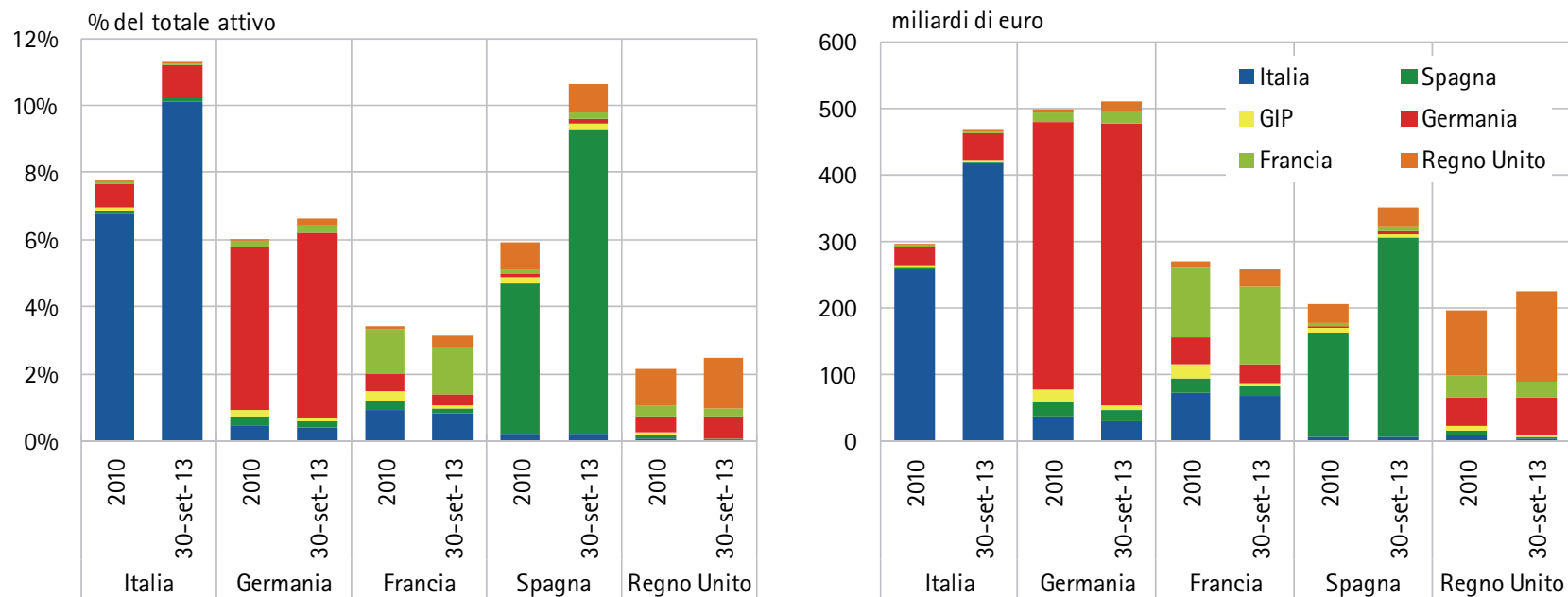
Fonte: Bilanci e resoconti di gestione consolidati.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'esposizione verso il debito sovrano

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

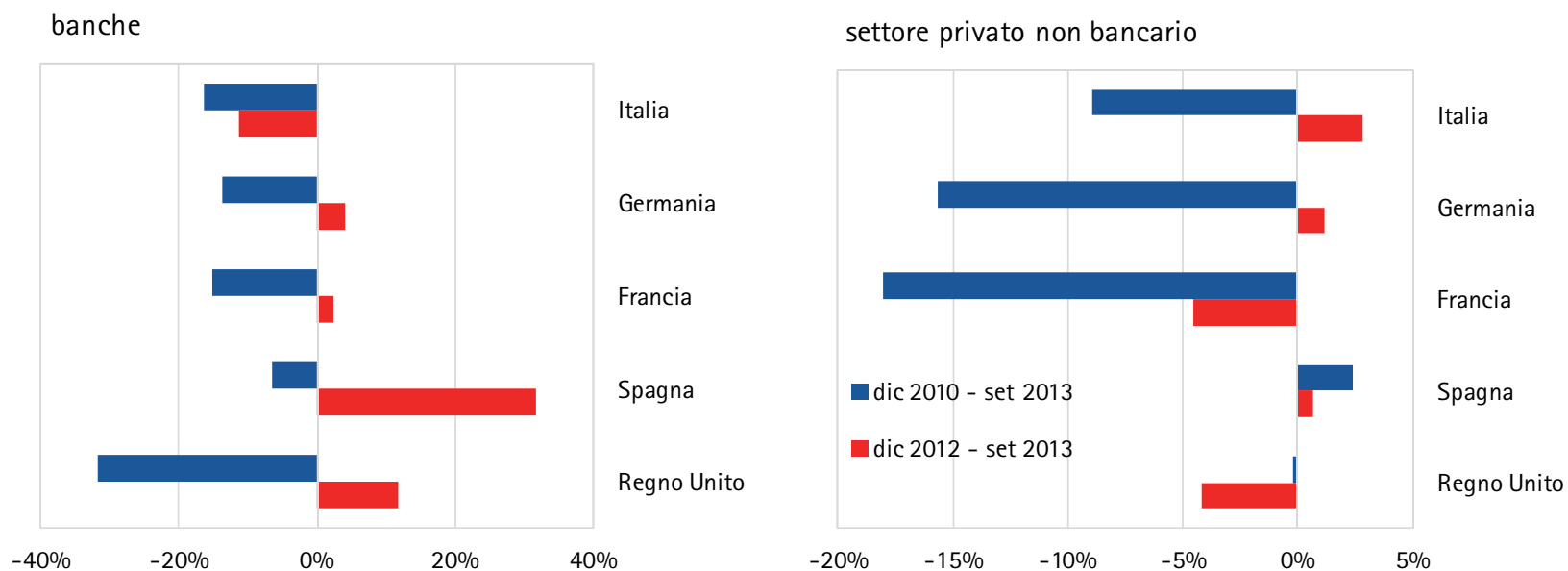


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali; Bruegel data base on sovereign bond holdings.

L'esposizione verso il debito sovrano domestico delle banche italiane e spagnole ha registrato un notevole incremento dal 2010, portandosi, alla fine del terzo trimestre 2013, rispettivamente, al 10% (7% nel 2010) e al 9% (5% nel 2010) circa del totale attivo.

La frammentazione finanziaria

Esposizioni estere delle banche europee verso i paesi dell'Unione



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali

Il grado di integrazione finanziaria tra i Paesi dell'Unione europea è progressivamente diminuito, come evidenziato dal calo delle esposizioni delle banche europee verso il settore bancario e non bancario degli altri paesi europei. Nei primi nove mesi del 2013, tuttavia, questa tendenza si è ridotta e, in alcuni casi, invertita.

Vulnerabilità e rischi nell'Area euro

Vulnerabilità e rischi nell'Area euro

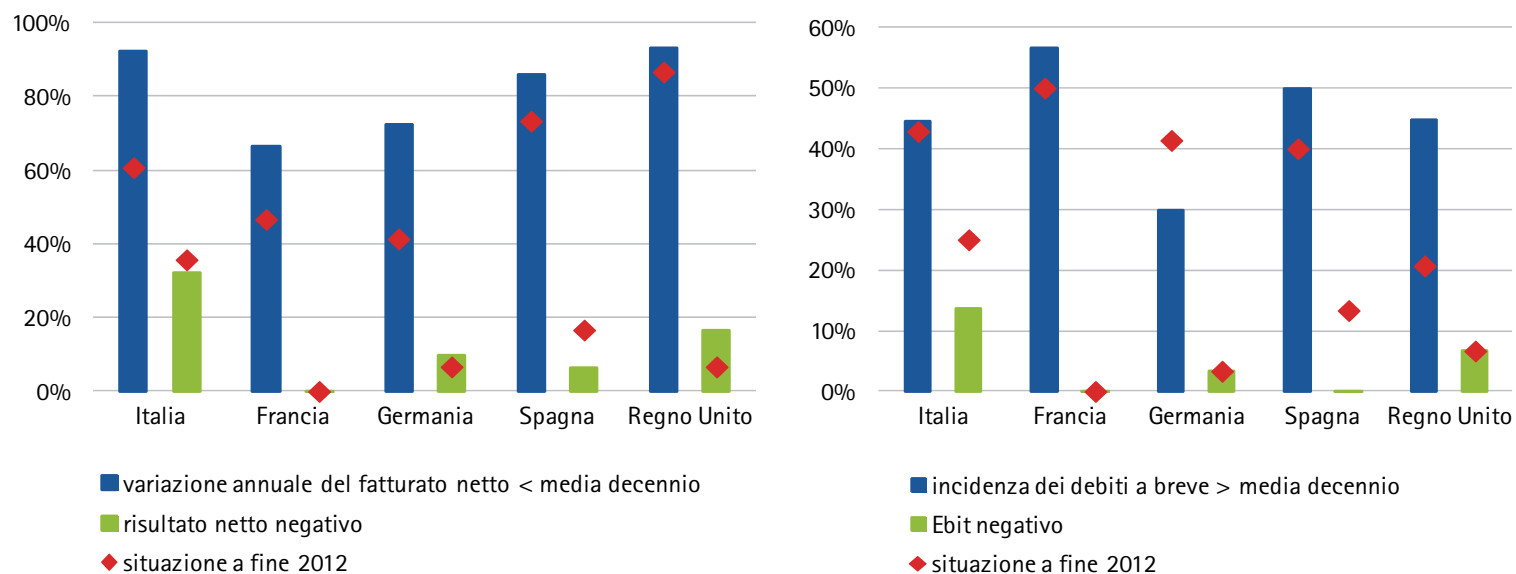
- Crescita: il quadro resta complesso e i rischi permangono al ribasso
 - euro forte
 - differenze significative tra paesi *core* e periferici
 - risanamento dei conti pubblici per i Paesi più indebitati
- Politica monetaria: al di là delle speculazioni sulle possibili opzioni attualmente praticabili, è verosimile che i tassi di interesse restino bassi per un lungo periodo.
 - Frammentazione finanziaria (intesa come eterogeneità dei tassi di interesse bancari nei paesi dell'Area): continua a compromettere la trasmissione degli impulsi di politica monetaria alle economie periferiche.
 - I tassi di interesse bancari applicati alle società *corporate* nei paesi periferici superano quelli applicati alle imprese tedesche di circa 80 punti base per i finanziamenti maggiori e di 180 punti base per i finanziamenti minori (130 per l'Italia).
 - In altre economie la politica monetaria, con tutti i possibili distinguo, ha avuto un impatto di gran lunga superiore
 - Dal 2010 a fine 2013, l'indice S&P500 è cresciuto del 43% circa e i prezzi degli immobili residenziali del 12%; nell'Area euro l'indice EuroStoxx è aumentato dell'11% e i prezzi delle case sono diminuiti del 2,5%.
 - Negli Usa la politica di bilancio è stata condotta in chiave anti-ciclica, portando il rapporto debito/PIL al 106% (dal 73%) e il deficit fino al 13% nel 2009.

Vulnerabilità e rischi (segue)

- Il settore *corporate* nei paesi periferici rimane vulnerabile ed esposto ...
 - ... alla congiuntura
 - ... alle fragilità del sistema bancario.
- Il quadro è particolarmente complesso per le imprese italiane, che dall'inizio della crisi hanno registrato un calo di redditività di gran lunga superiore a quello dei *competitors* europei ...
 - Per le grandi società quotate il ROE è passato dal 17% a fine 2007 al 3% nel terzo trimestre del 2013 (Fig. 3.3 del Risk Outlook)
- ... e che strutturalmente si connotano per un *leverage* più elevato.
 - Nella prima metà del 2013 circa il 50% delle grandi società quotate italiane registra una copertura degli oneri finanziari tramite reddito operativo inferiore alla media di lungo periodo, mentre la leva finanziaria permane su livelli significativamente superiori a quelli dei *competitors* europei (Fig. 3.10 del Risk Outlook).

I fattori di vulnerabilità delle società *corporate*: la redditività

Quota di imprese che presentano fattori di vulnerabilità a metà 2013



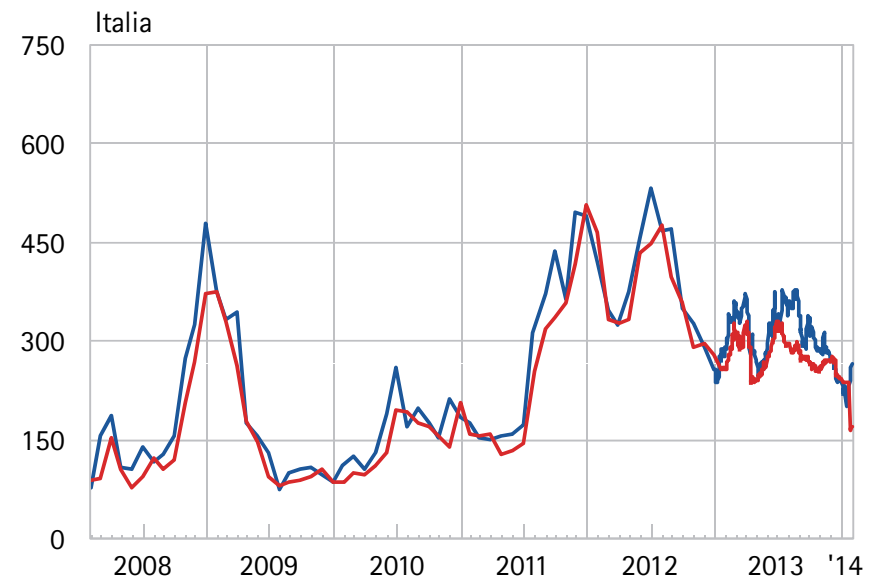
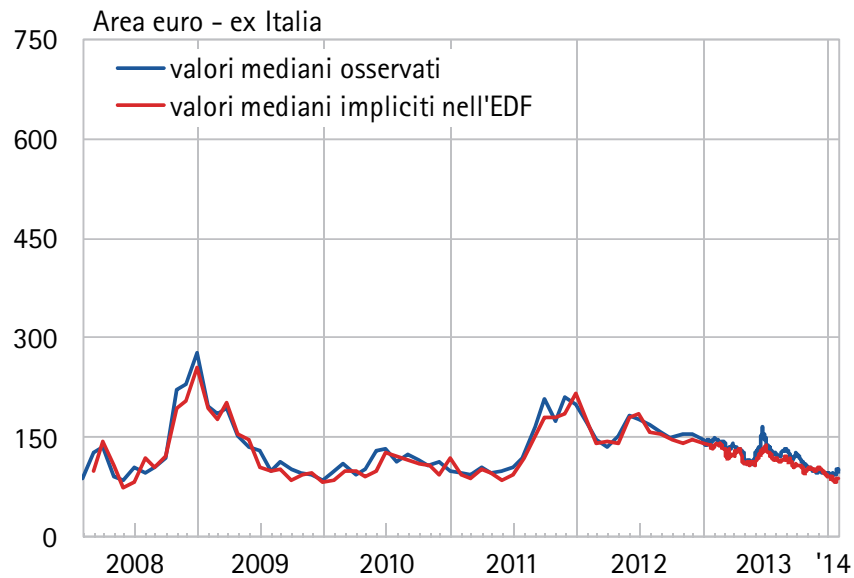
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope.

Nella prima metà del 2013, la percentuale di imprese italiane che ha registrato una perdita netta si è attestata al 35%; quelle con EBIT negativo al 15% (25% a fine 2012).

Le quotazioni dei CDS *corporate*

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 – 31/01/2014)



Fonte: Thomson Reuters e KMV-Credit Edge data.

La percezione del rischio delle società italiane, espressa dalle quotazioni dei CDS osservate e implicite nell'EDF, si mantiene su livelli stabilmente superiori a quella relativa alle imprese dell'Area euro dal 2011; tale divario si è, tuttavia, ridotto a partire dalla seconda metà del 2013.

Vulnerabilità e rischi (segue)

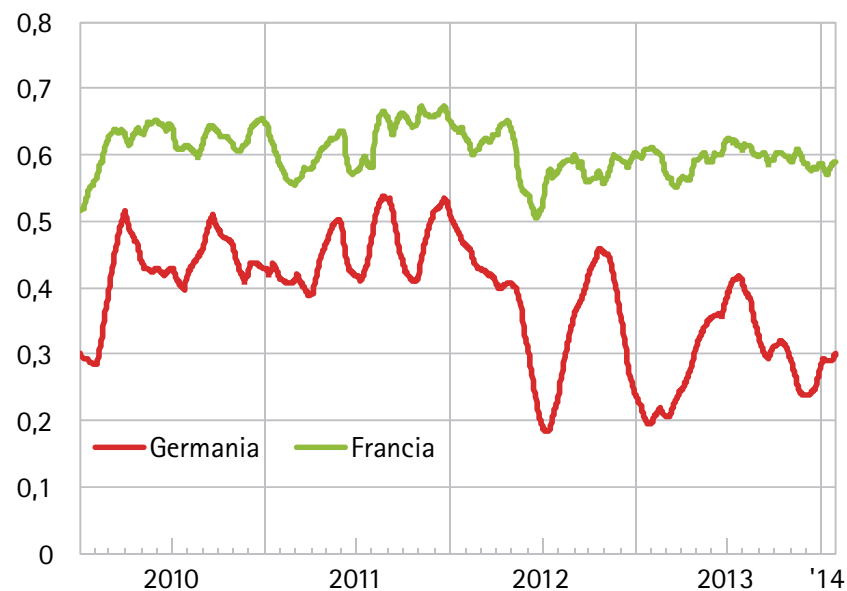
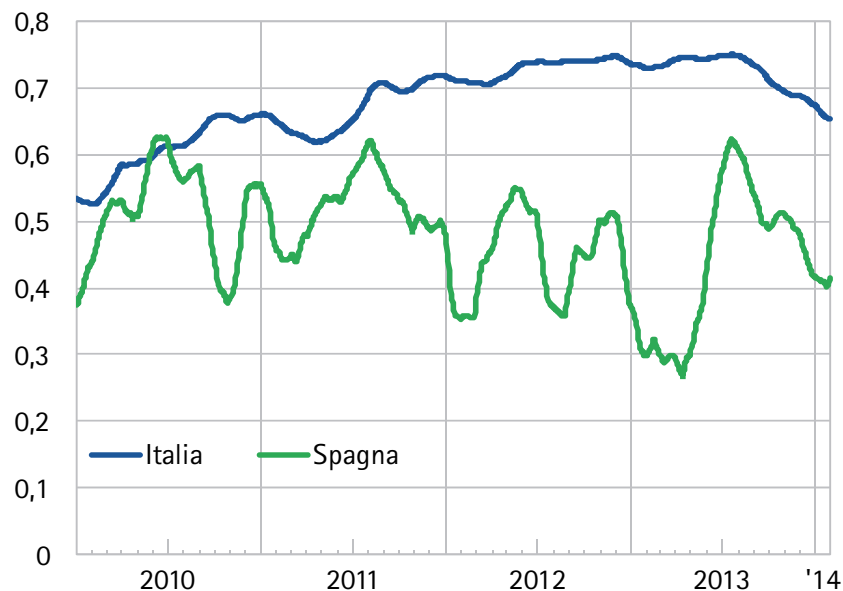
- Le banche sono esposte alle indeterminanze derivanti da ...
 - ... modifiche regolamentari in corso (proposta di Direttiva sui meccanismi di risanamento e risoluzione delle crisi bancarie) o già vigenti (Comunicazione della Commissione europea sugli aiuti di Stato agli enti creditizi)
 - ... iniziative di vigilanza in corso (AQR e *stress test* EBA preliminari alla Banking Union)
- Il principio del *burden sharing* può comportare un aumento del costo della raccolta delle banche attraverso determinati strumenti (titoli ibridi, obbligazioni subordinate, obbligazioni *senior unsecured*).
- Il principio del *burden sharing* potrebbe trovare applicazione anche rispetto ai fabbisogni di capitale che dovessero emergere da uno *stress test*.
- La definizione delle metodologie e degli scenari da parte dell'EBA scioglierà le incertezze sul trattamento dell'esposizione delle banche al rischio sovrano.
 - Al momento il legame tra rischio bancario e rischio sovrano è potenzialmente una criticità, soprattutto per gli istituti di credito italiani.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

La trasmissione del rischio sovrano alle banche

Correlazione dinamica fra quotazioni dei CDS sovrani e quelli delle banche
(dati giornalieri; 01/04/2009 – 31/01/2014)

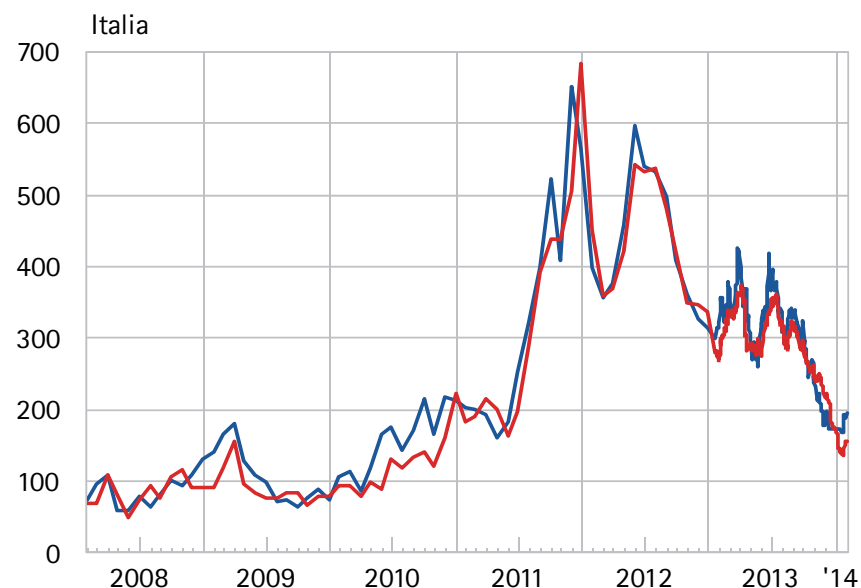
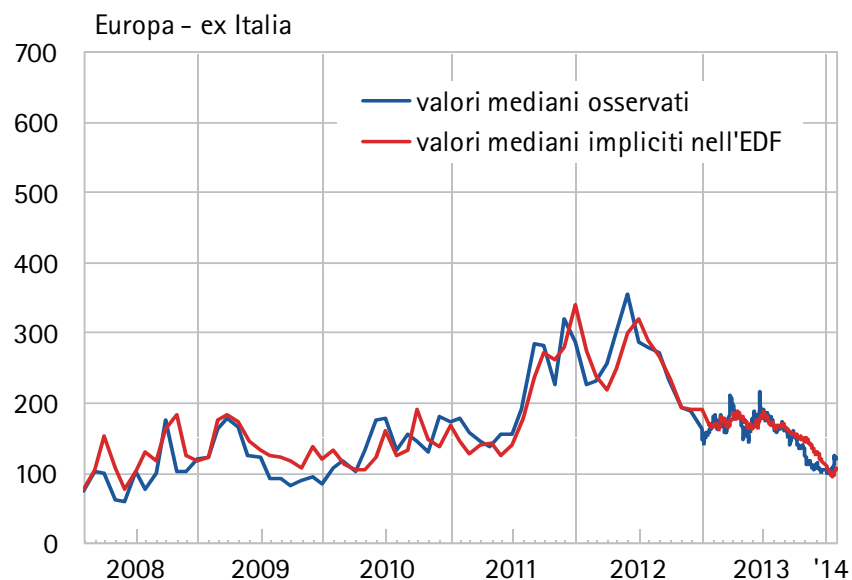


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Il legame tra rischio bancario e rischio sovrano, espresso dalla correlazione tra i CDS, continua a calare per le banche Italiane, pur attestandosi ancora su livelli superiori a quelli stimati per i maggiori *competitors* europei.

Le quotazioni dei CDS effettive e implicite delle banche

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 – 31/01/2014)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e KMV - Credit Edge data.

Benchè in riduzione, la percezione del rischio di credito delle banche italiane riflessa nelle quotazioni dei CDS rimane sensibilmente più elevata rispetto alla media registrata per le principali banche europee.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Grazie per l'attenzione