risk outlook

1

novembre 2010

CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

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

Il rapporto è basato sui dati disponibili a ottobre 2010 rilevati da fonti considerate attendibili, ma la cui completezza e accuratezza non possono essere garantite.

La copia, la distribuzione e la riproduzione del presente rapporto, in tutto o in parte,
è soggetta a preventiva autorizzazione scritta da parte dell'Istituto.

Le opinioni espresse nel *risk outlook* sono personali degli autori
e non impegnano in alcun modo la Consob.

Il presente rapporto è stato curato da:

Giovanni Siciliano e Nadia Linciano (coordinatori)
Monica Gentile
Renato Grasso
Lucia Pierantoni
Paola Soccorso
Eugenia Della Libera

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

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

La congiuntura e i rischi

Continuano ad emergere segnali positivi sull'evoluzione del quadro congiunturale nelle principali economie avanzate, seppure con intensità diversa fra aree geografiche, ma la ripresa appare connotata da elementi di fragilità e le prospettive sono ancora incerte. Il fattore di rischio principale per l'evoluzione del ciclo nei paesi avanzati potrebbe essere legato agli effetti delle misure di stabilizzazione della finanza pubblica necessarie per correggere gli squilibri accumulati durante la crisi. Il rischio sovrano relativamente ad alcuni paesi periferici dell'area euro rimane un elemento di potenziale instabilità per il sistema finanziario. FED e BCE mantengono una *stance* espansiva ma le condizioni sul mercato interbancario non si sono ancora completamente normalizzate. I mercati azionari hanno fatto registrare un andamento complessivamente altalenante a partire dalla seconda metà dell'anno, pur con una volatilità in forte riduzione, senza evidenziare un chiaro *trend* direzionale, condizionati, da un lato, dai dati positivi sull'evoluzione del quadro congiunturale e, dall'altro, dal persistere dei timori circa le possibili ripercussioni dell'esposizione del sistema bancario verso i paesi più fragili dell'area dell'euro. La flessione dei moltiplicatori di borsa ha inciso negativamente sulla raccolta di capitale di rischio. I dati contabili al primo semestre 2010 danno segnali contrastanti sulla situazione delle maggiori società quotate, con il settore *corporate* in ripresa, dopo la forte riduzione del fatturato e degli utili nel 2009, mentre le banche mostrano alcune difficoltà, dopo un 2009 positivo, soprattutto nell'area dell'euro e i livelli di redditività rimangono largamente inferiori ai valori pre-crisi. Anche i dati sulle variazioni dei *rating* mostrano un quadro incerto, con un miglioramento della qualità del credito nel settore *corporate* e una situazione che riflette ancora elementi di criticità nel settore finanziario (migliora però la qualità del credito per gli emittenti con rating speculativo). Emergono alcuni segnali di restrizione negli standard di concessione del credito da parte del sistema bancario, ma gli indicatori di mercato sulla qualità del credito (CDS e *spread* obbligazionari) segnalano prospettive complessivamente stabili per i maggiori emittenti quotati non finanziari. In Europa emergono segnali di *deleveraging* nel settore *corporate* e aumenta il livello di patrimonializzazione delle banche, sebbene la percezione del livello di rischio sia aumentata per alcuni intermediari dopo l'emergere della crisi sul debito sovrano di alcuni paesi dell'area euro. La raccolta obbligazionaria rimane sostenuta nel settore *corporate*, soprattutto negli USA, mentre la raccolta obbligazionaria delle banche rimane complessivamente stabile in Europa, grazie anche alle emissioni di *covered bond.* Il mercato primario delle cartolarizzazioni non mostra ancora segnali di ripresa. Per ciò che riguarda la gestione del risparmio, i riscatti dai fondi di liquidità hanno portato in rosso la raccolta dei fondi sia in Europa che negli USA, mentre si sono ridotti i deflussi di risorse dagli *hedge fund;* il mercato del *private equity* rimane stagnante.

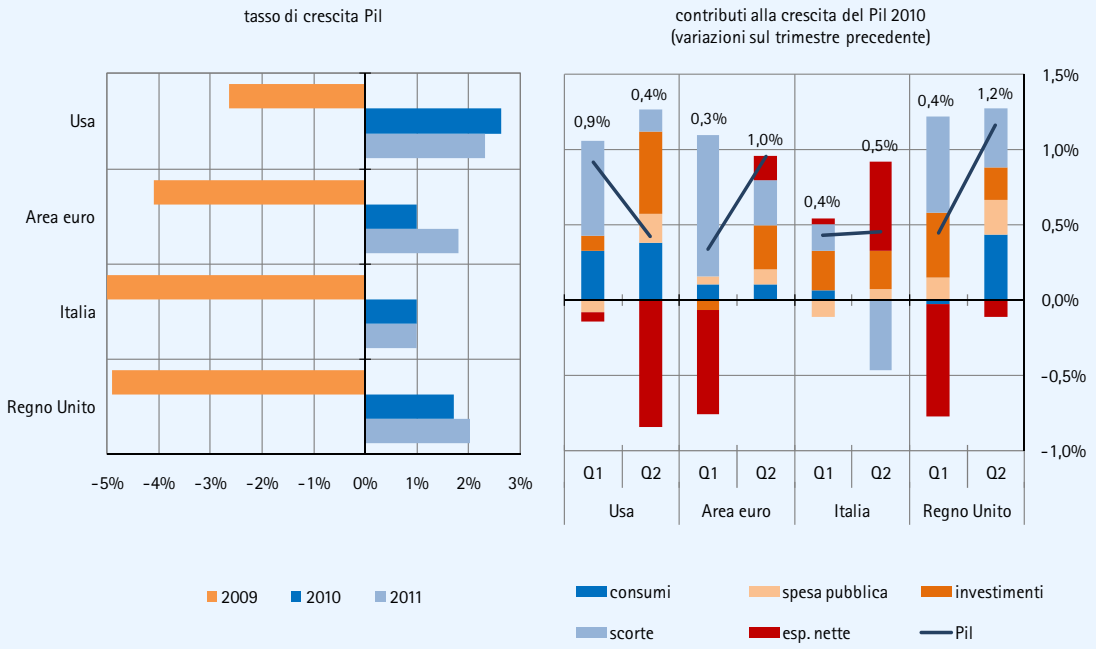
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Il quadro macroeconomico

La ripresa c'è, ma è ancora fragile

I dati per il primo semestre 2010 confermano i segnali di ripresa economica nei paesi avanzati, sebbene in maniera disomogenea per aree geografiche. Negli Stati Uniti, infatti, l'aumento del prodotto nel secondo trimestre ha registrato un significativo rallentamento, portandosi a circa l'1,6% in ragione d'anno rispetto al 3,6% del primo; tale decelerazione è riconducibile alla modesta dinamica dei consumi e all'ampliarsi dello squilibrio delle partite correnti. Nell'area euro e nel Regno Unito prevale, invece, l'effetto positivo della ricostituzione delle scorte e del miglioramento delle esportazioni nette. Nell'area euro, in particolare, la Germania è cresciuta di oltre il 2% nel secondo trimestre grazie all'andamento positivo degli investimenti e delle esportazioni. La dinamica favorevole delle partite correnti ha interessato anche l'Italia, il cui tasso di crescita del secondo trimestre, pari allo 0,5%, è risultato in linea con quello rilevato nei tre mesi precedenti nonostante la debolezza dei consumi interni.

Figura 1.1 – Andamento dell'economia nei paesi avanzati



Fonte: elaborazioni su dati IMF e Thomson Reuters.

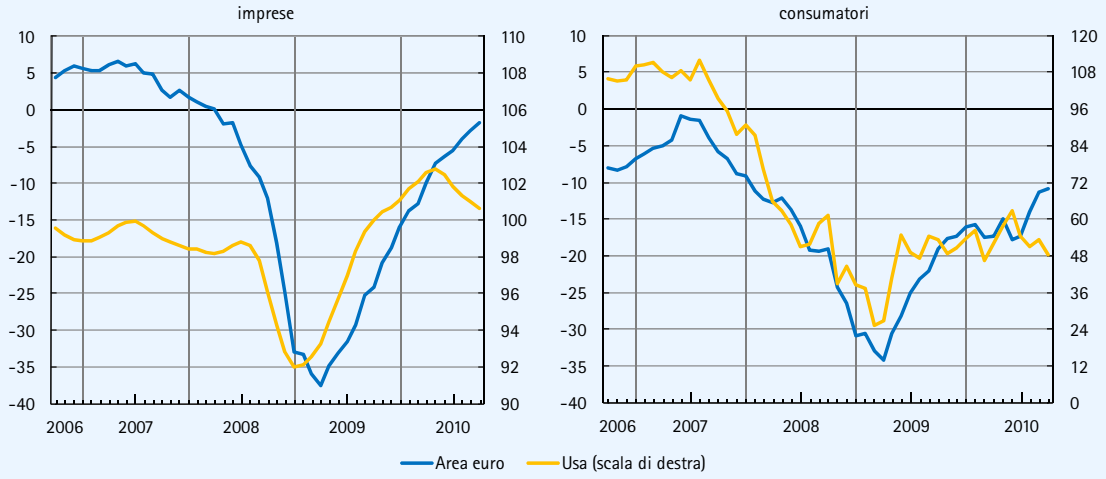
Per il 2011 si prevede un tasso di crescita modesto nelle economie avanzate

Le previsioni per il 2011 indicano tassi di crescita modesti, soprattutto per l'area euro e per l'Italia, a fronte di uno scenario connotato da un elevato grado di incertezza: non si sono ancora dissipati, infatti, i timori di un nuovo rallentamento congiunturale. Il clima di fiducia di imprese e consumatori mostra peraltro un significativo peggioramento negli USA rispetto ai valori di 3 mesi fa. Nell'area dell'euro prosegue, invece, il miglioramento delle aspettative avviatosi nell'ultimo trimestre del 2008, sebbene gli indicatori non abbiano ancora raggiunto i livelli pre-crisi.

Nei maggiori paesi in via di sviluppo persistono invece attese di una crescita sostenuta: in Cina e India, in particolare, il prodotto dovrebbe aumentare del 10% circa nel 2010, per poi rallentare lievemente nel 2011. Le prospettive sono buone anche per la Russia e il Brasile, sebbene meno brillanti rispetto agli altri paesi emergenti, anche per effetto di attese di un aumento dei prezzi delle materie prime.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 1.2 – Clima di fiducia delle imprese e dei consumatori



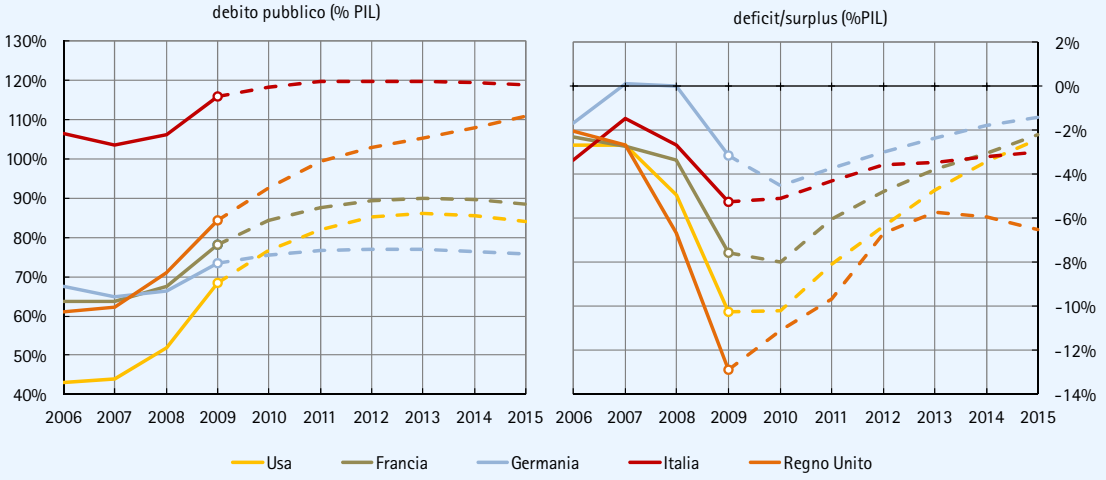
Fonte: Thomson Reuters.

Il fattore di rischio principale per l'evoluzione del ciclo nei paesi avanzati è legato agli effetti delle misure di stabilizzazione della finanza pubblica.

Il fattore di rischio più rilevante per l'evoluzione del quadro congiunturale nelle principali economie avanzate è legato alla dinamica delle politiche fiscali e all'impatto sulla domanda interna delle misure correttive necessarie per garantire la stabilizzazione dei parametri di finanza pubblica. In tutti i principali paesi avanzati, in un contesto di crescita ancora stagnante, i consistenti disavanzi di bilancio previsti per il 2010 determineranno un'ulteriore crescita del rapporto debito/PIL, che, nel 2011, potrebbe superare l'80% negli USA e il 100% nel Regno Unito. Le misure correttive programmate dovrebbero cominciare a contenere la dinamica del rapporto deficit/PIL a partire dal 2011, ma il rapporto debito/PIL dovrebbe continuare a crescere almeno fino al 2012 nei principali paesi avanzati, poiché interventi drastici di consolidamento fiscale (aumento della pressione fiscale e taglio della spesa pubblica) non sembrano realizzabili nel breve periodo, se non a rischio di compromettere le prospettive di ripresa.

Nei paesi periferici dell'area euro più esposti ai problemi di sostenibilità del debito pubblico le misure correttive necessarie per portare l'avanzo primario a bilanciare la spesa per interessi presuppongono un'inevitabile gradualità, a meno di non innescare una nuova fase recessiva che finirebbe per amplificare il rischio sovrano. In tali paesi, la stabilizzazione del rapporto debito/PIL, peraltro su valori nettamente più elevati di quelli pre-crisi, richiederebbe un arco di tempo significativamente lungo anche nello scenario più favorevole.

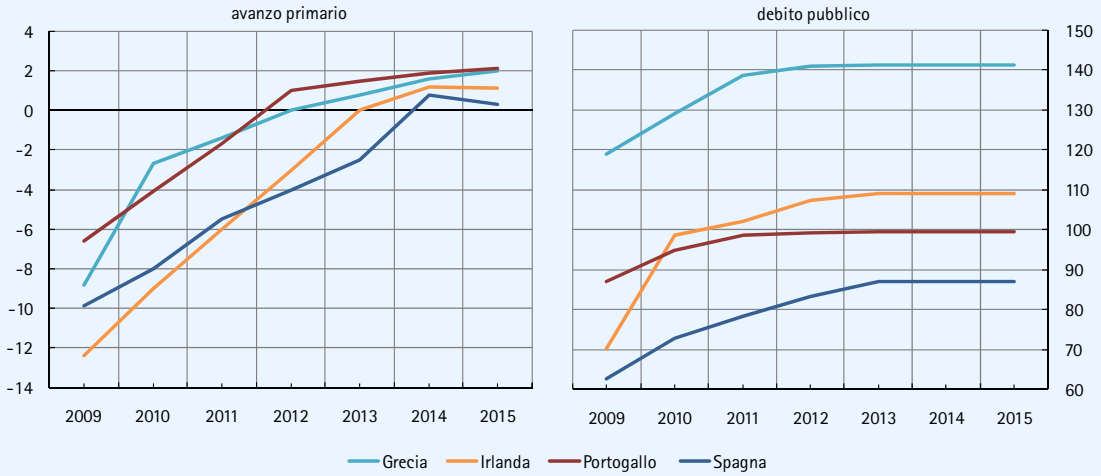
Figura 1.3 – Deficit e debito pubblico nei paesi avanzati



Fonte: IMF.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 1.4 – Avanzo primario necessario per stabilizzare il rapporto debito/PIL
(valori in % del PIL)

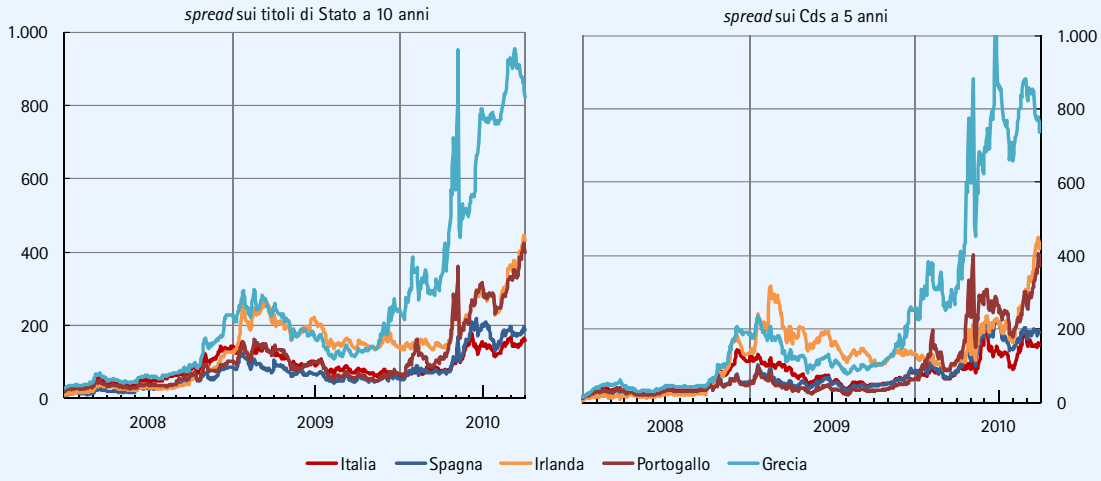


Fonte: simulazioni e stime OCSE.

Il rischio sovrano relativamente ad alcuni paesi periferici dell'area euro rimane un elemento di potenziale instabilità per il sistema finanziario

Le tensioni sul debito sovrano di alcuni paesi periferici dell'area euro, esplose a maggio scorso, rimangono un fattore di potenziale instabilità per il sistema finanziario nel suo complesso, a causa dei possibili effetti di contagio sui paesi maggiori e delle possibili ripercussioni sul sistema bancario. Nonostante i risultati complessivamente rassicuranti degli *stress test* sui principali intermediari europei pubblicati a luglio scorso e nonostante il fatto che i fondi a disposizione dell'EFSF possano coprire le necessità di finanziamento dei paesi in questione, il mercato continua a scontare, nelle quotazioni dei CDS e negli *spread* sui tassi, probabilità di *default*/ristrutturazione del debito non marginali, soprattutto per Grecia, Portogallo e Irlanda. Le tensioni sul debito pubblico greco si sono in parte attenuate nella seconda metà del mese di settembre, sebbene i differenziali dei CDS e dei tassi rispetto al debito tedesco rimangano su valori molto elevati (800 punti base), mentre hanno continuato ad ampliarsi i rendimenti e le quotazioni dei CDS sul debito pubblico di Portogallo e Irlanda (oltre 400 punti base rispetto al debito pubblico tedesco).

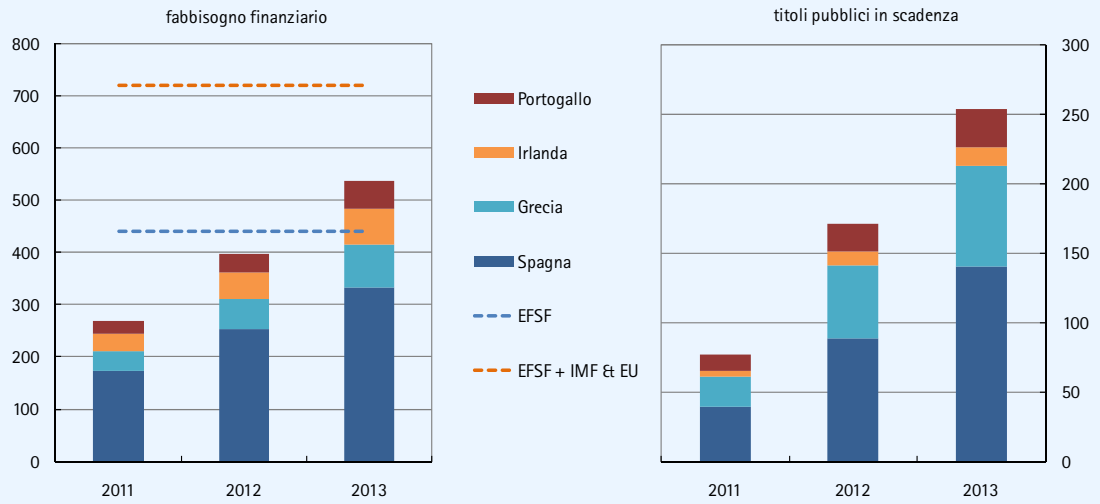
Figura 1.5 – *Spread* e CDS sul debito pubblico dei paesi periferici dell'area euro
(differenziali rispetto ai rendimenti dei titoli di stato e ai CDS sul debito pubblico della Germania; punti base)



Fonte: Thomson Reuters.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 1.7 – Fabbisogno finanziario e debito in scadenza dei paesi periferici dell'area euro
(valori cumulati in miliardi di euro)

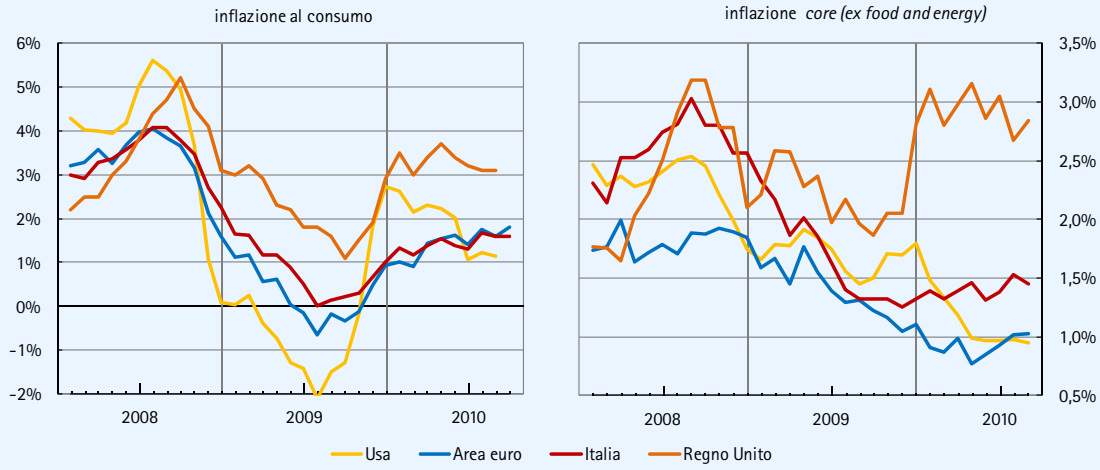


Fonte: stime OCSE e Dealogic.

Disoccupazione elevata ed eccesso di capacità produttiva frenano la ripresa dell'inflazione negli USA e nell'area dell'euro

I rischi di pressioni inflazionistiche rimangono molto contenuti, almeno nel breve periodo, nonostante la tendenza al rialzo dei prezzi delle materie prime e del petrolio. L'inflazione al consumo si va stabilizzando su valori vicini al 2% nei principali paesi avanzati (salvo che per il Regno Unito), mentre l'inflazione *core* (esclusi beni alimentari ed energetici) potrebbe ridursi ulteriormente. I fattori alla base di questo *trend* sono riconducibili, dal lato dell'offerta, all'eccesso di capacità produttiva accumulato durante la crisi e alla dinamica contenuta del costo del lavoro e, dal lato della domanda, al persistere di elevati livelli di disoccupazione e alla propensione delle famiglie (soprattutto statunitensi) a ridurre l'indebitamento; le misure restrittive di contenimento del debito pubblico potrebbero ulteriormente contribuire a frenare i consumi privati nei principali paesi avanzati e dunque le pressioni alla crescita dei prezzi. Anche la dinamica del mercato immobiliare contribuisce a frenare le pressioni inflazionistiche, soprattutto negli USA.

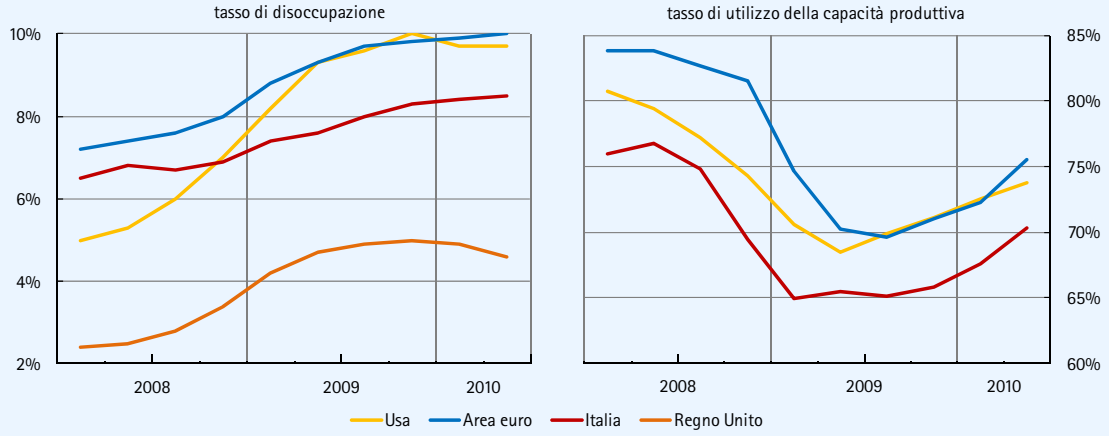
Figura 1.6 – Inflazione
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: Thomson Reuters.

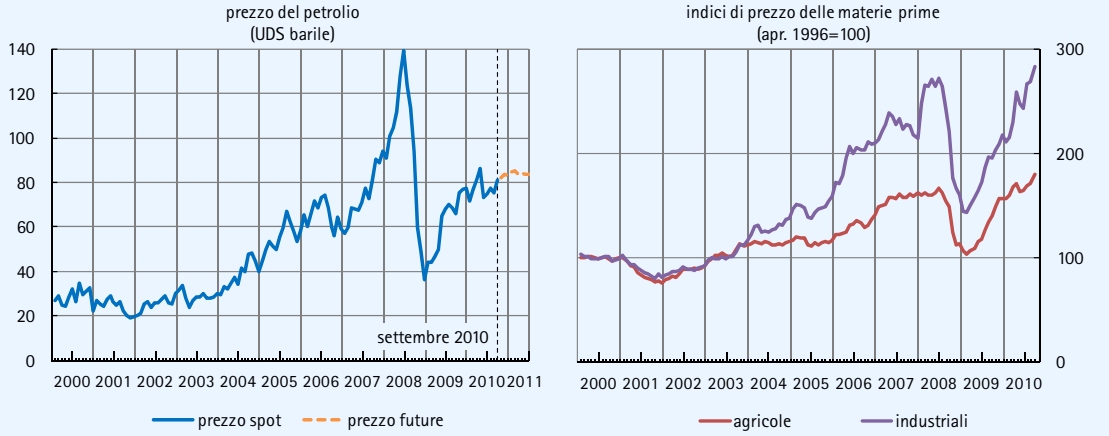
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 1.7 – Disoccupazione e utilizzo della capacità produttiva



Fonte: Thomson Reuters.

Figura 1.8 – Prezzi del petrolio e delle materie prime



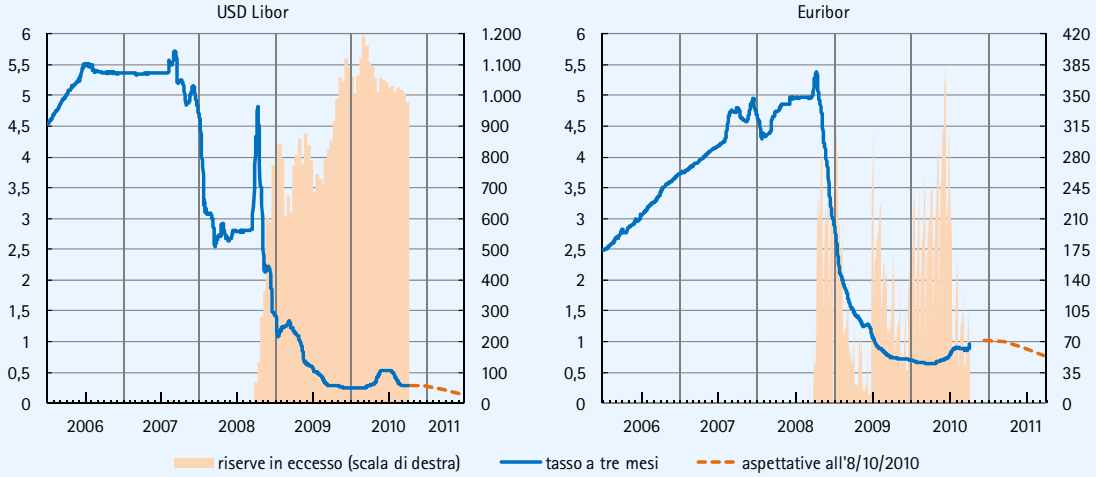
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

BCE e FED mantengono una *stance* espansiva ma i mercati interbancari non sono ancora tornati alla piena normalità

L'atteggiamento accomodante della BCE e della FED mantiene i tassi d'interesse a breve termine su valori inferiori all'1%. La BCE dovrebbe continuare a mantenere una *stance* di pieno accoglimento delle richieste di liquidità del sistema bancario al tasso di rifinanziamento, mentre la FED ha annunciato un nuovo programma di stimolo quantitativo basato sull'acquisto di *Treasury*. Le scelte della BCE scontano in larga misura le incertezze sull'evoluzione del quadro congiunturale e le tensioni legate alla crisi del debito sovrano, mentre l'atteggiamento della FED sembra essere condizionato dalle preoccupazioni sulla debolezza della domanda interna e sui rischi di deflazione. Nonostante l'abbondante liquidità, la situazione sul mercato dei depositi interbancari non è ancora tornata alla piena normalità; le banche con eccesso di liquidità continuano, infatti, a fare un elevato ricorso ai depositi presso la Banca Centrale piuttosto che impiegare fondi sull'interbancario; gli indicatori della percezione del rischio di controparte (tasso sui depositi – OIS) sono tuttavia largamente inferiori ai livelli registrati nelle fasi più intense della crisi. Rispetto all'inizio dell'anno la curva dei tassi ha fatto registrare un appiattimento di circa 100 punti base sia negli USA sia nell'area euro, sebbene il tratto più a lunga rimanga abbastanza ripido. La discesa dei tassi a lungo termine è stata trainata dall'effetto *flight-to-quality* sui titoli di stato tedeschi per l'area euro dopo la crisi del debito sovrano, dall'impatto dei programmi di acquisto di titoli di stato da parte della FED per gli USA, da strategie cosiddette di *carry trade* e in generale da attese di una dinamica inflazionistica estremamente moderata (o di una vera e propria deflazione negli USA). Rimane l'"anomalia" di tassi *swap* uguali o più bassi dei rendimenti governativi sulle scadenze più lunghe, probabilmente legato ai timori e alle forti incertezze sulla dinamica dell'andamento dei parametri di finanza pubblica nel lungo periodo.

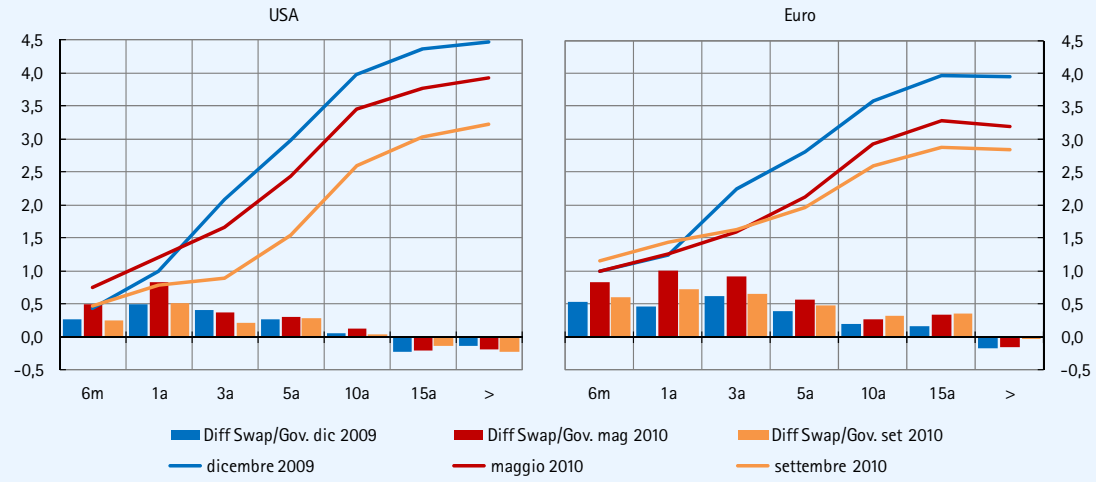
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 1.9 – Tassi di interesse a tre mesi e riserve in eccesso presso FED e BCE
(valori monetari in miliardi di valuta locale)



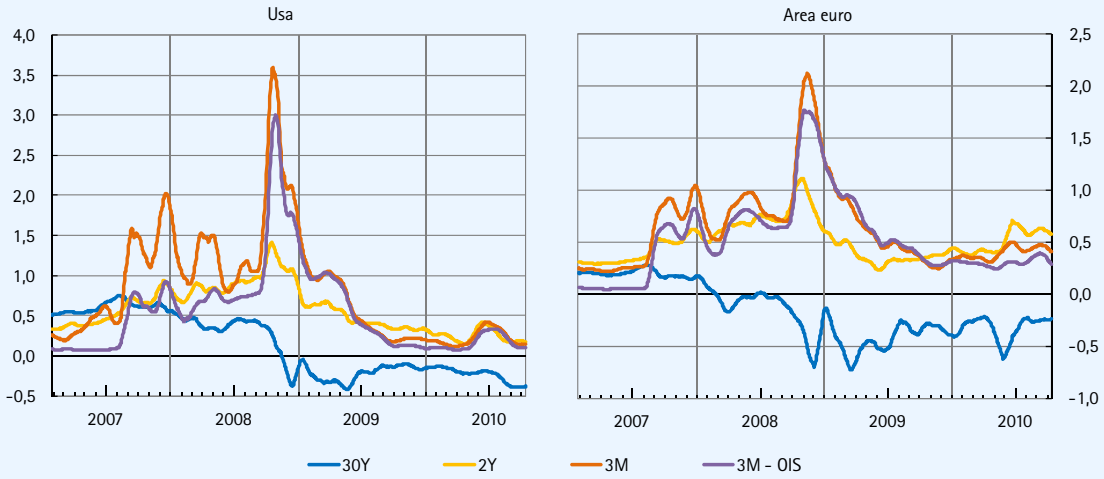
Fonte: Thomson Reuters. Le aspettative sui tassi sono stimate sulla base dei *futures*.

Figura 1.10 – Curva dei tassi d'interesse e differenziali fra tassi swap e tassi sui titoli di Stato
(dati mensili da gennaio 2006 ad aprile 2010)



Fonte: Thomson Reuters.

Figura 1.11 – Premi al rischio e *spread* interbancario



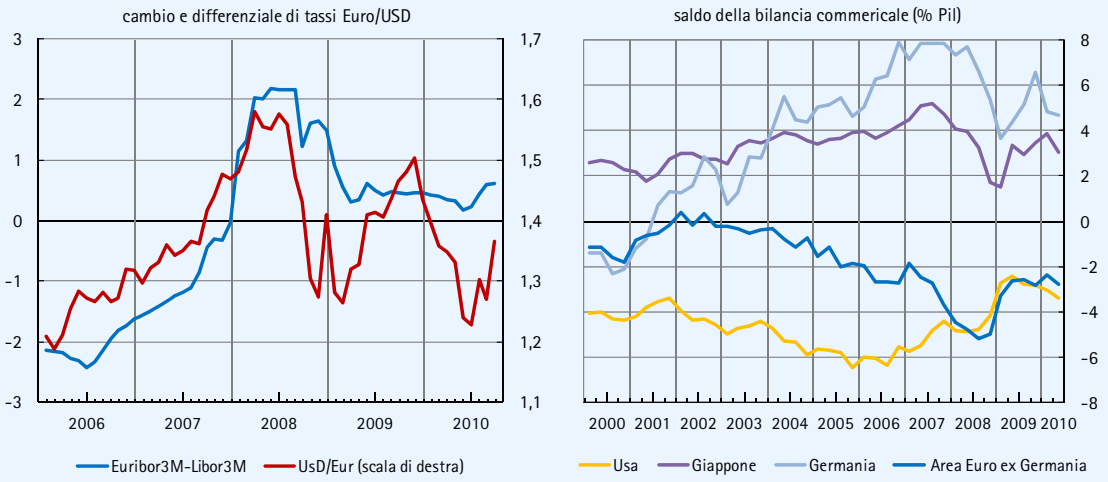
Fonte: Thomson Reuters. I premi al rischio sono dati dalla differenza fra i tassi *swap* e i tassi sui titoli di Stato (*Treasury* e *Bund*). Lo *spread* interbancario è dato dalla differenza fra il tasso di interesse interbancario a tre mesi e il tasso di interesse sui titoli di Stato a tre mesi.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

La nuova tendenza al deprezzamento del dollaro è legata in parte alla dinamica dei differenziali di tasso e al riacutizzarsi degli squilibri delle partite correnti a livello globale

La tendenza al deprezzamento del dollaro, emersa a partire dalla seconda parte dell'anno, riflette in parte l'ampliamento dei differenziali di tasso rispetto all'euro. Tuttavia, nonostante la debolezza della valuta americana, vi è una tendenza al riacutizzarsi dei rilevanti squilibri nella dinamica delle partite correnti a livello globale che avevano caratterizzato gli anni pre-crisi. Tali squilibri dipendono da fattori strutturali e da differenziali di competitività che non possono essere corretti nel breve periodo attraverso aggiustamenti dei tassi di cambio. Infatti, il *surplus* della bilancia commerciale del Giappone ha ripreso a crescere nel 2009, nonostante il significativo apprezzamento dello yen, così come quello della Germania, mentre la Cina, anche contenendo le oscillazioni della propria moneta attraverso interventi sui mercati valutari, continua ad evidenziare ampi avanzi commerciali, dovuti per una quota preponderante alle esportazioni verso gli Stati Uniti. I fattori strutturali alla base della dinamica degli squilibri nelle bilance di pagamento a livello globale generano aspettative di una persistente debolezza della valuta americana che, unitamente alla forte compressione dei tassi d'interesse e dei rendimenti dei *Treasuries*, determina fuoriuscite di capitali da attività finanziarie denominate in dollari, indirizzati verso il mercato delle materie prime (in primo luogo l'oro) e i mercati dei capitali dei paesi emergenti oppure verso strategie di *carry trade* a breve su valute con tassi più elevati.

Figura 1.12 – Tasso di cambio USD/euro e squilibri della bilancia commerciale



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e IMF.

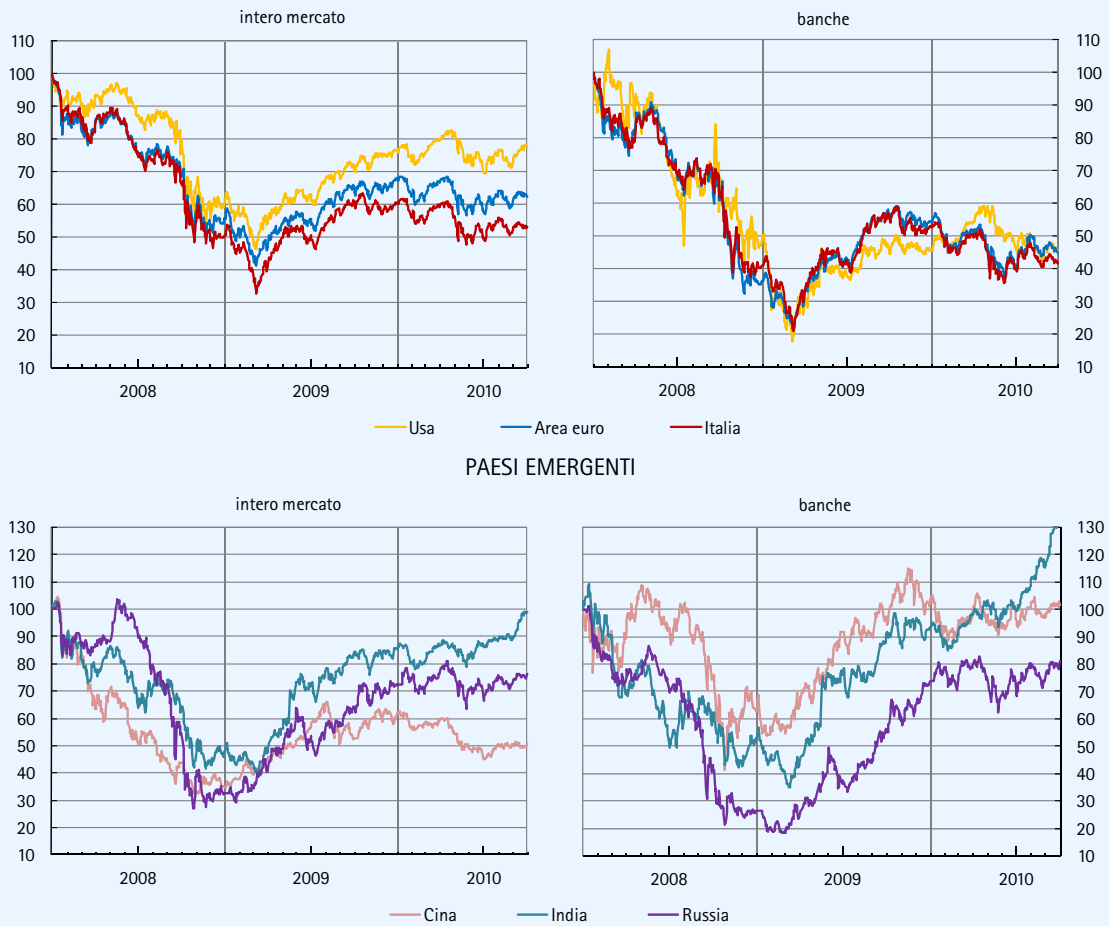
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

I mercati azionari

I mercati azionari mostrano un andamento incerto senza un chiaro trend direzionale, ma con una volatilità in forte riduzione

I mercati azionari hanno fatto registrare un andamento complessivamente altalenante a partire dalla seconda metà dell'anno. L'aumento del rischio sovrano per i paesi periferici dell'area euro, emerso nel mese di maggio, aveva creato una situazione di forte tensione, con correzioni al ribasso dei corsi in tutti i principali paesi avanzati di circa il 10%; successivamente, nonostante il persistere dei timori sulla sostenibilità delle finanze pubbliche di alcuni paesi dell'aera euro, la situazione si è in parte stabilizzata, ma non è emerso un chiaro trend direzionale. Da un lato, i dati positivi sull'evoluzione del quadro congiunturale nel secondo trimestre dell'anno hanno contribuito a creare un clima di maggiore fiducia, ma, dall'altro, permangono i timori circa le possibili ripercussioni dell'esposizione del sistema bancario verso i paesi più fragili dell'area dell'euro, nonostante le evidenze sugli *stress test* sul rischio paese pubblicati nel mese di luglio abbiano fornito indicazioni accolte in maniera complessivamente positiva dal mercato. Tuttavia, le quotazioni dei titoli bancari non hanno fatto registrare significativi rialzi e a fine settembre risultavano inferiori di oltre il 50% ai valori di inizio 2008. La dinamica dei corsi nelle principali economie emergenti è stata di natura simile a quella osservata nelle altre aree geografiche, se pure con una maggiore dispersione delle *performance* fra i diversi paesi, ma il livello delle quotazioni dei titoli bancari tende più velocemente a riavvicinarsi ai valori pre-crisi. Dopo le tensioni che avevano caratterizzato la prima parte dell'anno, in concomitanza con la crescita del *pricing* del rischio sovrano sui paesi periferici dell'area dell'euro, la volatilità è andata progressivamente riducendosi. Le attese sull'evoluzione a breve dei rendimenti azionari sono lievemente più ottimistiche rispetto a maggio scorso, soprattutto per i mercati dell'area euro.

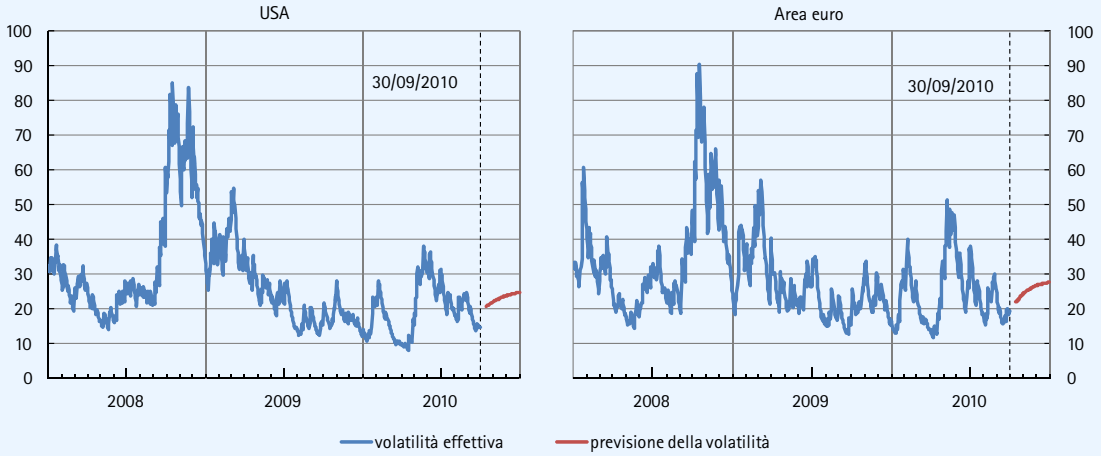
Figura 2.1 – Indici azionari
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 30/09/2010; 01/01/2008 = 100)



Fonte: Thomson Reuters.

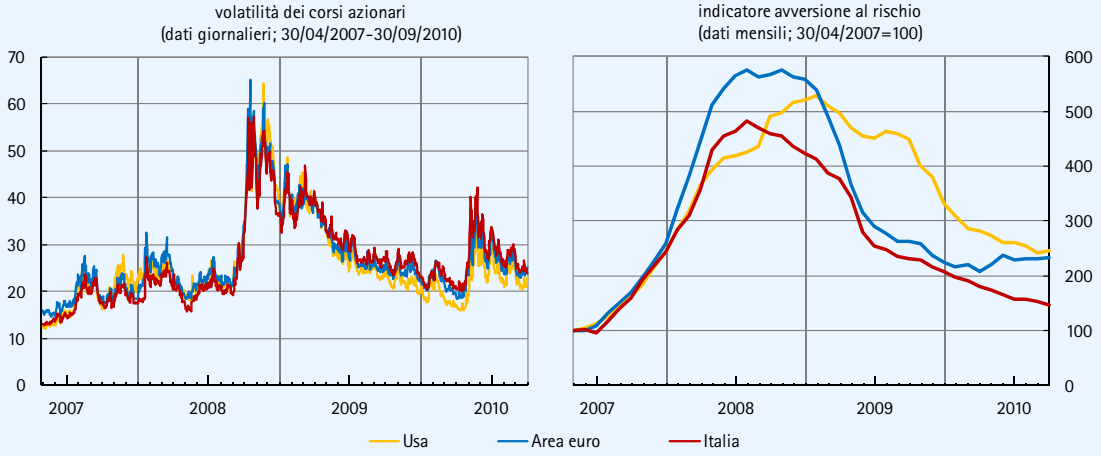
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 2.2 – Volatilità giornaliera
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 30/09/2010; valori percentuali su base annua)



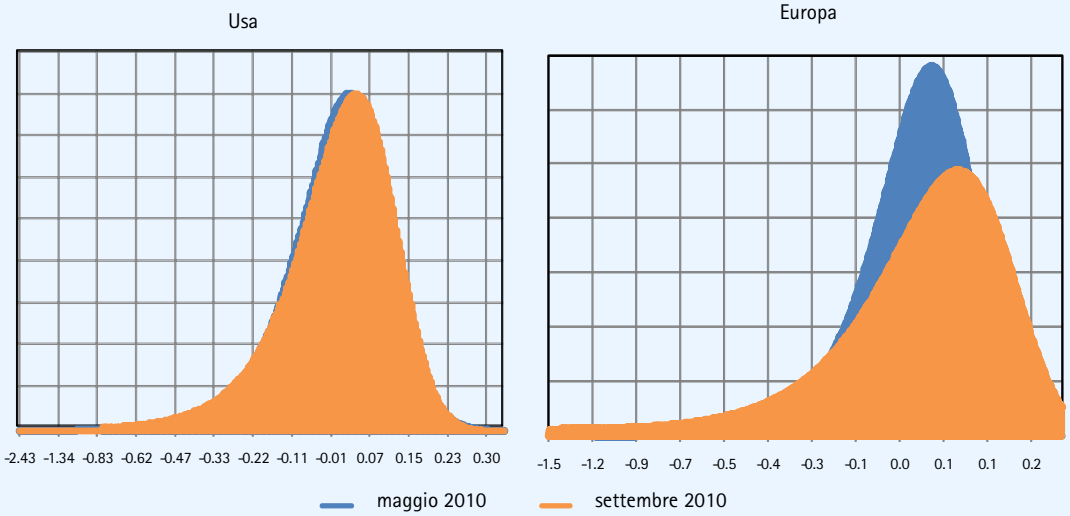
Nota: Le stime della volatilità (effettiva e prevista) sono ottenute applicando modelli EGARCH sulle serie dei rendimenti giornalieri degli indici azionari.

Figura 2.3 – Volatilità implicita e indicatore di avversione al rischio sul mercato azionario



Nota: L'indicatore di avversione al rischio è stimato confrontando la distribuzione storica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari; viene riportata la media mobile su 12 mesi.

Figura 2.4 – Previsione rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi



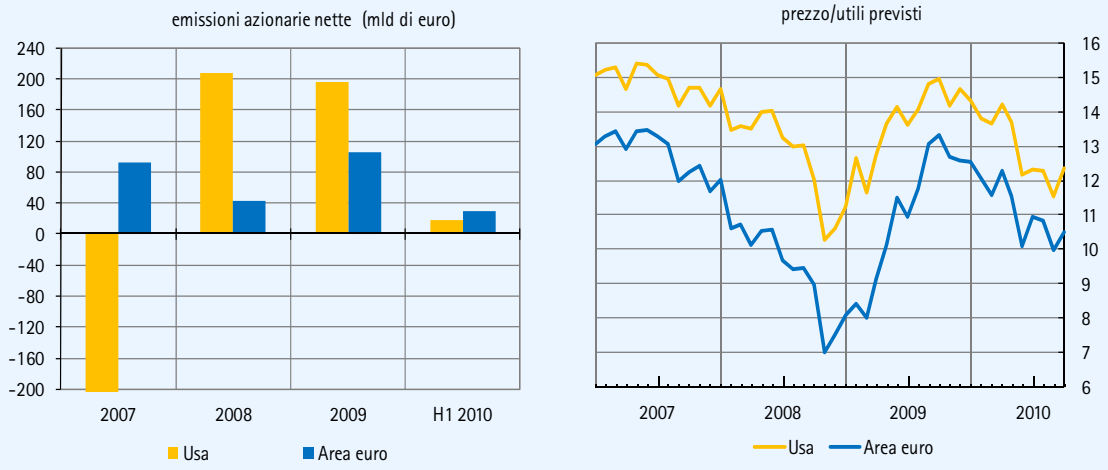
Nota: le previsioni si basano sulla stima della distribuzione di probabilità implicita nei prezzi delle opzioni su indici.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

La flessione dei moltiplicatori ha inciso negativamente sulla raccolta di capitale di rischio. I dati contabili al primo semestre 2010 danno segnali contrastanti sulla situazione delle maggiori società quotate, con il settore *corporate* in ripresa mentre le banche mostrano una flessione dei ricavi

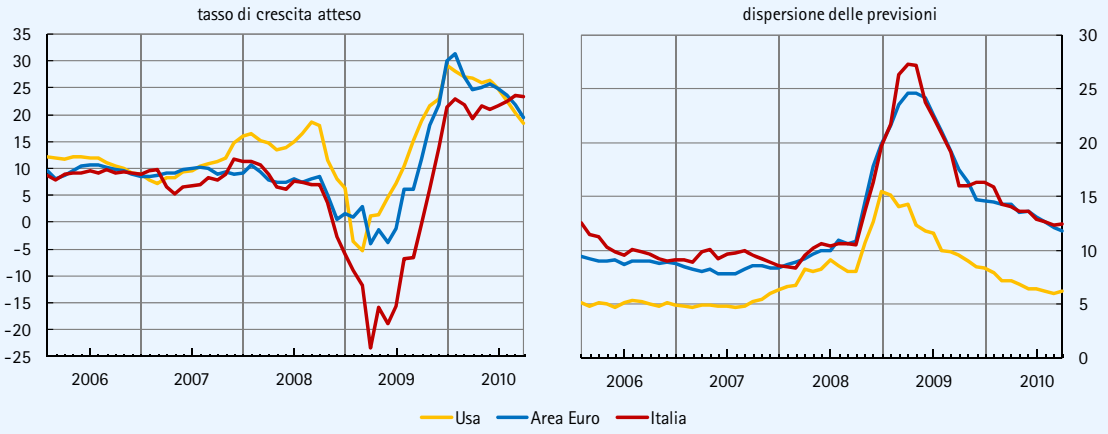
Nella prima parte dell'anno si è registrata una brusca riduzione della raccolta di capitale di rischio (aumenti di capitale al netto di *buy back*) sia negli USA che nell'area euro, raccolta che peraltro nei due anni precedenti era stata alimentata essenzialmente dalle necessità di ricapitalizzazione del settore finanziario. Sul fenomeno ha inciso in parte la tendenza alla riduzione dei moltiplicatori (in particolare il P/E sulla base degli utili attesi su 12 mesi) sia nel settore *corporate* che in quello finanziario, dopo una fase di crescita che aveva interessato l'intero 2009. Per il settore *corporate*, i dati basati sulla prima semestrale 2010 confermano la tendenza alla riduzione del moltiplicatore *price earning* (P/E) (in particolare per le società USA e italiane). Per il settore bancario prosegue la tendenza alla forte compressione del rapporto *price-to-book value* (P/B), dopo i massimi toccati negli anni pre-crisi, con una capitalizzazione inferiore al patrimonio netto per una larga fascia di intermediari sia in Europa che negli USA; anche il rapporto P/E, che nel 2009 era tornato a crescere, ha fatto registrare una nuova flessione nella prima metà del 2010. Sempre con riferimento al settore *corporate*, i bilanci 2009 avevano messo chiaramente in evidenza la situazione di vulnerabilità delle prospettive di redditività delle principali imprese quota negli USA e in Europa, con una flessione dei ricavi pari in media al 10% rispetto al 2008 e un calo degli utili (Ebitda) di entità simile (in particolare per le imprese USA e italiane); i dati al primo semestre 2010 indicano invece una stabilizzazione dei livelli di fatturato e di redditività, in linea con le evidenze sull'inversione del ciclo e il miglioramento complessivo del quadro congiunturale. Per ciò che riguarda, invece, il settore bancario la prima semestrale 2010 mostra una flessione dei ricavi per gli intermediari europei, dopo un 2009 complessivamente positivo; per le banche USA invece il tasso di crescita dei ricavi risulta più stabile. La redditività rimane su livelli stabili ma largamente inferiori a quelli pre-crisi sia Europa che negli USA.

Figura 2.5 – Emissioni nette di azioni e rapporto prezzo/utili



Fonte: FED, BCE e Thomson Reuters.

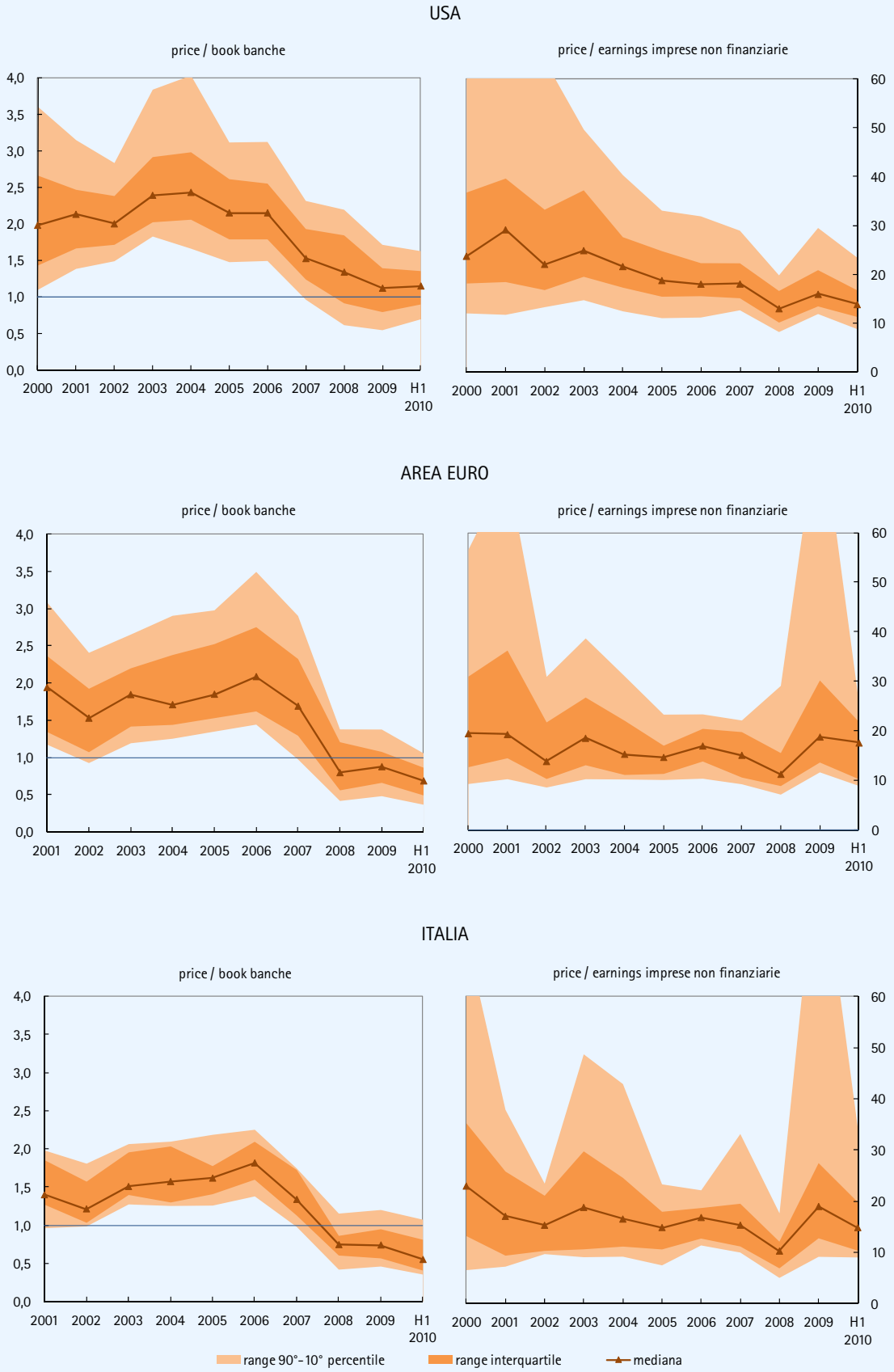
Figura 2.6 – Previsione degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di 12 mesi
(valori percentuali; dati mensili da gennaio 2006 a settembre 2010)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters-IBES. Medie ponderate dei tassi di crescita degli utili delle società incluse nello S&P500 (USA), nel Dow Jones Euro Stoxx (area euro) e nel FTSE MIB (Italia).

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

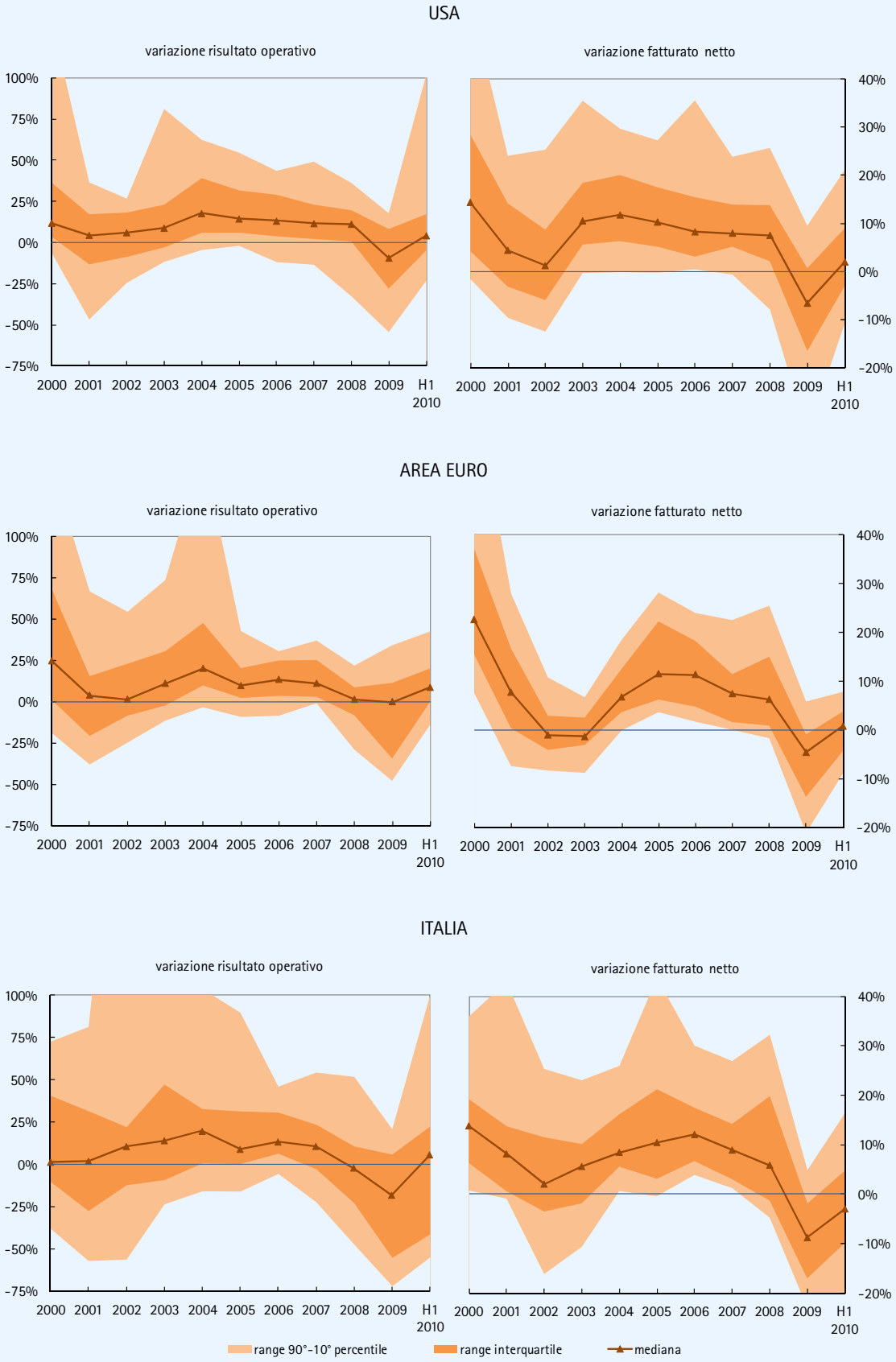
Figura 2.7 – Moltiplicatori di borsa delle imprese quotate



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Le imprese non finanziarie sono quelle dell'indice S&P 100 (USA), Dow Jones Euro Stoxx 50 (area euro) e FTSE MIB (Italia); le banche sono quelle incluse nell'indice S&P 1500 Bank (USA), Dow Jones Euro Stoxx Bank (area euro) e le banche quotate italiane. Il P/E è calcolato solo per le imprese il utile.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

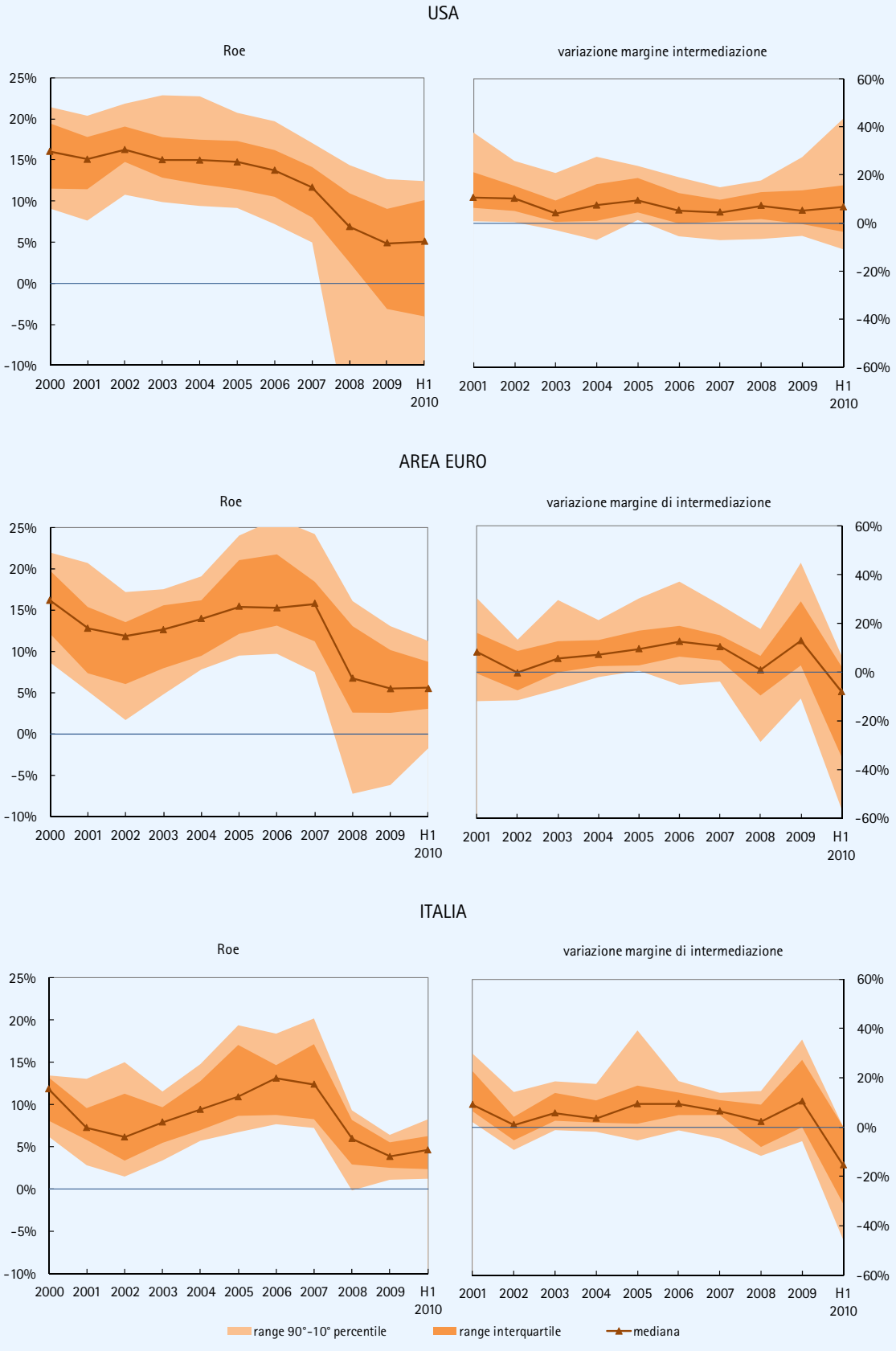
Figura 2.8 – Redditività operativa e crescita del fatturato delle imprese quotate non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle società dell'indice S&P 100 (USA), Dow Jones Euro Stoxx 50 (area euro), FTSE MIB (Italia). La variazione annuale del risultato operativo è calcolata solo quando i valori sono entrambi positivi; la variazione annuale del fatturato è calcolata rispetto al dato *restated* dell'anno precedente.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 2.9 – Redditività e crescita del margine di intermediazione delle banche quotate



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope per le banche incluse nell'indice S&P 1500 Bank (USA), Dow Jones Euro Stoxx Bank (area euro) e sulle banche quotate italiane. La variazione annuale del margine di intermediazione è calcolata rispetto al dato *restated* dell'anno precedente.

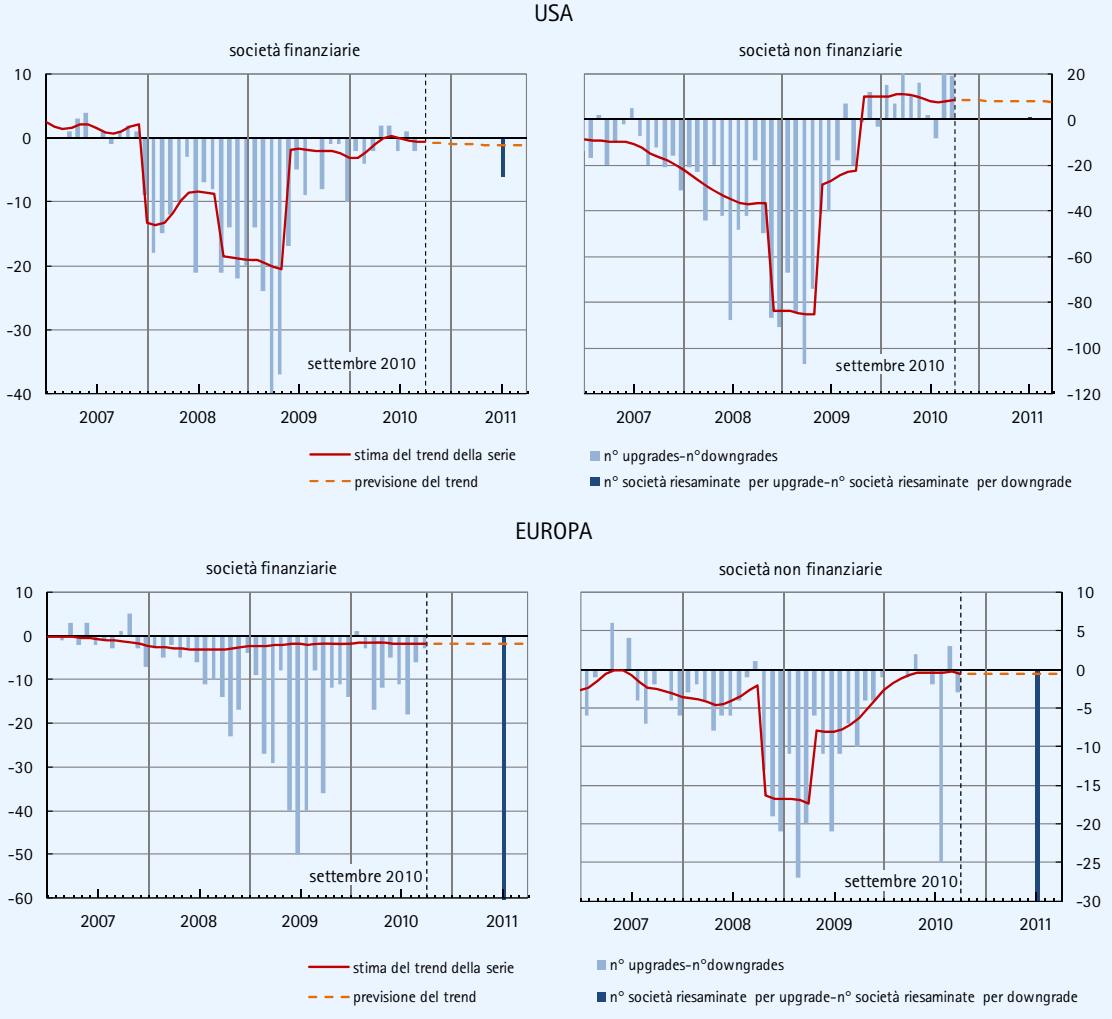
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

La qualità del credito

Le variazioni dei rating mostrano un quadro incerto, con un miglioramento della qualità del credito nel settore *corporate* e una situazione che riflette ancora elementi di criticità nel settore finanziario. Migliora però la qualità del credito per gli emittenti con rating speculativo

I dati sulle variazioni dei giudizi delle agenzie di rating danno indicazioni in parte contrastanti sull'evoluzione della qualità del credito nel settore *corporate* e finanziario. Negli USA il saldo fra *upgrade* e *downgrade* (relativamente ai giudizi rilasciati dall'agenzia Moody's) segnala la prosecuzione di un andamento positivo nel settore *corporate*, emerso già all'inizio dell'anno, mentre nel settore finanziario vi è un sostanziale bilanciamento nella direzione della revisione dei giudizi (anche se è significativo il numero di società in riesame per un *downgrade*). In Europa invece il quadro rimane ancora negativo per il settore finanziario, mentre tende a stabilizzarsi nel settore *corporate*; per entrambi rimane però elevato il numero di società sotto osservazione che potrebbero subire un declassamento nei prossimi mesi. Anche se i dati sulle variazioni dei giudizi, nel loro complesso, segnalano chiaramente un'inversione ciclica (a partire approssimativamente dalla seconda metà del 2009) collegata al miglioramento del quadro macroeconomico, per il settore finanziario europeo pesano i timori legati all'esposizione al rischio sovrano. I dati sul tasso di insolvenza degli emittenti con rating speculativo (che ha incominciato a ridursi a partire dall'ultimo trimestre del 2009) continuano a dare indicazioni positive sull'evoluzione della rischiosità delle imprese nelle fasce di rating più basse, con previsioni di ulteriori miglioramenti per i prossimi mesi sia negli USA che in Europa. Emergono segnali positivi anche dai giudizi relativi ai prodotti di finanza strutturata (sebbene i dati disponibili si fermino al primo trimestre dell'anno); negli USA si registra una riduzione dei declassamenti di titoli collegati a mutui (RMBS e CMBS), mentre in Europa la flessione dei declassamenti ha interessato principalmente i titoli collegati ad *asset* diversi dai mutui.

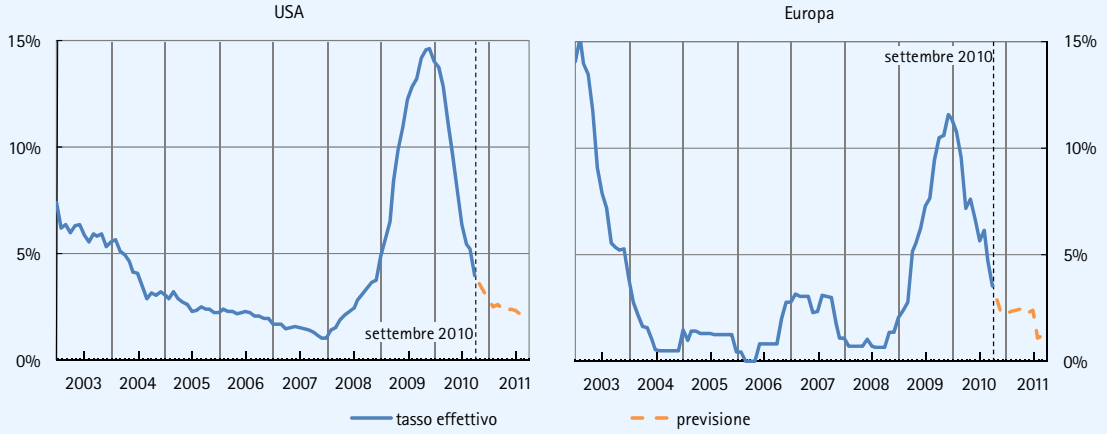
Figura 3.1 – Differenza fra numero di *upgrades* e *downgrades* su emittenti *corporate*
(dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Il *trend* è stato stimato applicando tecniche non parametriche di analisi delle serie storiche.

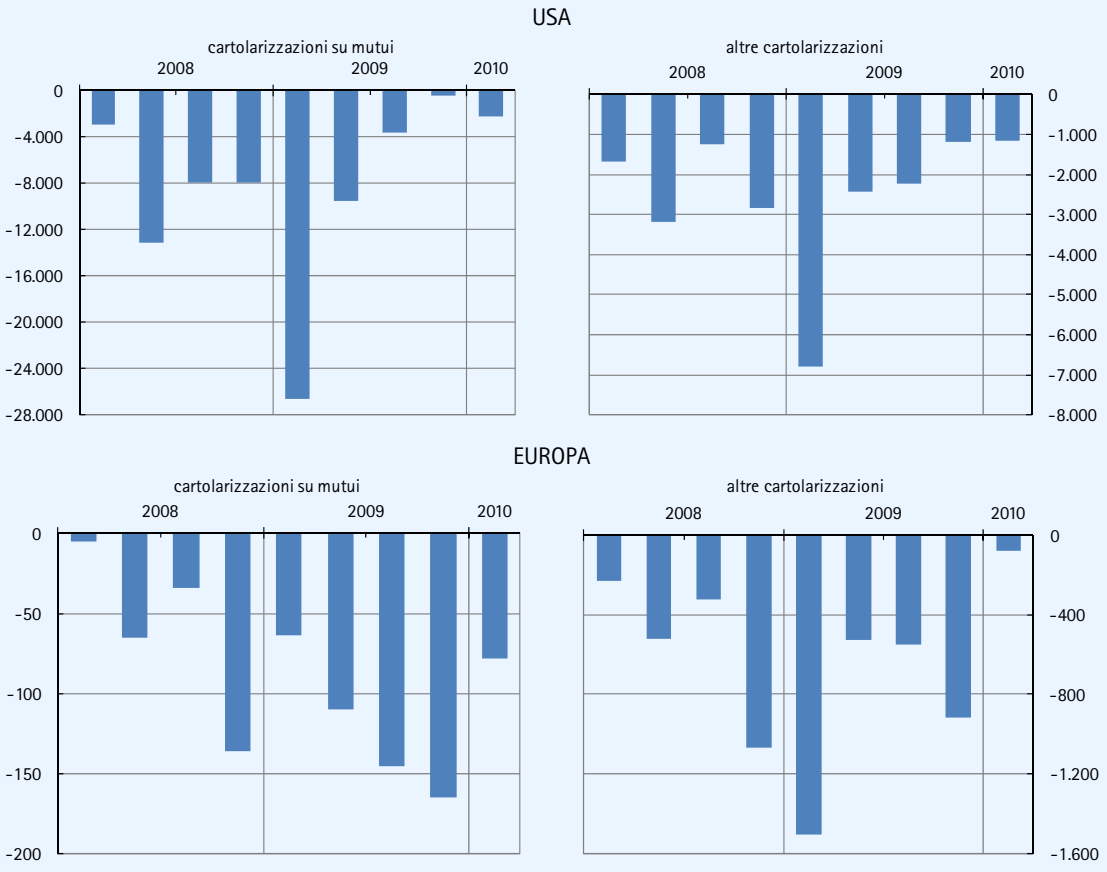
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 3.2 – Tasso di insolvenza per gli emittenti con rating speculativo



Fonte: Moody's.

Figura 3.3 – Differenza fra numero di *upgrades* e *downgrades* su titoli strutturati



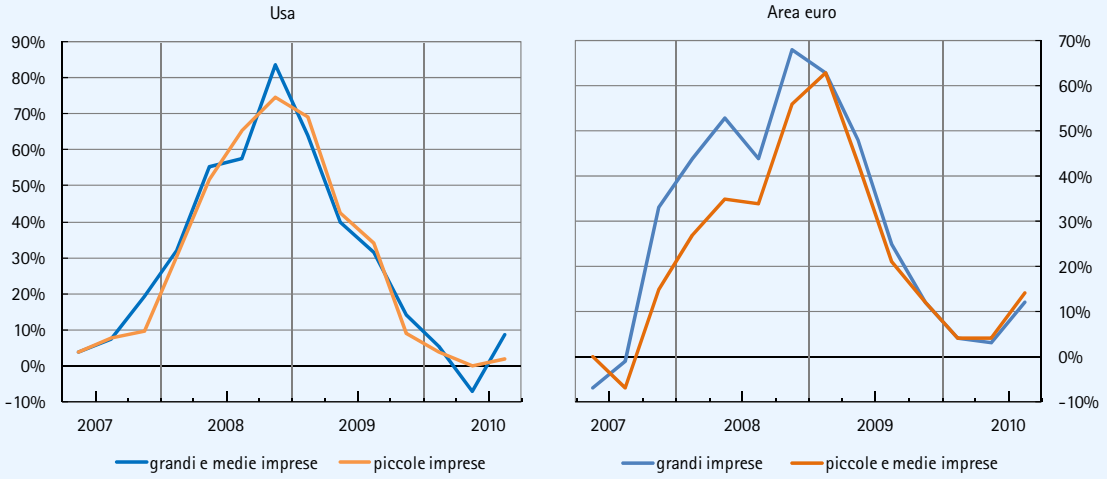
Fonte: Moody's.

Emergono alcuni segnali di irrigidimento negli standard di concessione del credito, ma si riduce la contrazione dei prestiti bancari

Dai dati di sondaggio sui criteri di concessione dei prestiti alle imprese negli USA e nell'area euro è possibile inferire un miglioramento complessivo della qualità del credito nel settore *corporate* (avviatosi a partire dall'inizio del 2009) sia per le grandi che per le piccole imprese (tipicamente non assistite da rating), sebbene a partire dal secondo trimestre dell'anno si sia registrata una parziale inversione di tendenza e la quota di banche che ha segnalato un irrigidimento degli standard di concessione del credito si è riportata su valori nettamente superiori a quella delle banche che hanno allentato gli standard. Il tasso di crescita dei prestiti bancari al settore privato non finanziario, che si era portato in territorio negativo a partire dall'inizio dell'anno sia negli USA che nell'area dell'euro (essenzialmente per effetto della dinamica della domanda di finanziamenti da parte delle imprese, più che per condizioni restrittive dal lato dell'offerta), ha mostrato alcuni segnali di stabilizzazione nella prima parte del 2010, soprattutto nell'area dell'euro.

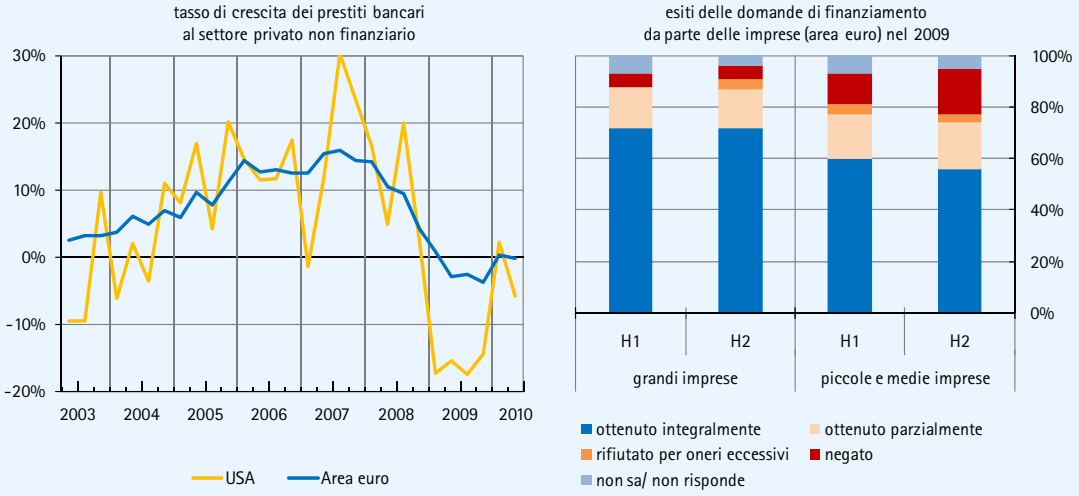
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 3.4 – Indicatori di restrizione dell'offerta del credito alle imprese



Fonte: FED e BCE. Quota percentuale delle banche che hanno segnalato un irrigidimento nei criteri per la concessione dei prestiti al netto della quota percentuale delle banche che hanno segnalato un allentamento.

Figura 3.5 – Andamento dei presti bancari ed esiti delle domande di finanziamento



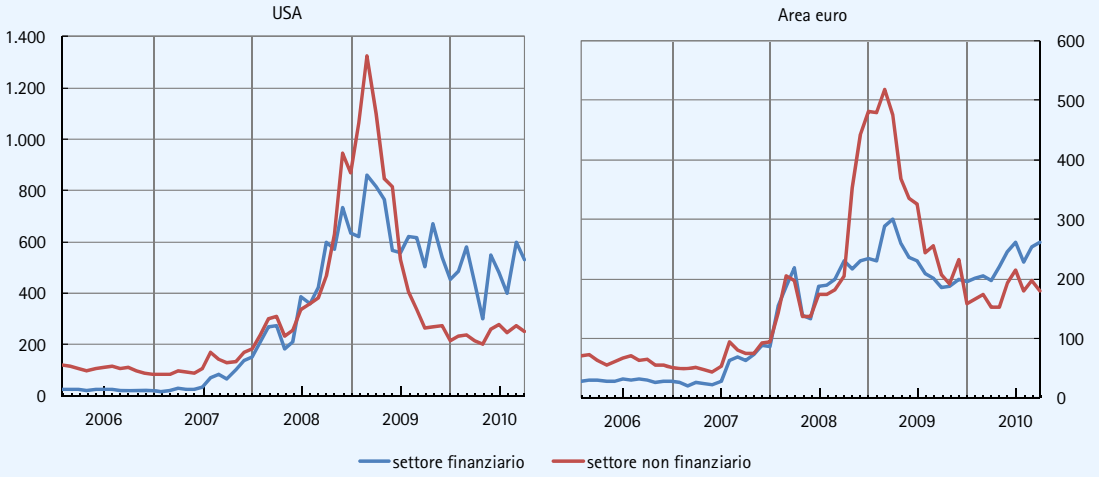
Fonte: elaborazioni su dati FED e BCE.

La qualità del credito è stabile per i maggiori emittenti quotati non finanziari e la raccolta obbligazionaria nel settore *corporate* rimane sostenuta. Il mercato primario delle cartolarizzazioni non mostra segnali di ripresa

Con riferimento alle maggiori società quotate, le quotazioni dei CDS e gli *spread* obbligazionari segnalano aspettative di una sostanziale stabilità della probabilità di *default* per gli emittenti *corporate*; per gli emittenti finanziari dell'area euro si è invece registrato un significativo aumento delle quotazioni dei CDS con l'emergere delle tensioni sul rischio sovrano a partire dal secondo trimestre dell'anno. Anche la probabilità di *default* stimata (*expected default probabilty* – EDF) per l'insieme delle società quotate segnala un lieve aumento del rischio nel settore finanziario dell'area euro (che comunque mantiene in media un EDF nettamente inferiore rispetto al settore finanziario USA). La raccolta obbligazionaria nel settore *corporate* USA rimane sostenuta, mentre tende a decelerare in Europa; nel settore bancario la raccolta obbligazionaria è risultata ancora debole negli USA, mentre in Europa mostra segnali di ripresa, soprattutto grazie alle emissioni di *covered bond* (mentre si sono ormai esaurite le emissioni assistite da garanzia pubblica). Il mercato primario delle cartolarizzazioni tradizionali (cioè diverse dai *covered bond*) non mostra ancora evidenti segnali di ripresa, soprattutto in Europa (dove anche le emissioni finalizzate alla costituzione di garanzie per le operazioni di rifinanziamento con la BCE si sono ridotte in maniera drastica), mentre negli USA continua ad essere alimentato quasi esclusivamente dalle emissioni delle agenzie federali.

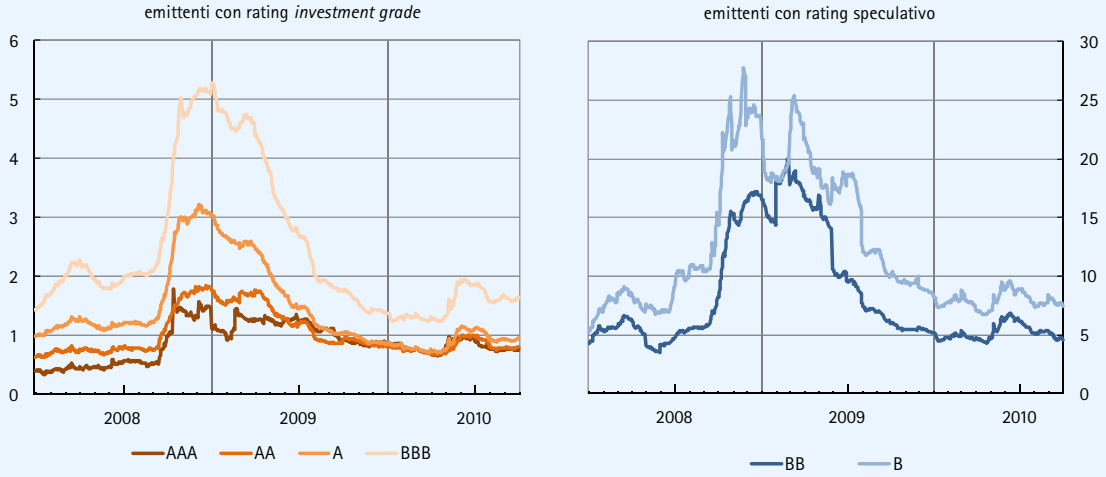
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 3.6 – Quotazioni dei *credit default swap* su emittenti quotati
(CDS a 5 anni; valori in punti base; dati mensili gennaio 2006 - aprile 2010)



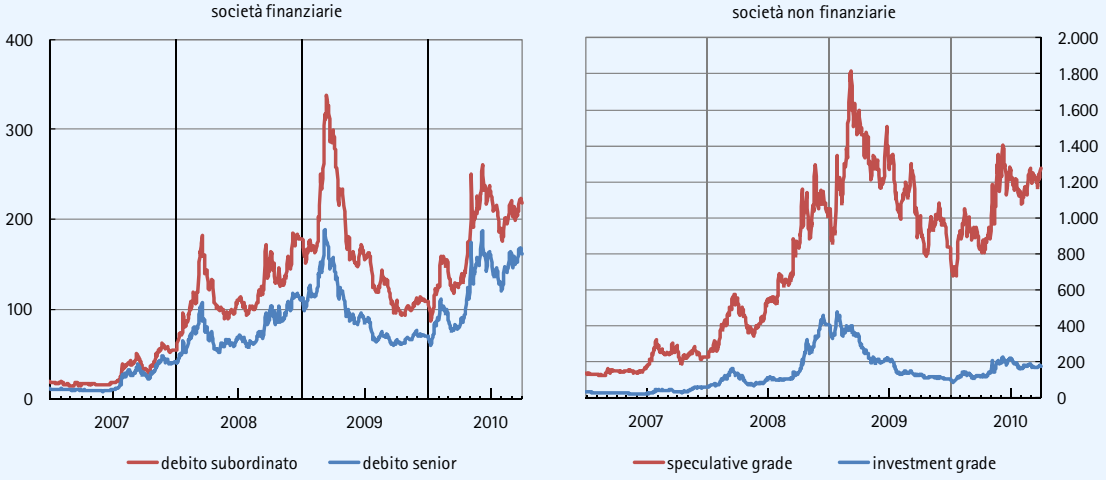
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Figura 3.7 – *Spread* sulle obbligazioni in euro di società non finanziarie
(valori percentuali; dati giornalieri 31/12/2007 – 30/04/2010)



Fonte: elaborazioni su dati Merril Lynch e Thomson Reuters. Lo *spread* è misurato rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato tedeschi.

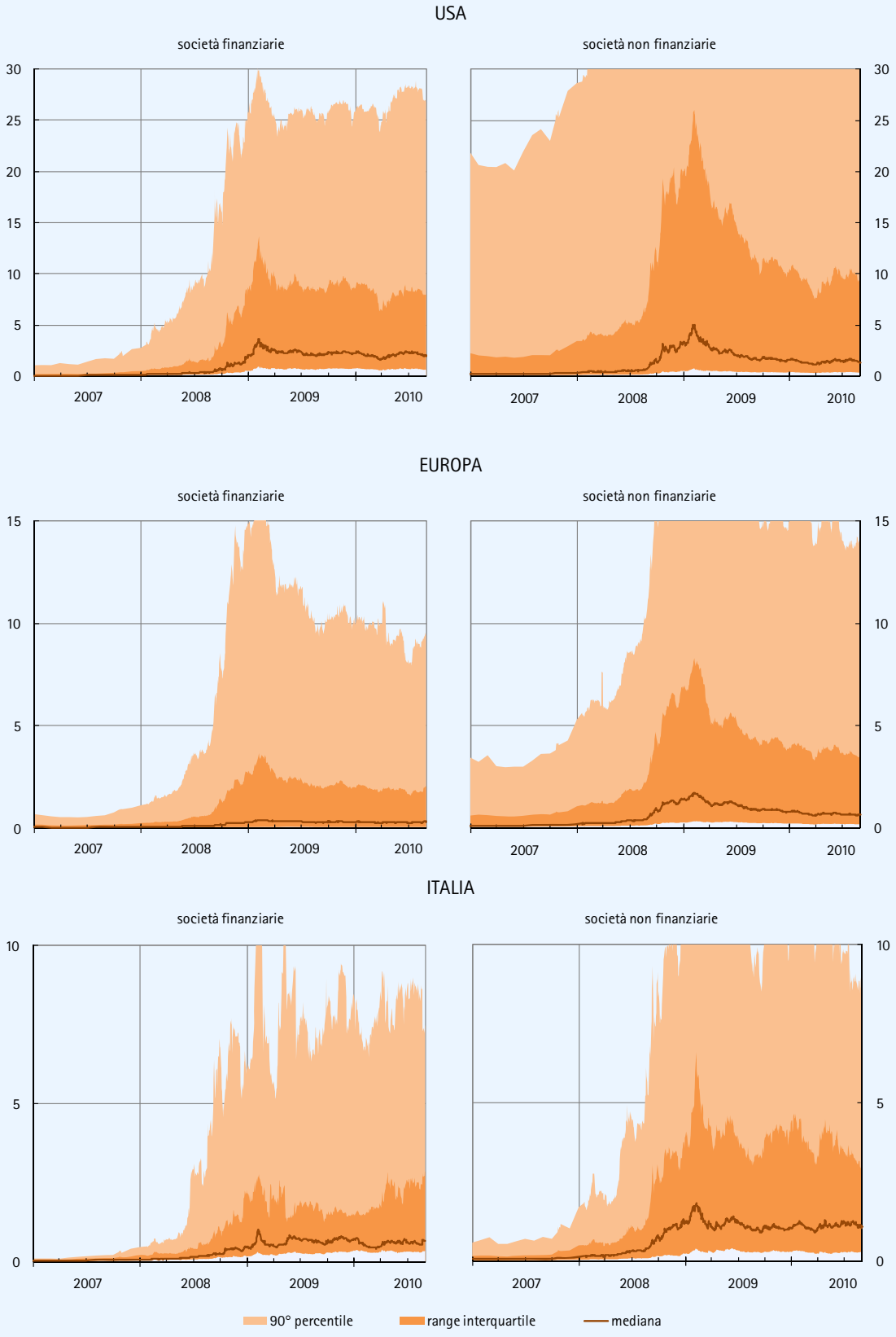
Figura 3.8 – Quotazioni dei *credit default swap* su emittenti quotati italiani
(CDS a 5 anni; valori in punti base; dati giornalieri 31/12/2006 – 30/04/2010)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

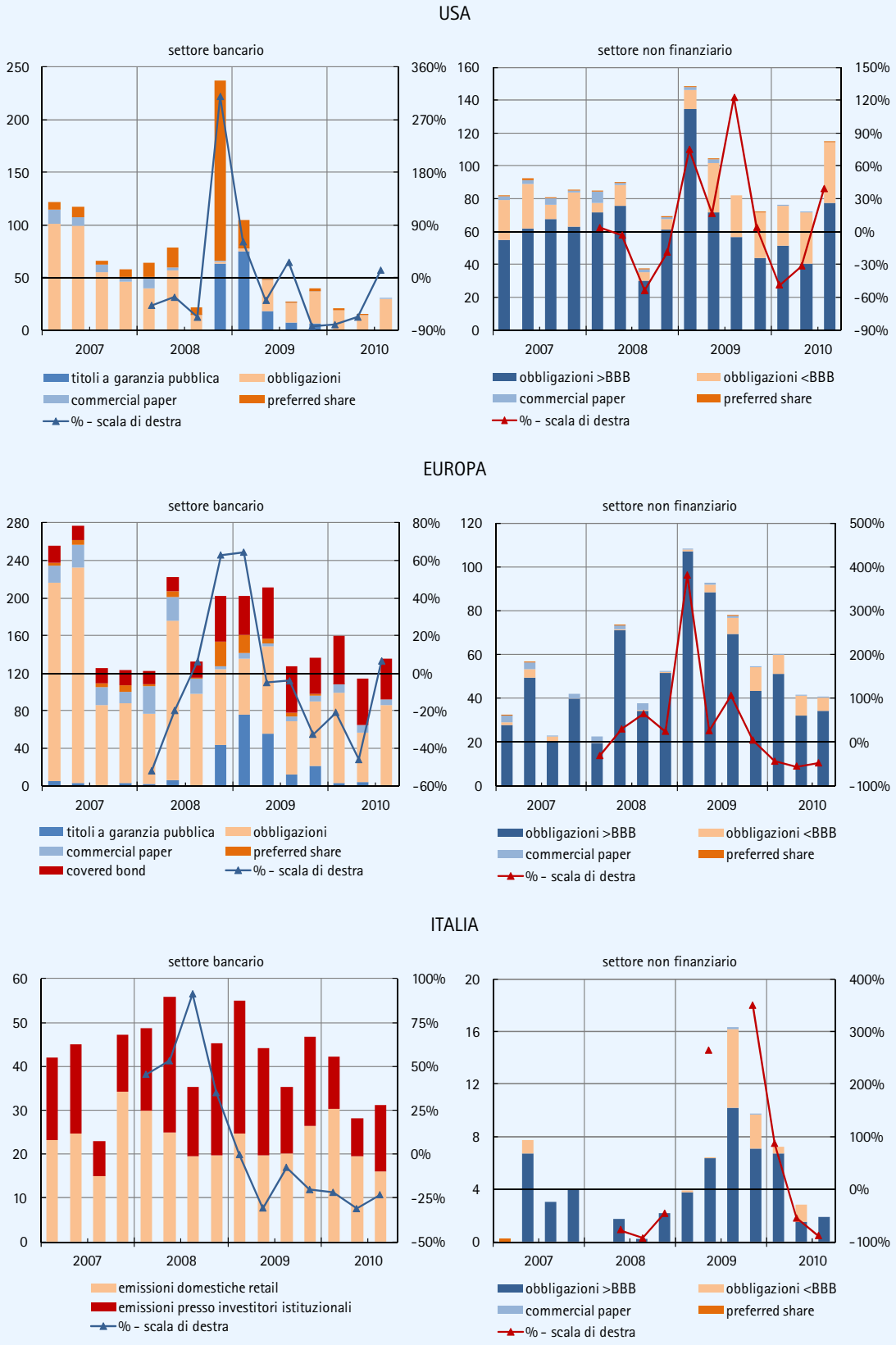
Figura 3.9 – Probabilità di *default* attesa (*expected default probability* – EDF) su un orizzonte temporale di un anno delle società quotate
(dati giornalieri; 31/01/2007 – 30/09/2010; valori percentuali)



Fonte: Credit Edge.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 3.10 – Emissioni obbligazionarie
(dati trimestrali in miliardi di euro; variazione % rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente)



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. I dati 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).

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 3.11 – Emissioni di cartolarizzazioni
(dati trimestrali in miliardi di euro; variazione % rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente)

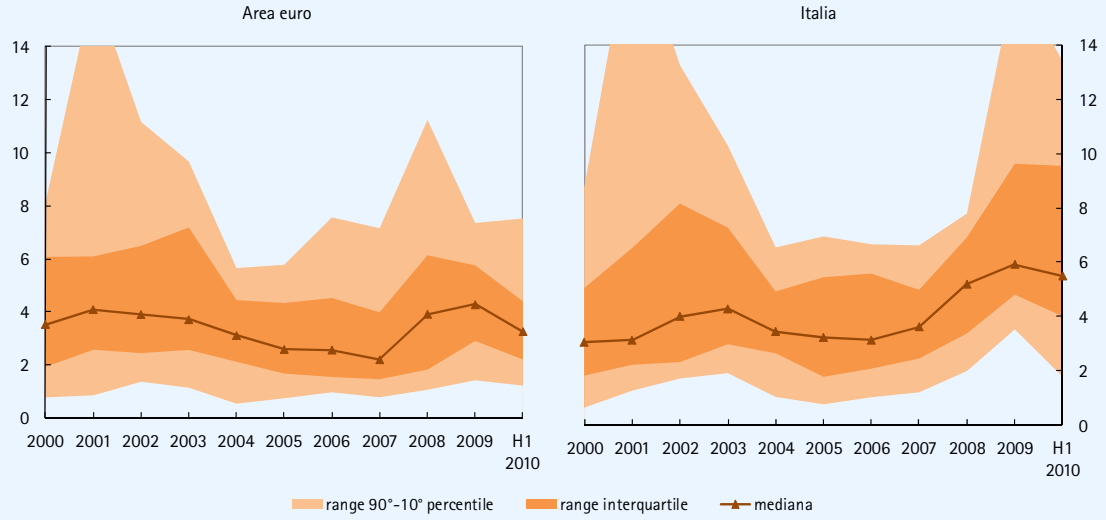
Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. I dati per l'Europa si riferiscono a titoli garantiti da *asset* di società con sede legale in Italia, Francia, Germania, Spagna, Olanda e UK o di loro controllate.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Emergono segnali di *deleveraging* nel settore *corporate* in Europa e aumenta il livello di patrimonializzazione delle banche.

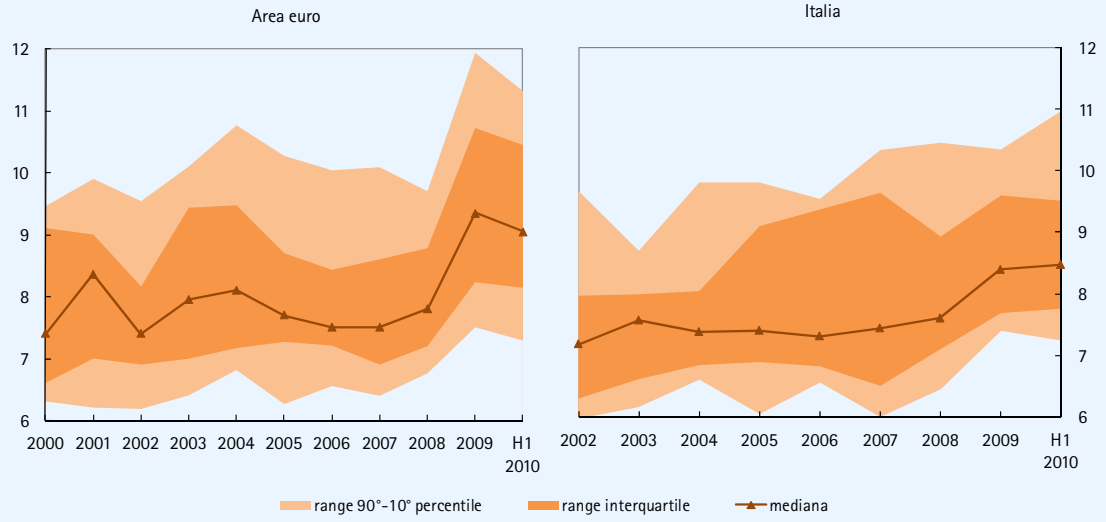
L'andamento complessivamente positivo delle quotazioni dei CDS e degli *spread* obbligazionari per le principali società quotate non finanziarie europee riflette, oltre che la stabilizzazione dei ricavi e della redditività emersa con la prima semestrale 2010, anche la tendenza alla riduzione dell'incidenza del debito (debiti finanziari/Ebit). Nel settore bancario, i dati a fine 2009 e a metà 2010, mostrano un livello di patrimonializzazione (Tier 1) dei principali gruppi europei nettamente superiore ai valori di fine 2008. Tale *trend* è meno accentuato per le banche quotate italiane, ma i dati relativi ai maggiori gruppi bancari mostrano un netto aumento del grado di patrimonializzazione nel corso dei primi 6 mesi del 2010; per tali gruppi la prima semestrale mostra una significativa riduzione delle rettifiche rispetto allo stesso semestre del 2009, ma l'utile netto è in flessione per effetto della contrazione del margine di intermediazione. L'EDF delle principali banche europee mostra però un incremento del livello di rischio per la fascia degli intermediari caratterizzati da una maggiore fragilità patrimoniale, evidenziatosi con l'acuirsi della crisi del debito sovrano dei paesi periferici dell'area euro. Pesano inoltre i timori legati alla forte concentrazione delle scadenze obbligazionarie nei prossimi 3 anni e alla possibilità che il rifinanziamento di tale raccolta possa avvenire in condizioni di mercato più difficili o a costi più elevati.

Figura 3.12 – Indebitamento delle imprese quotate non finanziarie (debiti finanziari/Ebit)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle società dell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 (area euro) e FTSE MIB (Italia). I dati di conto economico per il primo semestre 2010 sono annualizzati. Il rapporto debiti finanziari/Ebit è calcolato solo per le imprese con Ebit positivo.

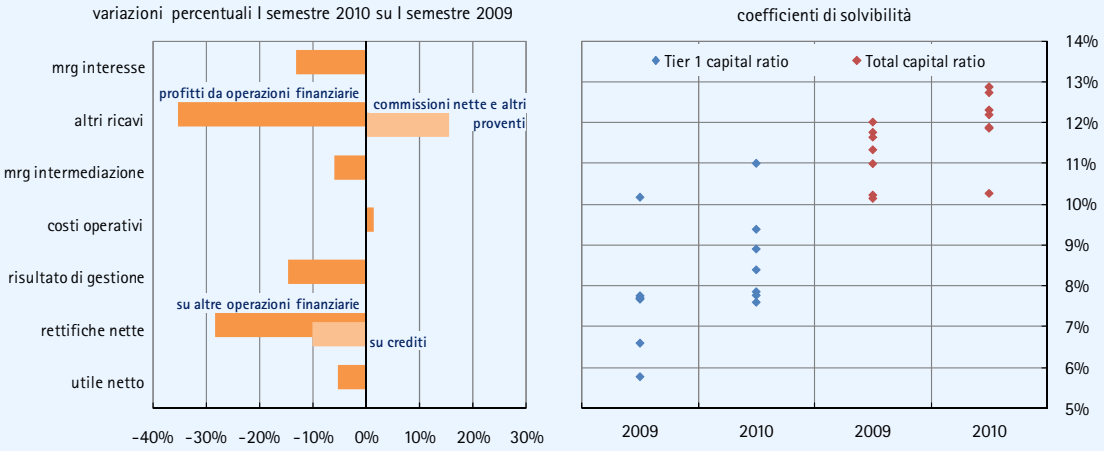
Figura 3.13 – Patrimonializzazione delle banche quotate (Tier 1)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle banche incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx Bank (Europa) e sulle banche quotate italiane.

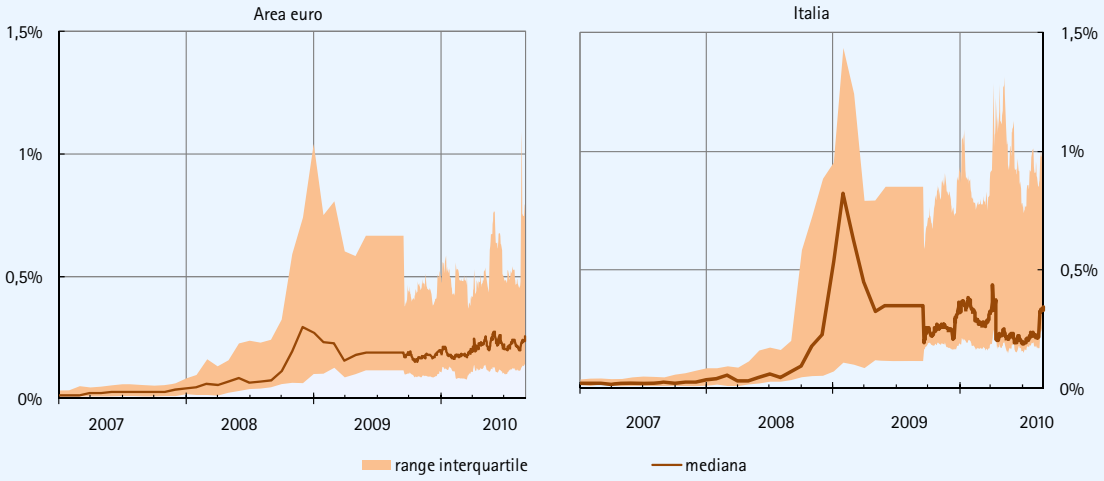
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 3.14 – Conto economico e coefficienti di solvibilità dei principiali gruppi bancari italiani



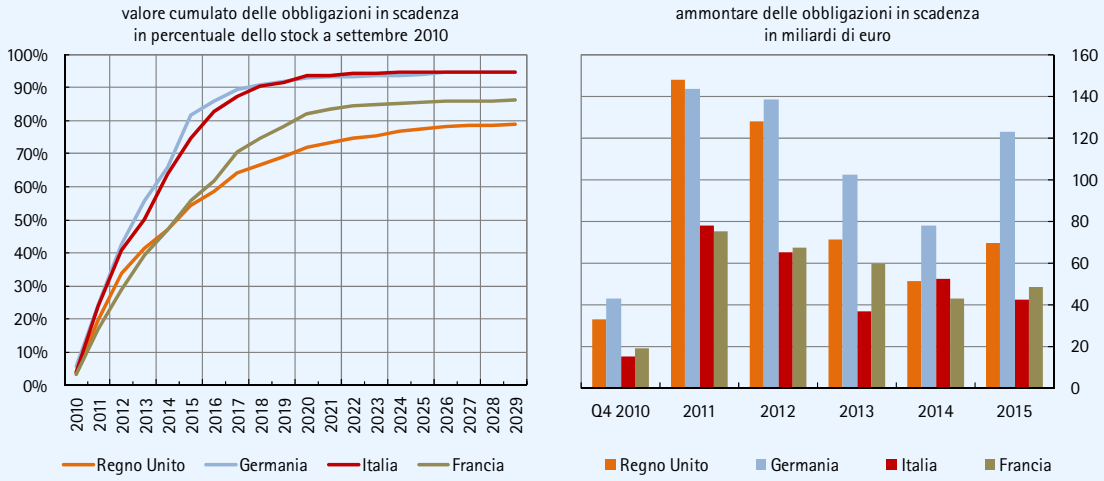
Fonte: elaborazione su bilanci consolidati. Dati relativi ai primi 8 gruppi bancari per totale attivo.

Figura 3.15 – Probabilità di *default* attesa (*expected default probability* – EDF) su un orizzonte temporale di un anno per i principali gruppi bancari
(dati giornalieri; 31/01/2007 – 30/09/2010; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Credit Edge. Dati relative alle banche incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'area euro (escluse le banche italiane) e ai primi 6 gruppi bancari italiani.

Figura 3.16 – Scadenza delle obbligazioni bancarie collocate presso investitori istituzionali



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

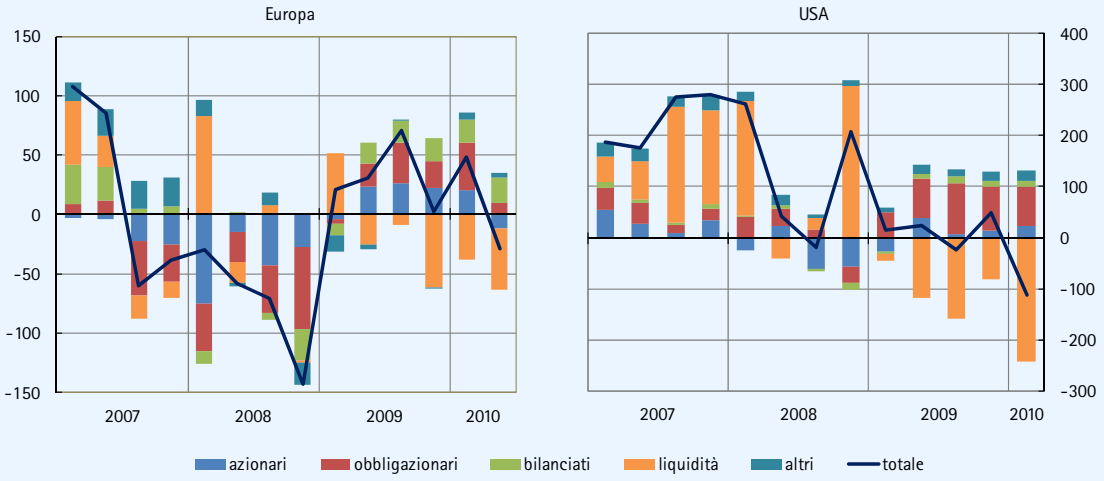
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

La gestione del risparmio

I riscatti dai fondi di liquidità portano in rosso la raccolta dei fondi in Europa e negli USA. Si riducono i deflussi di risorse dagli *hedge fund* mentre il mercato del *private equity* non mostra segnali di ripresa

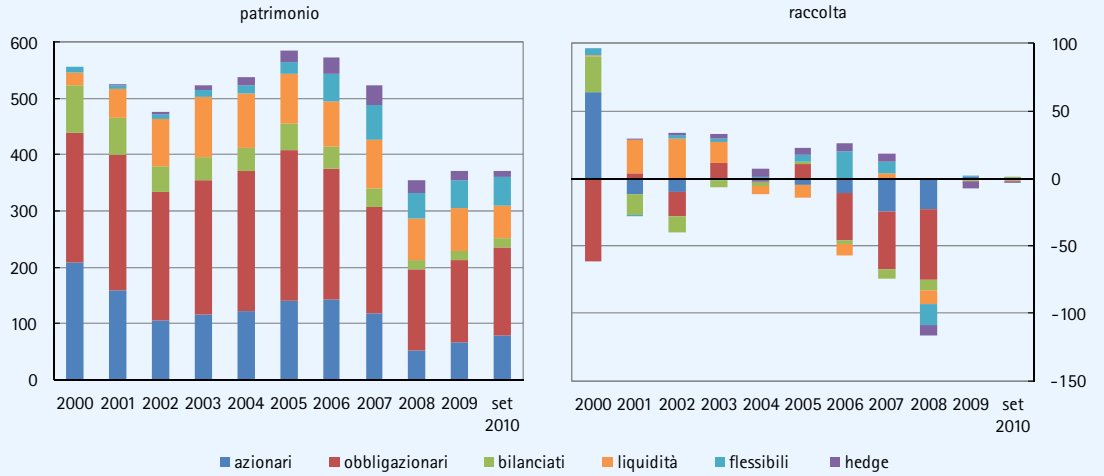
La raccolta dei fondi comuni in Europa è tornata negativa nel secondo trimestre dell'anno (-30 miliardi di euro circa), dopo un andamento positivo per tutto il 2009 e nel primo trimestre 2010, essenzialmente per effetto dei riscatti dei fondi di liquidità; la raccolta nel primo semestre rimane comunque positiva per circa 20 miliardi di euro. Anche negli USA, i forti deflussi registrati nel primo trimestre 2010 sono imputabili interamente dalla raccolta netta negativa dei fondi di liquidità per oltre 200 miliardi di euro. In Italia la raccolta netta dei fondi comuni nei primi nove mesi del 2010 è stata negativa (-1,8 miliardi di euro) ma il deflusso di risorse è largamente inferiore a quello che si era registrato in media nel triennio 2006-2008 (-68 miliardi di euro circa all'anno) e nel 2009 (-4,8 miliardi euro). Rimane rilevante in ambito comunitario la diffusione dei fondi non armonizzati (cosiddetti fondi non UCITS) distribuiti agli investitori *retail* (ETF, fondi immobiliari, etc.) il cui patrimonio gestito è cresciuto del 9% circa nei primi 6 mesi del 2010. Per ciò che riguarda gli *hedge fund*, gli ultimi dati disponibili (primo trimestre 2010) indicano una raccolta netta sostanzialmente nulla, dopo i forti deflussi del biennio 2008-2009. I rendimenti degli *hedge fund* sono tornati positivi a partire dall'inizio del 2010 per tutte le principali categorie, per poi registrare una significativa flessione nel secondo trimestre dell'anno, in concomitanza con le tensioni legate alla crisi sul debito sovrano; il livello di rischio (misurato sulla base del VaR) rimane stabile (salvo che per i fondi *emerging market* e *short bias*). Il mercato del *private equity* non mostra invece segnali di ripresa.

Figura 4.1 – Raccolta del fondi comuni
(valori in miliardi di euro)



Fonte: EFAMA e ICI.

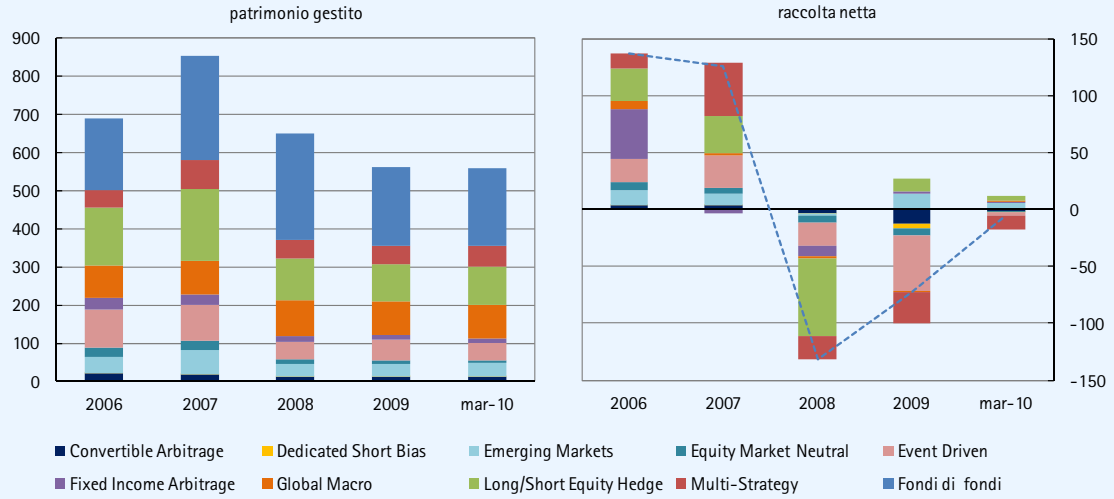
Figura 4.2 – Patrimonio e raccolta dei fondi comuni promossi da intermediari italiani
(valori in miliardi di euro)



Fonte: Assogestioni

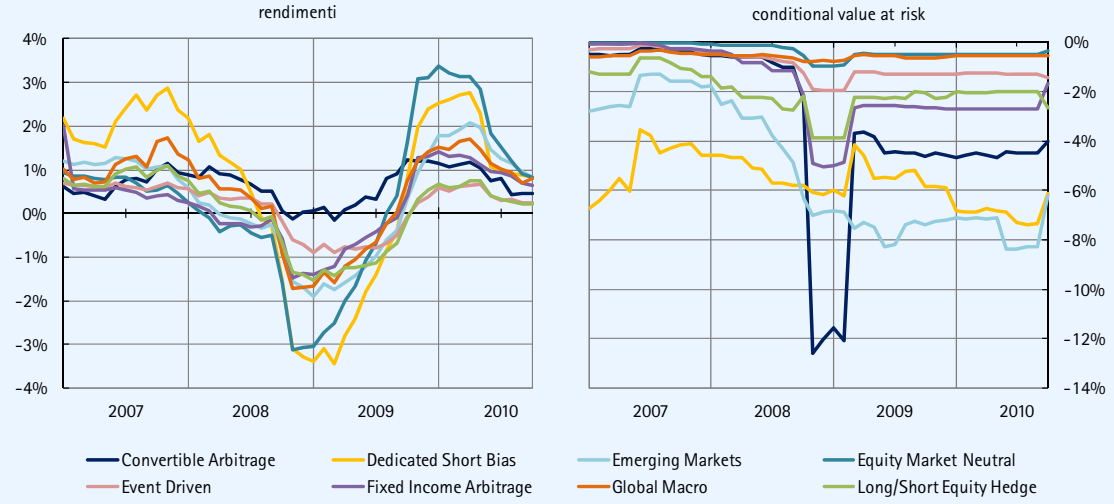
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. La gestione del risparmio

Figura 4.3 – Patrimonio e raccolta degli *hedge fund*
(valori in miliardi di dollari USA)



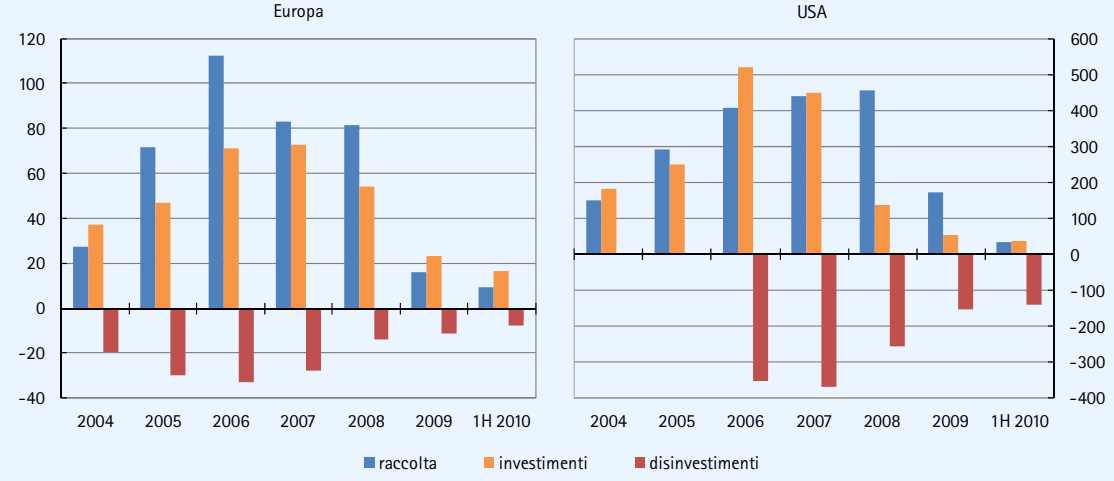
Fonte: elaborazioni su dati HedgeWorld. La raccolta netta esclude quella dei fondi di fondi.

Figura 4.4 – Rendimento e rischio degli *hedge fund*



Fonte: elaborazioni su dati HedgeWorld.

Figura 4.5 – Raccolta e investimenti dei fondi di *private equity*
(valori in miliardi di dollari USA)



Fonte: EVCA e PitchBook.