



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

# Risk Outlook

Divisione Studi

Ufficio Studi Economici

Venezia, 20 aprile 2015

# Risk Outlook Consob

Il Risk Outlook n. 9 è stato curato da: Nadia Linciano (coordinatrice), Valeria Caivano, Eugenia Della Libera, Francesco Fancello, Monica Gentile, Matteo Modena, Lucia Pierantoni.  
Segreteria editoriale: Elena Frasca

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

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

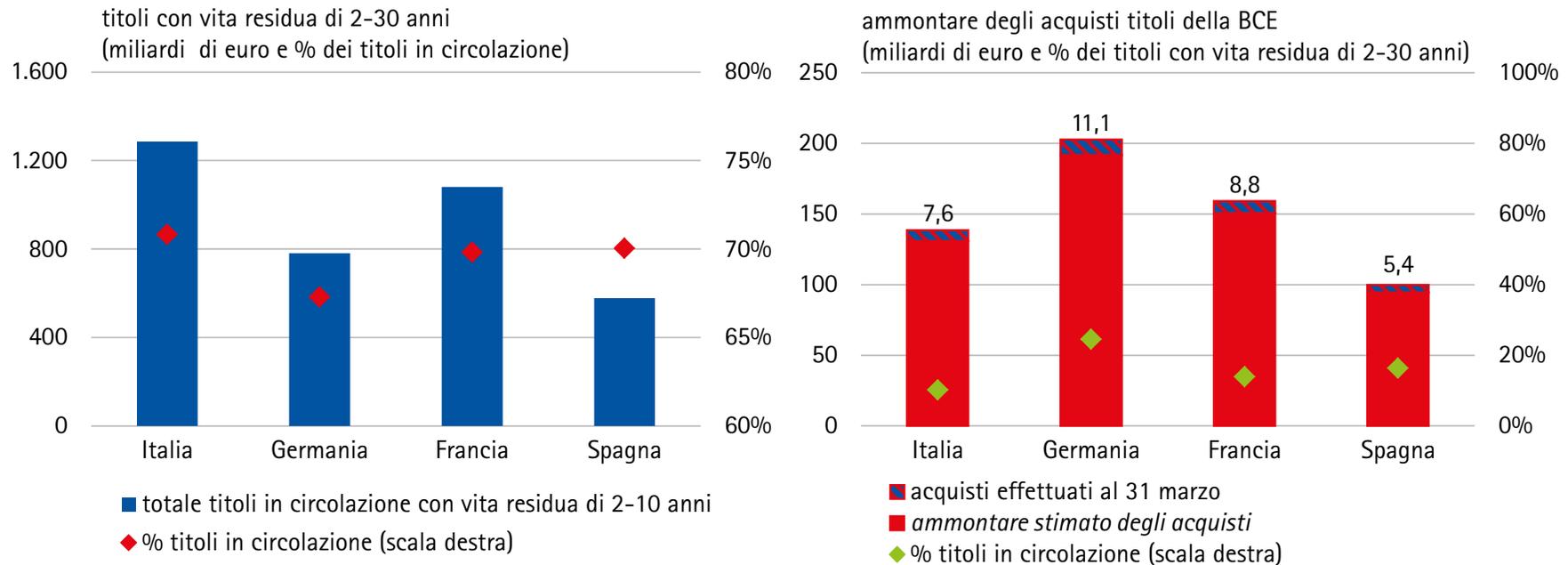
# Outline

## Il *quantitative easing* della BCE

- Caratteristiche
- Primi effetti
  - Mercati azionari
  - Mercati dei titoli di Stato
  - Il mercato obbligazionario *corporate*
- Effetti attesi
- Gli andamenti di domanda e offerta di credito bancario
  - Dinamica dei mutui ipotecari e andamento del mercato immobiliare
  - Domanda di credito bancario delle imprese
  - Offerta di credito bancario alle imprese
- Rischi per la ripresa
- Focus sulle PMI nell'area euro

# Il quantitative easing della BCE

**Fig. 2.8 Acquisti stimati di titoli di Stato dei principali paesi dell'area euro**



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Thomson Reuters Eikon

Gli acquisti per paese sono proporzionati al contributo delle BCN al capitale della BCE e riguardano titoli con scadenze comprese fra 2 e 30 anni. Con riferimento all'Italia, in base alle prime operazioni effettuate dalla BCE sul mercato secondario, si può stimare che l'acquisto di titoli pubblici si attesterà attorno ai 150 miliardi di euro (equivalente all'11,6% dei titoli in circolazione).

# Il *quantitative easing* della BCE

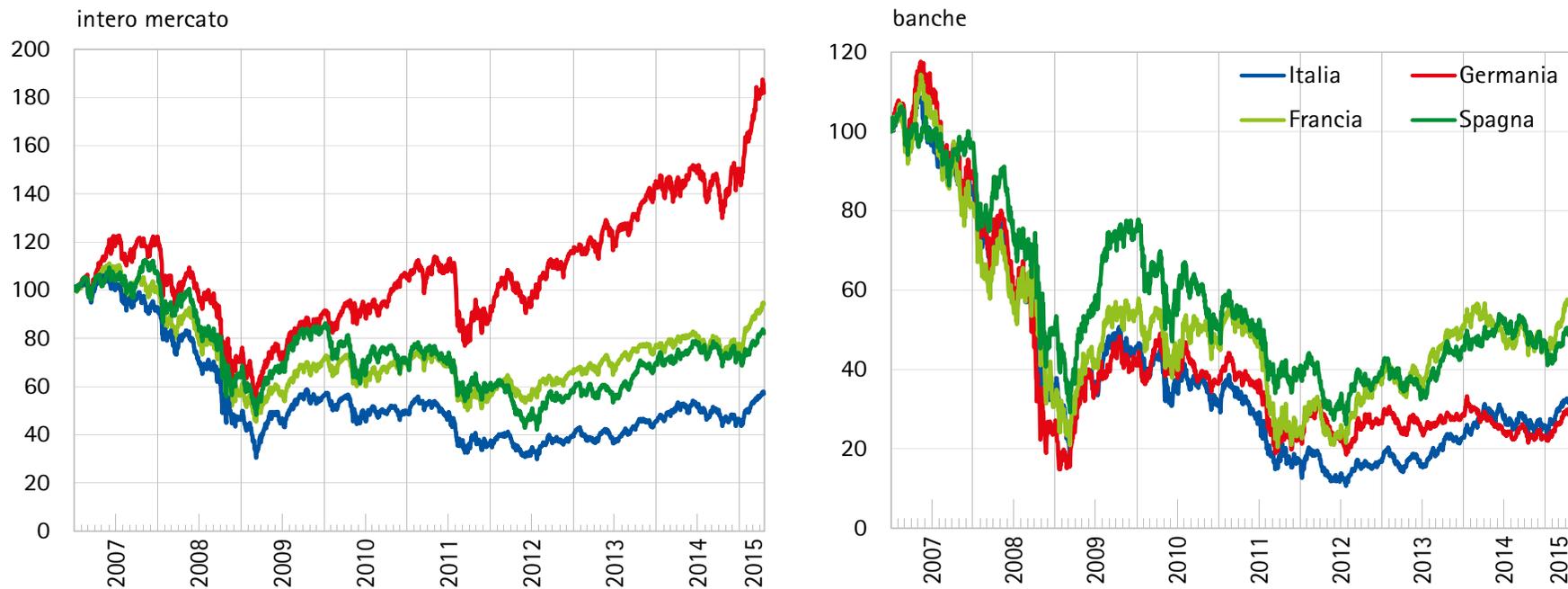
## Primi effetti

- **Mercati azionari.** Dopo le performance disomogenee e discontinue nel 2014, nei primi mesi del 2015 i mercati azionari dell'Eurozona hanno beneficiato dell'avvio del *quantitative easing* (EAPP) della BCE.
  - Crescita dei rendimenti; riduzione della volatilità e buone condizioni di liquidità (Figg. 1.2 – 1.5); diminuzione dell'*herding behaviour* e miglioramento dell'efficienza informativa dei mercati (Fig. 1.8); andamento del contagio e aumento del livello di integrazione tra mercati (Figg. 1.7, 1.9 e 1.10); miglioramento del *market sentiment* (Fig. 1.11 e 1.12).
- **Mercati dei titoli di Stato.** In seguito all'annuncio dell'EAPP, i rendimenti del debito sovrano sono scesi a livelli eccezionalmente bassi in tutta l'area euro e su tutte le scadenze (Fig 2.1 e Fig. 2.4).
- **Mercati obbligazionari *corporate*.** Nei primi mesi del 2015 i rendimenti obbligazionari delle grandi imprese europee sono scesi sotto il 2% per i titoli con rating pari a BBB e intorno all'1% per le emissioni con rating superiore (Fig. 2.18).

# I mercati azionari

## Rendimenti

**Fig. 1.1 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi dell'Area euro**  
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 16/04/2015; 01/01/2007=100)



Fonte: Thomson Reuters. Gli indici considerati per l'intero mercato sono i seguenti: Dax30 (Germania), Cac40 (Francia), Ibex35 (Spagna) e Ftse Mib (Italia), mentre per il settore bancario sono gli indici Ftse Banks dei rispettivi paesi.

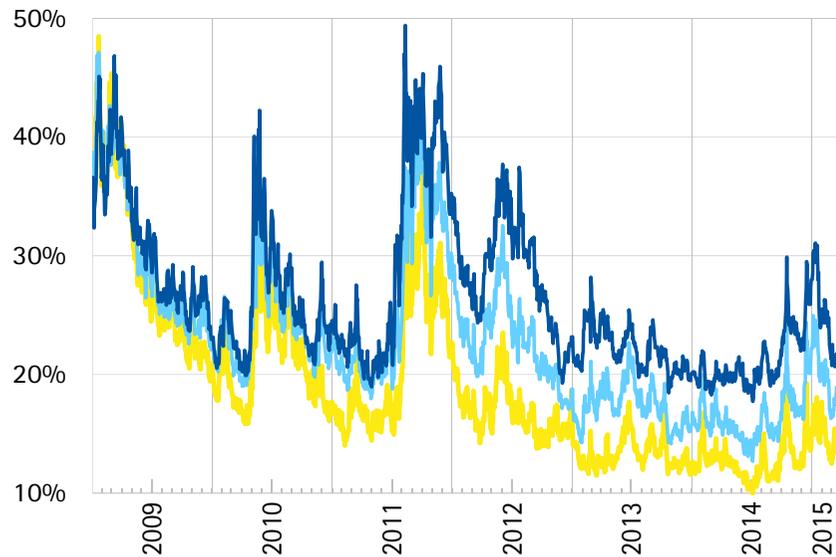
Nel primo trimestre 2015, i rendimenti azionari sono cresciuti in modo sostenuto, dopo aver sperimentato nel 2014 un andamento discontinuo. Ad eccezione della Germania, gli indici azionari dei maggiori paesi dell'area euro rimangono inferiori ai livelli del 2007.

# I mercati azionari

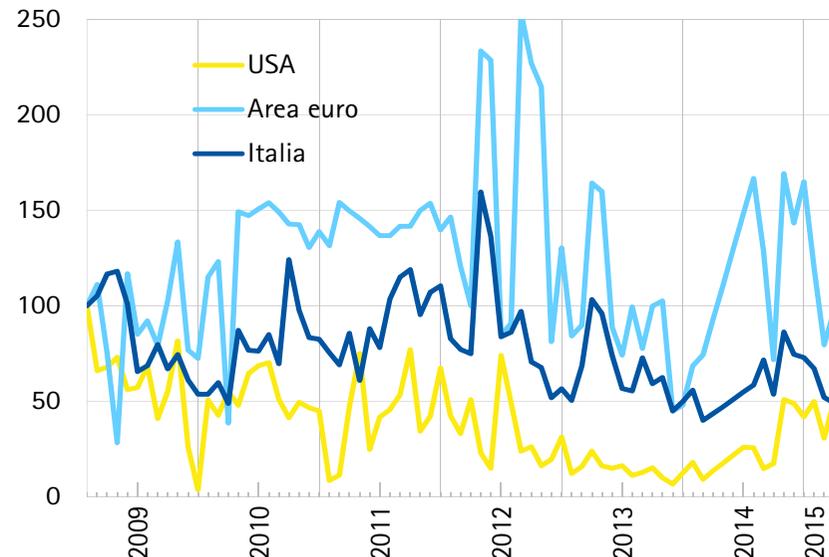
## Volatilità

**Fig. 1.3 Volatilità implicita e indicatore di avversione al rischio**

volatilità dei corsi azionari implicita nei prezzi delle opzioni su indice  
(dati giornalieri; 01/01/2009 - 31/03/2015)



indicatore di avversione al rischio  
(dati mensili; gennaio 2009 - marzo 2015; gennaio 2009=100)



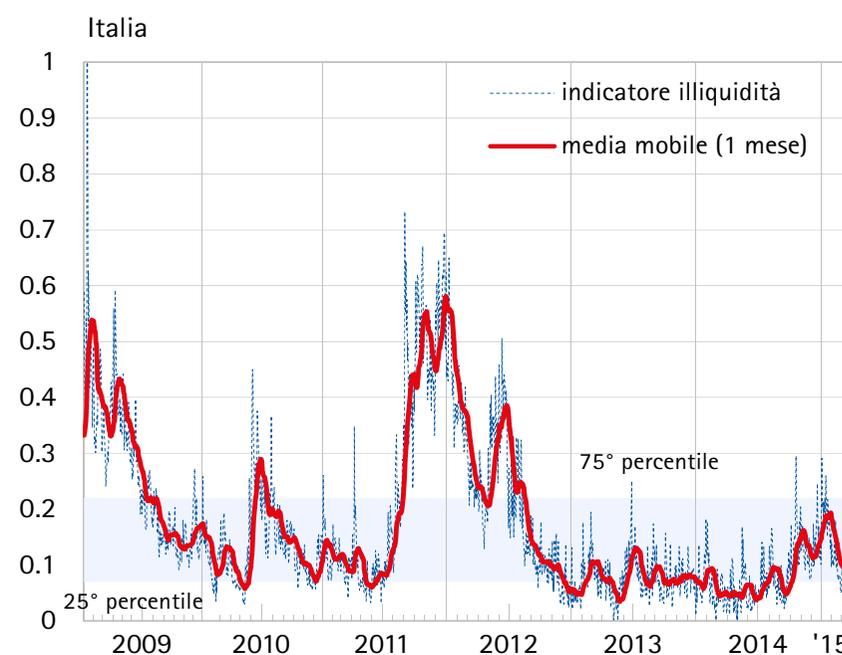
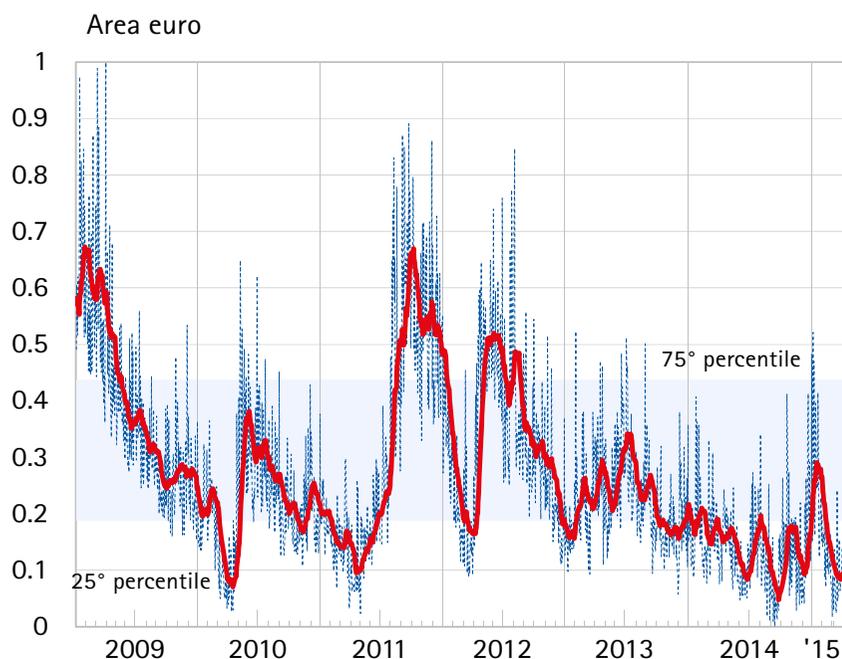
Fonte: nostre elaborazioni su dati Thomson Reuters. Gli indici azionari inclusi nel campione sono IS&P500 (Usa), Euro Stoxx 50 (Area euro) e FTSEMib (Italia).

Nel primo trimestre 2015, prevalgono condizioni più distese, dopo l'aumento della volatilità implicita e dell'avversione al rischio verificatosi negli ultimi mesi del 2014, per effetto delle incertezze sulle prospettive macroeconomiche dell'area euro e delle tensioni geopolitiche a livello globale.

# I mercati azionari

## Liquidità

**Fig. 1.5 Livello di liquidità sui mercati azionari dell'Area euro**  
(dati giornalieri; 01/01/2009 - 31/03/2015)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Thomson Reuters. Gli indici azionari inclusi nel campione sono l'Euro Stoxx 50 (Area euro) e il FTSEMib (Italia). L'indicatore è compreso fra zero (=alta liquidità) ed uno (=bassa liquidità).

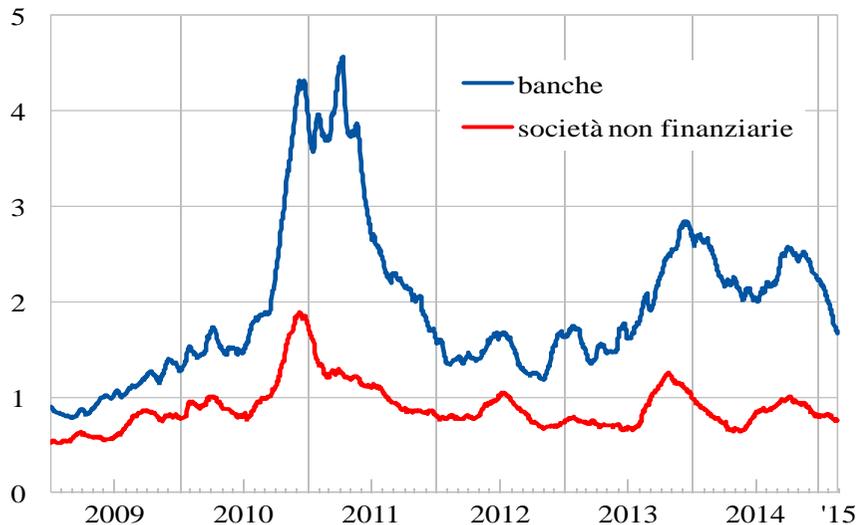
Le condizioni di liquidità dei mercati azionari continuano a rimanere buone sia nell'Area euro sia in Italia.

# I mercati azionari

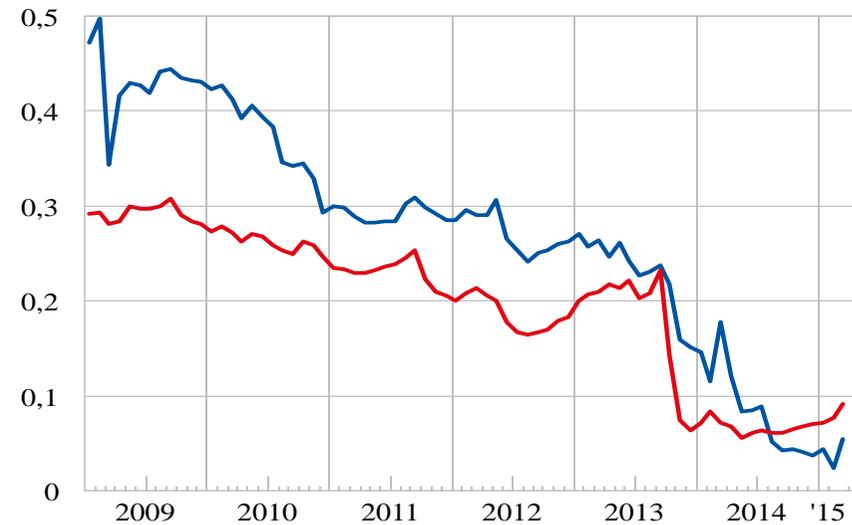
## *Herding behaviour* ed efficienza informativa

**Fig. 1.8** Indicatore di *herding behaviour* e di efficienza informativa sui mercati azionari dell'Area euro

indicatore di herding behaviour  
(media mobile a 3 mesi; dati giornalieri; 01/01/2009 - 28/02/2015)



indicatore di information inefficiency  
(dati mensili; gennaio 2009 - febbraio 2015)



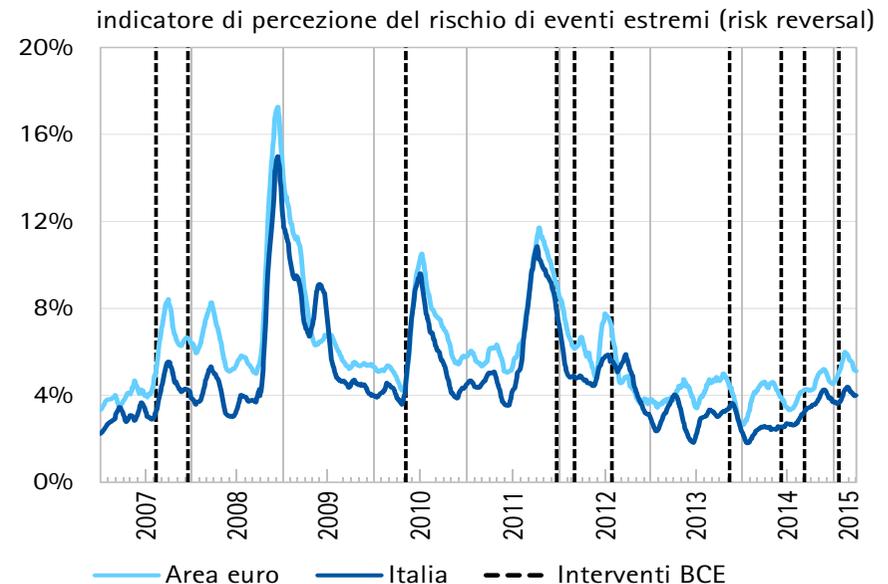
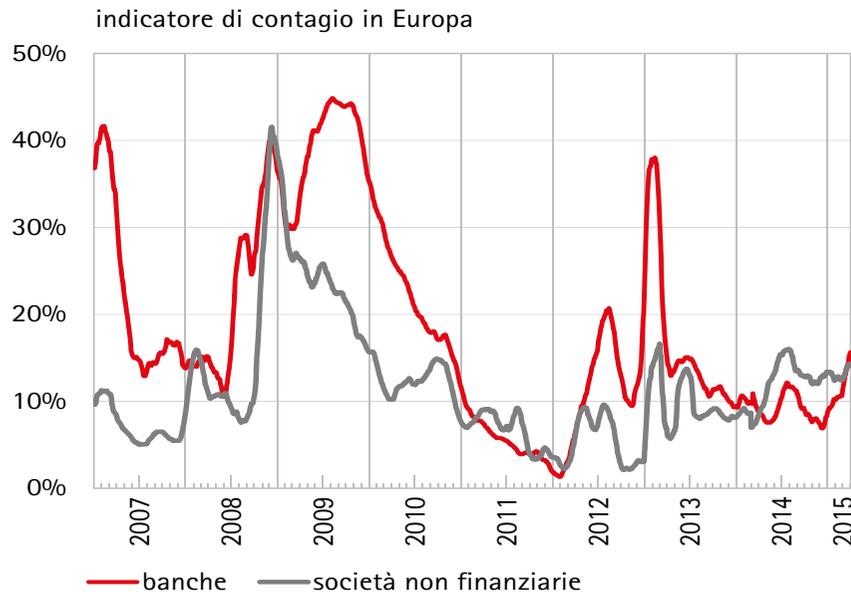
Fonte: nostre elaborazioni su dati Thomson Reuters. Gli indici azionari inclusi nel campione sono l'Euro Stoxx banks e gli indici Datastream non-financial riferiti all'Area euro.

Nel primo trimestre 2015 la tendenza degli operatori ad attuare strategie imitative (*herding behavior*), maggiore nei periodi di instabilità, si è attenuata nel settore bancario ed è rimasta stabile, su livelli storicamente più bassi, nel settore delle società non finanziarie. È altresì migliorato il livello di efficienza informativa, soprattutto nel settore delle banche.

# I mercati azionari

## Il contagio

**Fig. 1.7 Contagio e percezione del rischio di eventi estremi nei principali mercati europei**  
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 31/03/2015)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Thomson Reuters. Per la metodologia sottesa all'indicatore di contagio si veda *Quaderno di Finanza Consob n°72 (2012)*. L'indicatore di percezione del rischio di eventi estremi viene calcolato sulla base dell'andamento della volatilità implicita delle opzioni put e call out-of-the money sugli indici azionari Euro Stoxx 50 (Area euro) e sul FTSEMib (Italia).

Nel primo trimestre 2015, nell'Area euro è aumentata l'intensità della correlazione fra i corsi azionari non attribuibile a fattori fondamentali (indicatore di contagio), soprattutto nel settore bancario, mentre si è ridotta la percezione del rischio di eventi estremi.

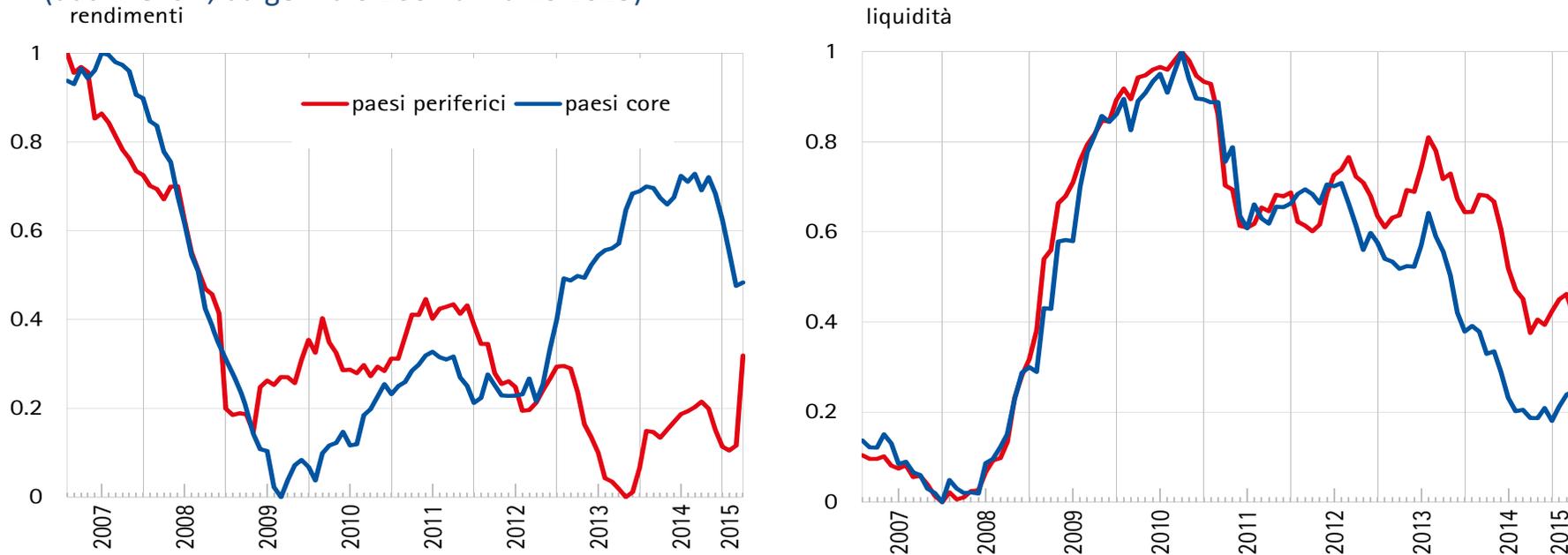
# I mercati azionari

## Grado di integrazione

(1/2)

**Fig. 1.9 Livello di integrazione dei mercati azionari nell'Area euro sulla base della dispersione *cross-countries* dei rendimenti azionari e delle condizioni di liquidità**

(dati mensili; da gennaio 2007 a marzo 2015)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Thomson Reuters. Il gruppo dei paesi periferici include l'Irlanda, l'Italia, il Portogallo e la Spagna. Il gruppo dei paesi core include l'Austria, la Finlandia, la Francia, la Germania, l'Olanda. Gli indicatori di integrazione finanziaria sono compresi fra zero (=basso livello di integrazione finanziaria) e uno (=alto livello di integrazione finanziaria). Il grado di liquidità è misurato sulla base dell'indicatore di price-impact.

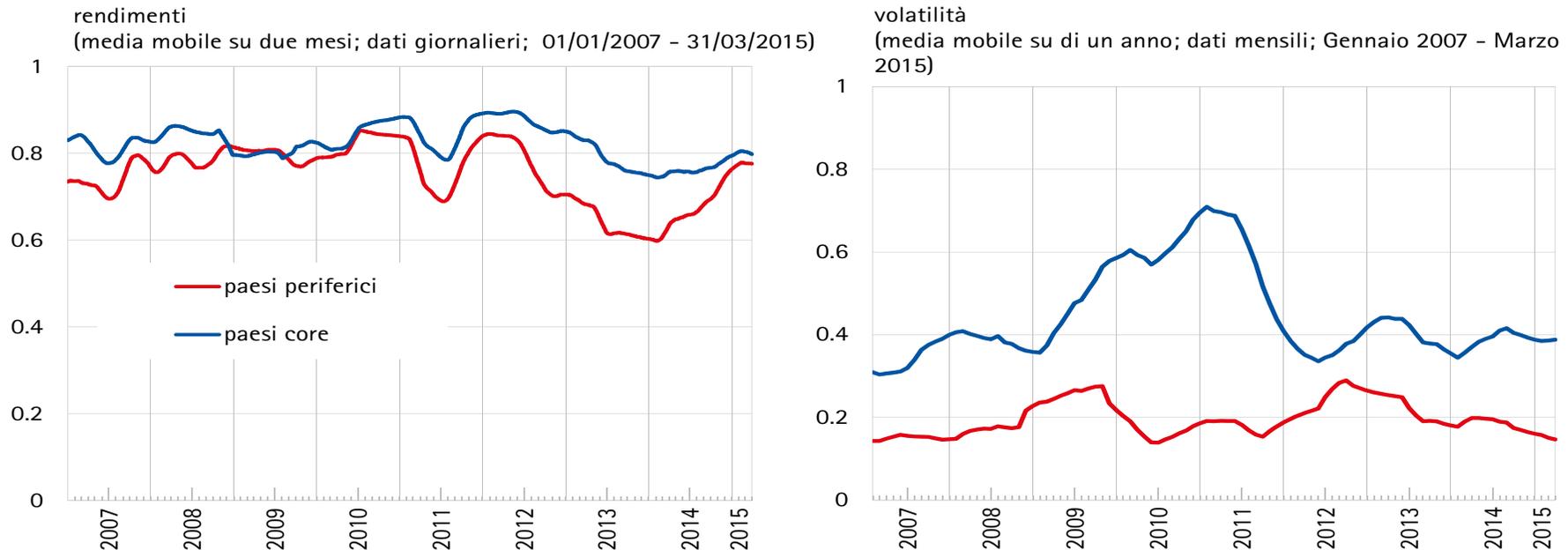
A partire dal 2014 si è ridotto il gap nel grado di integrazione dei mercati azionari dei paesi periferici e dei paesi *core*, così come misurato dalla dispersione dei rispettivi rendimenti, mentre permangono differenze *cross-countries* significative con riferimento al livello di liquidità.

# I mercati azionari

## Grado di integrazione

(2/2)

**Fig. 1.10 Impatto di fattori di rischio *cross-countries* sui rendimenti e sulla volatilità dei mercati azionari dell'Area euro**



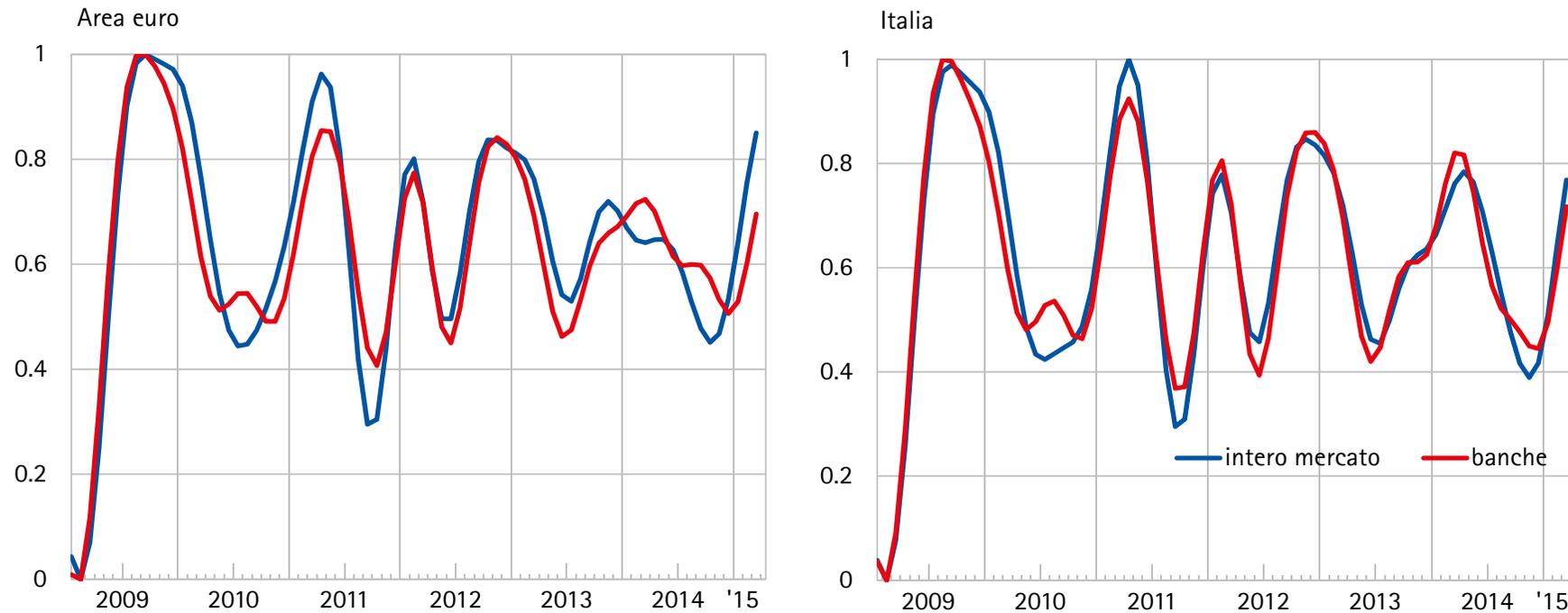
Fonte: nostre elaborazioni su dati Thomson Reuters. Il gruppo dei paesi periferici include l'Irlanda, l'Italia, il Portogallo e la Spagna. Il gruppo dei paesi core include l'Austria, la Finlandia, la Francia, la Germania, l'Olanda. Sul grafico di sinistra si riporta il coefficiente di determinazione medio delle regressioni lineari dei rendimenti azionari di ciascun paese rispetto alla prima componente principale del portafoglio degli indici. Sul grafico di destra si riporta la media delle quote della volatilità degli indici azionari di ciascun paese (stime ottenute applicando modelli Garch) spiegate dalla volatilità dei mercati azionari a livello internazionale.

Nel corso del 2014 e nel primo trimestre 2015 è aumentata l'impatto di fattori comuni di rischio sui rendimenti azionari dei paesi periferici. Rispetto ai paesi core, la volatilità dei paesi periferici continua a essere maggiormente influenzata da fattori idiosincratici di rischio.

# I mercati azionari

## Market sentiment

**Fig. 1.11** Indicatore di *market sentiment* degli investitori sull'andamento del ciclo economico  
(dati mensili; gennaio 2009 – marzo 2015)



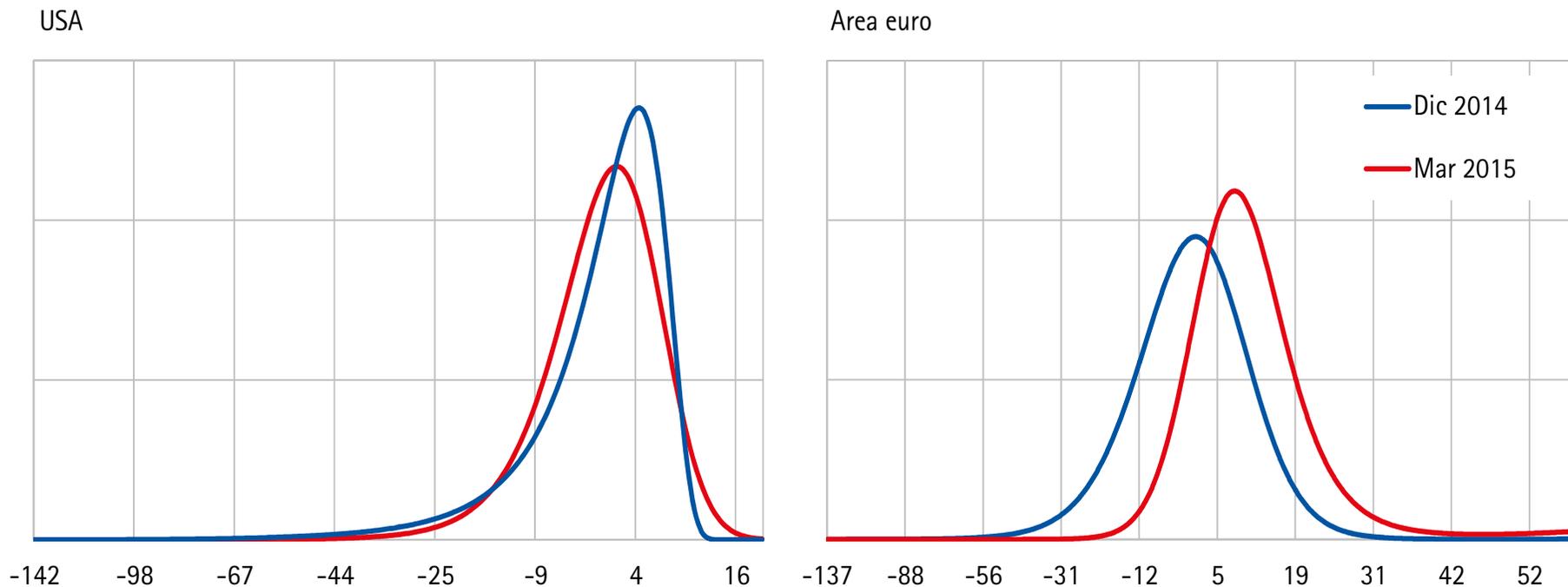
Fonte: nostre elaborazioni su dati Thomson Reuters. Gli indici azionari inclusi nel campione sono l'Euro Stoxx 50 (area euro) e il FTSEMib (Italia). L'indicatore è compreso tra zero (=rilevante miglioramento delle aspettative) ed uno (= rilevante peggioramento delle aspettative).

Migliorano le aspettative degli investitori riguardo all'andamento del ciclo economico, invertendo la tendenza registrata a fine 2014.

# I mercati azionari

## Rendimenti attesi

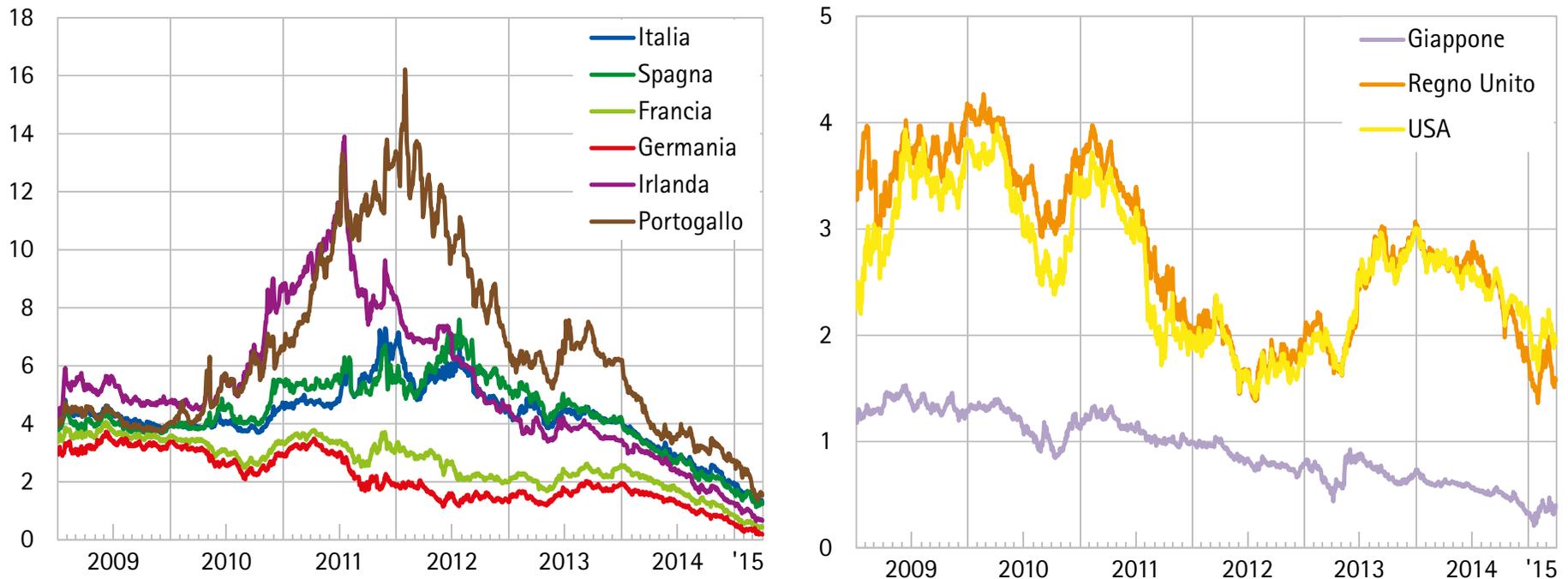
**Fig. 1.12** Aspettative degli investitori sui rendimenti degli indici azionari su di un orizzonte temporale di tre mesi



Fonte: nostre elaborazioni su dati Thomson Reuters. Gli indici considerati sono lo S&P500 (Usa) e l'Euro Stoxx 50 (area euro). Si rappresentano funzioni di densità risk neutral (Shimko, 1993).

Coerentemente alla dinamica dell'indicatore di *market sentiment* sulle prospettive macroeconomiche, migliorano anche le aspettative a breve termine sui rendimenti azionari.

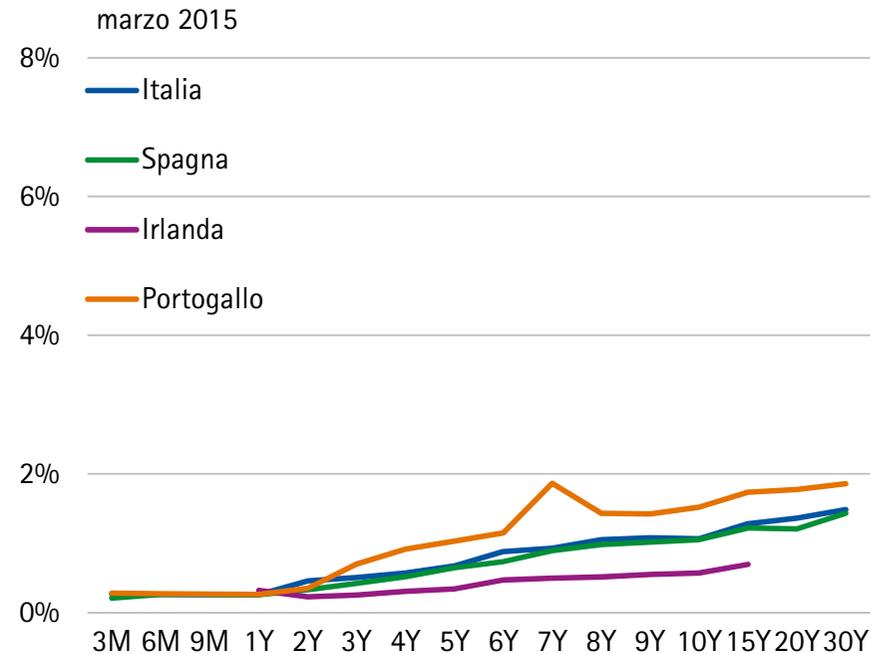
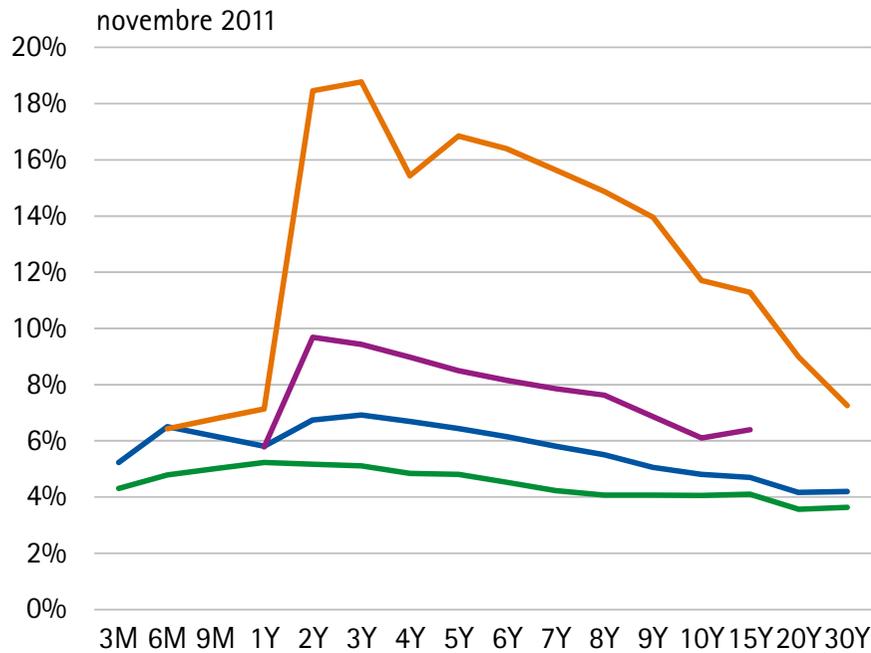
**Fig. 2.1 Andamento dei rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni nelle principali economie avanzate**  
 (dati giornalieri; 01/01/2007 - 31/03/2015; 01/01/2007=100)



Fonte: Thomson Reuters.

Nei primi mesi del 2015 è proseguito il calo dei rendimenti del debito sovrano verso livelli eccezionalmente bassi in tutta l'area euro ...

**Fig. 2.4** Struttura a termine dello *spread* rispetto ai titoli di Stato tedeschi per i paesi *non-core* dell'area euro

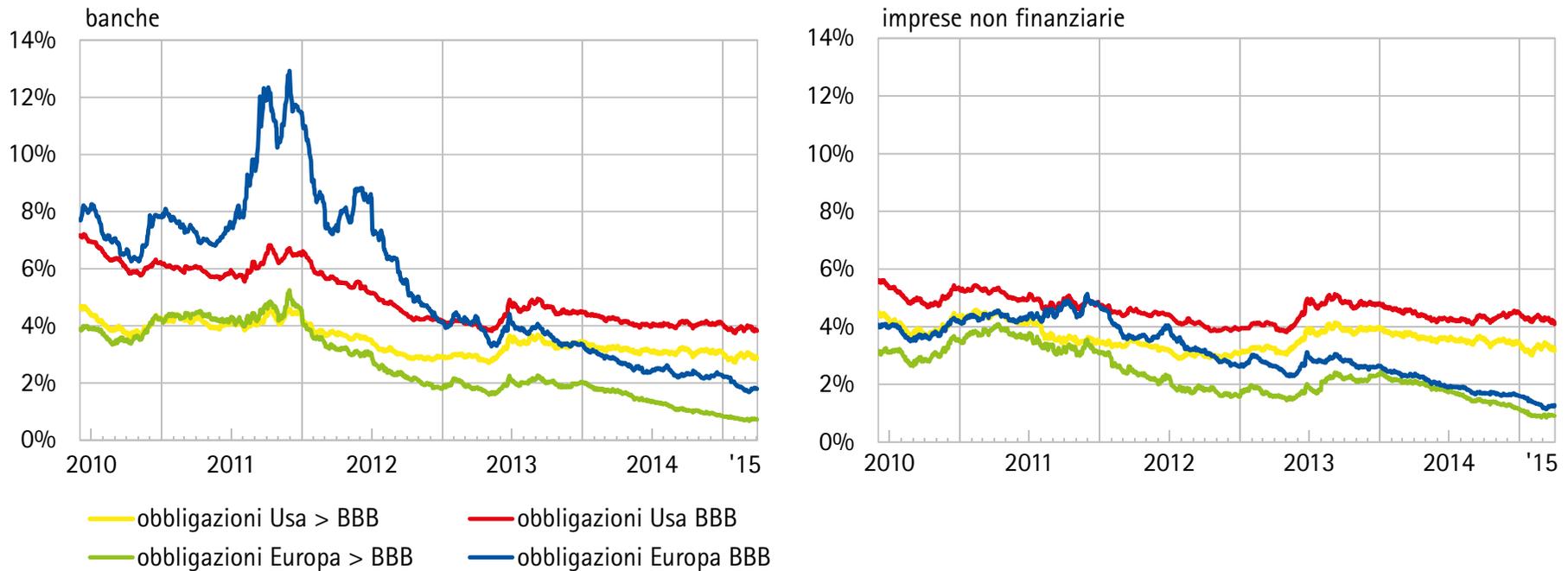


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

... e su tutte le scadenze, con la conseguente contrazione dello spread rispetto ai titoli di Stato tedeschi.

# Mercati obbligazionari *corporate*

**Fig. 2.18 Rendimenti delle obbligazioni corporate nei settori bancario e non finanziario**



Fonte: Thomson Reuters. I dati sono riferiti agli indici Markit Iboxx.

Continuano a ridursi i rendimenti obbligazionari delle grandi imprese europee, scesi nei primi mesi del 2015 sotto il 2% per i titoli con rating pari a BBB e intorno all'1% per le emissioni con rating superiore.

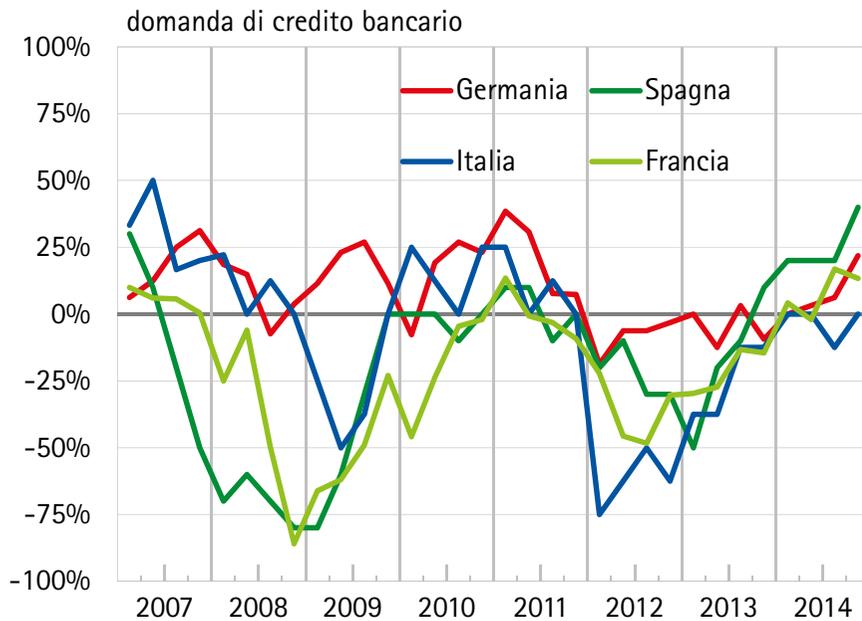
# Il *quantitative easing* della BCE

## Effetti attesi

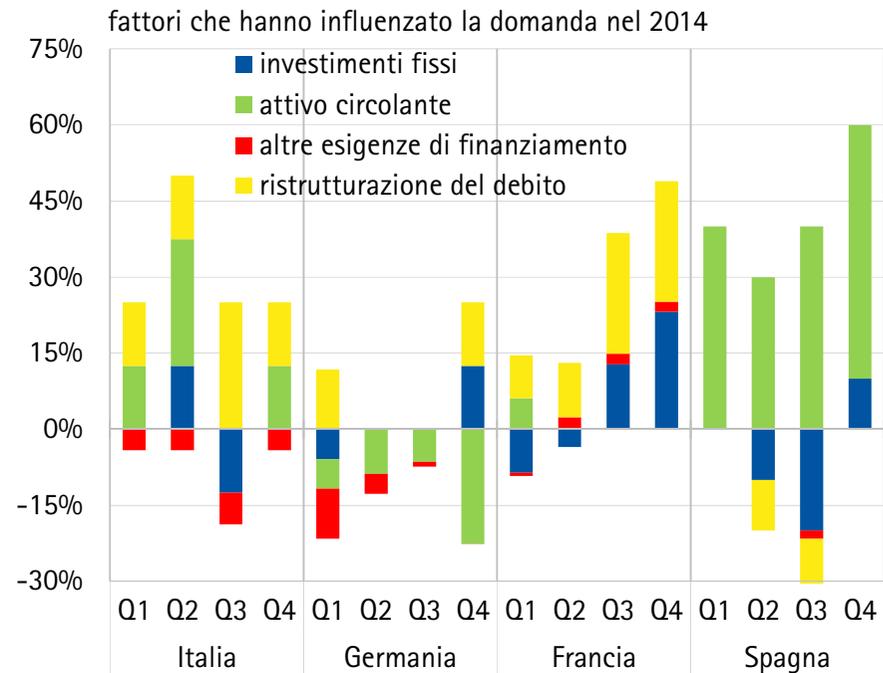
- **Aumento della domanda di credito bancario da parte di famiglie e imprese**
  - Fattori determinanti: fiducia; vulnerabilità finanziaria (indebitamento e copertura del servizio del debito; sezione 3 del Risk outlook)
- **Espansione dell'offerta di credito al settore privato**
  - Fattori determinanti: adeguatezza patrimoniale; sofferenze su crediti; qualità degli attivi ed esposizione al rischio sovrano domestico; redditività ... (sezione 4 del Risk outlook)
- **Maggiore integrazione finanziaria**
  - I flussi di credito transfrontalieri rimangono più bassi rispetto ai livelli pre-crisi, come si evince dalle esposizioni *cross-border* delle banche verso il settore privato e finanziario (Figg. 4.16 – 4.18).

# Domanda di credito delle imprese

**Fig. 3.9 Domanda di credito bancario da parte delle imprese nei principali paesi dell'Area euro**  
(dati trimestrali; 1Q 2007 – 4Q 2014)



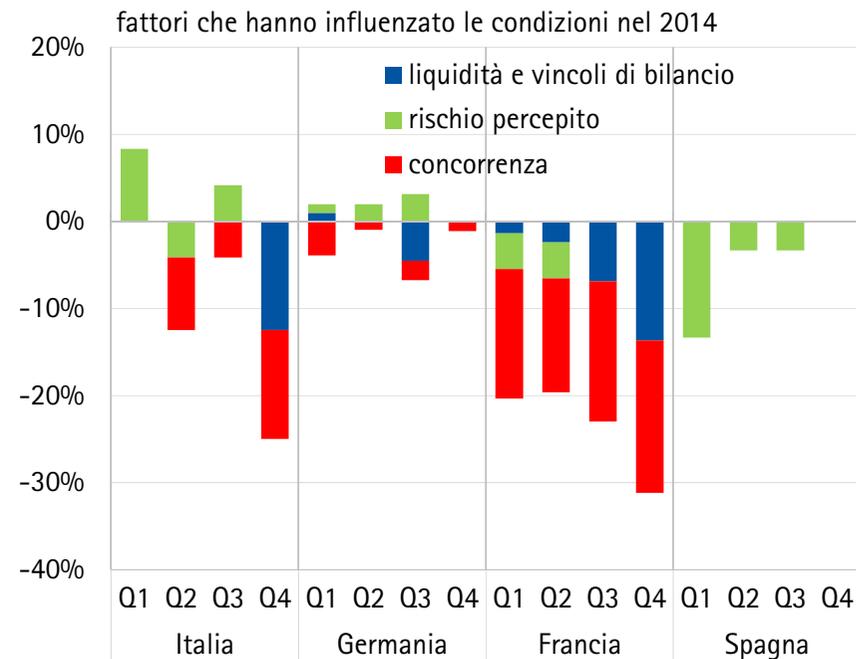
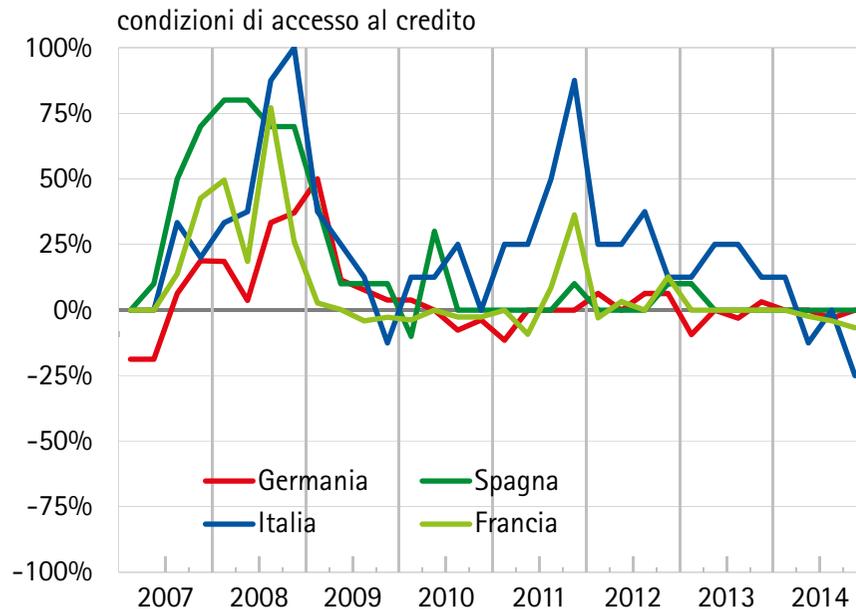
Fonte: BCE, Bank lending survey.



La domanda di credito bancario da parte delle imprese mostra segnali di ripresa nei maggiori paesi dell'area euro. In Italia, tuttavia, le determinanti prevalenti a fine 2014 erano la ristrutturazione del debito e il finanziamento dell'attivo circolante.

# Offerta di credito alle imprese (1/3)

**Fig. 4.8 Standard di concessione del credito alle imprese nei principali paesi dell'Area euro**  
(dati trimestrali; 1Q 2007 – 4Q 2014)



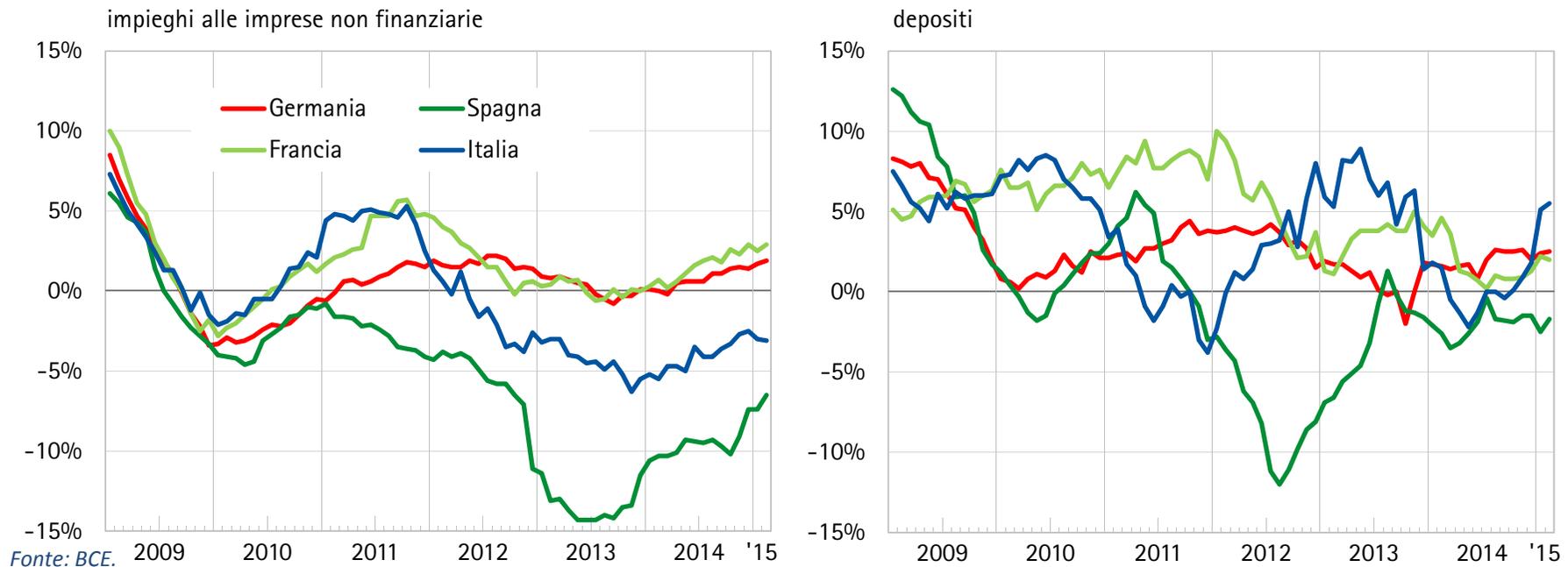
Fonte: BCE, Bank lending survey.

Nei maggiori paesi dell'area euro, le condizioni di erogazione del credito bancario si stanno allentando, soprattutto per effetto della percezione da parte delle banche di minori pressioni concorrenziali e di un miglioramento delle condizioni di liquidità e dei vincoli di bilancio.

(L'adeguatezza patrimoniale delle banche si mantiene a un buon livello - Tier 1 superiore in media all'11% in tutti i paesi).

# Offerta di credito alle imprese (2/3)

**Fig. 4.9 Andamento del credito alle imprese e dei depositi dalle famiglie nei principali paesi dell'Area euro (dati mensili; gennaio 2009 – gennaio 2015)**

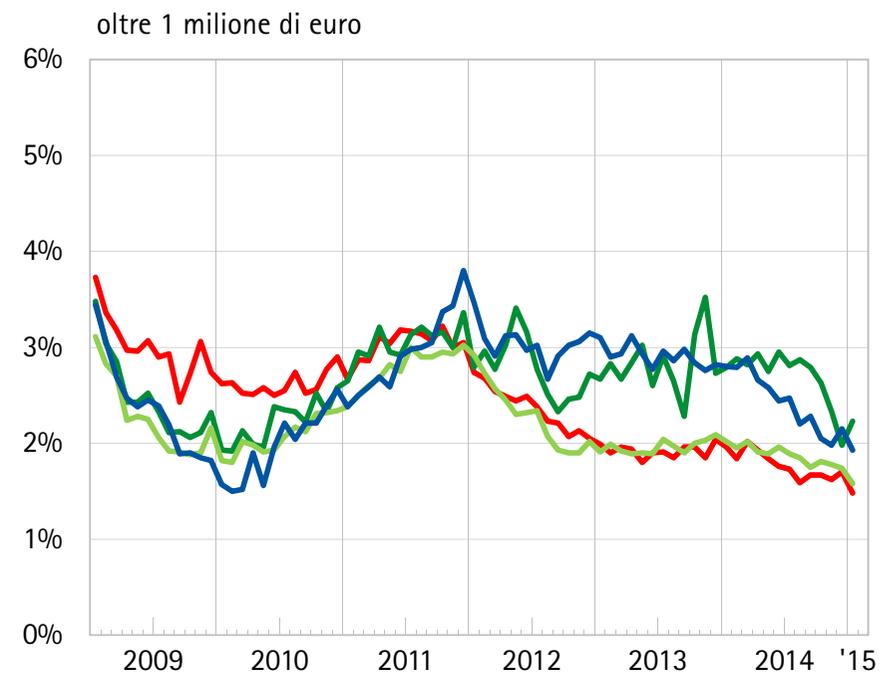
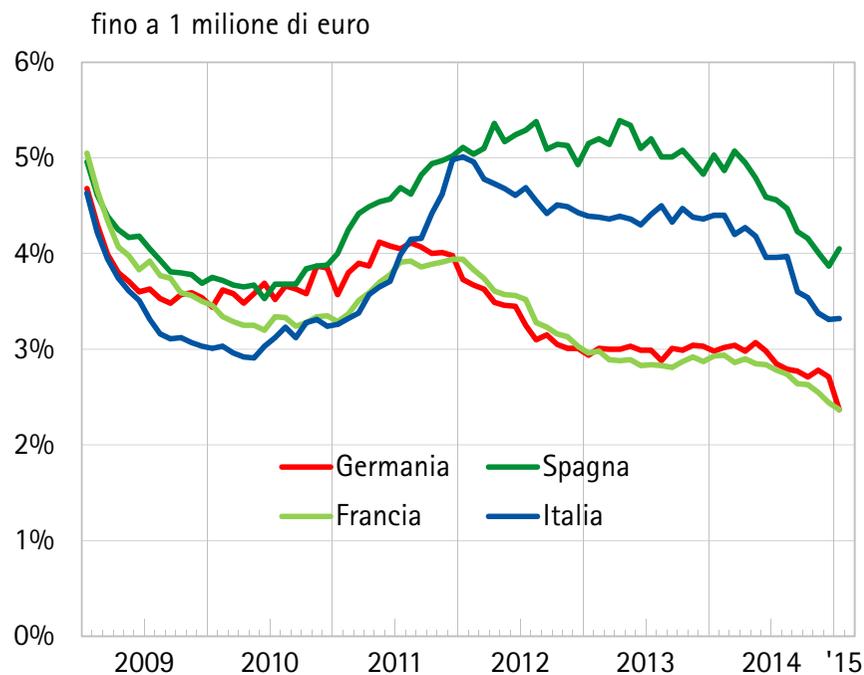


Nonostante il miglioramento delle condizioni di accesso al credito, i prestiti alle imprese continuano a calare in Italia e in Spagna, sebbene a un tasso inferiore rispetto al passato.

La raccolta tramite depositi alla clientela è cresciuta in modo sostenuto in Italia, mentre continua a ridursi in Spagna.

# Offerta di credito alle imprese (3/3)

**Fig. 3.8 Tassi di interesse bancari sui prestiti alle imprese non finanziarie nei principali paesi dell'Area euro (dati mensili; gennaio 2009 – gennaio 2015)**

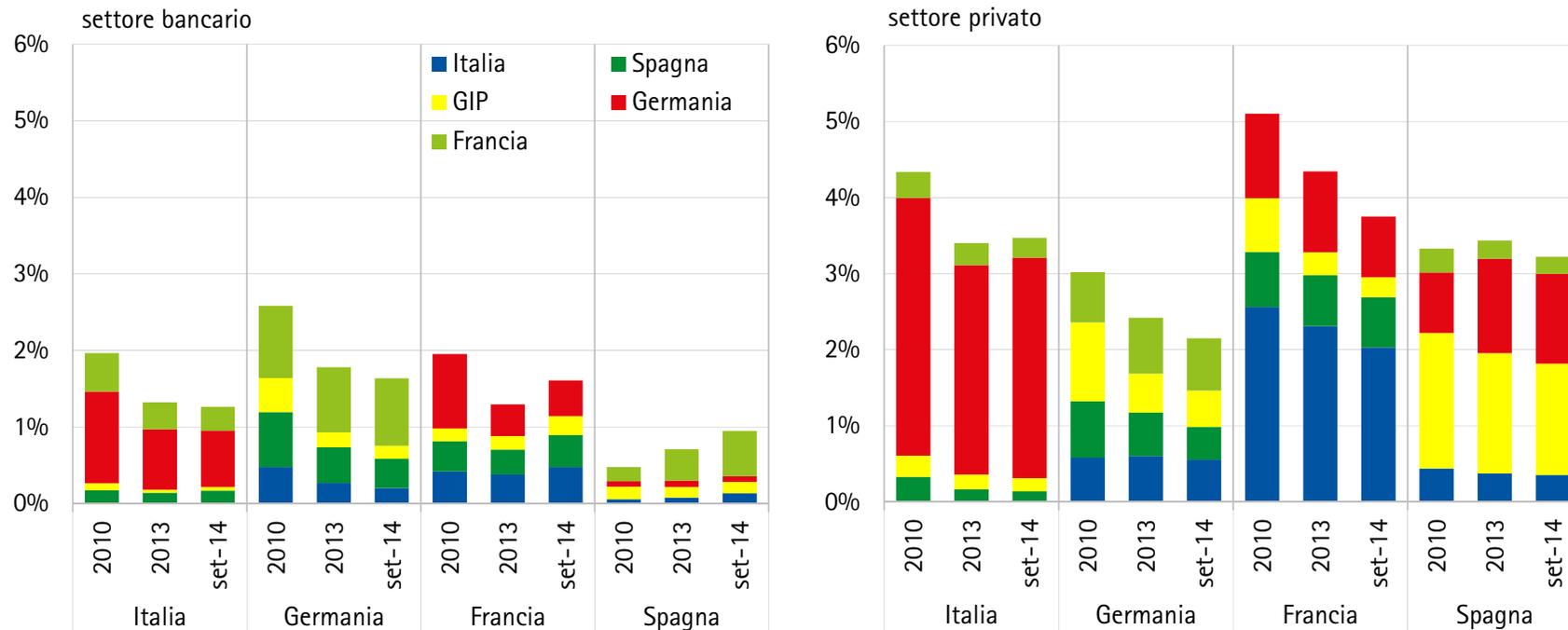


Fonte: BCE.

Prosegue la contrazione del divario dei tassi di interesse applicati dalle banche nei paesi *core* e periferici. Tuttavia il costo del credito bancario, sebbene in calo, continua a risultare superiore per le imprese italiane e spagnole e più elevato per le PMI.

# Grado di integrazione finanziaria nell'area euro

**Esposizioni delle banche dei maggiori paesi verso gli altri paesi dell'Area euro (Figg. 4.16 - 4.17)**  
(in percentuale sul totale attivo)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Nel 2014 le esposizioni *cross-border* delle banche dei maggiori paesi dell'area euro (sia verso altre banche sia verso il settore privato) rimangono inferiori ai livelli raggiunti nel 2010.

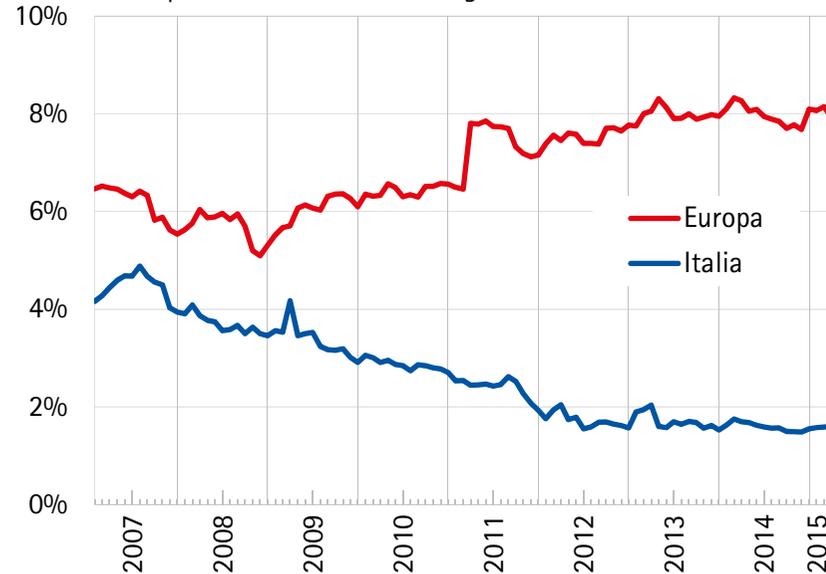


## Rischi per la ripresa

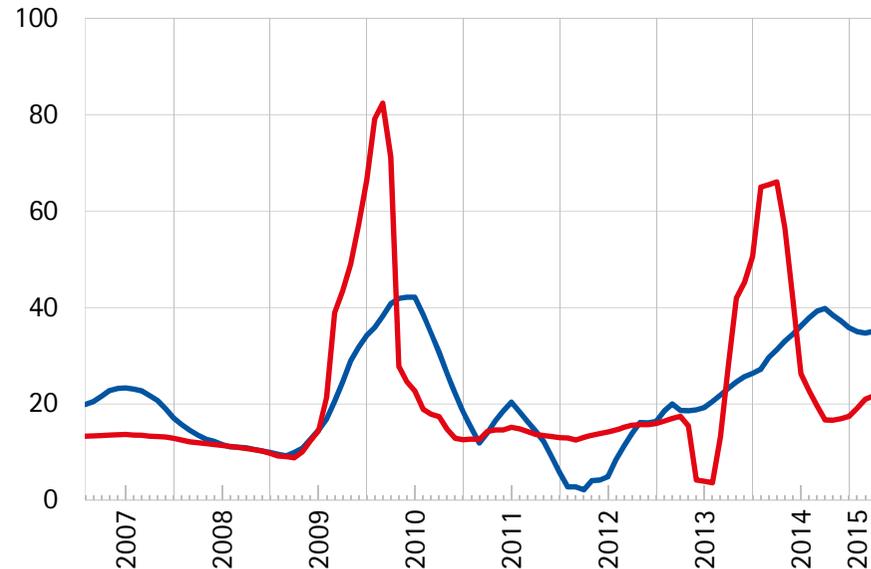
- Alcuni fattori potrebbero indebolire il consolidamento della ripresa economica nell'Area euro
  - Cambiamenti inattesi nel percorso di normalizzazione della politica monetaria statunitense, indotti da un eccessivo apprezzamento del dollaro in un contesto di crescita globale ancora poco sostenuta
  - Domanda globale, in particolare quella dei paesi emergenti, più debole di quanto atteso
  - Improvvise fluttuazioni dell'offerta del petrolio, legate a tensioni geopolitiche
- Alcuni fattori potrebbero ostacolare la ripresa della domanda e dell'offerta di credito bancario nell'Area euro
  - Basso livello di fiducia e vulnerabilità finanziaria delle società *corporate* versus aspettative di ulteriori necessità di rafforzamento patrimoniale da parte delle banche
- **Criticità strutturale dell'Area euro:** il mercato dei capitali non è ancora sufficientemente sviluppato per fornire alle imprese, in particolare alle PMI, fonti di finanziamento alternative al credito bancario

**Fig. 1.21 Andamento di mercato delle *small caps* quotate in Europa**

*market value ratio*  
(valori percentuali; dati mensili; gennaio 2007-marzo 2015)



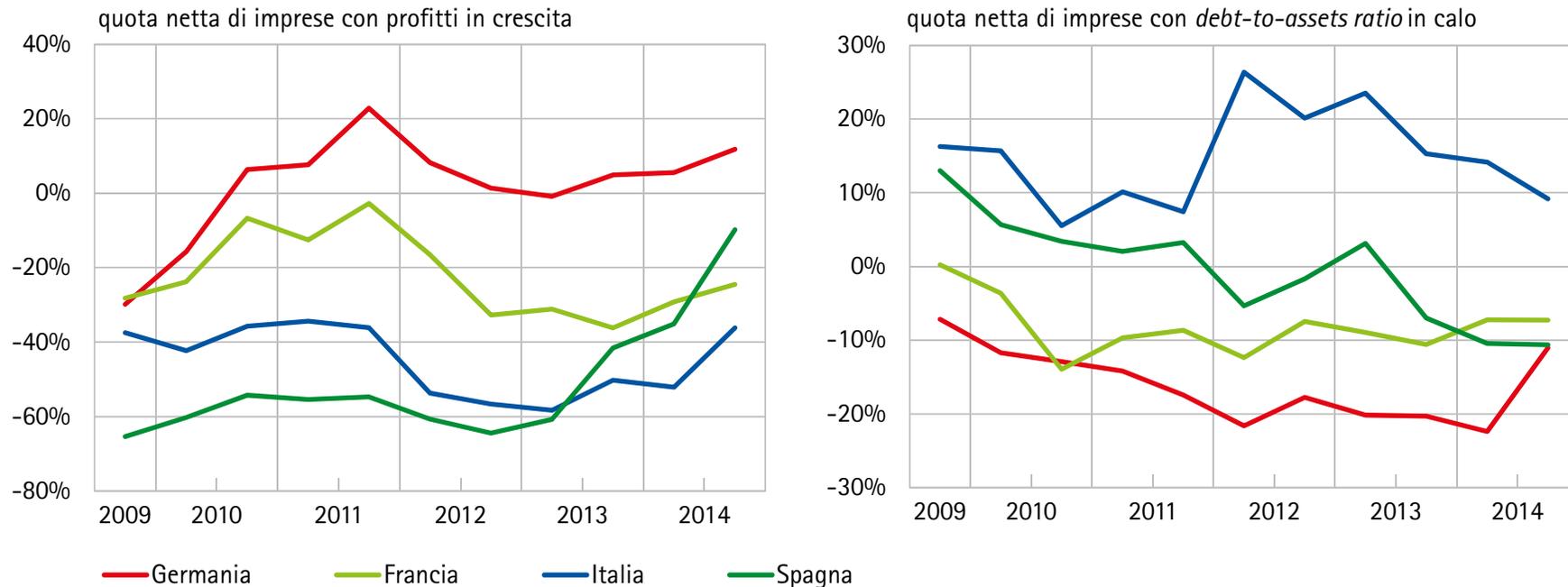
*price on earnings*  
(media mobile a 6 mesi; dati mensili; gennaio 2007-marzo 2015)



*Il grafico di sinistra rappresenta il rapporto fra il valore di mercato delle società *small cap* quotate e la capitalizzazione di mercato complessiva. Le elaborazioni sono basate su dati Thomson Reuters (indici Stoxx Europe total market small cap index e indice Datastream small cap Italia).*

In Italia, il peso delle *small caps* quotate sulla capitalizzazione complessiva continua a ridursi, in controtendenza a quanto avviene in Europa.

**Fig. 3.12 Redditività e indebitamento delle PMI nei principali paesi dell'area euro**

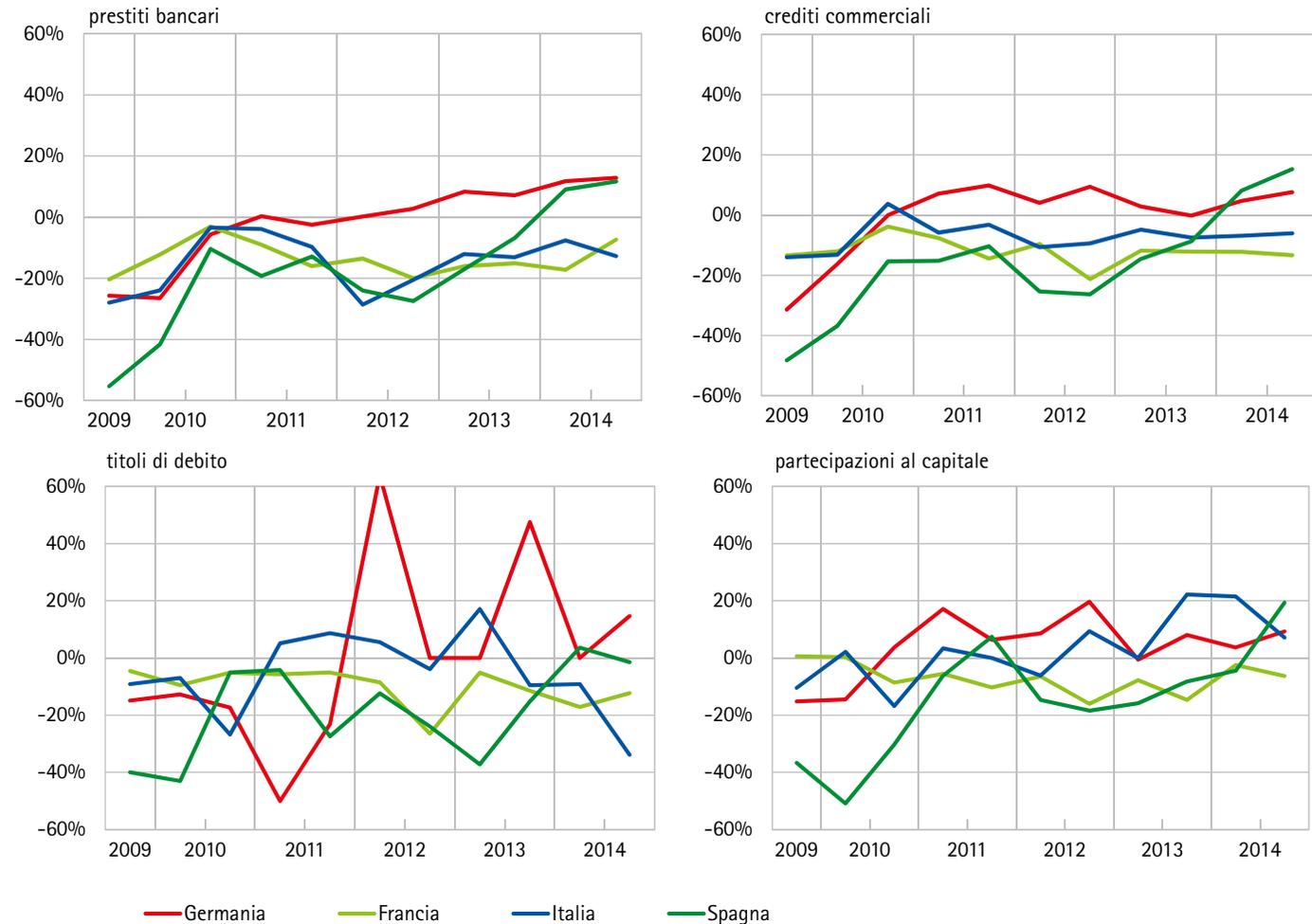


Fonte: BCE, Survey on the access to finance of enterprises.

Le PMI europee si trovano a fronteggiare condizioni reddituali e finanziarie molto diverse nei maggiori paesi dell'area euro. La situazione rimane peggiore in Italia (dove la quota di società che riportano un miglioramento della redditività/diminuzione del debito è minore della quota di società che riportano un peggioramento/aumento) rispetto alla Germania.

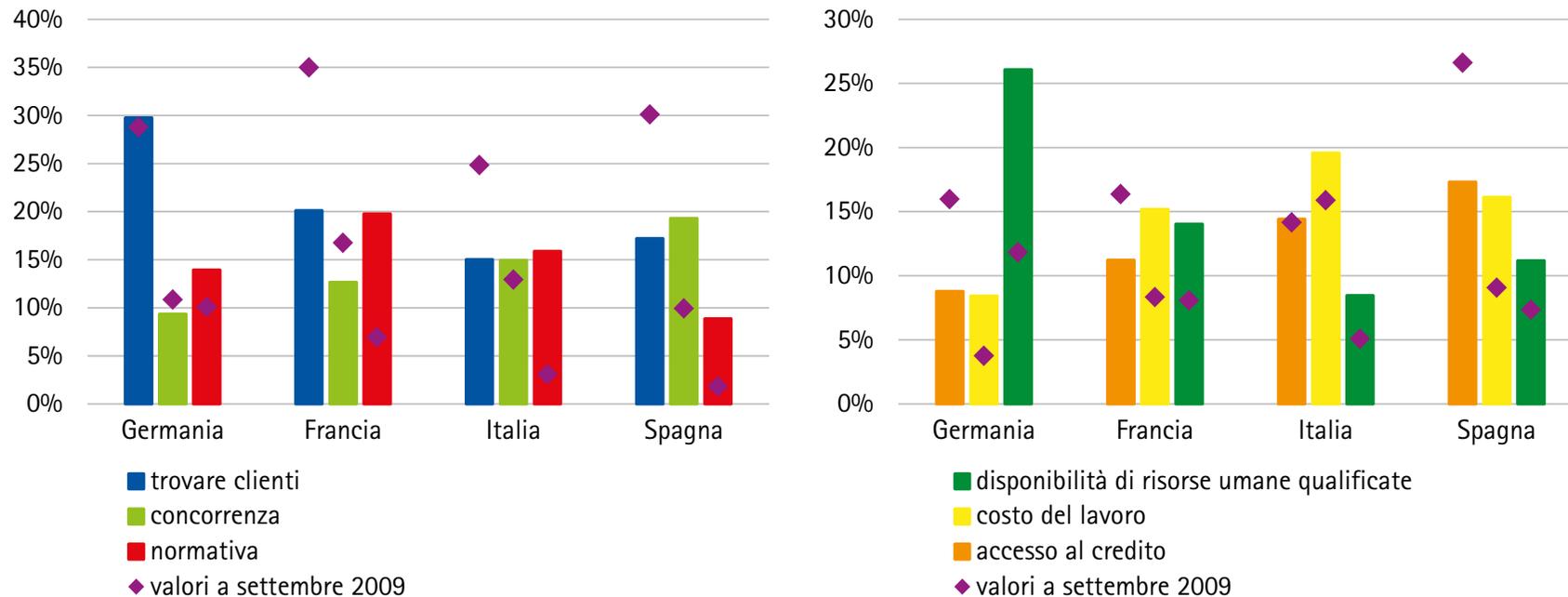
L'accesso al credito bancario e ai mercati finanziari resta un problema rilevante soprattutto in Italia.

**Fig. 3.14 Accesso a fonti di finanziamento esterne da parte delle PMI**



Fonte: BCE, Survey on the access to finance of enterprises.

**Fig. 3.13 I fattori percepiti come problemi pressanti dalle PMI nei principali paesi dell'area euro**



Fonte: BCE, Survey on the access to finance of enterprises.

Nel 2014 tra i problemi percepiti come più pressanti dalle PMI europee hanno assunto maggiore rilevanza la regolamentazione, il costo del lavoro e la scarsità di personale altamente qualificato.

## Risk Outlook n. 9

**Grazie per l'attenzione**

Nadia Linciano ([n.linciano@consob.it](mailto:n.linciano@consob.it))

Monica Gentile ([m.gentile@consob.it](mailto:m.gentile@consob.it))