



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Risk outlook Consob

Nadia Linciano

Università Bocconi, 18 luglio 2013

OUTLINE

- I. Il quadro macroeconomico**
- II. I mercati**
- III. Le società non finanziarie**
- IV. Le banche**
- V. Outlook e rischi**

IL QUADRO MACROECONOMICO

I rendimenti dei titoli di Stato

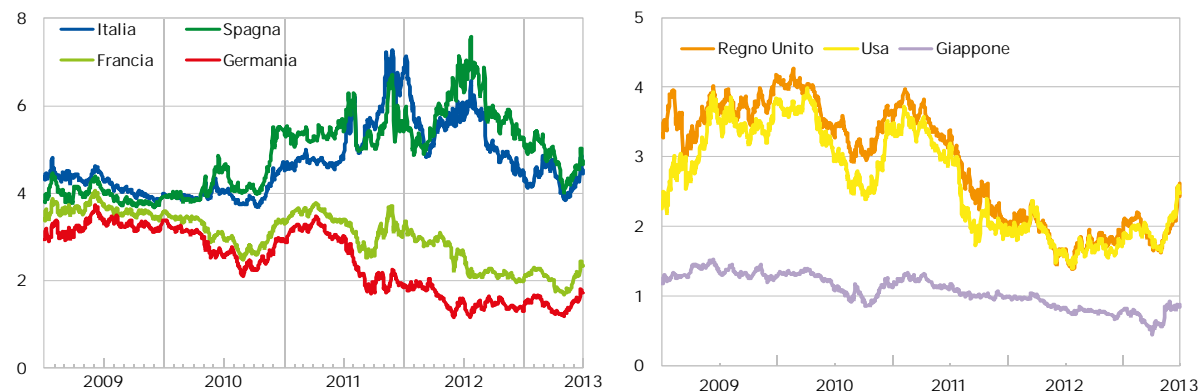
Nei primi mesi del 2013 sono diminuiti in maniera significativa i rendimenti dei titoli di Stato delle principali economie avanzate.

Analoga tendenza è emersa nei paesi periferici dell'Area euro, in un contesto di progressiva riduzione dei fenomeni di contagio e della volatilità storica sui mercati dei *sovereign bonds*.

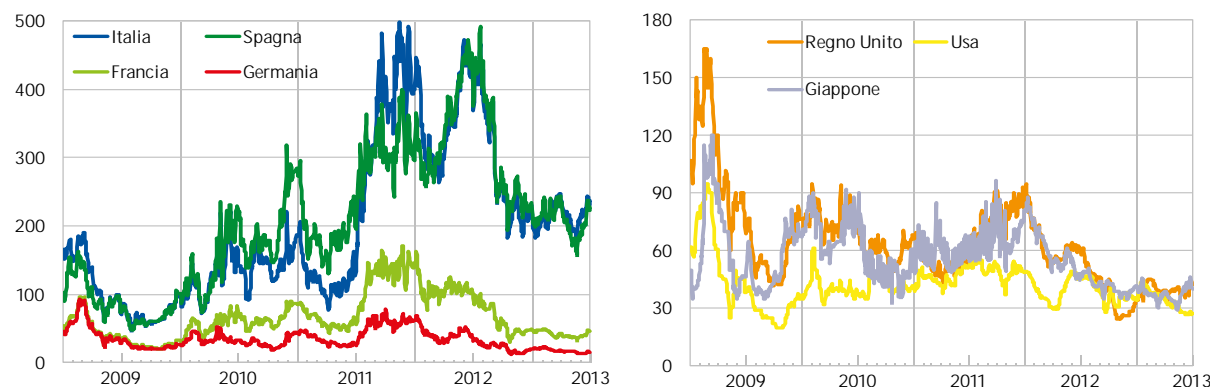
A partire da maggio, tuttavia, la dinamica dei rendimenti ha registrato un'inversione di tendenza.

Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni e CDS sul debito pubblico dei principali paesi avanzati
(dati giornalieri; 01/01/2009 - 30/06/2013)

Rendimenti dei titoli di Stato (punti percentuali)



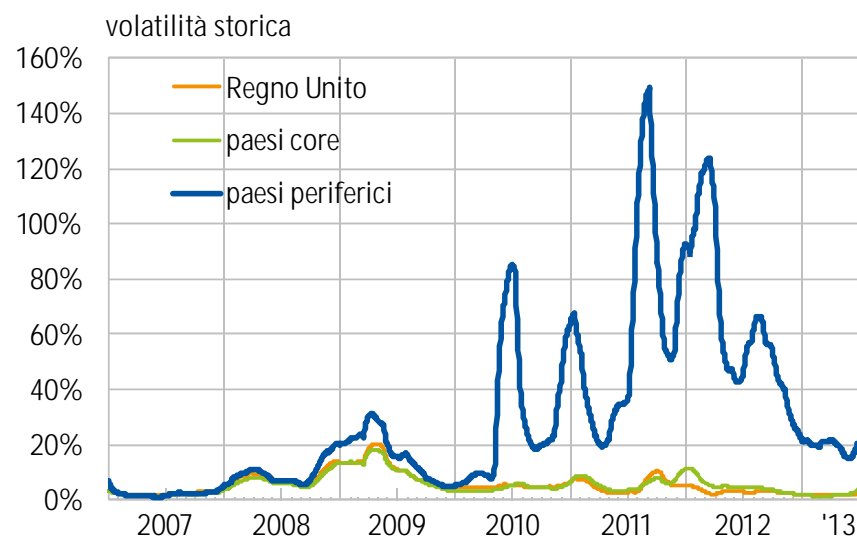
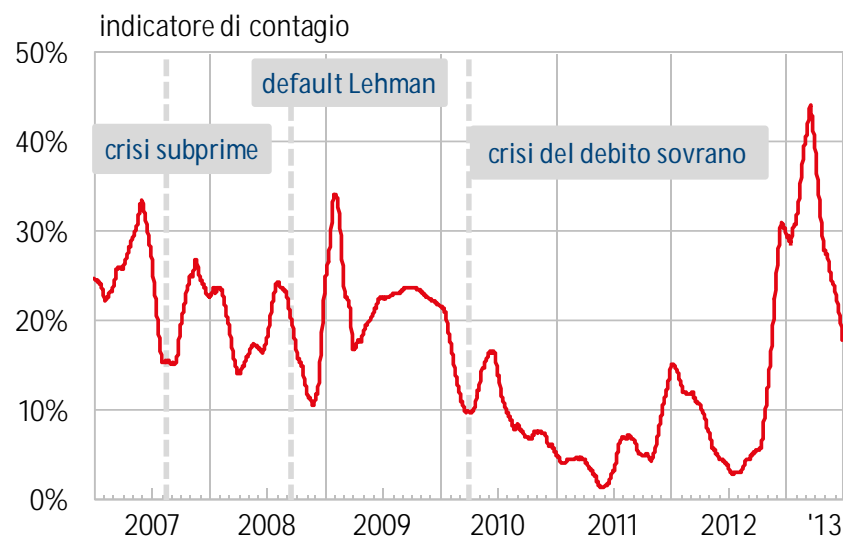
CDS sul debito pubblico (punti base)



Fonte: Thomson Reuters.

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 - 30/06/2013)



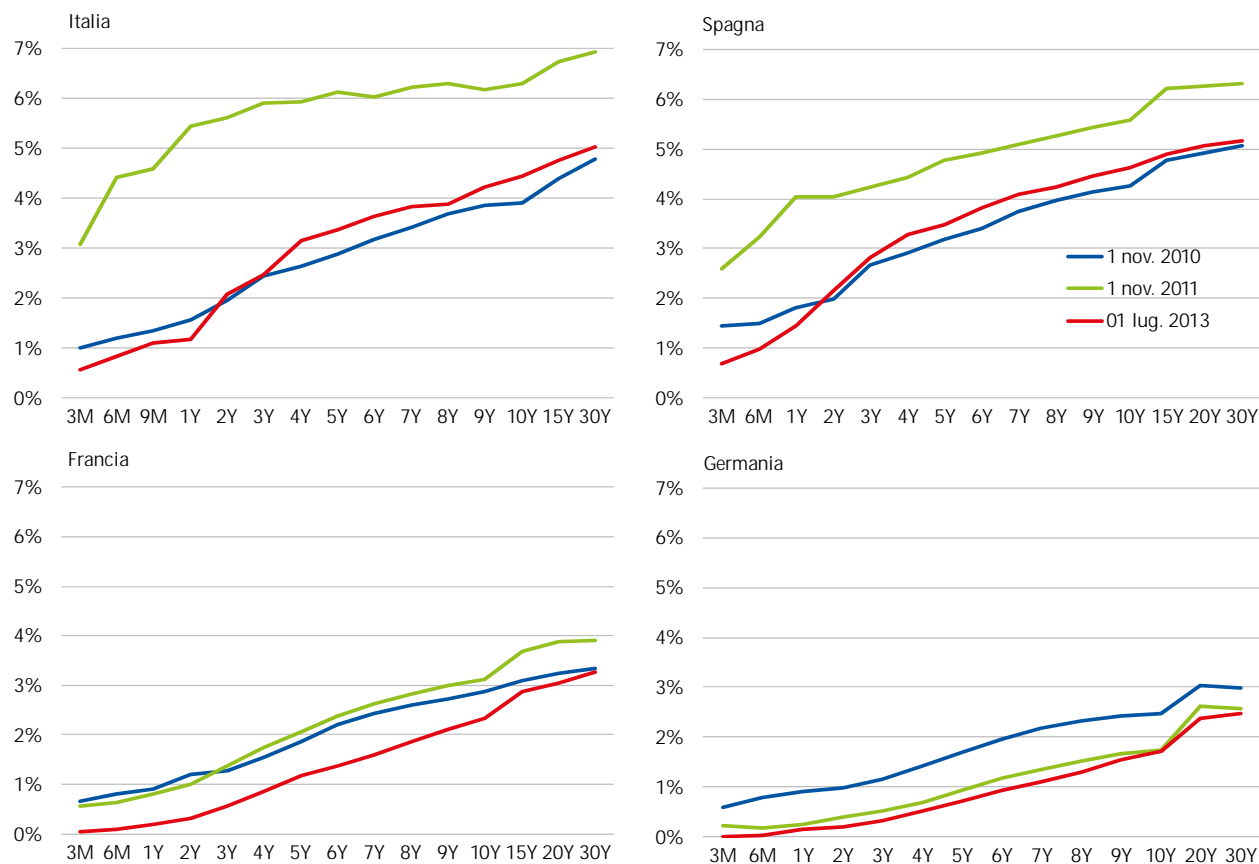
Per la metodologia di costruzione dell'indicatore di contagio si veda M. Gentile e L. Giordano, "Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis: an empirical analysis on Euro area bond and equity markets", Quaderni di Finanza Consob n° 72. Il campione di paesi include Regno Unito, 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.

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 l'allentamento della percezione del rischio sovrano, ma resta ampio il differenziale rispetto alla curva tedesca.

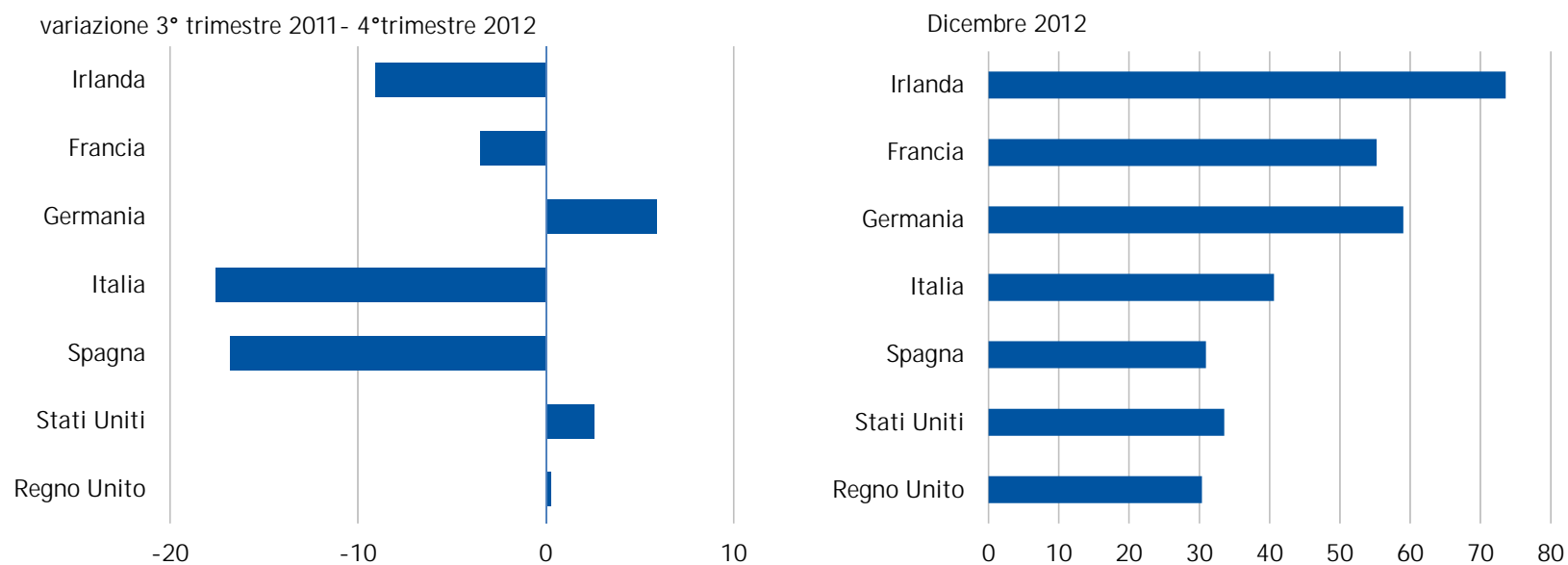
Curva dei tassi d'interesse sui titoli di Stato in alcuni paesi dell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters

Il debito sovrano detenuto da investitori esteri

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

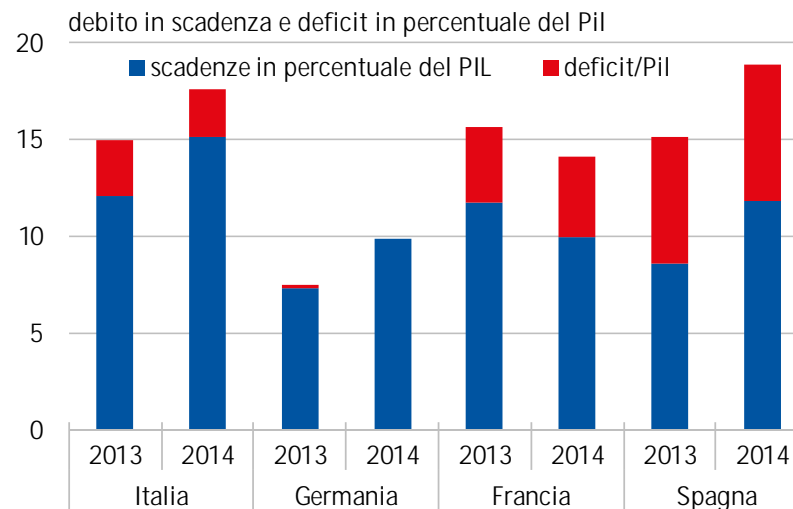
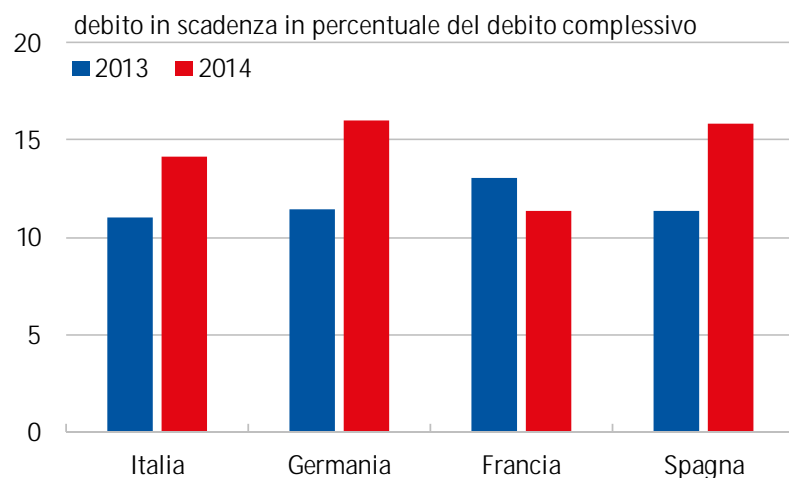


Fonte: elaborazioni sulla base dati di Bruegel sui titoli sovrani sviluppata in Merler e Pisani-Ferry (2012; www.bruegel.org).

Nel periodo settembre 2011-dicembre 2012, la quota di debito sovrano detenuta da non residenti è diminuita nei paesi periferici dell'Area euro. In particolare la quota di debito italiano detenuta da investitori esteri si è ridotta di 18 punti percentuali, portandosi al 40% dello stock totale.

Il rifinanziamento del debito pubblico nell'Area euro

Rifinanziamento del debito pubblico (valori percentuali)



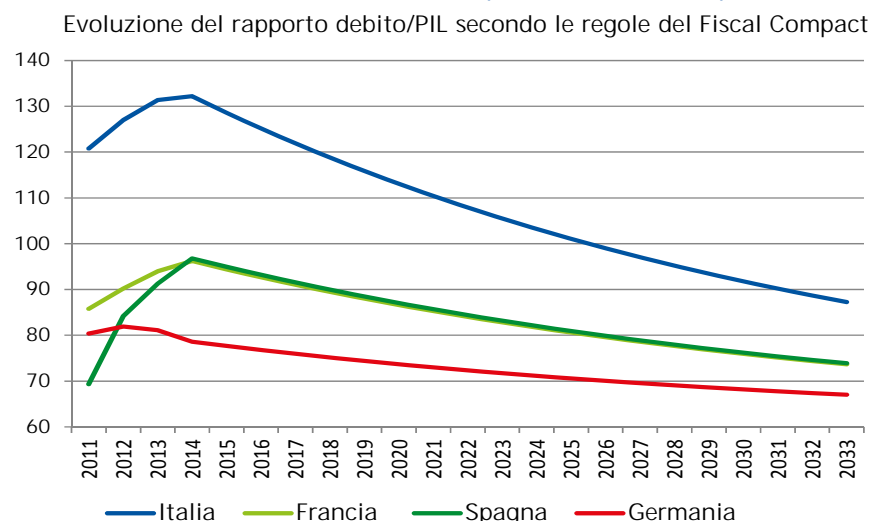
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Eikon e Commissione europea.

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

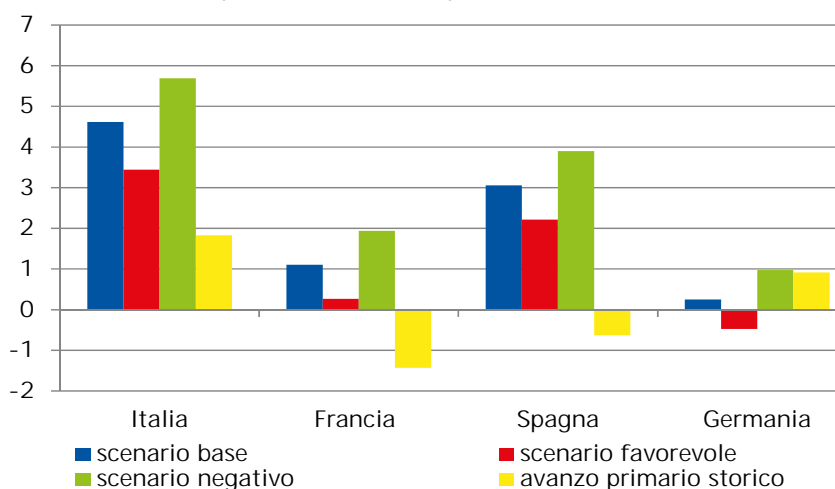
In particolare, nel secondo semestre 2013 e nel 2014, l'Italia dovrà rifinanziare debito in scadenza pari rispettivamente al 12% e al 15% del PIL e dovrà trovare copertura per il deficit previsto negli stessi anni pari al 2,9% e al 2,5% del PIL.

Le regole del *Fiscal Compact* e la correzione dei conti pubblici

Avanzo primario richiesto dal *Fiscal Compact* per alcuni paesi dell'Area euro
(valori in % del PIL)



Avanzo primario necessario per la riduzione del debito



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 un tasso di crescita reale del PIL maggiorato dell'1%. 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.

Le regole di bilancio introdotte dal Fiscal Compact (obbligo di riduzione del debito al ritmo del 5% l'anno fino a raggiungere un rapporto sul PIL pari al 60%) 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. Secondo nostre simulazioni, l'Italia dovrebbe conseguire avanzi primari mediamente pari al 4,6% del PIL se crescesse al ritmo dello 0,7% annuo e se il tasso di interesse reale fosse pari al 2,8%, a fronte di avanzi primari storici del 2% circa del PIL.



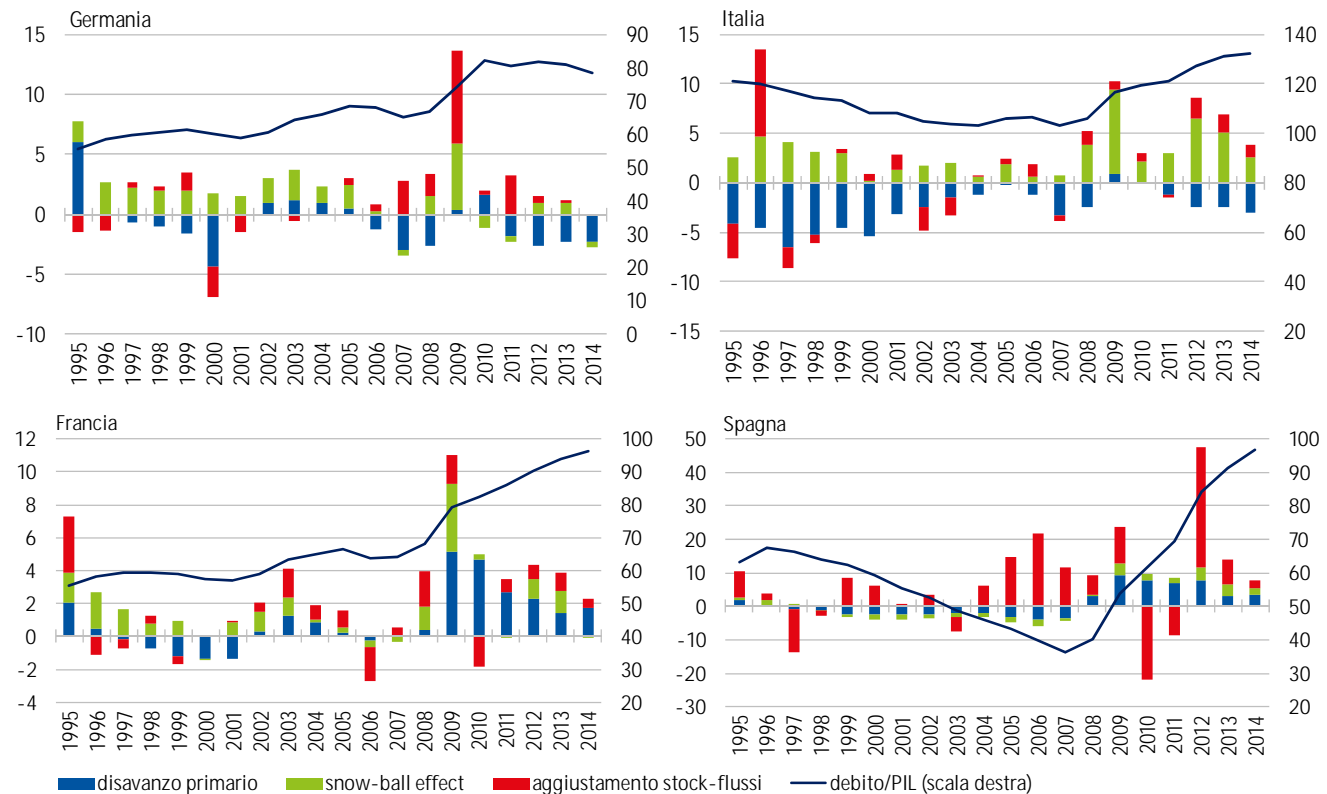
CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Il 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.

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.



CONSOB
 COMMISSIONE NAZIONALE
 PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

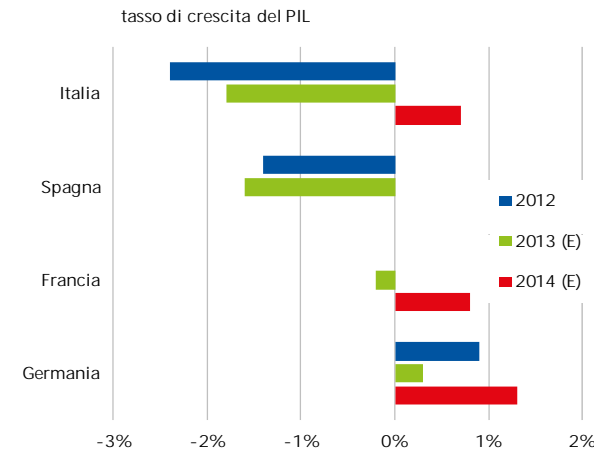
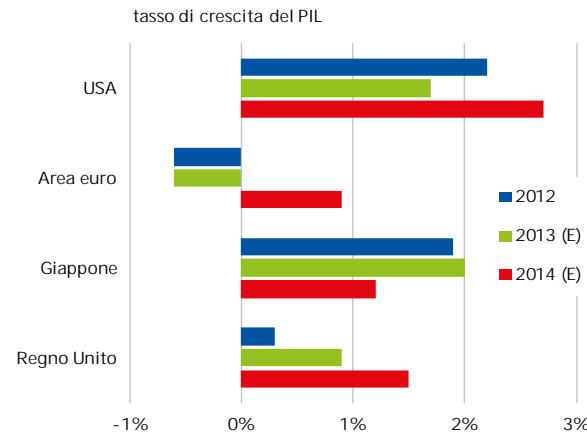
La crescita del PIL nelle principali economie avanzate

Nel primo trimestre del 2013 è proseguita la crescita nelle principali economie esterne all'Area euro.

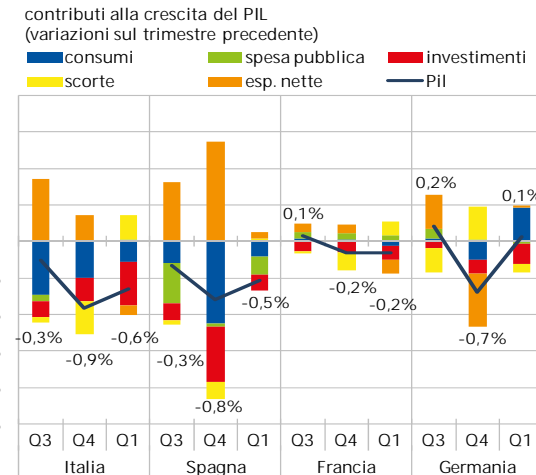
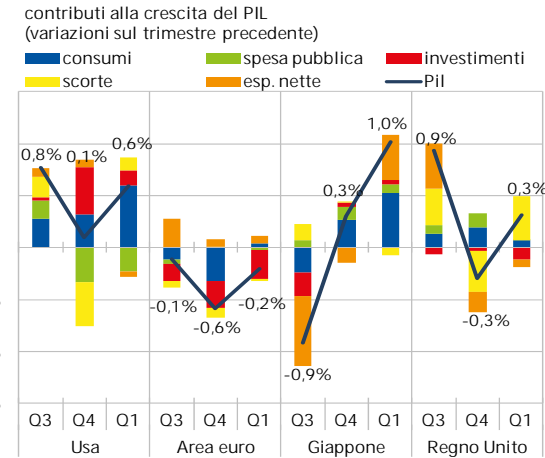
Nell'Area euro, invece, l'attività economica continua a stagnare.

Il contributo maggiore alla variazione del PIL in Italia è riconducibile alla flessione degli investimenti privati e dei consumi.

Crescita del prodotto in alcuni paesi avanzati e dell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati FMI e Eurostat.

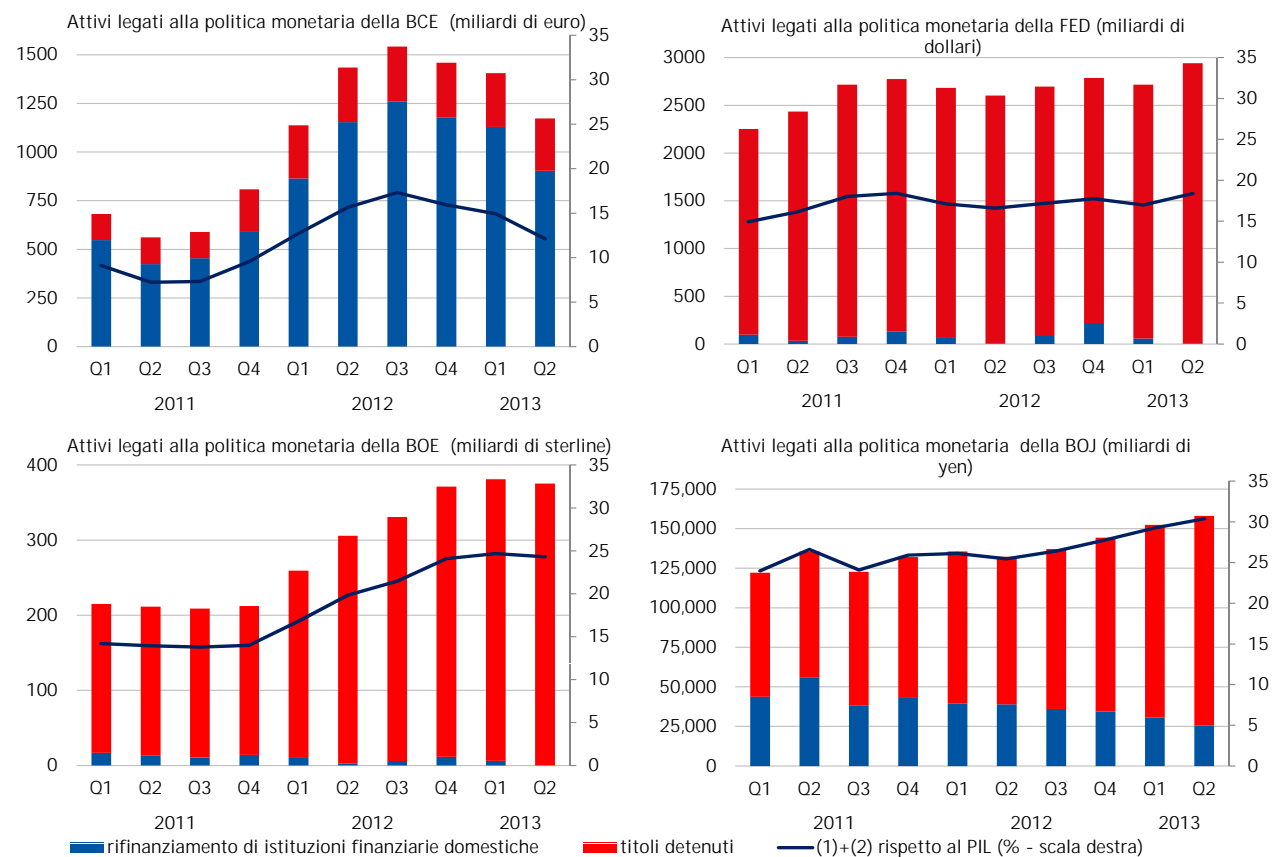


Le politiche monetarie

Le politiche monetarie delle banche centrali dei principali paesi avanzati continuano a essere espansive, sebbene siano sensibili le differenze negli strumenti utilizzati (rifi naziamento degli istituti di credito e operazioni di mercato aperto) e nelle dimensioni dello stimolo.

Le dimensioni degli attivi legati alla politica monetaria sono pari a oltre il 20% del PIL per la FED, il 26% per la Banca d'Inghilterra e il 30% per la Banca del Giappone; il dato si attesta al 12% per la BCE.

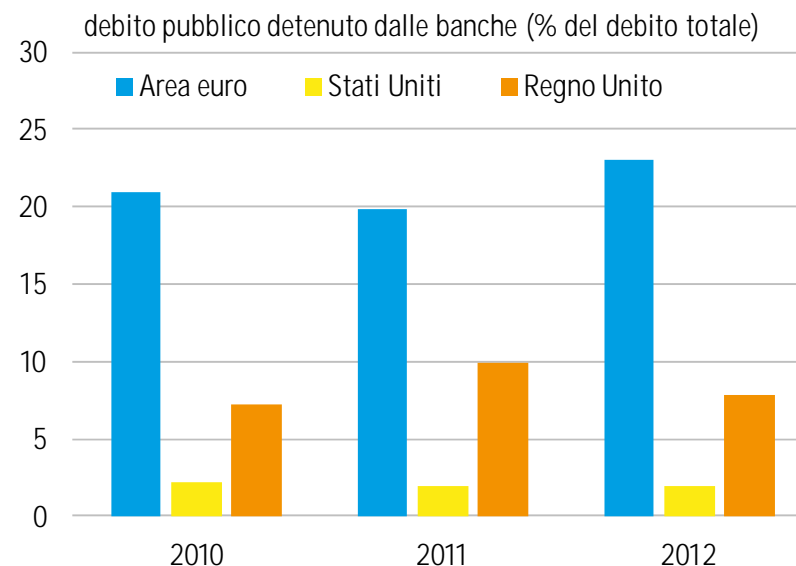
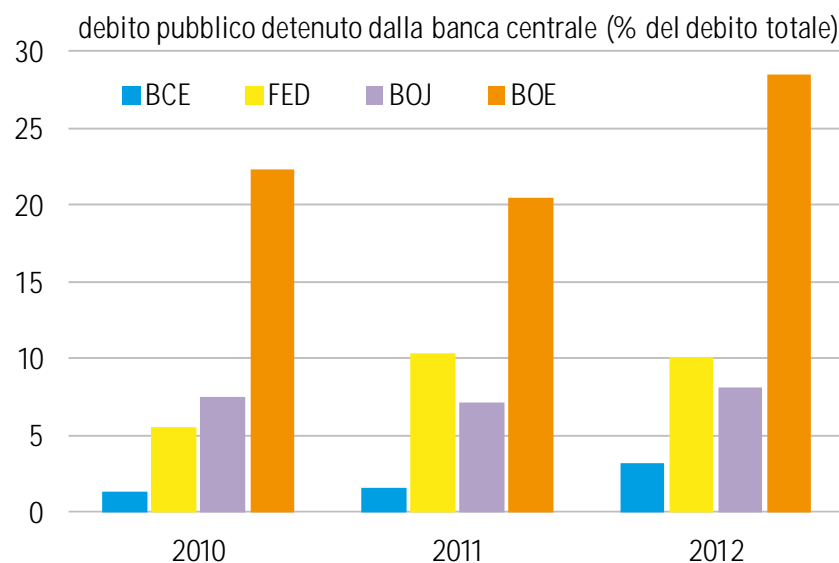
Bilanci delle banche centrali delle principali economie avanzate



Fonte: elaborazioni su dati delle banche centrali.

Il debito pubblico detenuto dalle banche centrali e dalle banche domestiche

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).

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.

A fine 2012 la quota di debito detenuta dalla banca centrale supera il 25% nel Regno Unito, è pari al 10% circa negli Stati Uniti, all'8% in Giappone e a meno del 5% nell'Area euro. Invece la quota detenuta dalle banche nazionali è pari al 2% negli Stati Uniti, a circa l'8% nel Regno Unito e supera il 20% nell'Area euro.

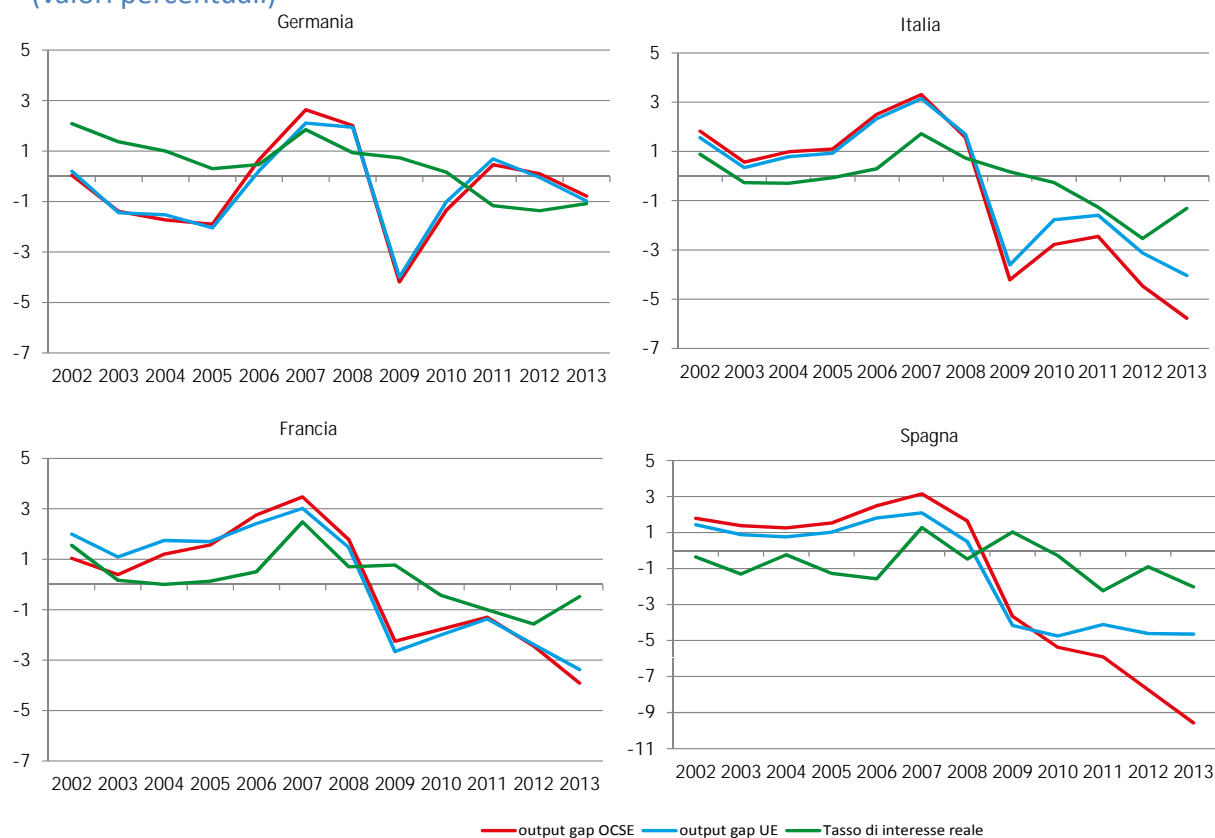
La politica monetaria della BCE

In base alla stima dell'*output gap*, la politica monetaria della BCE risulta più restrittiva nei paesi periferici che presentano un *output gap* fortemente negativo.

I maggiori paesi dell'Area euro sono in condizioni di sottoutilizzo delle potenzialità produttive ma con valori molto differenti (-1% per la Germania, -4% per la Francia, tra -10 e -5% per la Spagna e -6 e -4% per l'Italia).

L'inflazione è molto più omogenea.

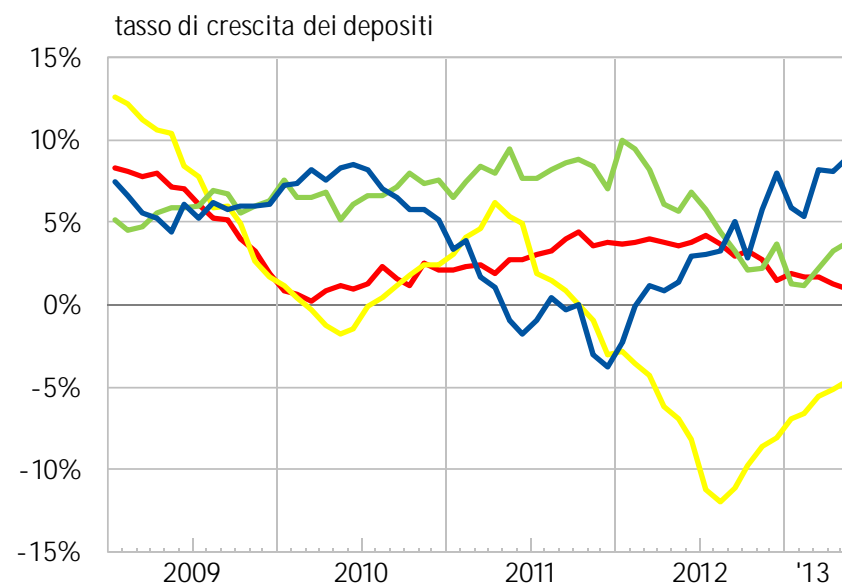
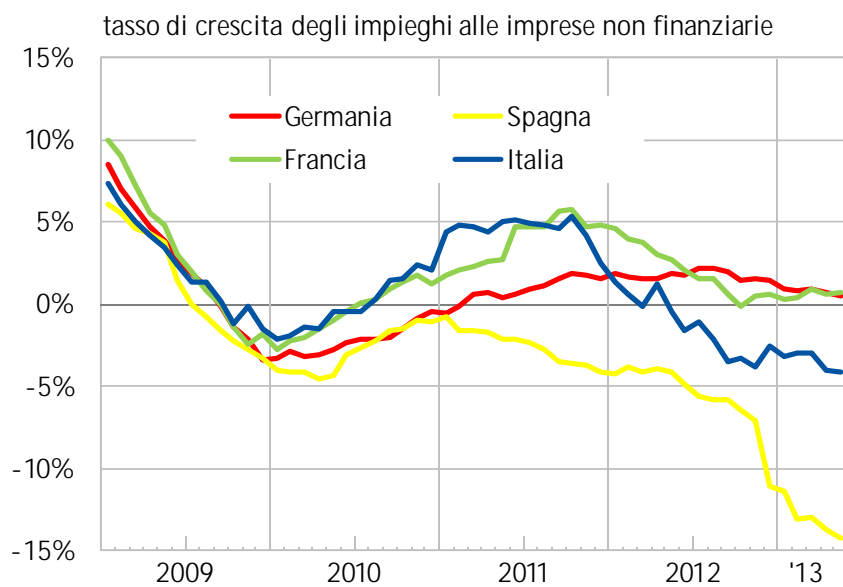
Politica monetaria accomodante/restrittiva della BCE (valori percentuali)



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 e tassi di inflazione dei diversi paesi.

Il credito alle imprese nell'Area euro

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)

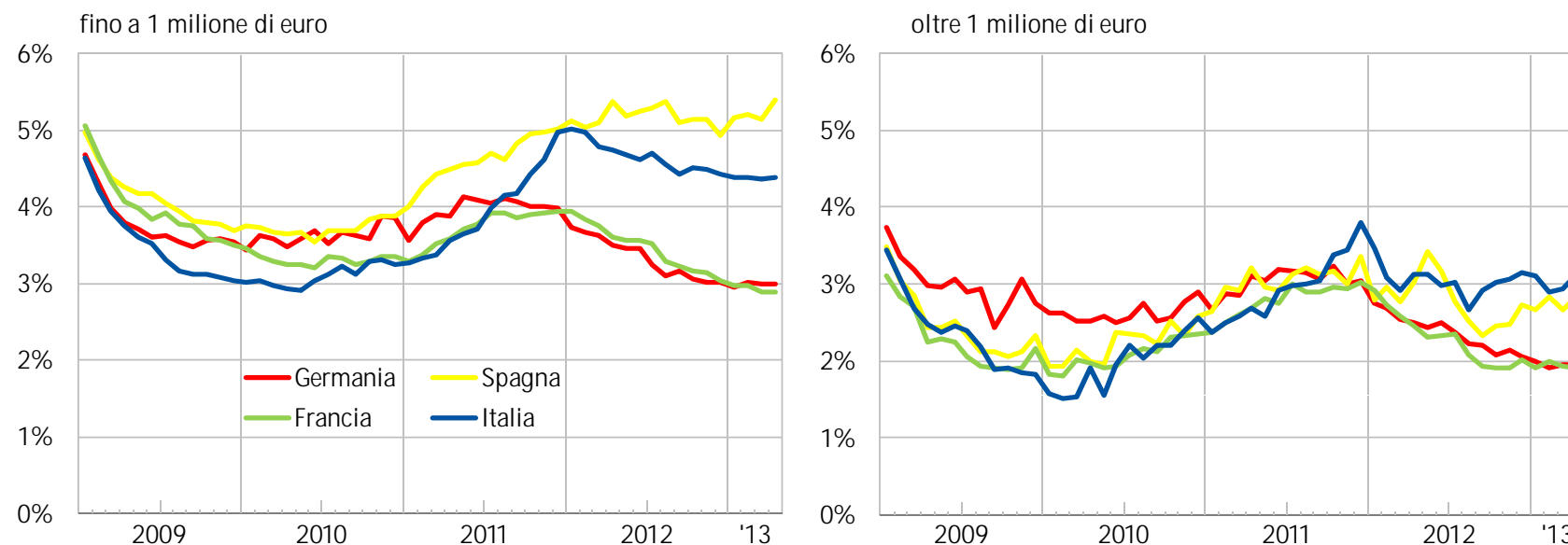


Fonte: BCE.

Si aggrava il fenomeno della riduzione del credito alle imprese nei paesi periferici dell'Area euro.

Il costo del finanziamento bancario nell'Area euro

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.

Le società italiane e spagnole sperimentano anche un maggiore costo del finanziamento bancario rispetto ai competitors dei paesi core; il divario è più significativo per le imprese di minori dimensioni.

I MERCATI



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

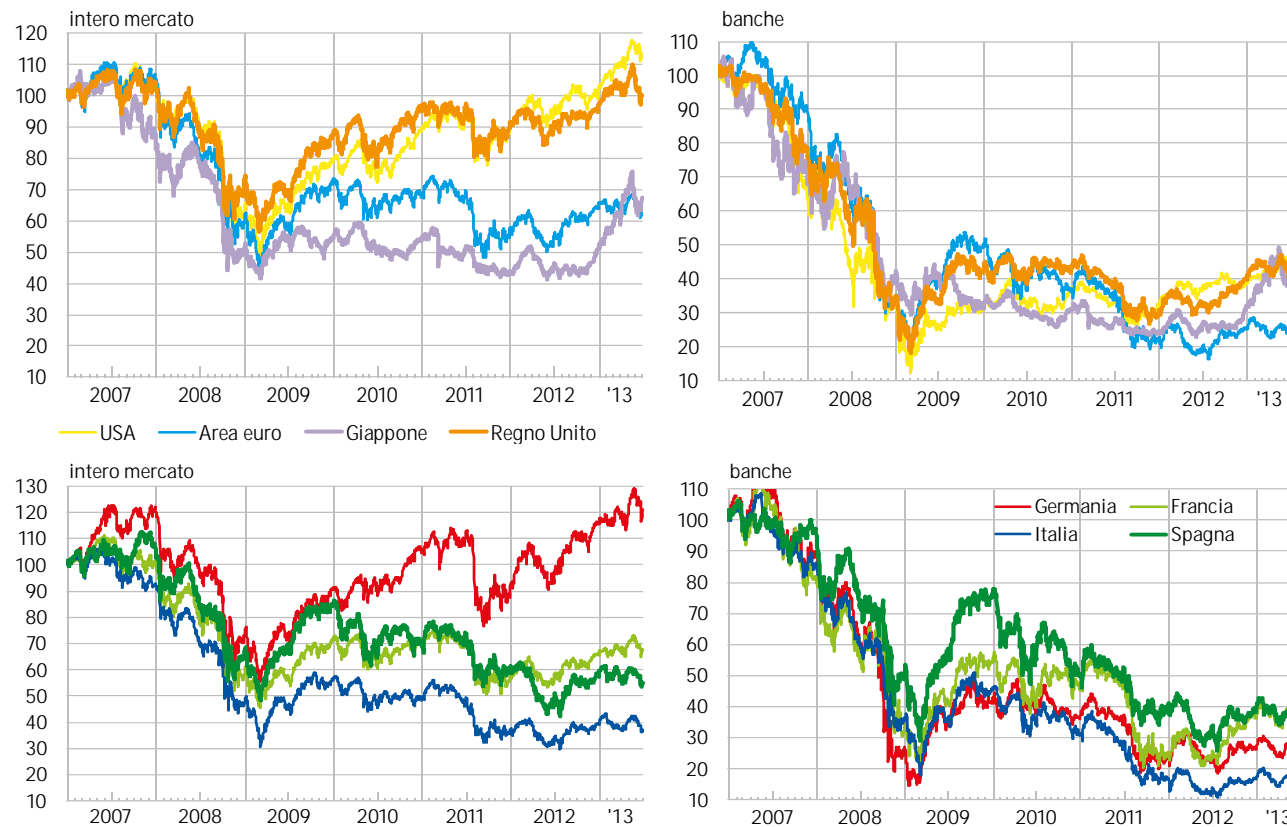
I corsi azionari nelle principali economie avanzate

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

Nell'Area euro ha pesato la debolezza del quadro congiunturale.

Si è registrata una correzione, di intensità disomogenea, a partire dal mese di maggio.

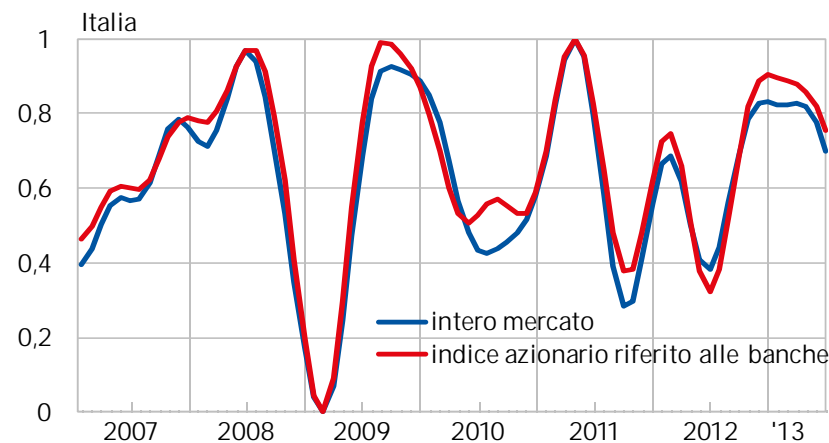
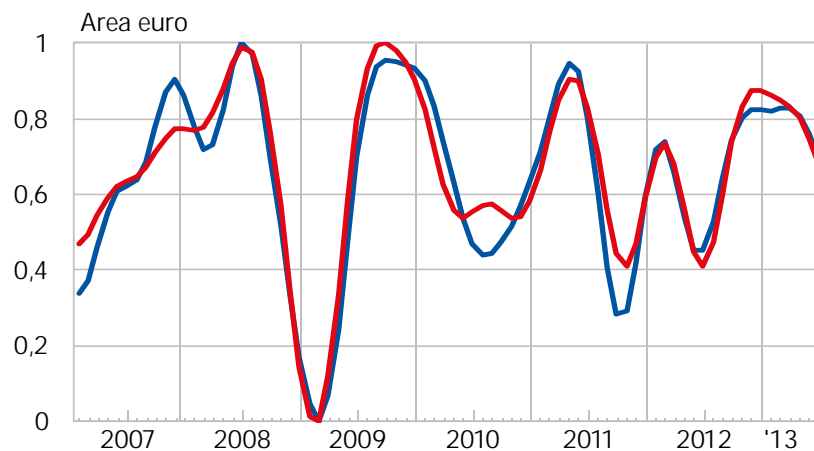
Indici azionari in alcune economie avanzate e nell'Area euro
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 30/06/2013; 01/01/2007 = 100)



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, 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.

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 2008 - giugno 2013)



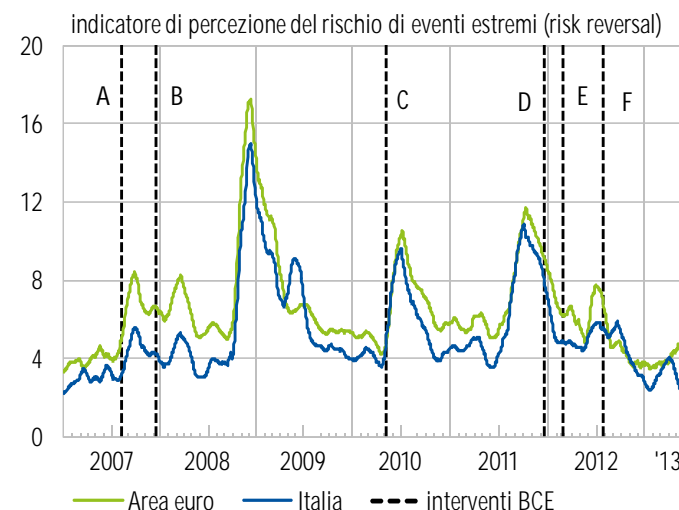
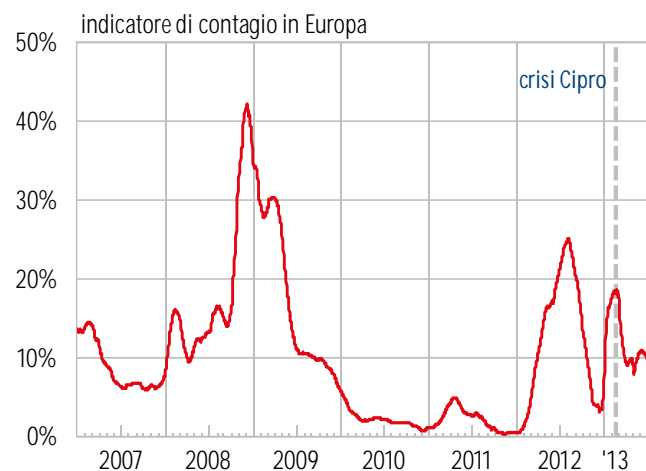
Le aspettative degli investitori sono stimate separando la componente di lungo periodo dei rendimenti da quella di breve periodo (maggiormente erratica e volatile). L'indicatore, calcolato mediante l'applicazione del filtro Christiano-Fitzgerald alla serie storica degli indici azionari, è stato normalizzato 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.

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.

Il contagio nei mercati azionari europei

Indicatore di contagio e indicatore di percezione del rischio di eventi estremi
(valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2007 - 30/06/2013)

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.



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.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

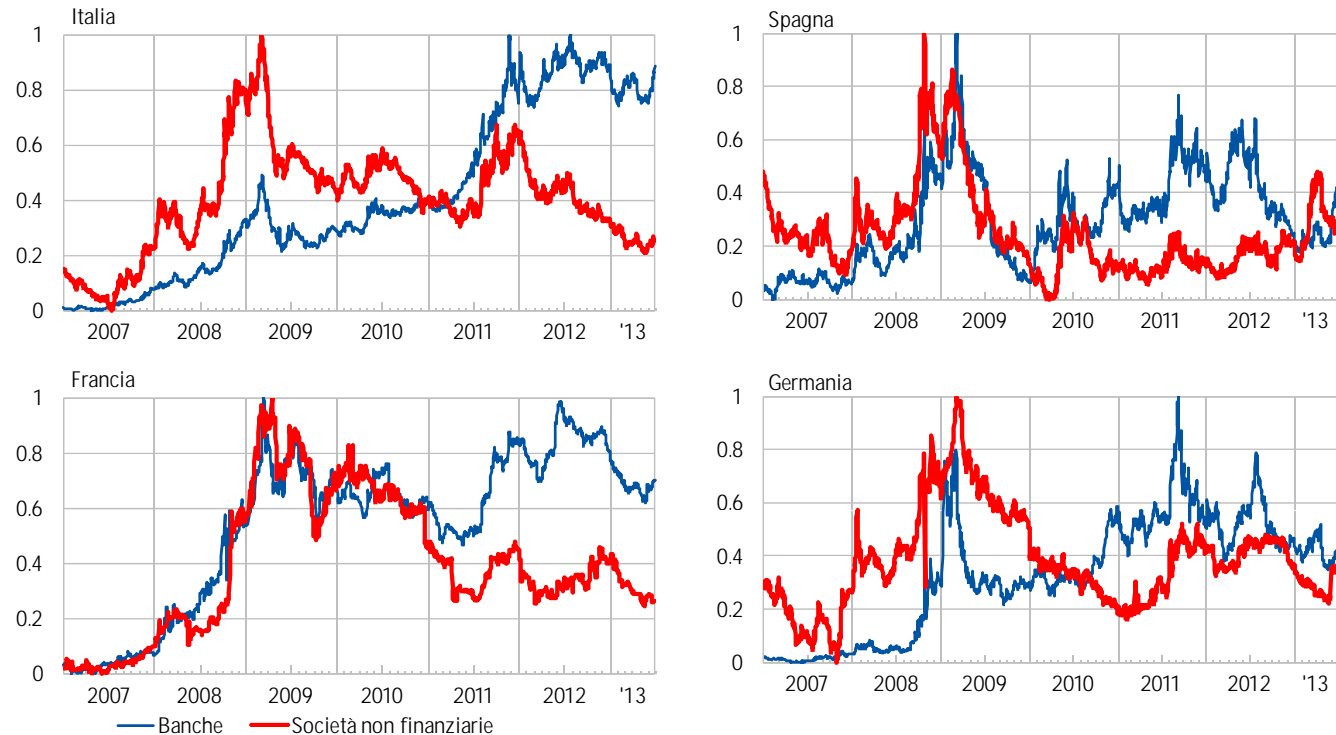
Intensità dell'*herding behaviour* nell'Area euro

Nella prima parte del 2013, il fenomeno dell'*herding behaviour* (ossia la propensione degli operatori ad adottare strategie di investimento simili o imitative) ha registrato un andamento eterogeneo tra paesi e settori.

In Italia sarebbe in calo per le società non finanziarie, mentre per le banche oscillerebbe attorno ai valori di fine 2012.

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

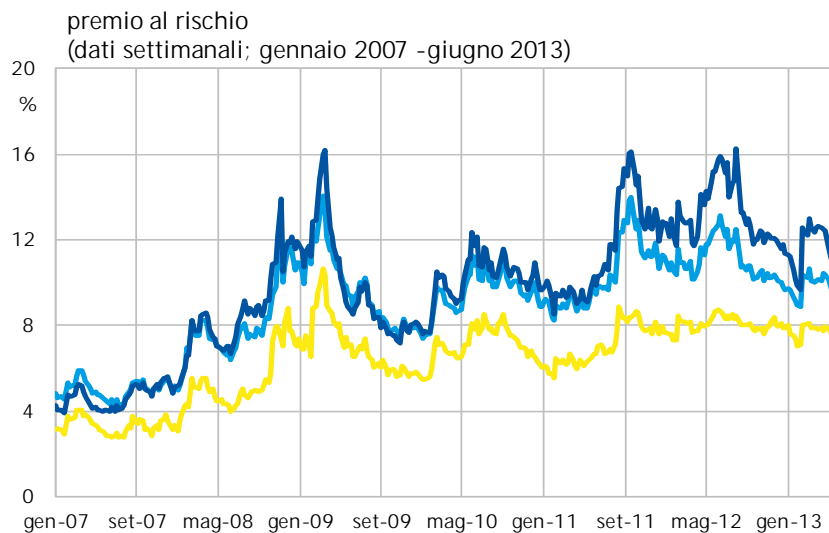
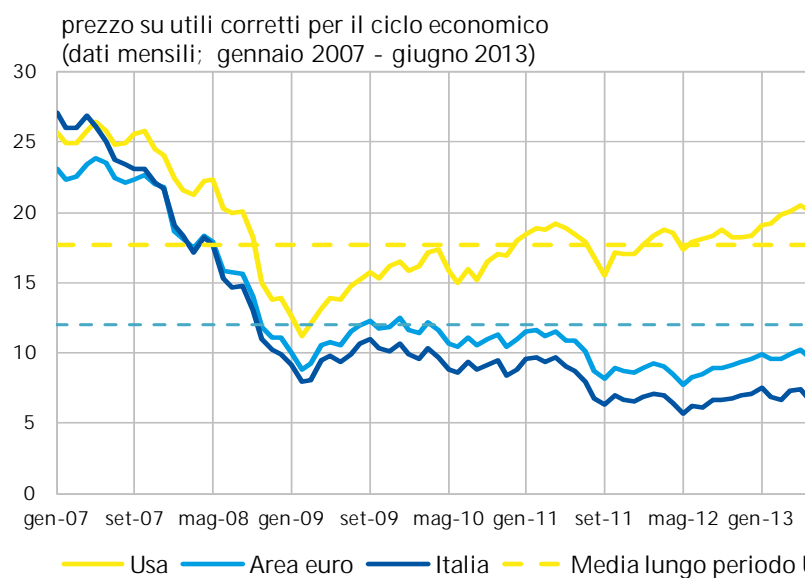
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 30/06/2013)



L'indicatore di *herding behaviour* è calcolato come inverso della deviazione standard cross-section dei prezzi azionari delle principali blue-chips seguendo l'approccio di Chang, E., Cheng, J. e Khorana, A. (2000). Tale indicatore viene normalizzato in modo che sia compreso tra zero (punto di minimo della serie) ed 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. Relativamente alle 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). Relativamente al 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.

Il rapporto prezzo/utigli

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 maggio 2013.

Nell'Area euro il rapporto prezzo/utigli continua ad attestarsi al di sotto della 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.

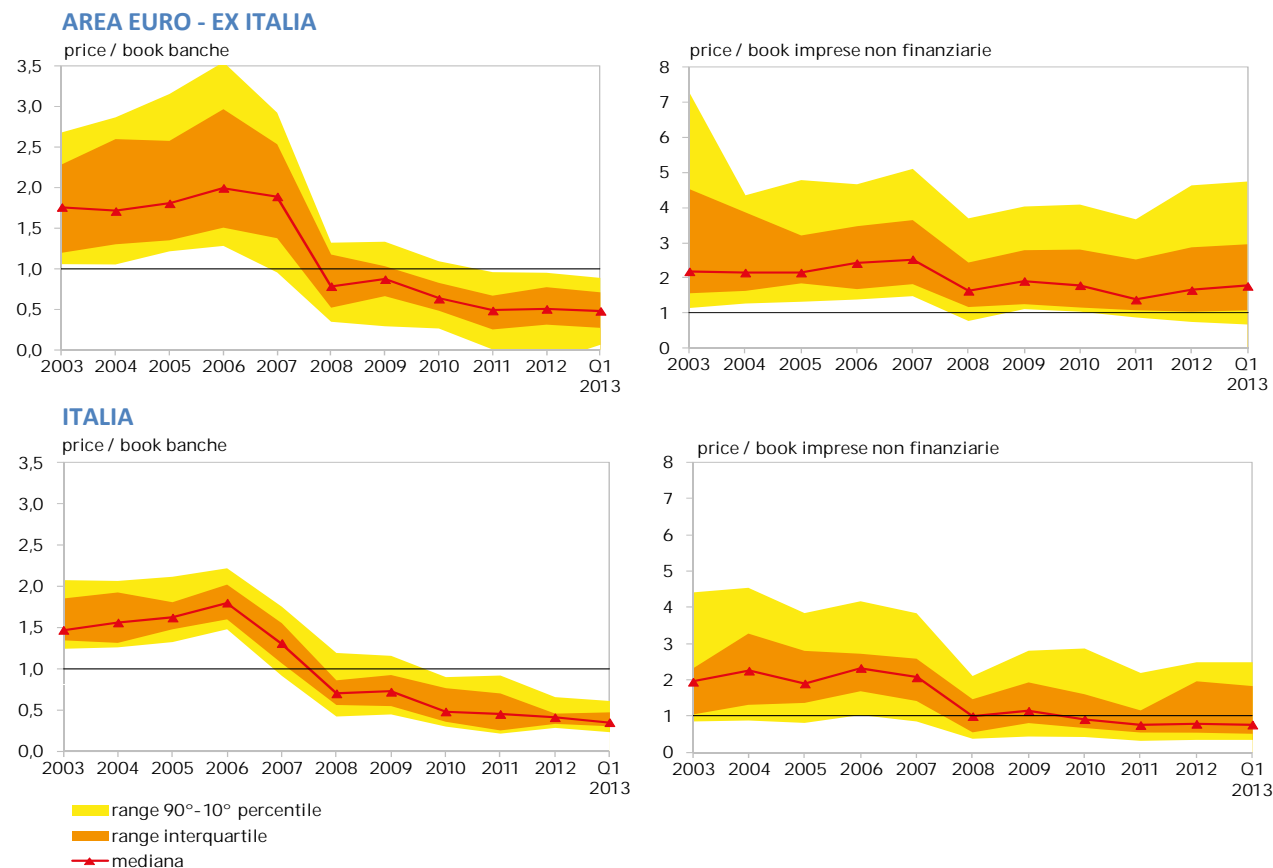
Sopra/sottovalutazione delle società quotate: i moltiplicatori di borsa

Il rapporto *price-to-book* (P/B) mostra un andamento differenziato per area e per settore.

Per il settore bancario, il P/B continua ad attestarsi al di sotto dell'unità nell'Area euro, e in particolare in Italia, verosimilmente per effetto di aspettative di ulteriori flessioni della redditività (da tempo su livelli storicamente bassi).

Le società quotate non finanziarie europee continuano a evidenziare valori superiori all'unità.

Moltiplicatori di borsa delle imprese quotate nei principali paesi avanzati



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

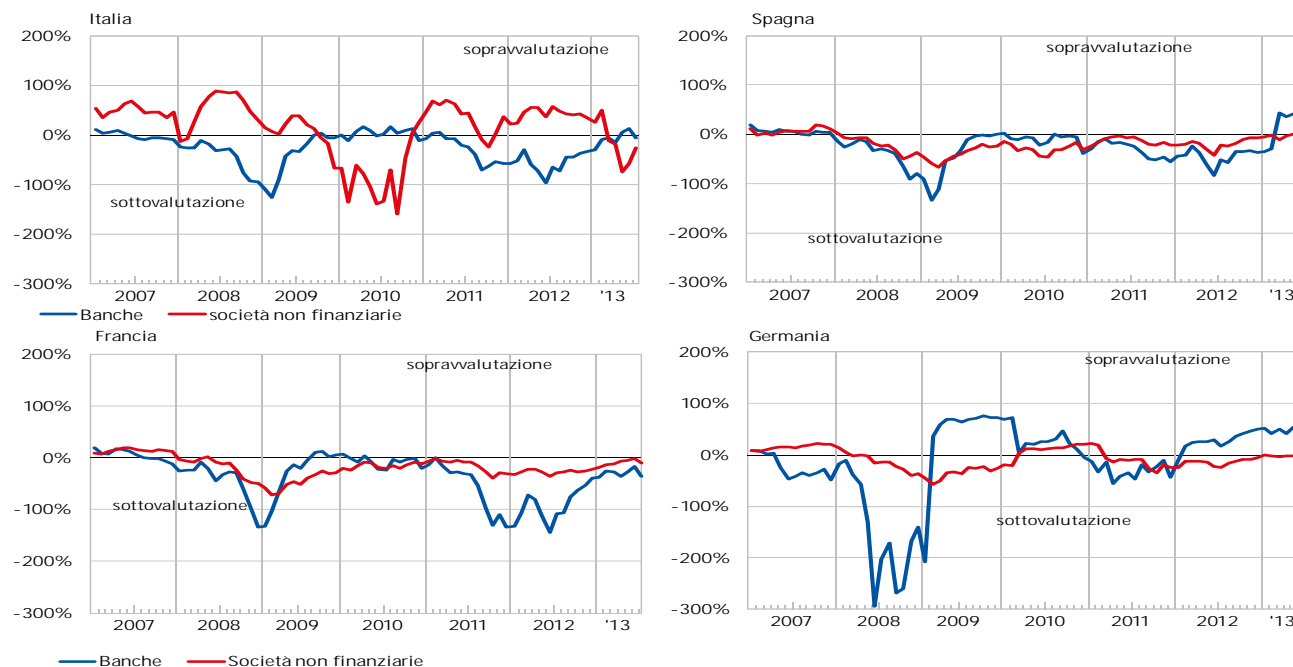
Sopra/sottovalutazione delle società quotate: il *dividend discount model*

A differenza del rapporto prezzo/patrimonio netto, che segnalerebbe fenomeni di sottovalutazione delle società quotate nei mercati azionari dell'Area euro, l'indicatore basato sul *dividend discount model* evidenzia un riallineamento dei valori di mercato ai valori teorici.

Nel complesso, quindi, non emergono chiari segnali di sottovalutazione delle società quotate.

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

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

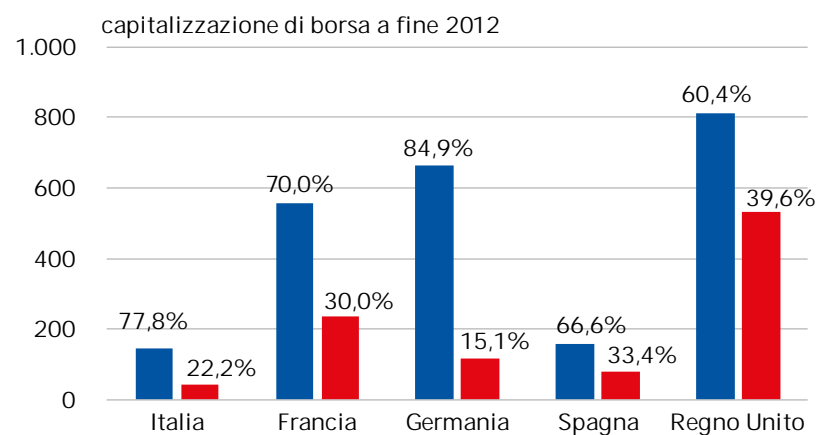
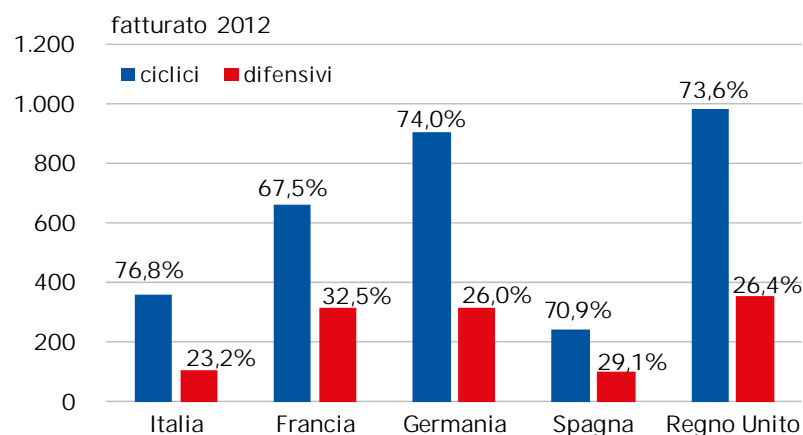


Il grafico rappresenta la differenza percentuale fra il valore effettivo dei corsi azionari e quello stimato sulla base del *dividend discount model* (Shiller, 2002; Campbell e Shiller, 1988; De Bondt, 2008). La relazione fondamentale di lungo periodo del modello è stimata applicando un modello di co-integrazione 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.

LE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Settori ciclici e difensivi nei paesi europei

Distribuzione delle maggiori imprese quotate non finanziarie per settori ciclici e difensivi
 (valori monetari in miliardi di euro ; peso percentuale sul campione esaminato a fine 2012)



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.

La distribuzione delle maggiori società quotate non finanziarie tra settori ciclici e difensivi è simile nelle principali economie europee, raggiungendo, a fine 2012, un peso (in termini sia di fatturato sia di capitalizzazione) prossimo o superiore al 70%. Le società italiane e spagnole si caratterizzano, tuttavia, per dimensioni più contenute rispetto ai principali *competitors* europei.

Redditività e struttura del debito

La redditività delle società non finanziarie si mantiene su livelli inferiori rispetto a quelli precedenti alla crisi del 2008. Per le imprese italiane il ROE si mantiene su livelli inferiori a quelli dei *competitors* europei sia nei settori ciclici sia nei settori difensivi.

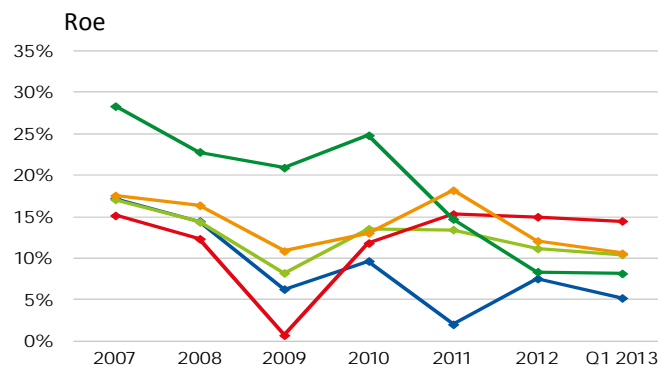
La variabilità degli utili societari è stata più ampia per i settori ciclici.

In Italia la divaricazione tra settori ciclici e difensivi è stata meno accentuata.

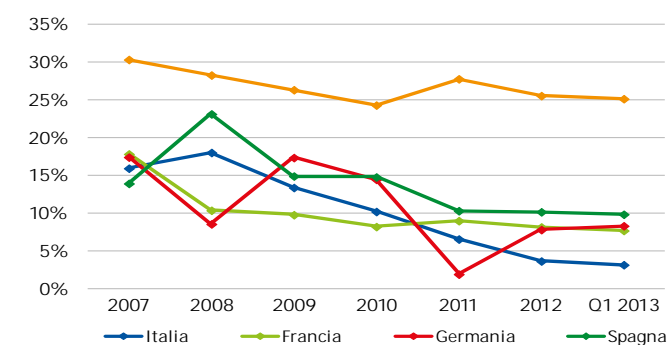
L'incidenza della componente a breve del debito si è lievemente ridotta. L'incidenza dei debiti finanziari a breve è più elevata nei settori ciclici.

Redditività e struttura del debito delle maggiori imprese quotate non finanziarie

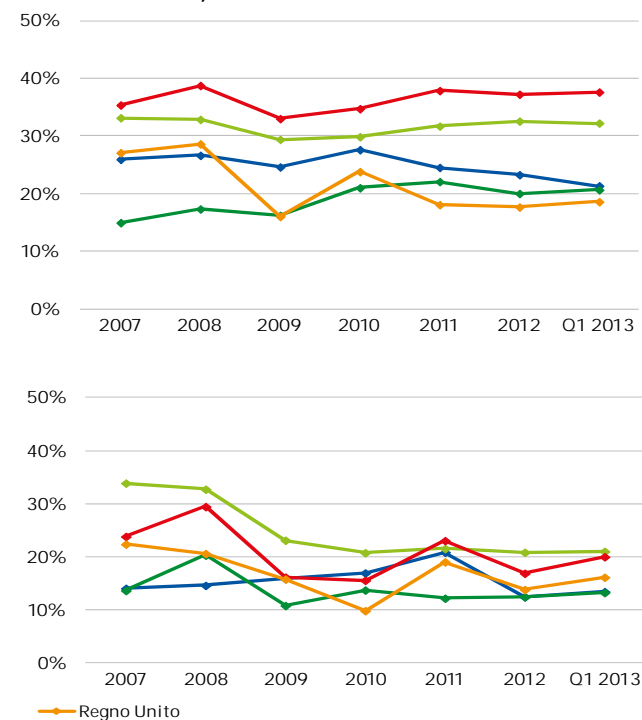
SETTORI CICLICI



SETTORI DIFENSIVI



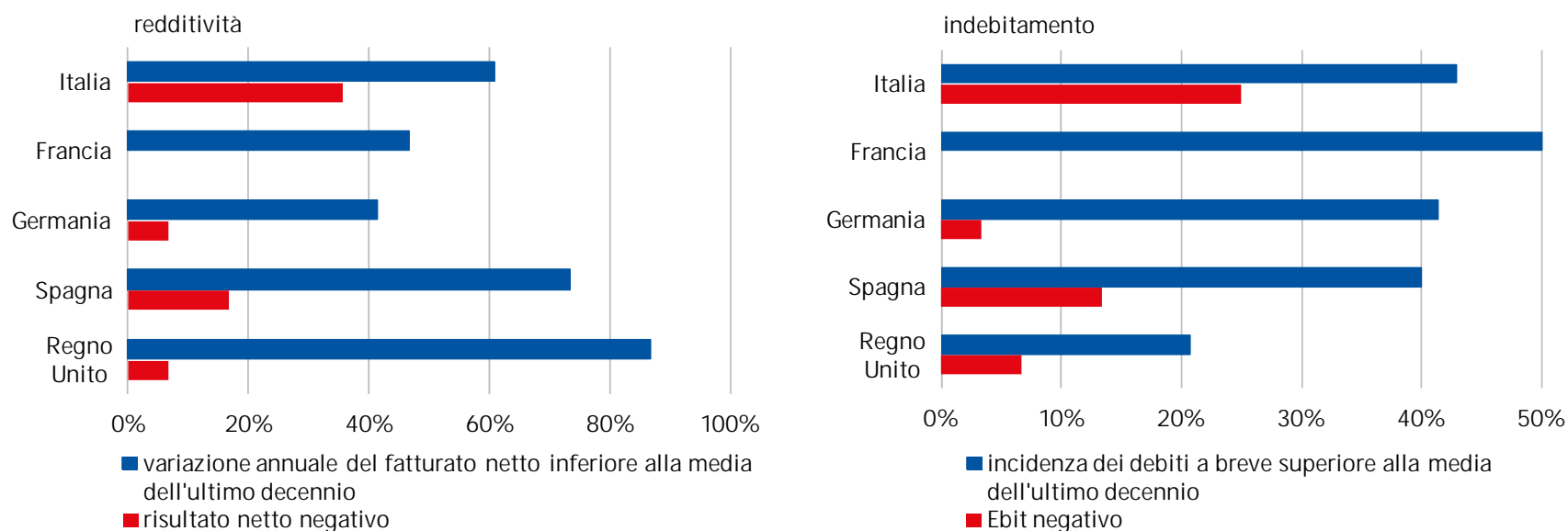
debiti a breve / debiti finanziari totali



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.

I fattori di vulnerabilità: redditività e indebitamento

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.

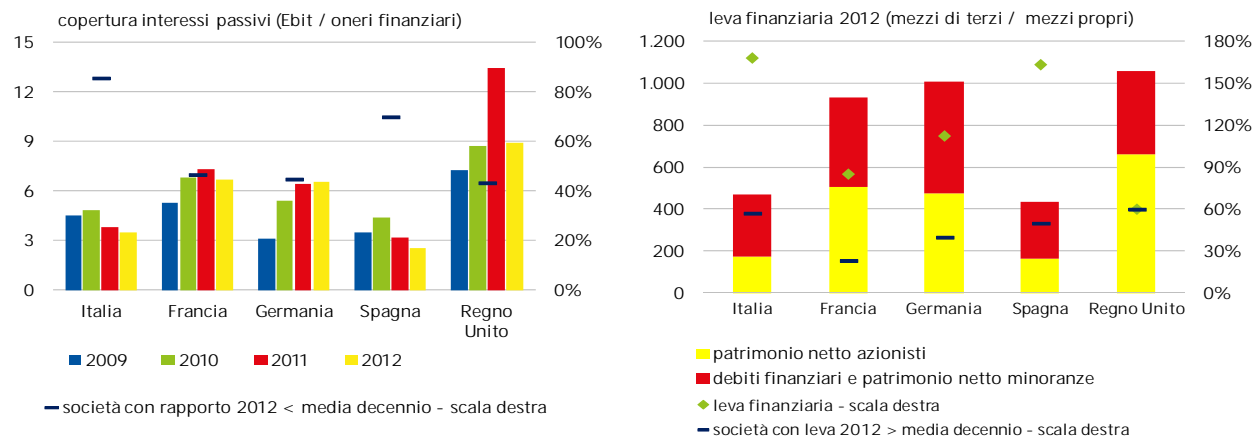
Nel contesto europeo le imprese italiane rimangono le più vulnerabili dal punto di vista della stabilità degli utili e della sostenibilità del debito. In particolare, nel 2012, in Italia più del 60% delle maggiori società quotate non finanziarie mostra un tasso di crescita del fatturato inferiore alla media dell'ultimo decennio e più del 30% mostra un risultato netto negativo. L'incidenza dei debiti finanziari a breve è superiore alla media dell'ultimo decennio per circa il 43% delle società esaminate.

I fattori di vulnerabilità finanziaria

Le imprese italiane mostrano un basso tasso di copertura degli oneri finanziari, diminuito nell'ultimo triennio, e una elevata leva finanziaria, che nello stesso periodo è aumentata (portandosi al 170% circa). In particolare, a fine 2012, la quota di imprese che hanno registrato un deterioramento di entrambi gli indicatori rispetto alla media degli ultimi 10 anni risulta pari al 47% circa.

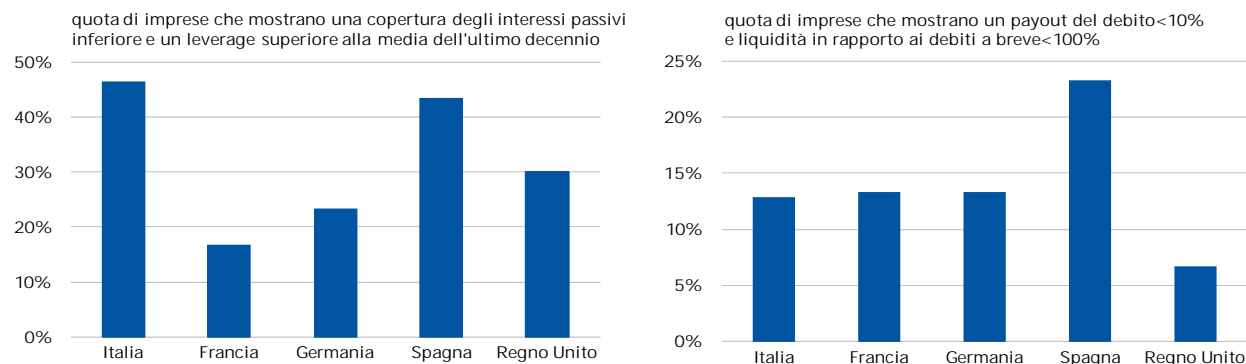
La concomitanza di bassa redditività e squilibrio nelle fonti di finanziamento determina una maggiore fragilità finanziaria per le società italiane e spagnole.

Copertura degli interessi passivi e leva finanziaria (valori monetari in miliardi di euro)



Vulnerabilità finanziaria

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

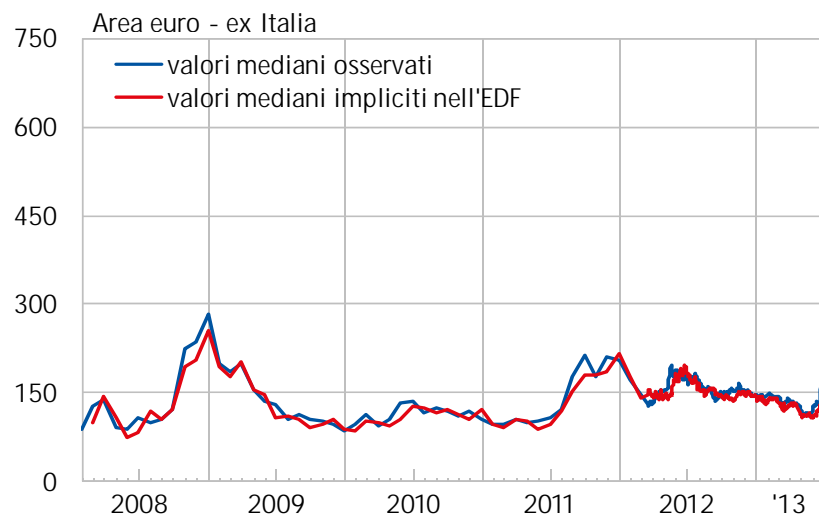


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a giugno 2013 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani.

Le 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 - 30/06/2013)

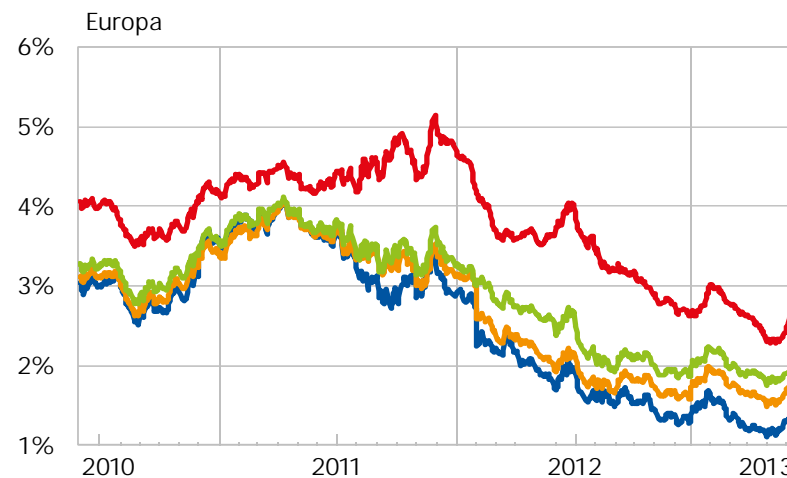
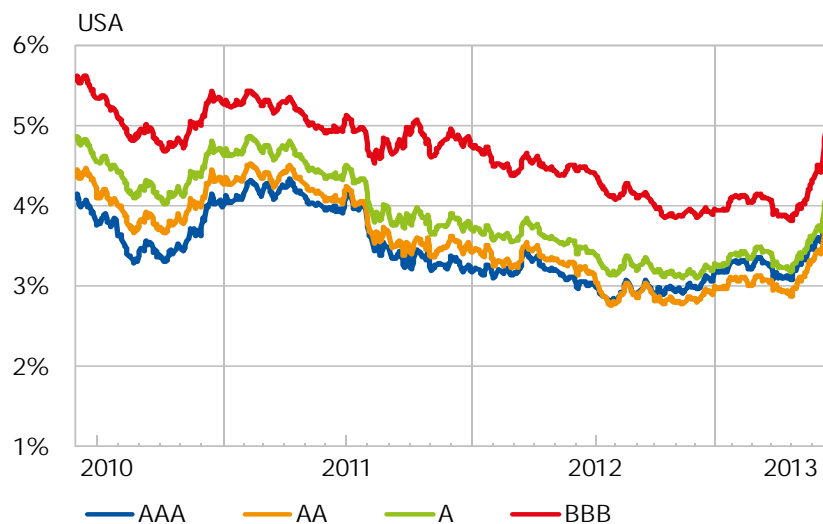


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Credit Edge. I dati si riferiscono a un campione di 68 società quotate dell'Area euro incluse negli indici dei CDS corporate Thomson Reuters per le quali si dispone di dati sulla frequenza attesa di default e di 7 società quotate italiane (Cir, Fiat, Edison,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

La maggiore vulnerabilità delle società non finanziarie italiane rispetto a quelle europee emerge anche dal livello delle quotazioni dei CDS e dalle stime delle quotazioni implicite dei CDS calcolate sulla base di modelli teorici; entrambe infatti, sebbene inferiori ai livelli raggiunti a fine 2011, rimangono più elevate a quelle relative alle principali società europee.

I rendimenti delle obbligazioni *corporate*

Rendimenti delle obbligazioni emesse da società non finanziarie
(valori percentuali; dati giornalieri dal 01/06/2010 al 30/06/2013)



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

I rendimenti delle obbligazioni *corporate* mostrano un netto rialzo negli ultimi mesi. In Europa, nonostante la più accentuata debolezza dell'attività economica rispetto agli USA, i rendimenti delle obbligazioni di società non finanziarie si mantengono su livelli nettamente inferiori rispetto a quelli delle obbligazioni statunitensi.

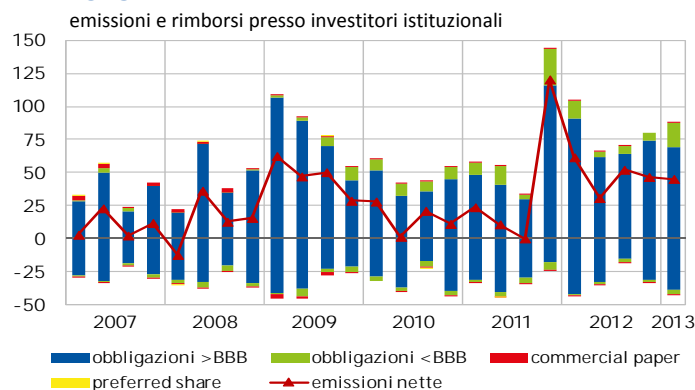
Le emissioni obbligazionarie

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

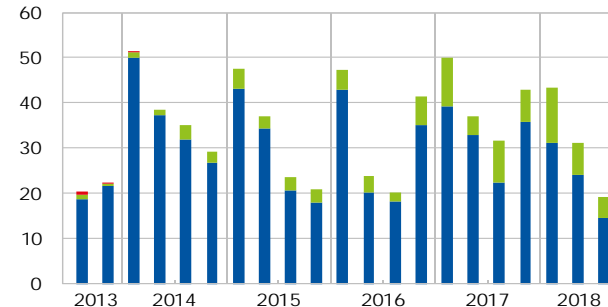
Soprattutto in Italia sono in crescita le emissioni con rating speculativo, che nel primo trimestre 2013 hanno raggiunto un controvalore lievemente superiore a quello delle emissioni *investment grade*.

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

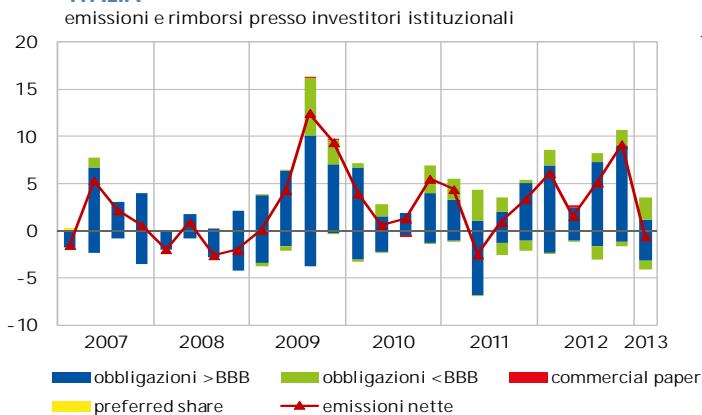
EUROPA



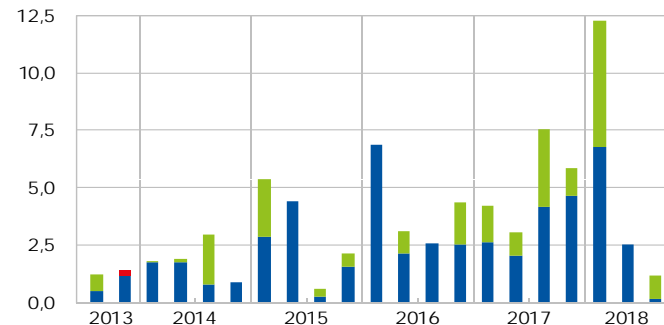
scadenze



ITALIA



scadenze



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).

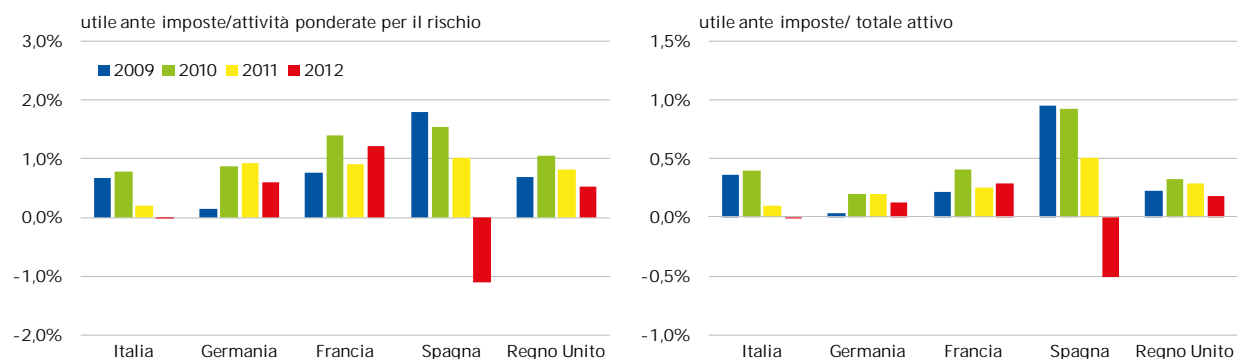
LE BANCHE

La redditività e l'efficienza operativa delle banche europee

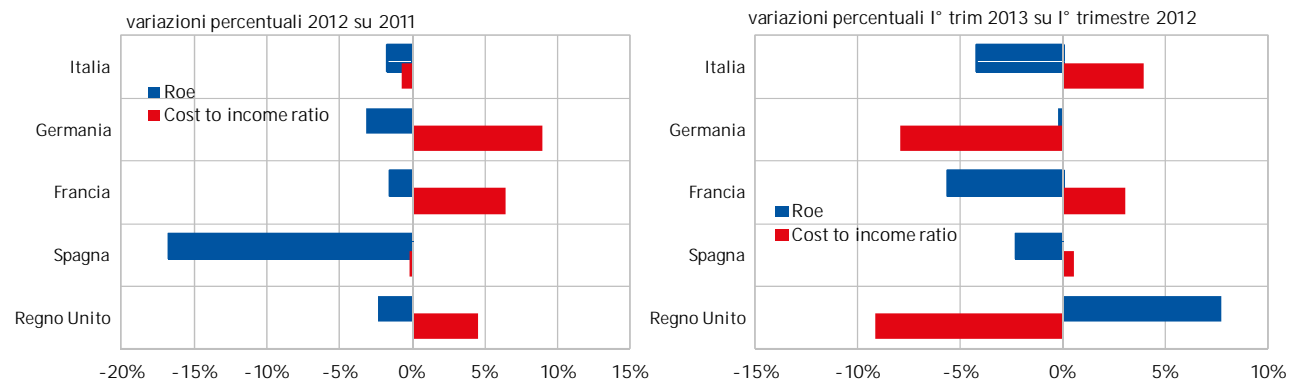
Nel 2012 la redditività delle principali banche quotate europee ha subito un deterioramento, attestandosi su valori inferiori rispetto a quelli registrati a fine 2011 in tutti i principali paesi, ad eccezione della Francia.

I principali gruppi bancari tedeschi, francesi e inglesi hanno evidenziato un peggioramento dell'efficienza operativa (misurata dal *cost-to-income ratio*) nel corso del 2012; viceversa le principali banche italiane e spagnole non hanno registrato variazioni significative rispetto all'anno precedente.

Evoluzione della redditività delle principali banche quotate europee



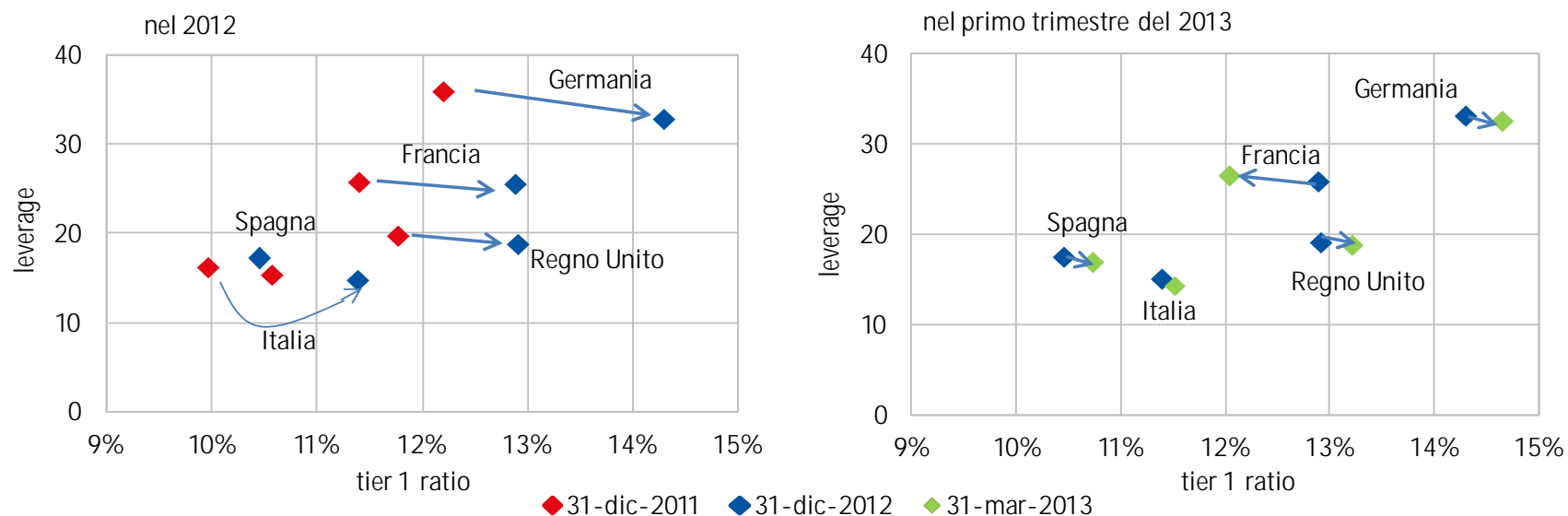
Evoluzione della redditività e dell'efficienza operativa delle principali banche quotate europee



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.

La patrimonializzazione

Evoluzione della patrimonializzazione e del leverage delle principali banche quotate europee

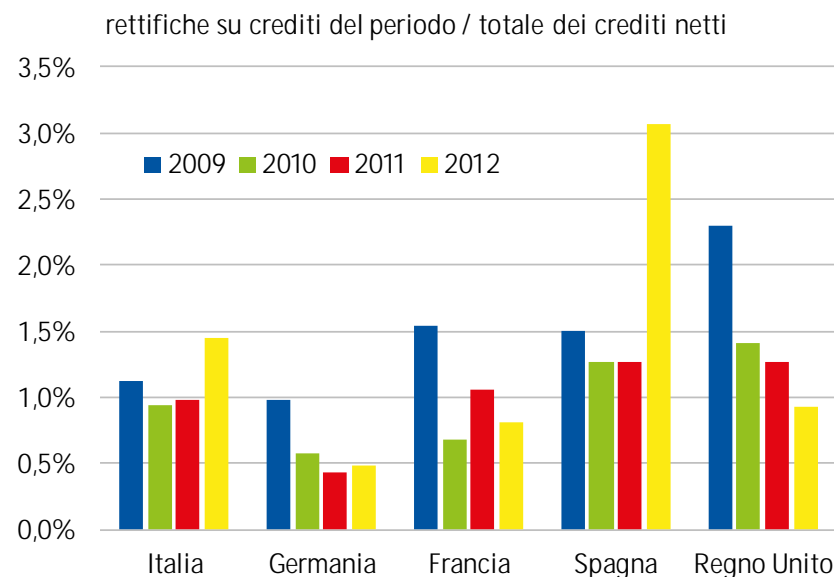
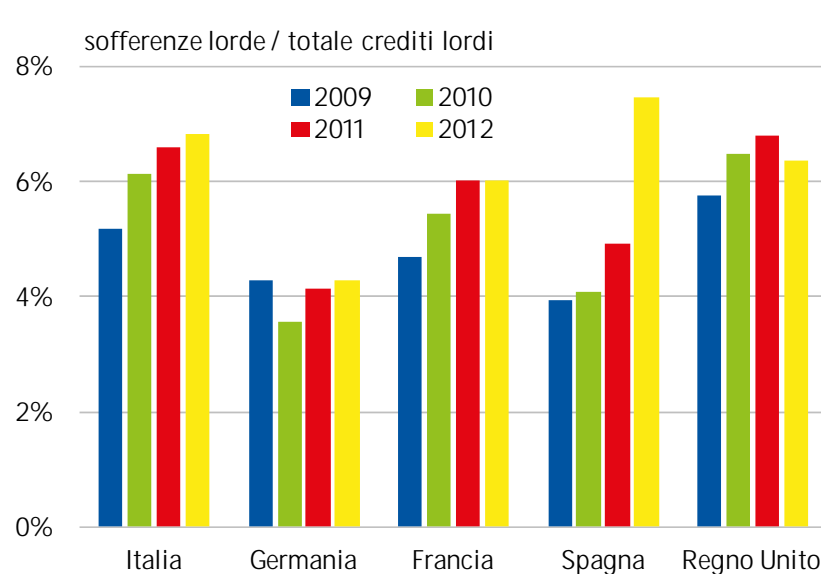


Fonte: elaborazioni su bilanci e resoconti intermedi di gestione consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis,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

I coefficienti patrimoniali sono migliorati per quasi tutte le maggiori banche europee, ad eccezione di quelle spagnole, per le quali si registra una sostanziale stabilità. Il rafforzamento patrimoniale 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.

La qualità del credito

Evoluzione della qualità del credito delle principali banche quotate europee



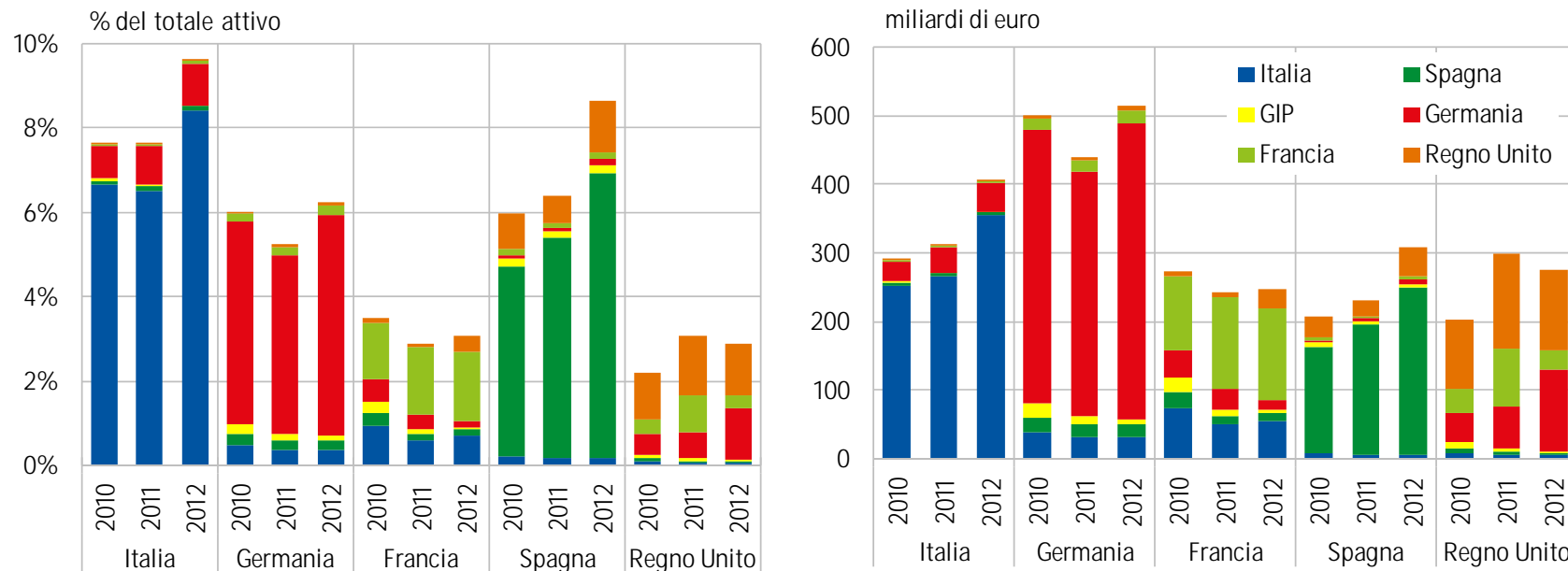
Fonte: elaborazioni sui bilanci consolidati delle principali banche europee (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank, Landesbank Berlin, Société Générale, Credit Agricole, BNP Paribas, Natixis, Credit Industriel et Commercial,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

La qualità del credito continua a deteriorarsi in Italia e Spagna. In particolare, per l'Italia l'incidenza delle sofferenze sui crediti lordi è passata da poco più del 5% nel 2009 a quasi il 7% nel 2012 (per la Spagna l'incremento è stato dal 4% a circa l'8%); di conseguenza è aumentato anche il costo del credito (in particolare per la Spagna si è più che raddoppiato).



L'esposizione verso il debito sovrano

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

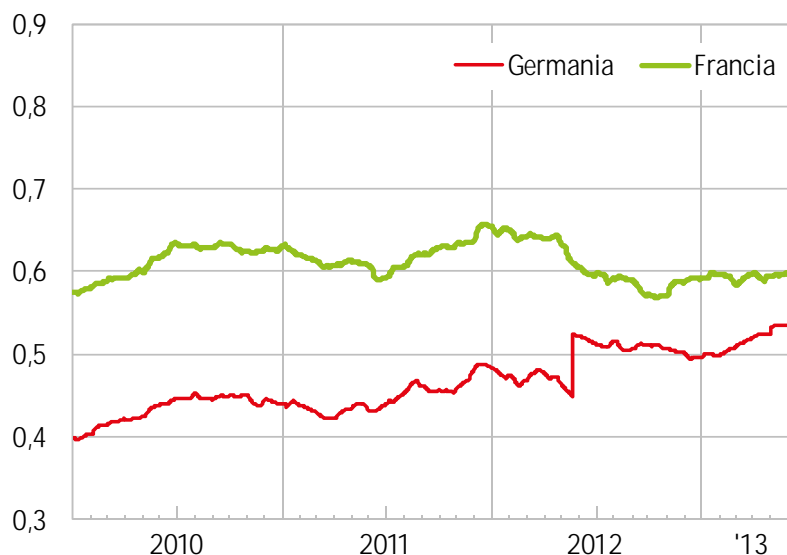
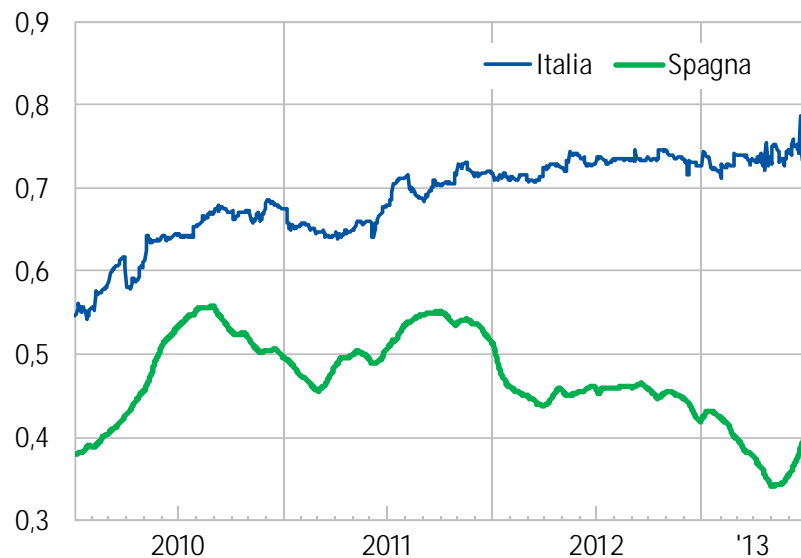


Fonte: elaborazioni su dati Banca dei Regolamenti Internazionali e Bruegel. I dati sono riferiti all'intero sistema bancario di Italia, Germania, Francia, Spagna e Regno Unito. Le esposizioni verso il paese di origine sono tratte da Bruegel database of sovereign bond holdings sviluppato in Merler e Pisani-Ferry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

L'esposizione verso il debito sovrano domestico delle banche italiane e spagnole ha registrato nel corso del 2012 un ulteriore incremento rispetto ai livelli già elevati del 2010; tale esposizione rispetto al totale attivo risulta pari a circa tre volte quella delle banche francesi e inglesi.

La trasmissione del rischio sovrano alle banche

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

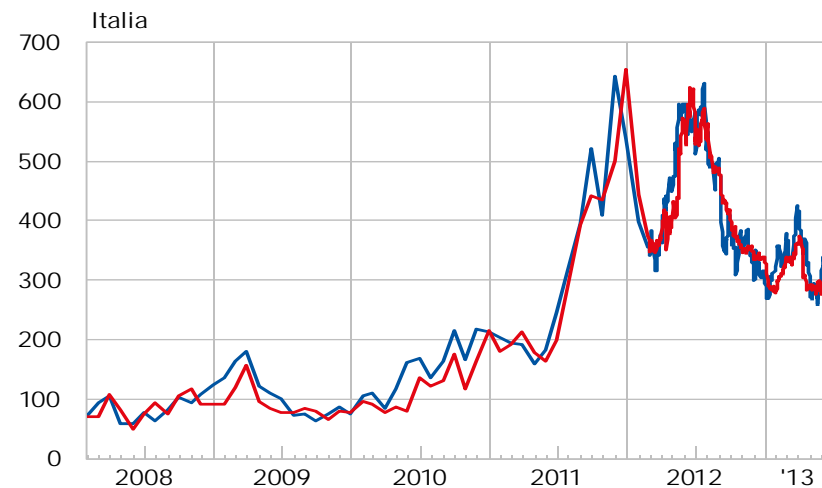
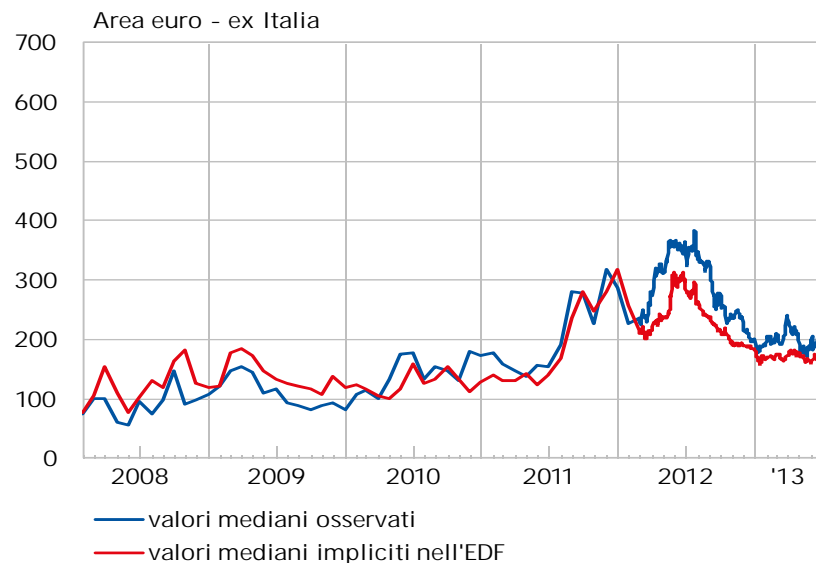


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Media mobile su 6 mesi. La correlazione dinamica è stimata secondo la metodologia di Engle (2002).

L'intensità della trasmissione del rischio sovrano alle banche, così come misurata dalla correlazione fra le quotazioni dei relativi CDS e le quotazioni dei CDS sovrani, rimane per l'Italia su valori elevati e superiori a quelli riferibili ai principali paesi dell'Area euro.

Le quotazioni dei CDS effettive ed 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 – 30/06/2013)

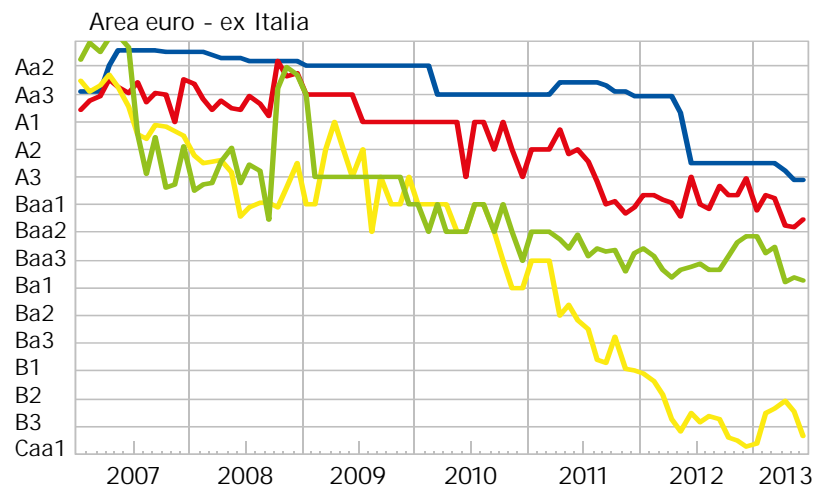


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Credit. Per l'Italia le banche considerate sono Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte Paschi, Banco Popolare, UBI Banca, mentre per l'Area euro le banche considerate sono Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank Berlin, Société Générale, Crédit Agricole,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

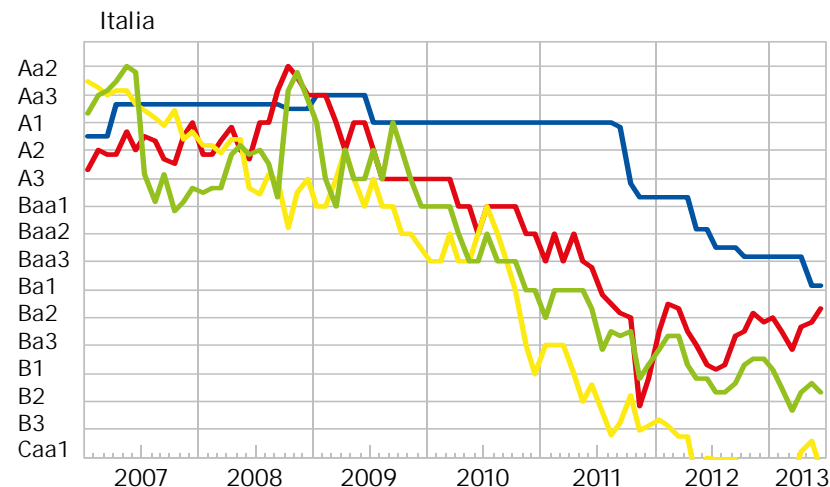
La percezione del rischio di credito delle maggiori banche quotate nell'Area euro si è ridotta rispetto alle fasi più acute della crisi del debito sovrano. Per le banche italiane il rischio di credito percepito, pur in flessione rispetto ai massimi di fine 2011 e metà 2012, rimane su valori maggiori rispetto a quelli rilevati nell'Area euro.

La percezione del rischio di credito delle banche

Rating impliciti nei prezzi degli strumenti finanziari delle principali banche quotate europee e italiane
(dati mensili; gennaio 2007 - giugno 2013)



— rating ufficiale Moodys
— rating implicito nei Cds



— rating implicito nelle obbligazioni
— rating implicito nei rendimenti azionari

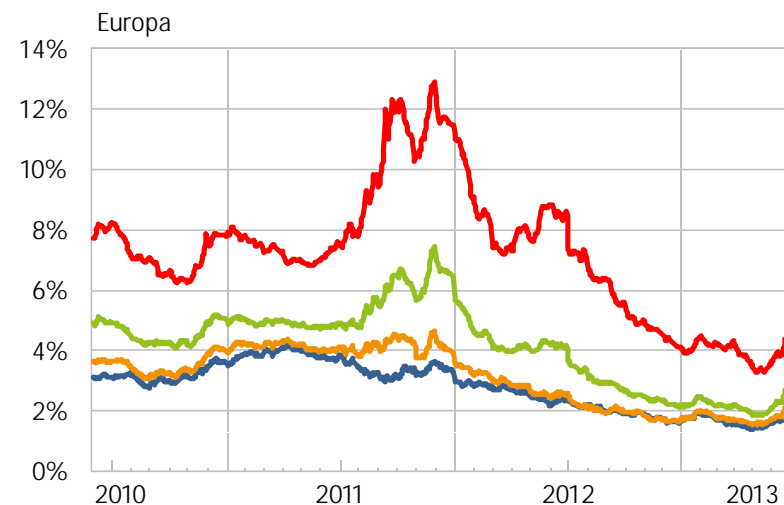
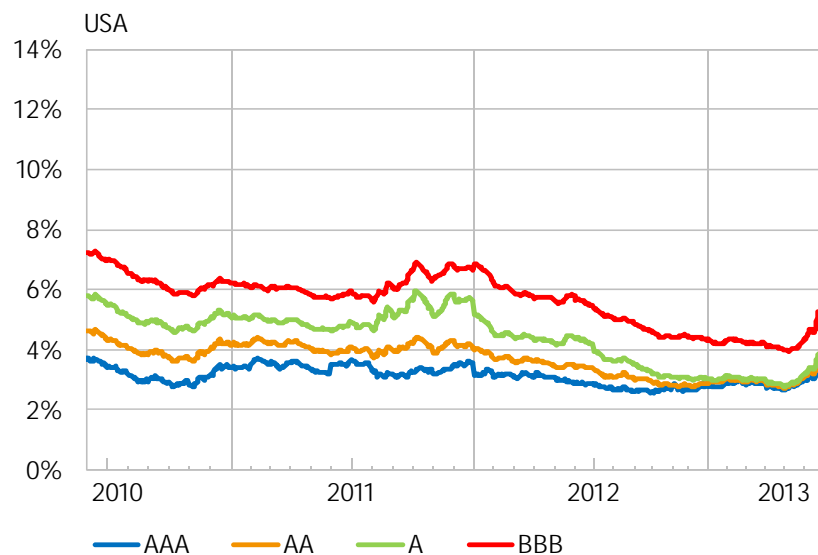
Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Date medi relativi alle banche incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluso le banche italiane) e alle principali banche italiane con rating di Moody's (Banca Popolare di Milano, Intesa, Mps, Unicredit, Ubi, Banco Popolare).

Migliora lievemente la percezione del rischio di credito delle banche italiane implicita nei prezzi delle obbligazioni, pur rimanendo al di sotto del rating ufficiale.

I rendimenti delle obbligazioni bancarie

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.

Analogamente a quanto osservato per il settore non finanziario, 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.

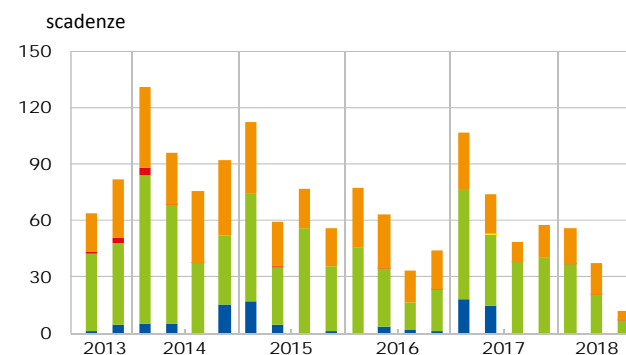
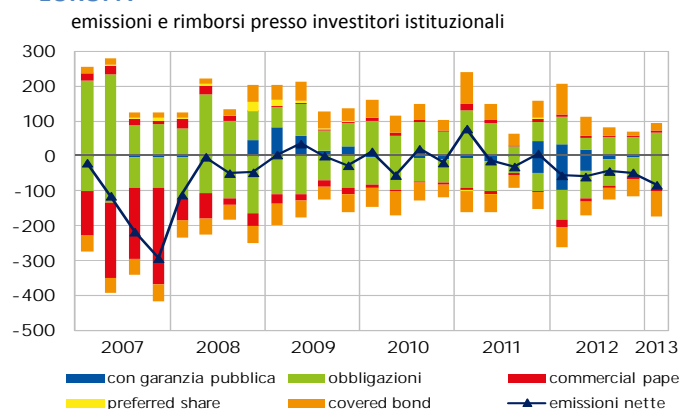
Le emissioni obbligazionarie

In Europa, la raccolta obbligazionaria delle banche rimane debole.

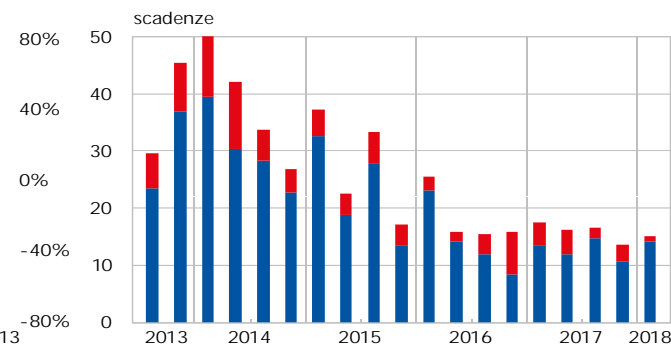
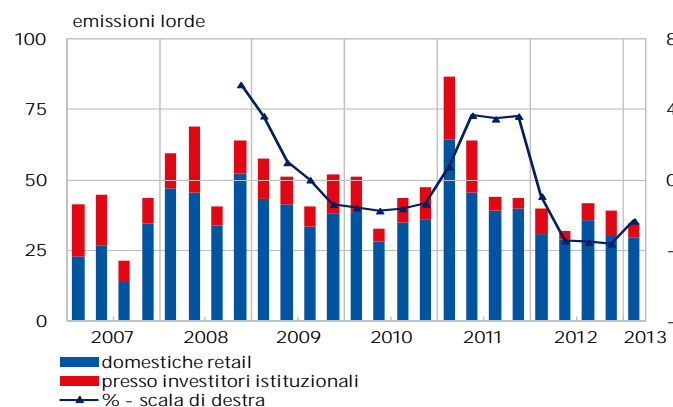
In Italia, le emissioni lorde si sono ulteriormente ridotte nel primo trimestre del 2013 rispetto al trimestre precedente; permangono, inoltre, le difficoltà di provvista presso investitori istituzionali.

Emissioni e scadenze di obbligazioni bancarie (dati trimestrali in miliardi di euro)

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).

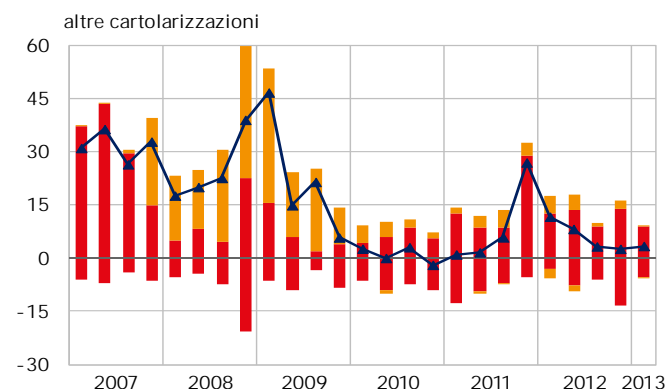
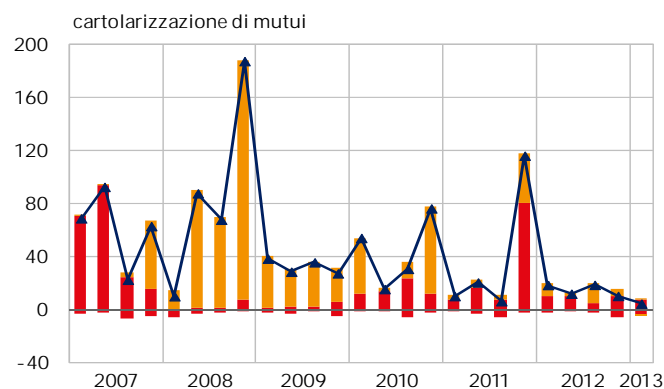
Le cartolarizzazioni

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

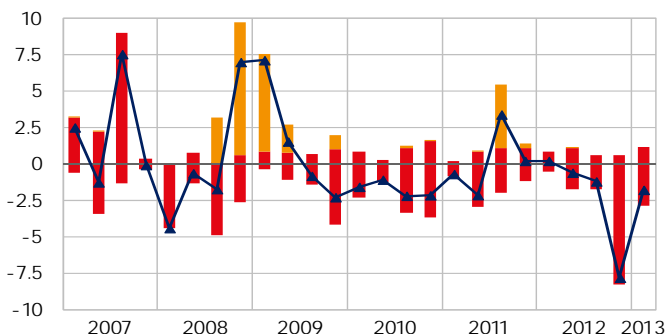
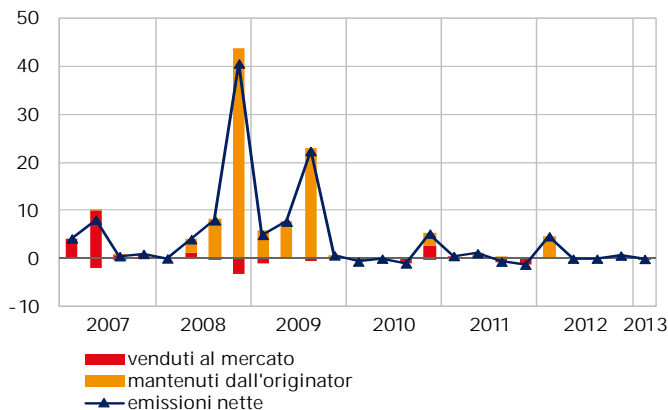
In particolare, in Italia, le emissioni nette di cartolarizzazioni collegate a mutui sono pressoché nulle a partire dal 2010; le altre cartolarizzazioni mostrano emissioni nette negative negli ultimi quattro trimestri.

Emissioni di cartolarizzazioni (dati trimestrali in miliardi di euro)

EUROPA EX ITALIA



ITALIA



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. I dati per l'Europa si riferiscono a titoli garantiti da asset di società con sede legale in Italia, Francia, Germania, Spagna, Olanda e UK o di loro controllate.

OUTLOOK E RISCHI

Outlook e rischi

- Le prospettive del ciclo economico nell'Area euro sono incerte e disomogenee tra paesi
 - Nei paesi periferici ...
 - ... l'attività economica continua a stagnare
 - ... le condizioni del mercato del lavoro sono deboli
 - il tasso di disoccupazione continua a crescere, mentre la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto è eterogenea riflettendo in alcuni casi le rigidità strutturali del mercato domestico
- Riflessi negativi sulle misure di risanamento dei conti pubblici
- Possibile riaccuirsi di fenomeni di contagio nei mercati dei *sovereign bonds* e azionari
- Politiche monetarie espansive e riduzione dei tassi alimentano *search for yield*, riduzione dei premi al rischio e degli *spread* obbligazionari. Possibile disallineamento dei prezzi delle attività finanziarie rispetto ai valori fondamentali; rischio di repentine inversioni con possibili effetti negativi sull'ordinato funzionamento dei mercati.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Outlook e rischi - segue

- Il legame tra rischio sovrano e rischio bancario rimane elevata, anche a causa dei significativi e crescenti investimenti nel debito pubblico domestico (rischio di improvvisi cali della redditività e dell'adeguatezza patrimoniale).
 - Fattori di attenuazione del legame: unione bancaria (tempi di realizzazione incerti); OMT
- Per le banche, inoltre, i bassi tassi di interesse comprimono il margine di interesse, connesso alla tradizionale attività di intermediazione creditizia. Incentivi a ridurre i costi operativi e a rivedere il modello di *business*. Ulteriori possibili criticità discendono dall'evoluzione del quadro regolamentare di riferimento.
- Le società non finanziarie italiane rimangono esposte alla congiuntura; la bassa redditività mina la sostenibilità del debito. Il maggiore costo del finanziamento bancario rispetto ai *competitors* dei paesi *core* (Francia e Germania) potrebbe continuare a essere una criticità.

Risk outlook Consob

Il Risk outlook n. 6 è stato curato da: Nadia Linciano (coordinatore), Valeria Caivano, Monica Gentile, Claudia Guagliano, Lucia Pierantoni, Paola Soccorso, 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.