

risk outlook

2

giugno 2011



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Il *risk outlook* è un documento periodico, a cadenza semestrale, di analisi dei fenomeni di natura congiunturale e dei *trend* che caratterizzano l'evoluzione dei mercati finanziari.

Il documento è funzionale all'individuazione dei fattori di rischio per il conseguimento degli obiettivi istituzionali della Consob.

Il rapporto è basato sui dati disponibili a giugno 2011 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)

Valeria Caivano

Monica Gentile

Luca Giordano

Renato Grasso

Lucia Pierantoni

Paola Soccorso

Eugenia Della Libera

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

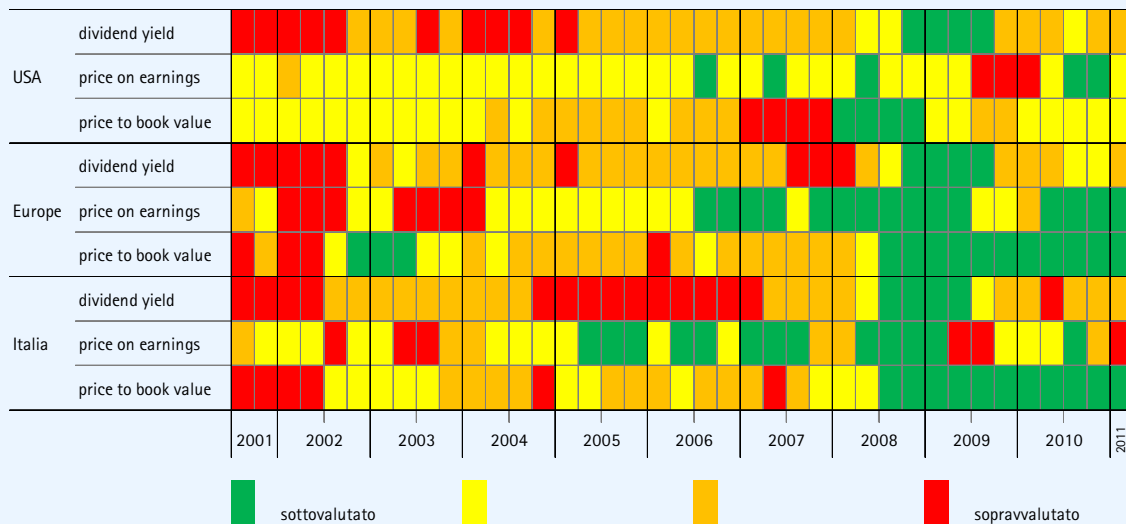
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

La congiuntura e i rischi

La ripresa dell'economia mondiale appare sempre meno fragile, sostenuta dall'espansione dell'interscambio globale e da una politica monetaria nel complesso tuttora accomodante. I ritmi e la composizione della crescita, tuttavia, continuano a essere eterogenei tra aree geografiche riflettendo, in parte, squilibri strutturali forieri di instabilità. Emergono segnali sempre più evidenti di una bolla nelle quotazioni delle materie prime che favorisce alcuni grandi paesi emergenti. I flussi finanziari verso tali paesi, inoltre, sono tornati a crescere, ponendo così un rischio di surriscaldamento delle relative economie difficilmente governabile. L'andamento dei parametri della finanza pubblica rimane l'elemento di maggiore fragilità per gli Stati Uniti, i cui conti federali non paiono sostenibili nel lungo periodo. Nell'Area euro i paesi periferici più esposti a problemi di rifinanziamento del debito pubblico incontrano serie difficoltà nel definire programmi di risanamento credibili, ossia in grado di avviare la stabilizzazione e la successiva riduzione del rapporto debito/Pil. In questo contesto, l'eventuale *default* del debito greco potrebbe avere implicazioni sistemiche molto rilevanti, per il rischio di contagio sul debito degli altri paesi periferici e per le ripercussioni sul sistema bancario domestico e internazionale. Nello scenario peggiore, l'impatto sul sistema finanziario e sull'economia reale potrebbe risultare paragonabile alle conseguenze del fallimento di Lehman Brothers. Il rischio sovrano è l'elemento principale che sta condizionando le dinamiche dei mercati azionari, dove nonostante la riduzione della volatilità e l'elevata liquidità sul secondario, i titoli bancari hanno subito forti correzioni al ribasso e i moltiplicatori P/B sono scesi sotto l'unità per la maggior parte delle principali banche europee. Diversi indicatori di sopra/sottovalutazione dei prezzi azionari indicano, peraltro, il prevalere di una situazione di mercato *bearish* in tutti i settori dei listini europei. Gli indicatori della qualità del credito (Cds, rating e *spread* obbligazionari) segnalano il rafforzarsi delle preoccupazioni degli operatori circa le eventuali ripercussioni della crisi del debito sovrano sui bilanci del settore bancario; nonostante una redditività in miglioramento, i bilanci 2010 dei principali gruppi bancari europei segnalano una diminuzione della qualità del credito. Il grado di patrimonializzazione è cresciuto solo marginalmente rispetto a quello rilevato a fine 2009, ad eccezione delle banche francesi e tedesche (che tuttavia hanno una leva finanziaria più elevata rispetto alla media europea). Emergono nuovi segnali di restrizione nell'offerta del credito, sia in Europa sia negli Usa, e il tasso di crescita degli impieghi è ancora vicino allo zero. La situazione del settore *corporate* rimane invece positiva, grazie anche alla stabilizzazione dei ricavi e della redditività; la raccolta obbligazionaria delle imprese non finanziarie, infatti, continua a essere sostenuta sia in Europa sia negli Usa. Indicatori della capacità di assorbimento del mercato primario delle obbligazioni mostrano invece una situazione più difficile per gli emittenti bancari e per i titoli legati a operazioni di *securitization*.

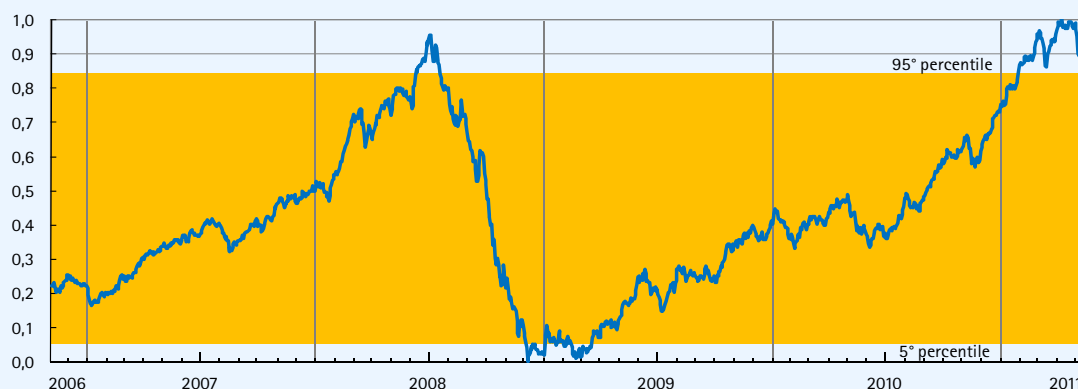
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

Indicatori di sopra/sottovalutazione dei corsi azionari rispetto ai valori fondamentali



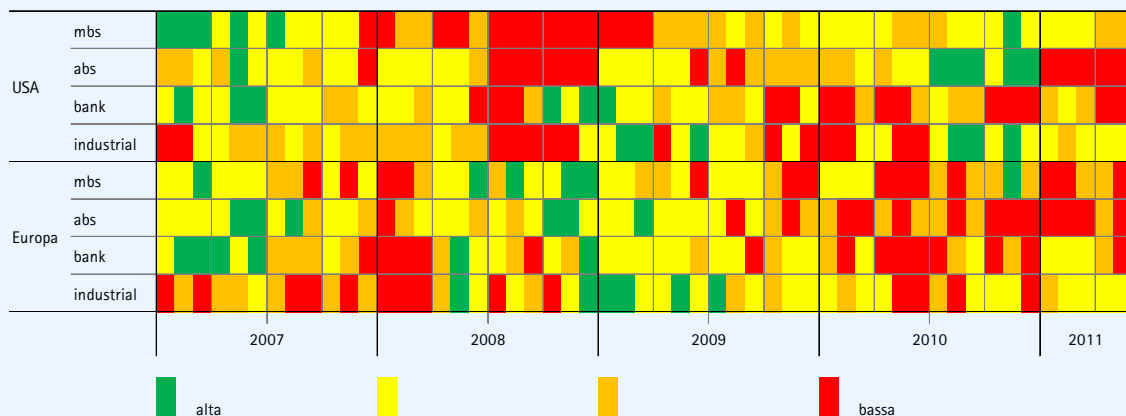
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial Datastream. Per i profili metodologici si rimanda a Campbell e Shiller (1998), "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook", *The Journal of Portfolio Management*.

Indicatore di sopra/sottovalutazione dei corsi delle materie prime (dati giornalieri da 01/11/2006 a 16/05/2011)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial Datastream. Il grafico riporta i risultati dell'analisi in componenti principali (primo fattore) applicata agli indici dei prodotti alimentari, dei beni industriali, dei beni agricoli, dei metalli e del petrolio. L'indicatore è compreso tra 0 (= bassa probabilità di bolla) e 1 (= alta probabilità di bolla). Gli estremi superiore e inferiore sono stati stimati applicando uno stimatore non parametrico della distribuzione di probabilità dell'indicatore.

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



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic. L'indicatore di assorbimento è calcolato confrontando i collocamenti del periodo con la distribuzione storica dei collocamenti, stimata correggendo per la stagionalità e gli outlier.

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

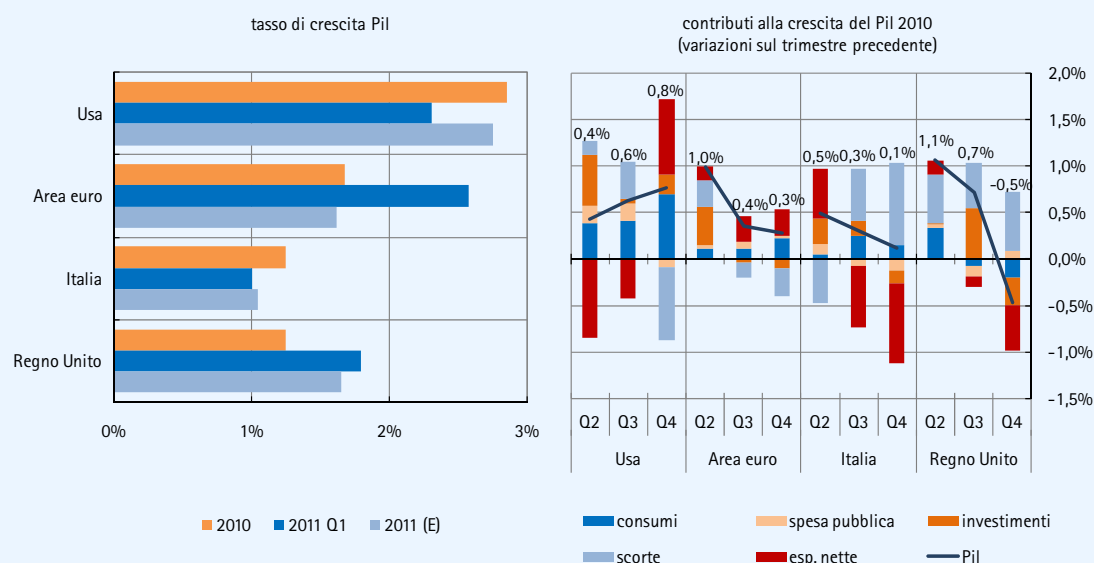
4. Le banche e la gestione del risparmio

Il quadro macroeconomico

Continua la ripresa delle economie avanzate sebbene a tassi eterogenei tra aree geografiche

Nel corso del 2010 le economie dei paesi avanzati sono cresciute, sebbene il recupero abbia subito un rallentamento nella seconda metà dell'anno a fronte di una moderazione del ciclo delle scorte e della produzione industriale. I ritmi di espansione sono stati disomogenei tra aree: i tassi di crescita del Pil hanno raggiunto i valori pre-crisi negli Stati Uniti e in Germania ma si sono mantenuti a livelli significativamente inferiori nel Regno Unito e in molti paesi dell'Area euro (tra i quali l'Italia). Nel secondo semestre del 2010 l'economia statunitense e quella dell'Area euro hanno beneficiato della ripresa della domanda interna e delle esportazioni, a differenza di quanto accaduto nel Regno Unito dove ha prevalso l'effetto dell'accumulo delle scorte. L'Italia ha continuato a essere penalizzata, nell'ambito dell'Area euro, dalla dinamica delle partite correnti. In particolare, le importazioni sono cresciute più di quanto non sia accaduto negli altri paesi europei a causa della maggiore dipendenza energetica dall'estero e dell'aumento delle importazioni di prodotti intermedi legata alla crescente delocalizzazione dei processi produttivi. Nel primo trimestre del 2011, l'Area euro nel suo complesso è cresciuta a un ritmo superiore a quello degli Stati Uniti e del Regno Unito.

Figura 1.1 – Andamento dell'economia nei paesi avanzati



Fonte: elaborazioni su dati FMI e Thomson Reuters.

I dati di previsione per il 2011 indicano una sostanziale stabilità della crescita

I dati di previsione per il 2011 mostrano una sostanziale stabilità della crescita per l'Area euro (1,6% circa) a fronte di un miglioramento per il Regno Unito (1,7%). Per gli Stati Uniti le stime si attestano attorno al 2,7%, comunque in calo rispetto alle attese formulate nei primi mesi dell'anno; con riferimento alla composizione della crescita si prevede una minore espansione dei consumi privati, una contrazione degli investimenti in infrastrutture e una marcata riduzione della spesa pubblica. Per il Regno Unito l'incremento dell'attività produttiva dovrebbe beneficiare della dinamica favorevole delle esportazioni nette a fronte di una domanda domestica debole. L'Italia dovrebbe sperimentare una ripresa più contenuta, per effetto delle misure di contenimento del disavanzo pubblico e in presenza di un persistente deficit delle partite correnti. L'andamento degli indicatori di fiducia delle imprese e dei consumatori, registrati negli Usa e nell'Area euro, riflettono i fattori di incertezza che moderano le aspettative di crescita, attestandosi a maggio 2011 su valori inferiori a quelli rilevati negli ultimi mesi del 2010 (con l'unica eccezione relativa alla fiducia dei consumatori nei paesi europei, che appare invece sostanzialmente invariata nel periodo considerato).

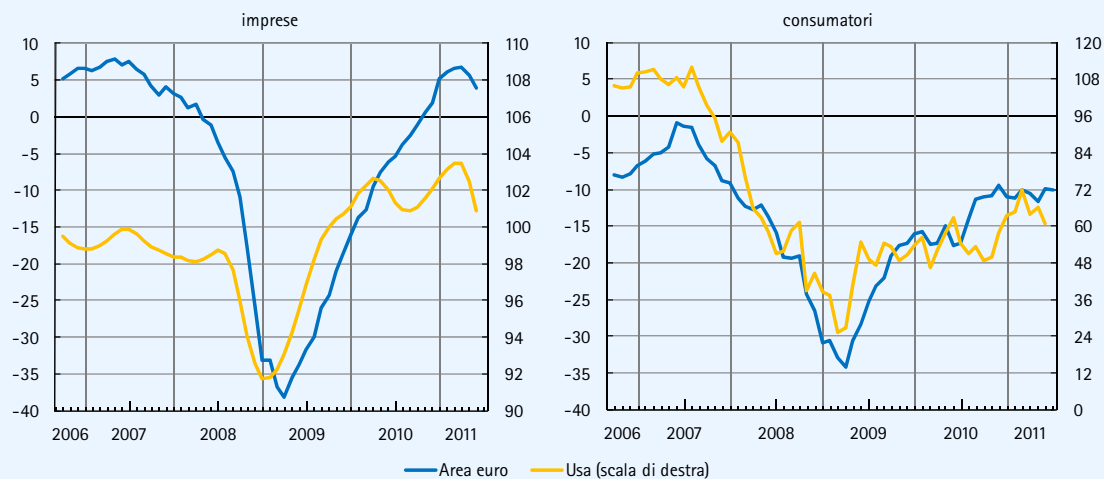
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 1.2 – Clima di fiducia delle imprese e dei consumatori



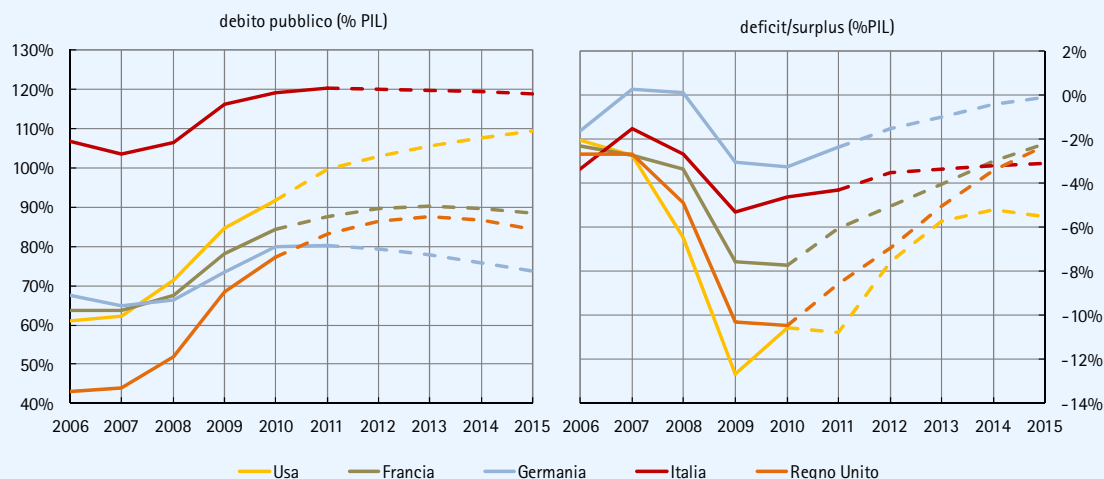
Fonte: Thomson Reuters.

La dinamica del debito pubblico continua a essere un fattore di rischio per la crescita, soprattutto per gli Stati Uniti e i paesi europei periferici

Pur restando una fonte di preoccupazione per le principali economie avanzate, nel medio termine la dinamica dei parametri di finanza pubblica sembra esibire differenze significative tra paesi. Le prospettive appaiono peggiori per gli Stati Uniti che nel prossimo quinquennio dovrebbero sperimentare una crescita di circa 18 punti percentuali del rapporto debito/Pil (dal 92% circa del 2010 a quasi il 110% del 2015), a fronte del dimezzamento dell'incidenza del deficit (dall'11 al 6% circa). I conti federali statunitensi non sembrano sostenibili nel lungo periodo, in assenza di misure correttive di tipo strutturale in grado di contenere il previsto aumento della spesa sanitaria e previdenziale e di accrescere le entrate. Il processo di miglioramento dei conti pubblici sembra invece destinato a consolidarsi nel Regno Unito e nella maggior parte dei paesi dell'Area euro. In particolare Germania, Francia e Italia, in applicazione delle procedure per i disavanzi eccessivi, paiono in grado di stabilizzare il disavanzo a livelli inferiori al 3% del Pil entro il 2015, pur con una certa eterogeneità nei tempi e nell'incisività degli interventi.

I paesi periferici dell'Area euro più esposti al rischio sovrano pongono significative criticità per il sistema finanziario nel suo complesso. Sebbene adeguati nelle intenzioni, i programmi di risanamento presentati nei primi mesi del 2011 risultano poco credibili, poiché non supportati da ipotesi realistiche circa l'evoluzione della congiuntura e non sufficientemente puntuali nella definizione di azioni correttive funzionali al conseguimento di avanzi primari considerevoli e protratti nel tempo. In questo contesto emerge con forza l'esigenza che il processo di revisione della *governance* economica europea, avviato nel mese di marzo, definisca meccanismi forti di sorveglianza e correzione delle politiche macroeconomiche nazionali; è altresì cruciale la definizione di meccanismi permanenti di gestione delle crisi di liquidità e delle insolvenze.

Figura 1.3 – Deficit e debito pubblico nei paesi avanzati



Fonte: FMI.

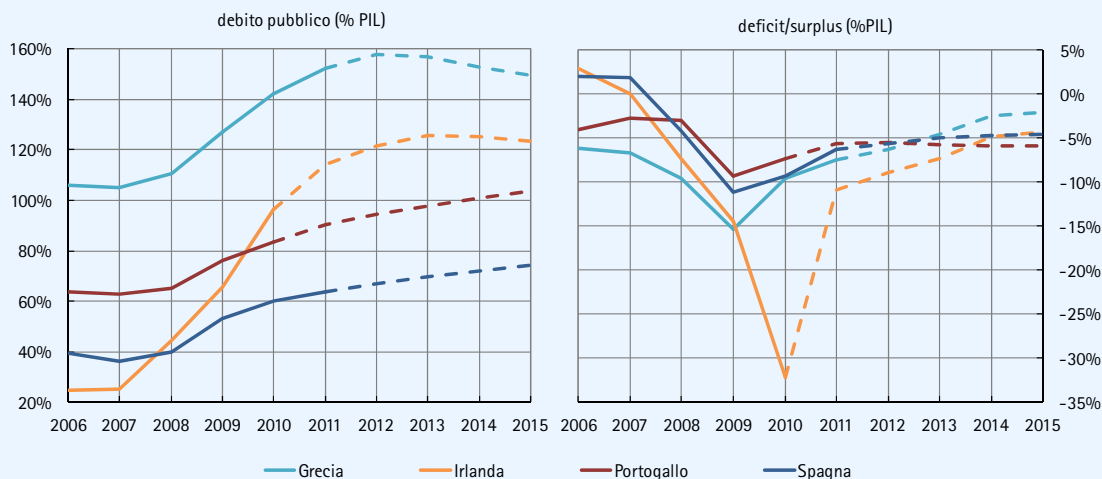
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 1.4 – Deficit e debito pubblico nei paesi periferici dell'Area euro

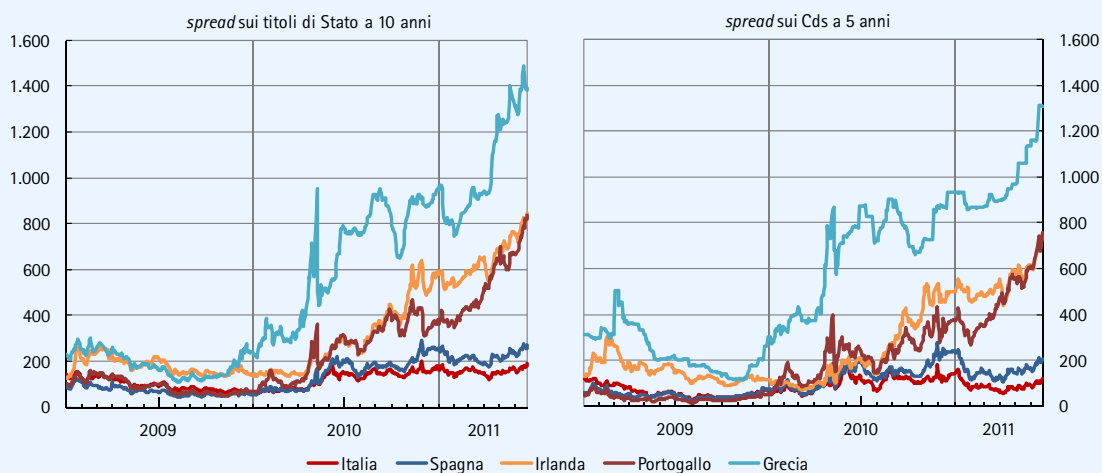


Fonte: FMI.

Aumentano le tensioni sui mercati dei titoli di Stato dei paesi europei più indebitati, soprattutto a causa delle incertezze sulla crisi greca

Nei primi mesi del 2011, l'acuirsi delle difficoltà dei paesi europei più indebitati ha accentuato le tensioni sui titoli di Stato di Portogallo, Irlanda e Grecia, portando gli *spread* sui relativi Cds e titoli di Stato a livelli corrispondenti a un rating che implica un'elevata probabilità di insolvenza, ossia a un giudizio di gran lunga peggiore di quello ufficiale rilasciato dall'agenzia Moody's. Tale fenomeno ha interessato solo marginalmente la Spagna e l'Italia. In particolare, dall'inizio dell'anno al 23 giugno i premi sui Cds italiani avevano mostrato un calo di 22 punti base, sebbene a partire dal 23 maggio, successivamente all'abbassamento dell'*outlook* sul debito pubblico italiano da stabile a negativo da parte di Standard&Poor's, si sia registrato un incremento di circa 28 punti base. Le incertezze sull'estensione dell'attuale piano di aiuti alla Grecia, in alternativa alla ristrutturazione del debito, alimentano le turbolenze sui mercati del debito sovrano, peggiorando il clima di fiducia. Una ristrutturazione del debito greco condotta a condizioni tali da generare un *credit event* o una dichiarazione di *default* da parte delle agenzie di rating avrebbe effetti molto pesanti, creando fenomeni di contagio sul debito di altri paesi periferici e rischi sistemici rilevanti per i mercati finanziari.

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.

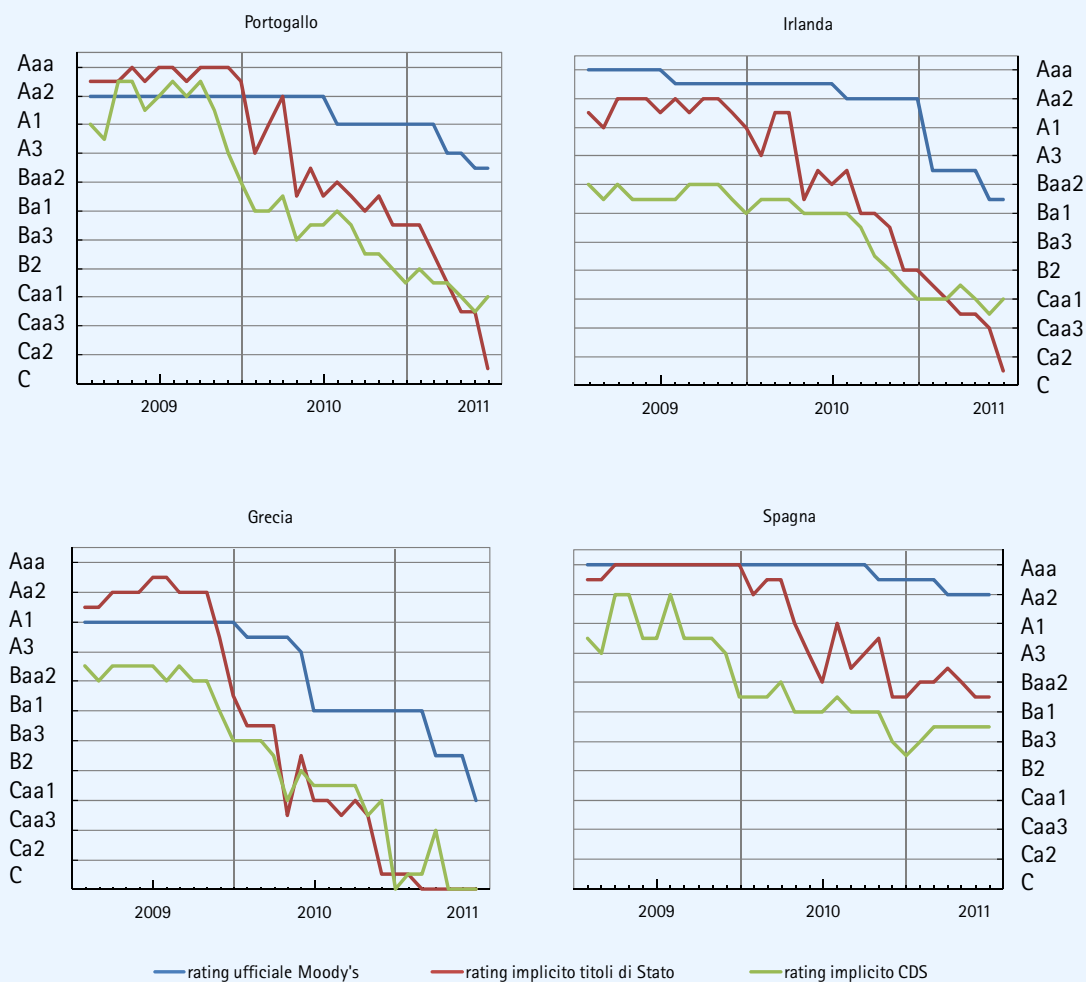
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 1.6 – Rating impliciti nei CDS e negli *spread* sui titoli di Stato dei paesi periferici dell'Area euro



Fonte: Moody's.

L'inflazione al consumo è cresciuta nei paesi avanzati, sospinta dai rincari delle materie prime, ma le aspettative sono di sostanziale stabilità

L'inflazione al consumo ha registrato un andamento crescente nei primi mesi del 2011, attestandosi attorno al 3% per Stati Uniti e Area euro e superando il 4% per il Regno Unito; le pressioni al rialzo hanno interessato anche l'inflazione core (esclusi beni alimentari ed energetici). L'incremento dei prezzi è stato sospinto soprattutto dai rincari delle materie prime piuttosto che da fattori afferenti alla ripresa dell'attività economica, quali tensioni sul mercato del lavoro o dal lato della domanda. I tassi di disoccupazione della maggior parte delle economie avanzate, infatti, sono rimasti sostanzialmente invariati dalla fine del 2010 e l'utilizzo della capacità produttiva, sebbene in crescita, si mantiene in media a livelli inferiori all'80% del suo potenziale. Negli Stati Uniti hanno contribuito alla ripresa dell'inflazione anche i programmi di sostegno alla liquidità del sistema finanziario attuati dalla FED e l'aumento dei canoni di locazione che, a fronte del persistente razionamento dei mutui ipotecari, ha bilanciato le pressioni al ribasso esercitate dalla crisi del mercato immobiliare. Nel medio termine le tensioni inflazionistiche dovrebbero essere contenute, a fronte del permanere di una dinamica salariale modesta e di una prevista moderazione delle quotazioni dei prodotti energetici. Le autorità monetarie continueranno a seguire orientamenti differenziati rispetto alla dinamica dei prezzi: all'attenzione della BCE al mantenimento del tasso di inflazione su livelli coerenti con l'obiettivo europeo di stabilità dei prezzi si affiancano le posizioni attendiste della FED e della Banca d'Inghilterra, che assegnano priorità al sostegno della ripresa.

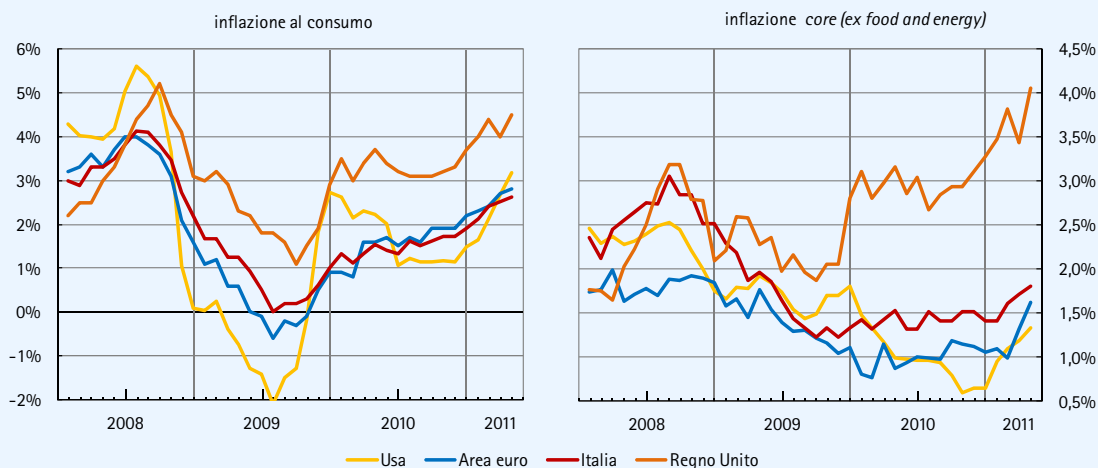
1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

3. La qualità del credito

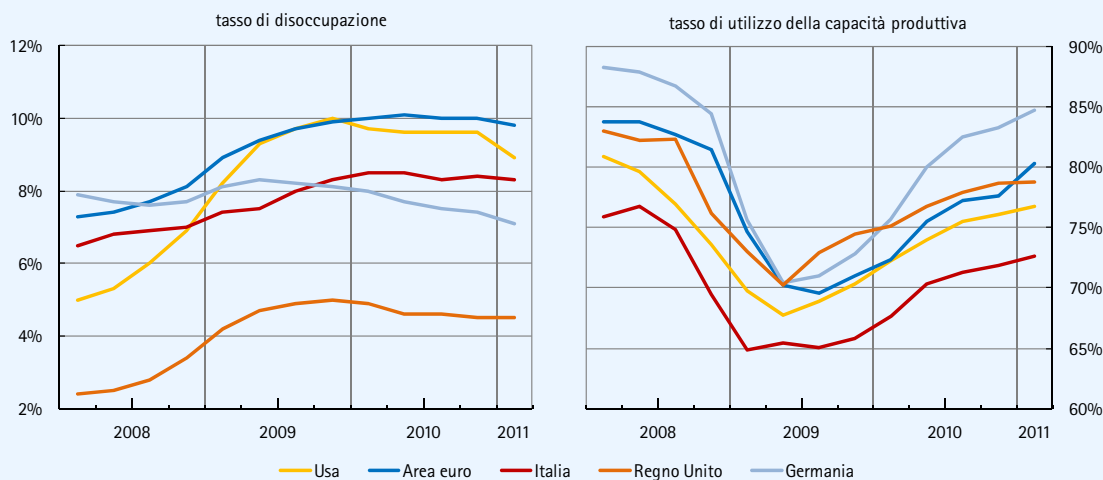
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 1.7 – Inflazione
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



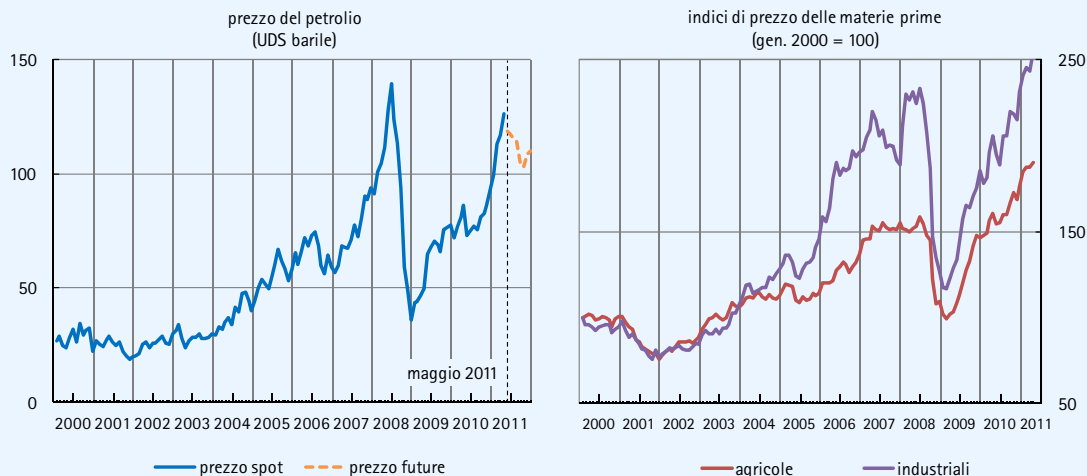
Fonte: Thomson Reuters.

Figura 1.8 – Disoccupazione e utilizzo della capacità produttiva



Fonte: Thomson Reuters.

Figura 1.9 – Prezzi del petrolio e delle materie prime



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

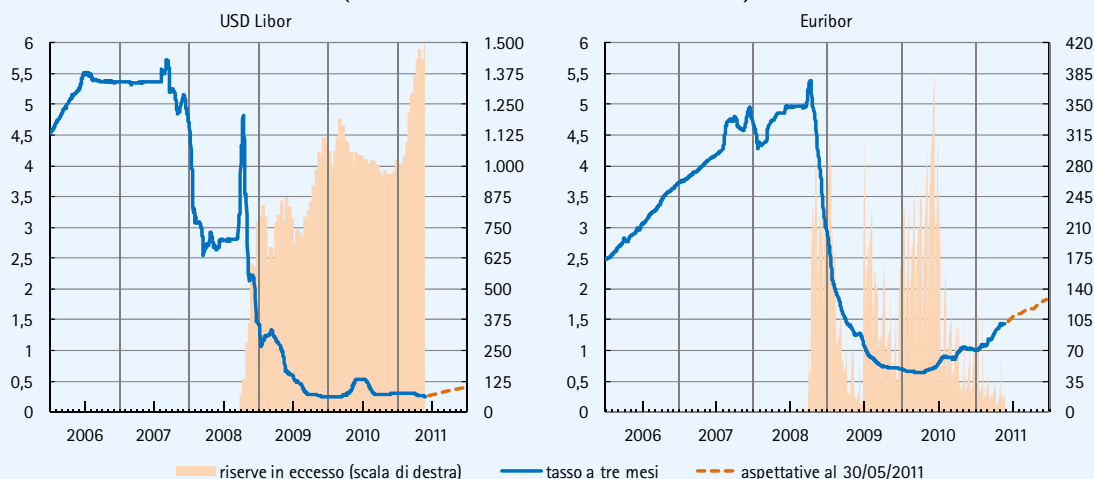
3. La qualità del credito

4. Le banche e la gestione del risparmio

La BCE ha avviato la normalizzazione della *stance* di politica monetaria, mentre la FED si accinge a concludere il secondo programma di stimolo quantitativo

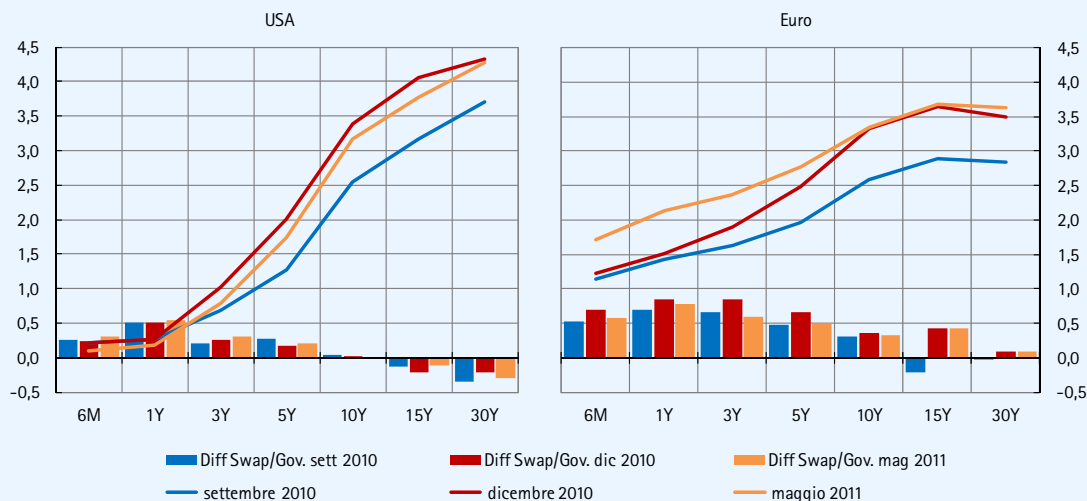
Lo scorso aprile, la BCE ha avviato la normalizzazione della *stance* di politica monetaria, innalzando di 25 punti base i tassi d'interesse di riferimento, dopo averli mantenuti invariati per quasi due anni su livelli storicamente bassi; un ulteriore rialzo è atteso nel mese di luglio. La Banca Centrale ha annunciato, inoltre, che verranno adeguate al mutato quadro macroeconomico anche l'offerta di liquidità e le condizioni delle operazioni di rifinanziamento. Tali decisioni riflettono l'obiettivo di contenere le pressioni inflazionistiche ascrivibili al consolidamento della ripresa economica e all'abbondante liquidità dei mercati nell'Area euro. Anche la FED si avvia verso la conclusione del secondo programma di stimolo quantitativo basato sull'acquisto di *Treasury*, secondo tempi e modalità che al momento paiono condizionati dagli sviluppi dello scenario economico. Alcuni osservatori ipotizzano che il rialzo dei tassi sulle riserve e sui *fed funds* potrebbe essere effettuato a metà 2012, preceduto dal drenaggio delle riserve; non si esclude, inoltre, l'introduzione di un obiettivo esplicito di inflazione al fine di ancorare con maggiore credibilità le aspettative sui prezzi. Rispetto a dicembre 2010 la curva dei tassi ha esibito una lieve traslazione verso il basso negli Usa, mentre nell'Area euro si è appiattita per le scadenze inferiori a 10 anni, rimanendo sostanzialmente invariata per le scadenze più lunghe. Per gli Stati Uniti, inoltre, permane un differenziale negativo tra i rendimenti dei titoli governativi per le scadenze maggiori di 10 anni e i tassi *swap*, verosimilmente giustificato dalle incertezze sulla sostenibilità dei conti pubblici nel lungo termine. Le condizioni di erogazione del credito al consumo si mantengono più restrittive negli Stati Uniti, dove nei primi mesi del 2011 i tassi di finanziamento oscillavano tra il 12 e il 14%, a fronte di un'oscillazione per l'Area euro compresa tra il 6 e l'8%. Con riguardo ai finanziamenti alle imprese si registra invece un maggiore allineamento nei tassi applicati nelle due aree.

Figura 1.10 – 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 1.11 – Curva dei tassi d'interesse e differenziali fra tassi *swap* e tassi sui titoli di Stato
(dati mensili da gennaio 2006 a maggio 2011)



Fonte: Bloomberg.

1. Il quadro macroeconomico

2. I mercati azionari

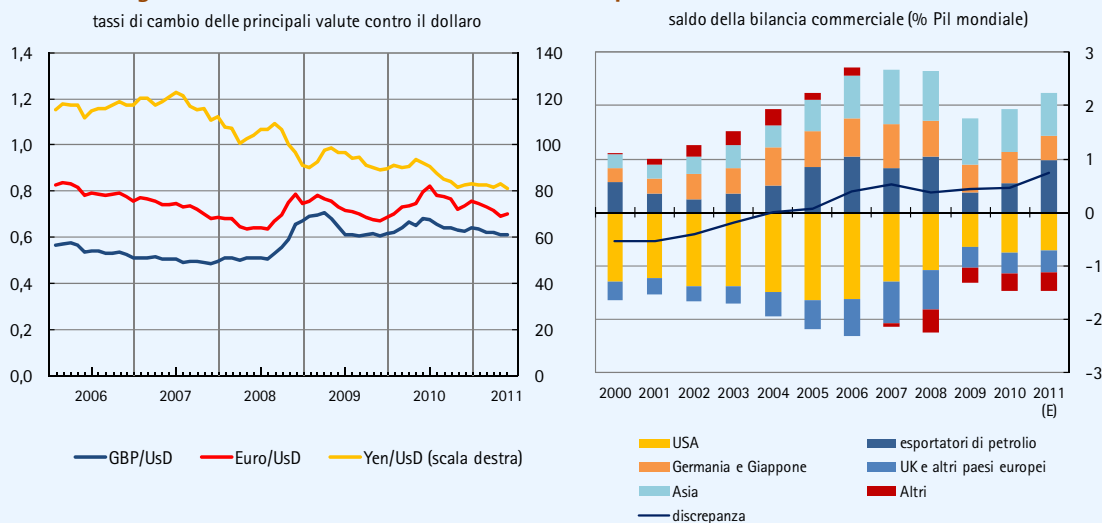
3. La qualità del credito

4. Le banche e la gestione del risparmio

Continua il deprezzamento del dollaro mentre crescono i flussi finanziari verso i paesi emergenti

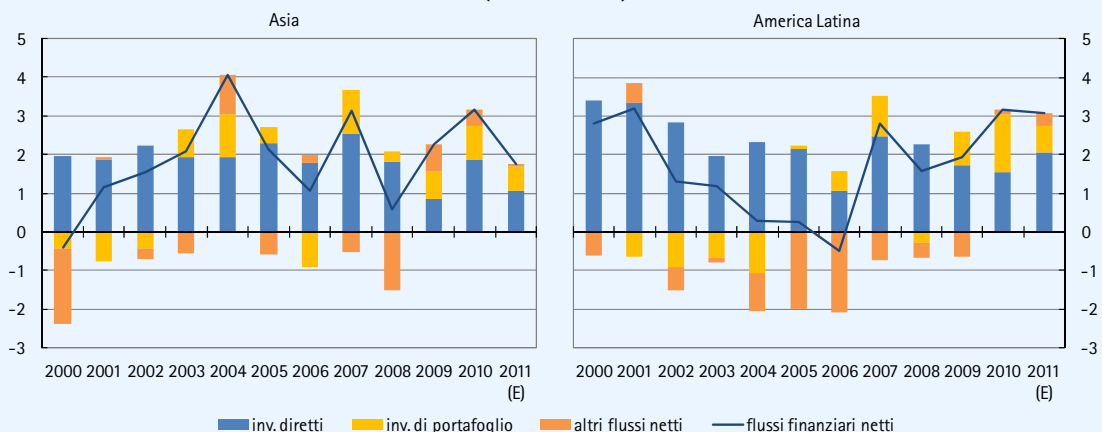
L'apprezzamento dell'euro sul dollaro, iniziato dalla metà del 2010, è proseguito nei primi mesi dell'anno; tale andamento potrebbe subire un'inversione di tendenza e un aumento di volatilità in conseguenza di eventuali sviluppi negativi della vicenda greca. Il tasso di cambio tra le due valute riflette in parte le differenze nelle prospettive macroeconomiche degli Stati Uniti e dell'Area euro e nelle rispettive politiche monetarie, in parte le aspettative di una persistente debolezza della valuta americana legata agli squilibri strutturali delle partite correnti a livello mondiale. Tali squilibri, determinati dalla struttura produttiva e dai differenziali di competitività tra paesi, sono destinati a permanere nel medio termine. Una spinta correttiva potrebbe essere impressa dalla possibile crescita delle importazioni delle economie con saldo positivo delle partite correnti; è tuttavia improbabile che essa agisca nel breve periodo, quando risulta condizionante anche la dinamica delle importazioni dei prodotti energetici. La debolezza del dollaro e la ricerca di rendimenti più elevati da parte degli investitori internazionali ha alimentato l'espansione dei flussi finanziari verso i mercati dei capitali dei paesi emergenti. In particolare nel 2010, in concomitanza al permanere di condizioni monetarie espansive nei paesi avanzati, gli afflussi netti hanno superato i livelli pre-crisi (relativi al 2006) in Asia e in America Latina. Tale fenomeno innesca il rischio di un surriscaldamento sia nel settore finanziario, che sta sperimentando un aumento del grado di leva finanziaria dei privati, sia nel settore reale, nel quale crescono le pressioni sui prezzi dei prodotti e delle unità immobiliari. Questa dinamica pone significative criticità, anche alla luce del fatto che i margini di manovre correttive di politica monetaria sono ridotti o possono avere effetti controproducenti nel caso in cui il cambio sia meno flessibile o ancorato al dollaro.

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



Fonte: dati OECD e FMI.

Figura 1.13 – Flussi finanziari verso Asia e America Latina (valori in % Pil)



Fonte: FMI.

1. Il quadro macroeconomico
- 2. I mercati azionari**
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

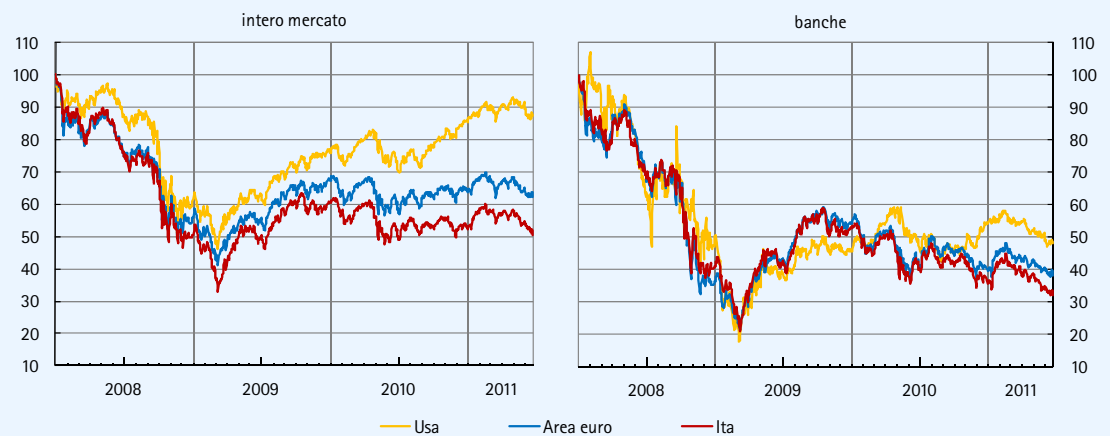
I mercati azionari

L'andamento dei mercati azionari rimane incerto nell'Area euro, mentre è proseguita una moderata tendenza rialzista negli Usa. La crisi del debito sovrano pesa però fortemente sul settore bancario

Nei primi mesi del 2011, i timori legati alle implicazioni dell'inasprirsi della crisi del debito sovrano nei paesi periferici dell'Area euro avevano determinato una temporanea riduzione della liquidità sul mercato secondario e a un aumento della volatilità, mentre successivamente si erano registrate condizioni più distese che avevano riportato gli indicatori di liquidità su livelli vicini a quelli pre-crisi. Le tensioni relative alla situazione della Grecia non avevano inciso in misura rilevante sull'avversione al rischio degli operatori e sulla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni. Nel mese di giugno i mercati azionari europei, che sino ad allora non mostravano chiari *trend* direzionali, sono stati poi investiti dai fattori di incertezza derivanti dalla gestione della crisi greca e dal possibile indebolimento del processo di ripresa a livello globale, registrando una contrazione significativa degli indici e un aumento della volatilità. Nello stesso periodo hanno sperimentato un calo anche i mercati statunitensi, nei quali era proseguita la tendenza al rialzo (iniziata a metà del 2010) che aveva riportato i corsi su valori vicini a quelli pre-crisi. Rispetto a maggio 2011, i titoli bancari hanno subito una flessione più marcata dell'indice generale, sia negli Usa sia nell'Area euro. Il fenomeno ha colpito in modo particolare il comparto degli istituti di credito italiani, che quasi tutti sono stati posti sotto osservazione da Moody's, in seguito all'analogo provvedimento che l'agenzia ha adottato nei confronti del rating sovrano dell'Italia.

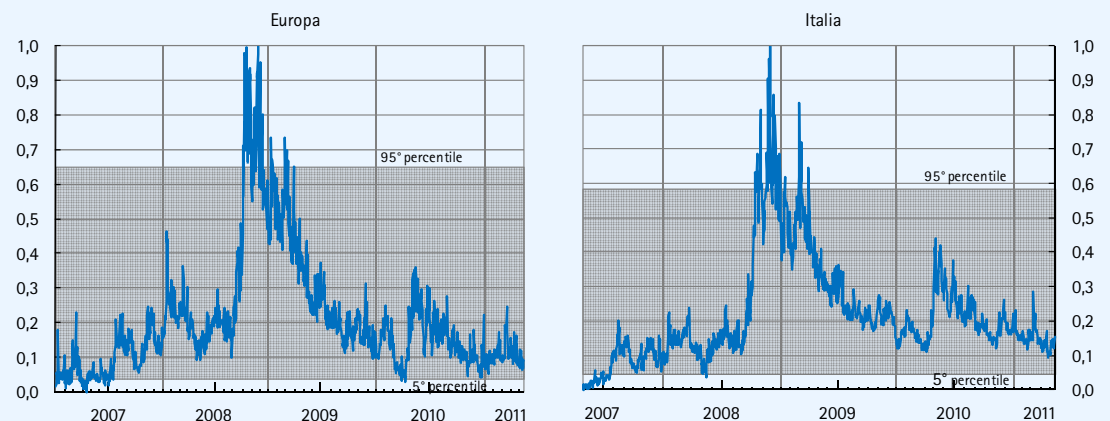
Figura 2.1 – Indici azionari dei paesi avanzati

(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 23/06/2011; 01/01/2008 = 100)



Fonte: Thomson Reuters.

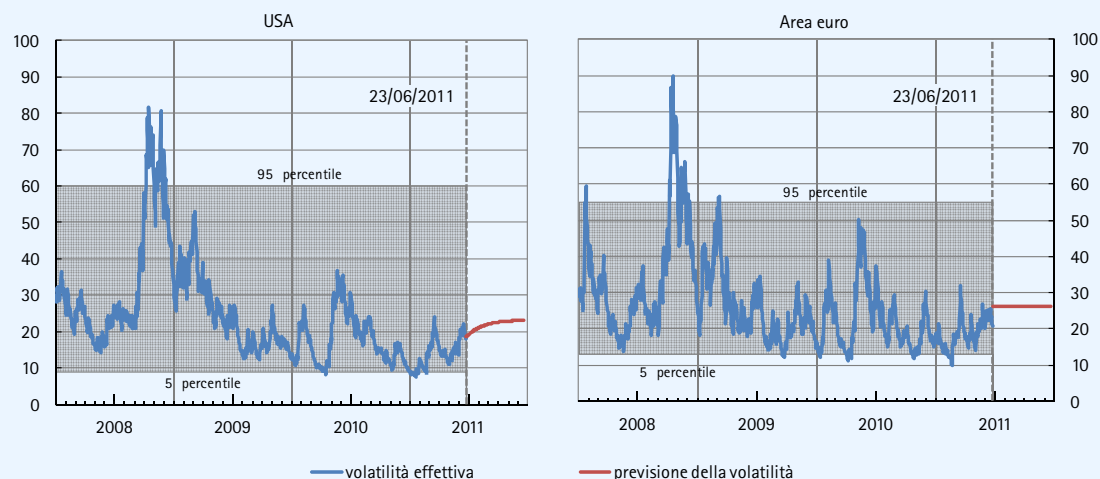
Figura 2.2 – Indicatore di liquidità del mercato azionario



I dati riportano i risultati dell'analisi in componenti principali (primo fattore) applicati alle serie storiche dell'indicatore di *price impact* di Ahimud, dell'*implied volatility*, dell'indicatore del *bid-ask spread* e del *range indicator*. L'indicatore è compreso tra 0 (= alta liquidità) e 1 (= bassa liquidità). Gli estremi superiore e inferiore sono stati stimati applicando uno stimatore non parametrico della distribuzione di probabilità dell'indicatore di liquidità.

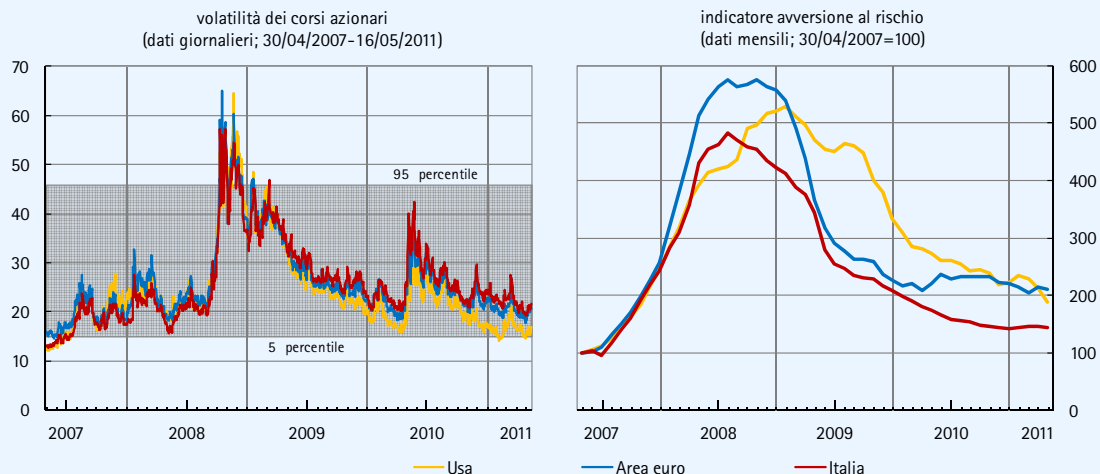
1. Il quadro macroeconomico
- 2. I mercati azionari**
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 2.3 – Volatilità giornaliera dei titoli azionari
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 23/06/2011; valori percentuali su base annua)



Le stime della volatilità (effettiva e prevista) sono ottenute applicando modelli EGARCH sulle serie dei rendimenti giornalieri degli indici azionari. I percentili riportati in figura sono stati stimati applicando metodi non parametrici per la stima della distribuzione di probabilità della serie storica della volatilità.

Figura 2.4 – Volatilità implicita e indicatore di avversione al rischio sul mercato azionario



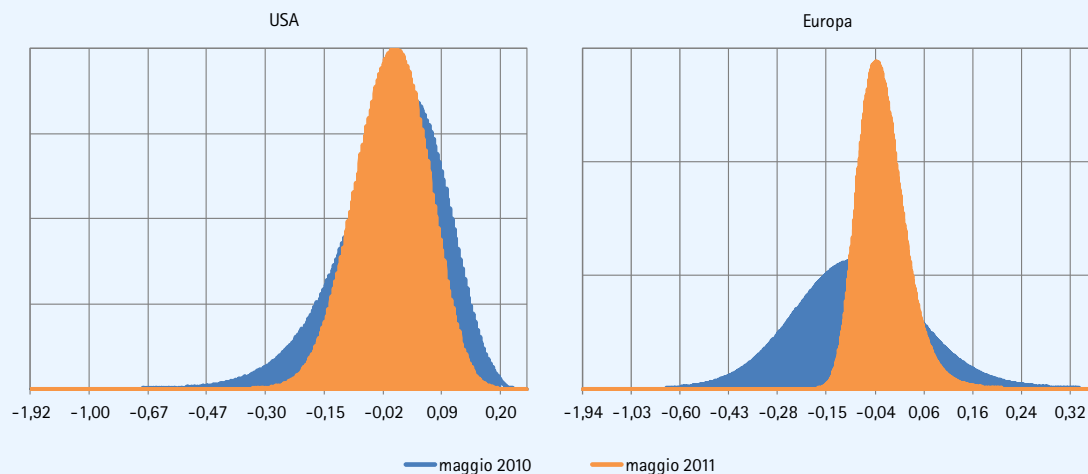
L'indicatore di avversione al rischio è stimato confrontando la distribuzione storica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari; viene riportata la media mobile su 12 mesi. I percentili riportati nella figura a sinistra sono stati stimati applicando metodi non parametrici per la stima della distribuzione di probabilità della serie storica della volatilità.

Nonostante la flessione della volatilità e dell'avversione al rischio i moltiplicatori di borsa sono rimasti stabili nel settore *corporate*, mentre la correzione al ribasso dei corsi bancari ha ampliato la fascia di istituti con un rapporto P/B inferiore all'unità

A fine maggio gli operatori avevano aspettative sull'andamento dei rendimenti azionari caratterizzate da una varianza molto più contenuta rispetto a quanto rilevabile a maggio 2010, mentre questo fenomeno risultava meno accentuato per i rendimenti delle azioni Usa. I moltiplicatori basati sul rapporto fra prezzi e utili attesi sono rimasti invece complessivamente stabili, mentre hanno registrato una marcata flessione le aspettative sul tasso di crescita degli utili, soprattutto per le società quotate italiane. Per ciò che riguarda il settore bancario, la flessione dei corsi ha portato il rapporto prezzo/book value (P/B) su valori inferiori all'unità per quasi tutto il settore nell'Area euro, mentre i moltiplicatori rimangono più elevati negli Usa; la redditività mostra, tuttavia, alcuni segnali di ripresa grazie alla tenuta dei margini e alla riduzione delle rettifiche. I moltiplicatori risultano più stabili nel settore *corporate*, dove i dati contabili al primo trimestre 2011 hanno confermato la ripresa dei ricavi e del risultato operativo.

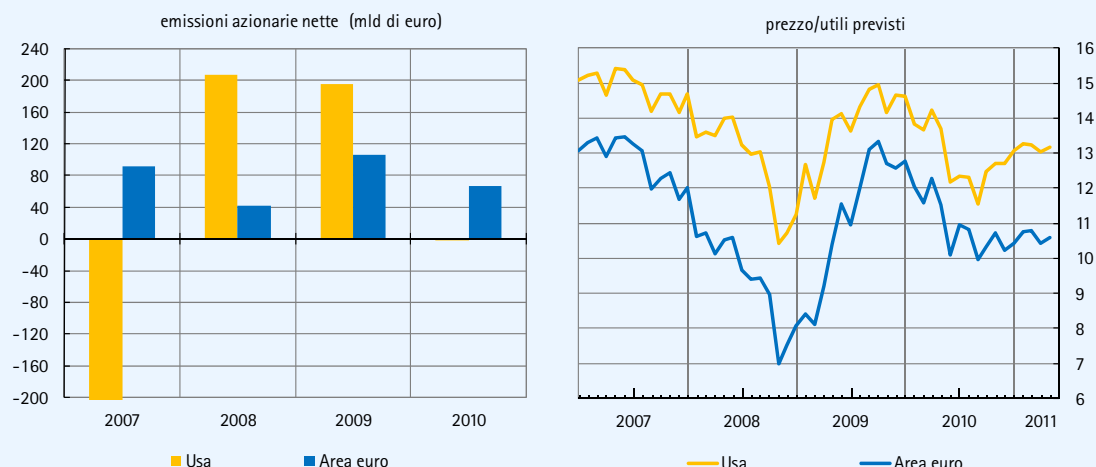
1. Il quadro macroeconomico
- 2. I mercati azionari**
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 2.5 – Previsione rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi



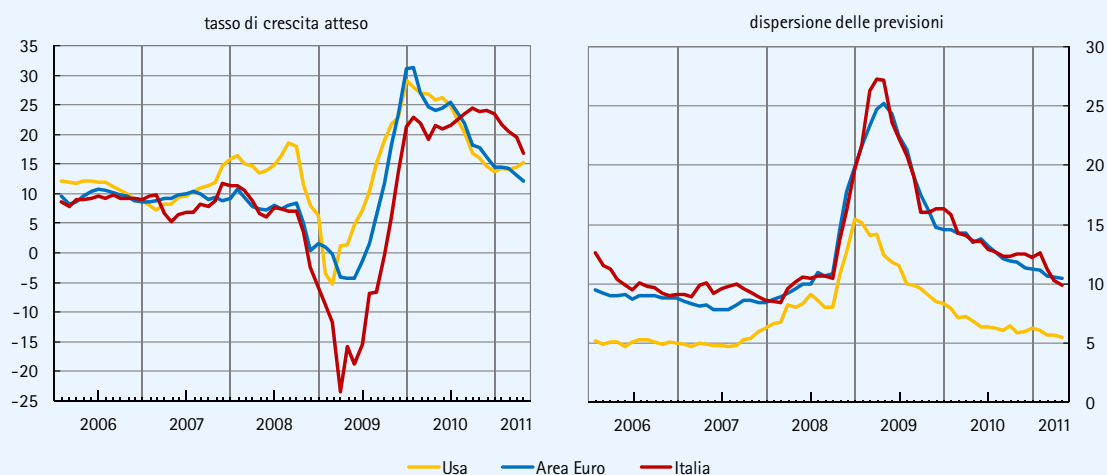
Le previsioni si basano sulla stima della distribuzione di probabilità implicita nei prezzi delle opzioni su indici.

Figura 2.6 – Emissioni nette di azioni e rapporto prezzo/utigli



Fonte: FED, BCE e Thomson Reuters.

Figura 2.7 – Previsione degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di 12 mesi (valori percentuali; dati mensili da gennaio 2006 a maggio 2011)



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. Le banche e la gestione del risparmio

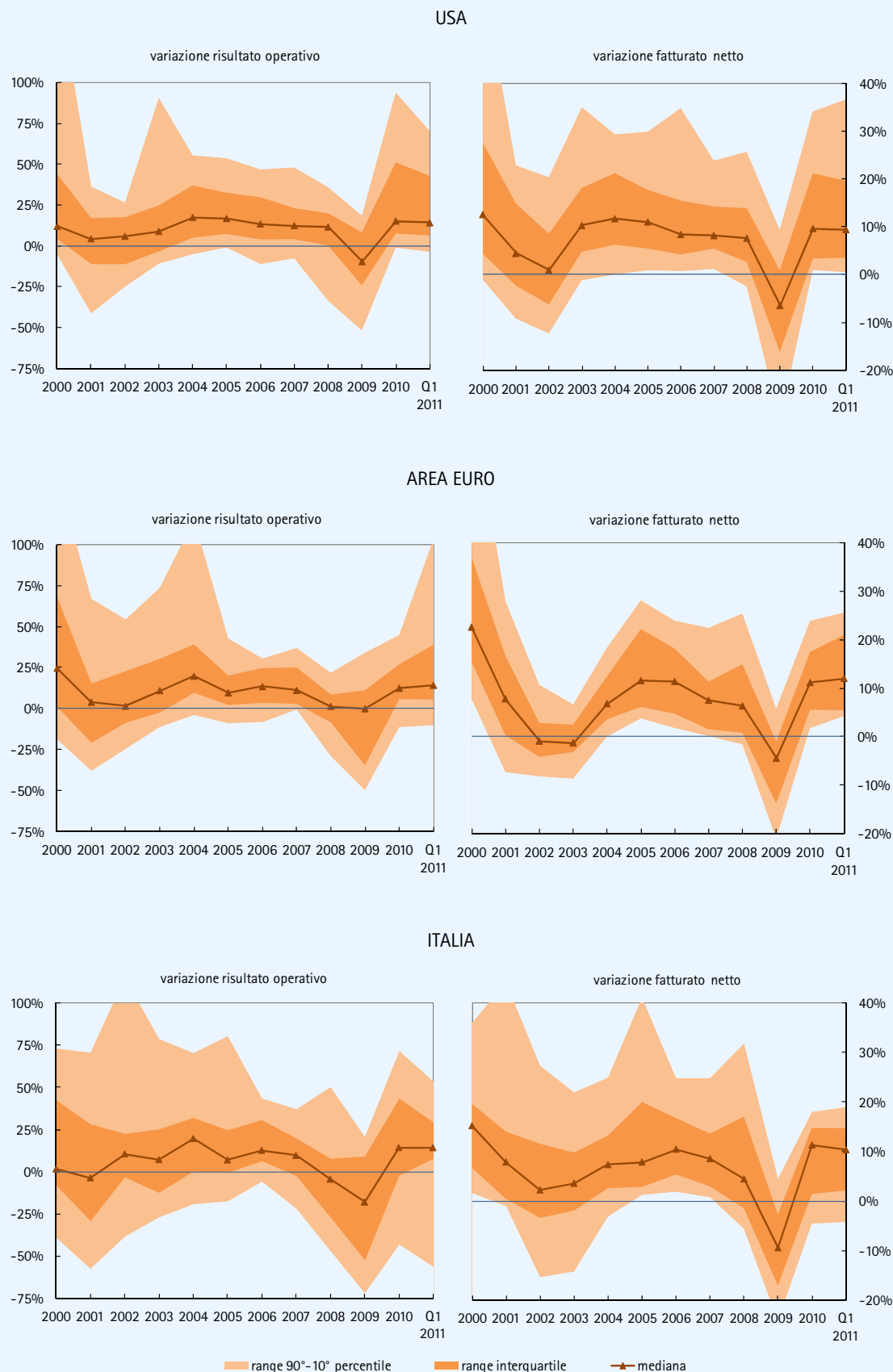
Figura 2.8 – Moltiplicatori di borsa delle imprese quotate



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

1. Il quadro macroeconomico
- 2. I mercati azionari**
3. La qualità del credito
4. Le banche e la gestione del risparmio

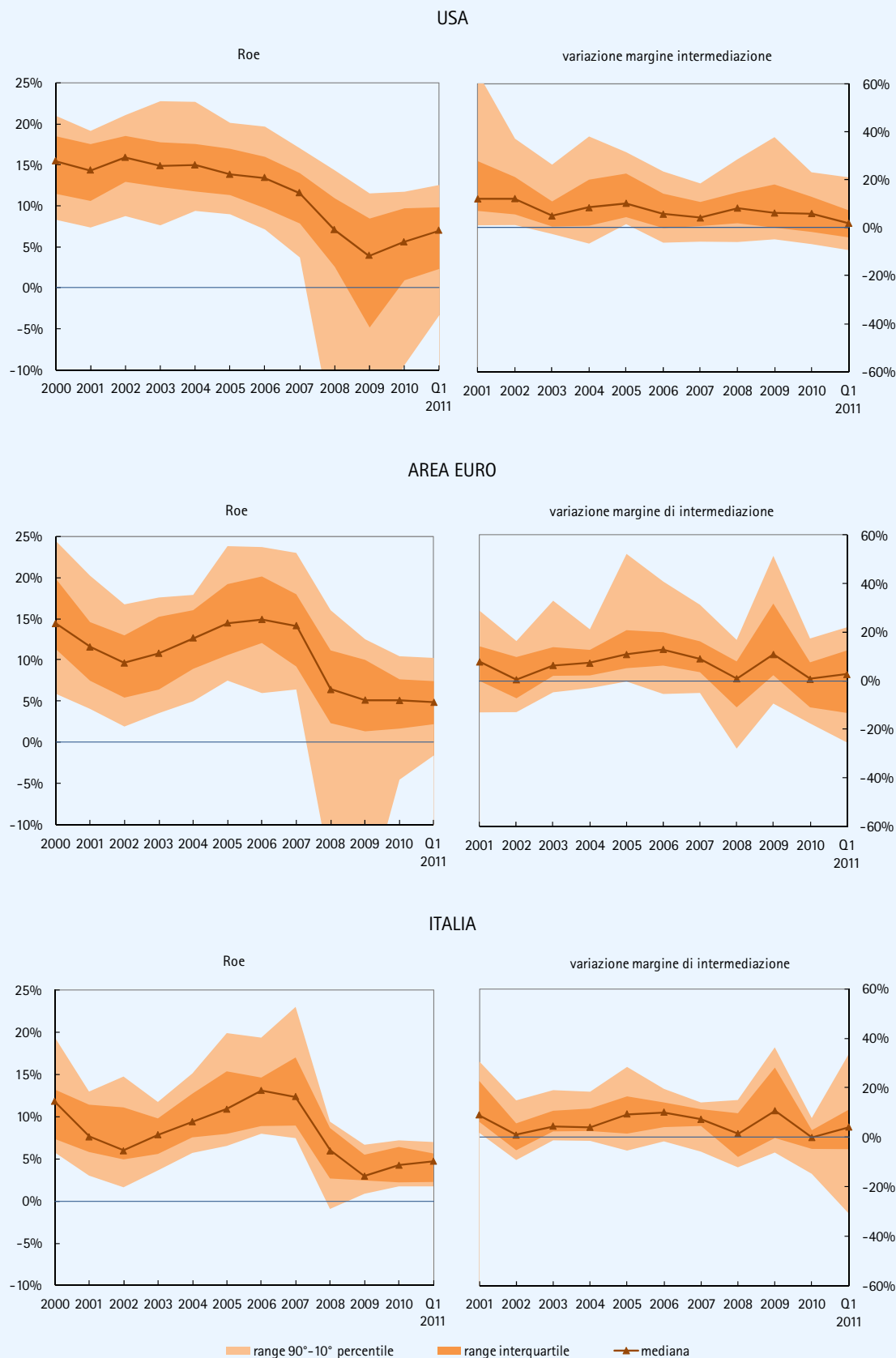
Figura 2.9 – Reddittività operativa e crescita del fatturato delle imprese quotate non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle società dell'indice S&P 100 (USA), Dow Jones Euro Stoxx 50 (Area euro) e i principali gruppi quotati italiani. 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. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 2.10 – Reddittività 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. Le banche e la gestione del risparmio

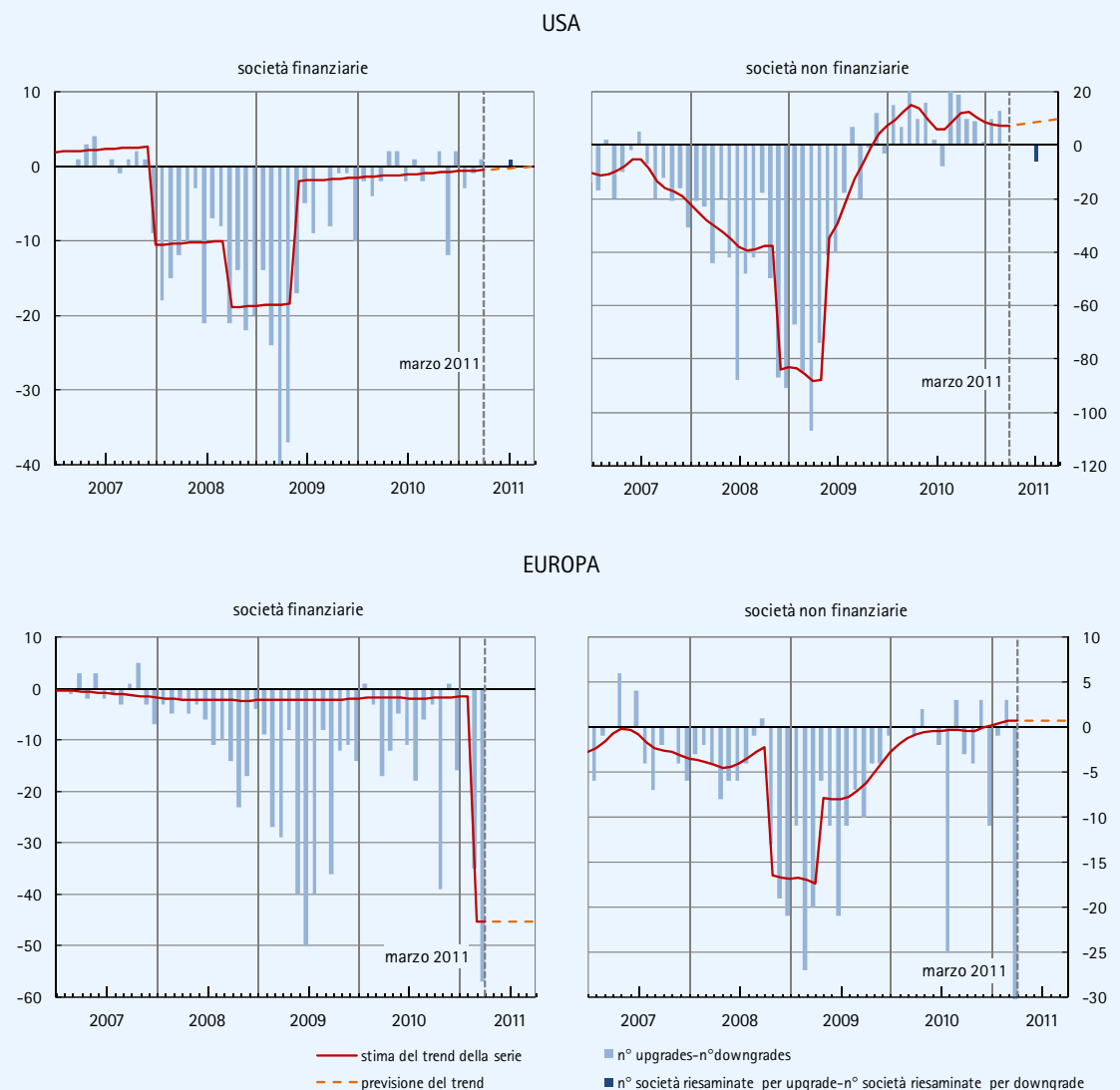
La qualità del credito

La crisi del debito sovrano ha reso più incerte le prospettive sulla qualità del credito nel settore finanziario e per il mercato delle cartolarizzazioni, nonostante continui i segnali positivi sul fronte *corporate*

L'aumento del rischio sovrano nei paesi periferici dell'Area euro genera incertezze sulle prospettive di crescita e stabilità e sulla qualità del credito nel settore finanziario. Anche se negli Usa si evidenziano chiari segnali di miglioramento della qualità del credito, in Europa nel primo trimestre 2011 il numero delle revisioni al ribasso dei rating degli emittenti quotati è stato significativamente superiore rispetto a quello delle revisioni al rialzo. Inoltre, il tasso di insolvenza degli emittenti con rating speculativo potrebbe tornare ad aumentare in Europa, mentre negli Usa è attesa una sua diminuzione.

Per i prodotti strutturati le prospettive della qualità del credito rimangono incerte negli Usa, dove il flusso di *downgrading* continua ad essere sostenuto, mentre in Europa si evidenzia un incremento degli *upgrade* nel primo trimestre dell'anno.

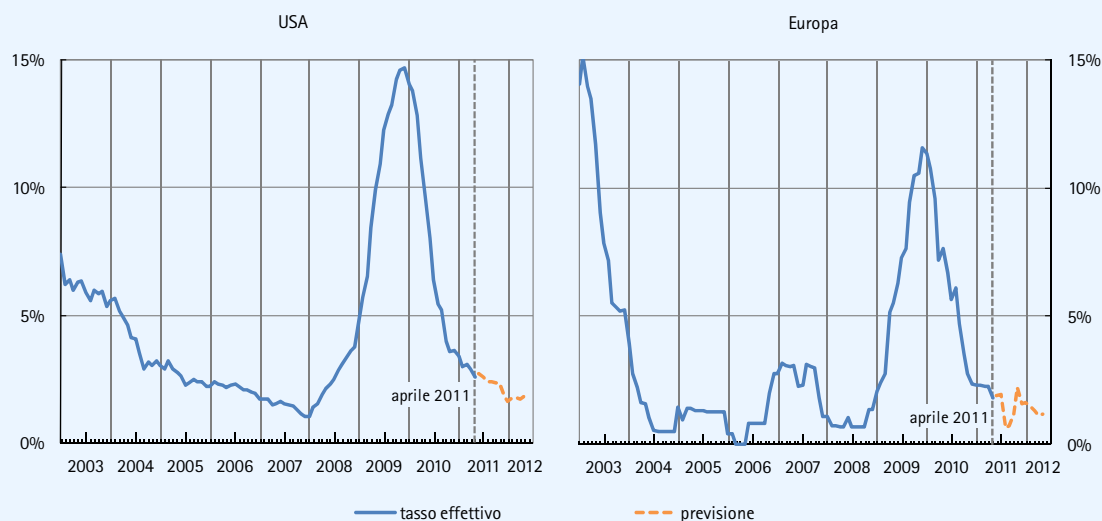
Figura 3.1 – Differenza fra numero di *upgrades* e *downgrades* su emittenti *corporate* (dati mensili)



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

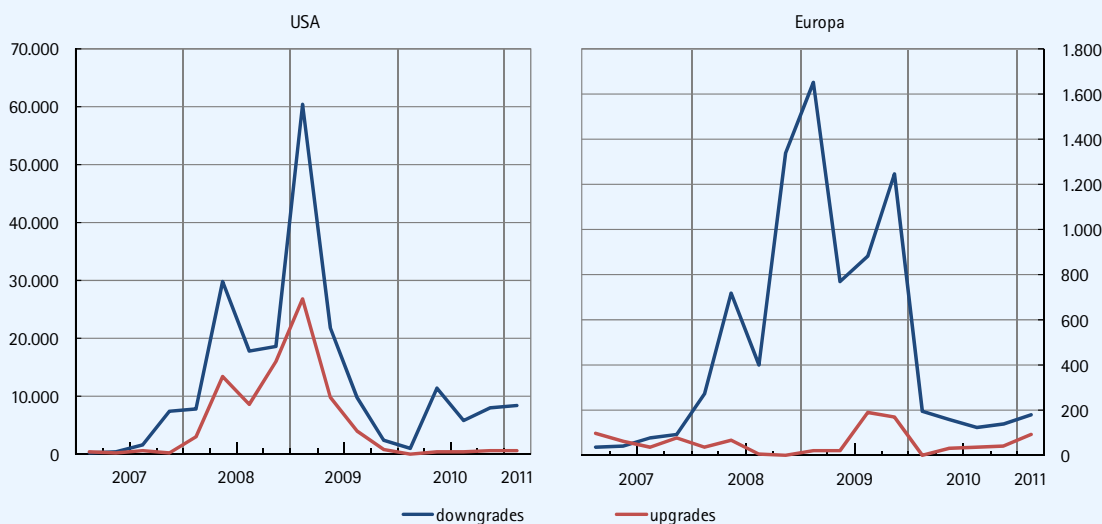
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

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



Fonte: Moody's.

Figura 3.3 – Revisione dei rating dei prodotti strutturati



Fonte: Moody's.

Emergono nuovi segnali di restrizione del credito e il tasso di crescita degli impieghi bancari rimane prossimo allo zero

I dati recenti sulle *lending survey* condotte dalle banche centrali indicano un'amplificazione dei segnali di irrigidimento degli *standard* di concessione del credito già emersi alla fine del 2010, soprattutto negli Usa. Nonostante l'avvio della fase di inversione ciclica, gli impieghi bancari non mostrano ancora significativi segnali di ripresa; nella seconda parte del 2010 è aumentata la quota di grandi imprese dell'Area euro che si è vista accogliere solo parzialmente la richiesta di nuovi affidamenti bancari.

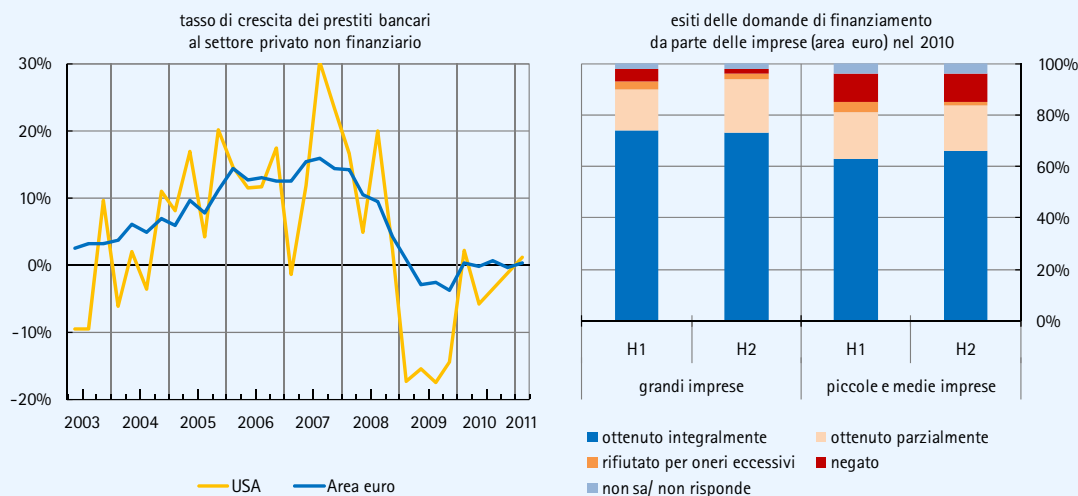
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

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 prestiti bancari ed esiti delle domande di finanziamento



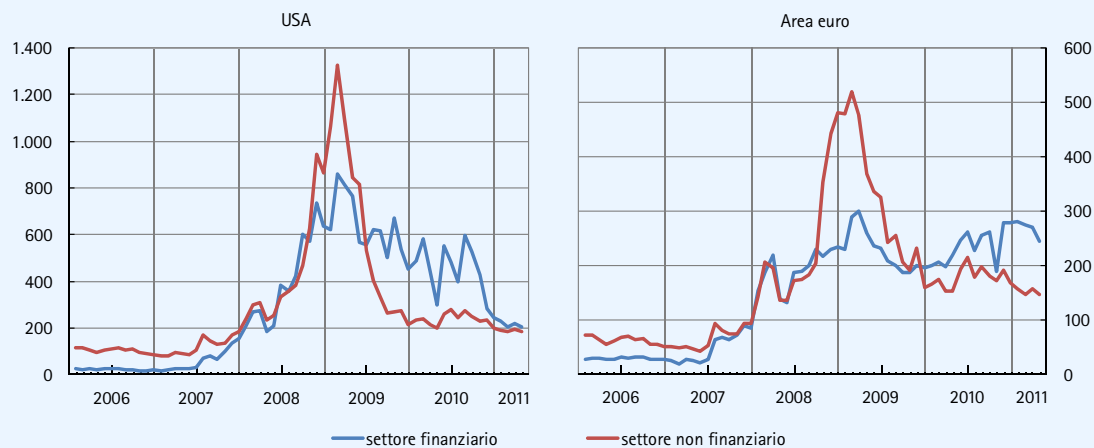
Fonte: elaborazioni su dati FED e BCE.

L'andamento dei *credit default swap* e degli *spreads* delle obbligazioni confermano il miglioramento della qualità del credito nel settore *corporate* dove la raccolta obbligazionaria mostra una dinamica positiva

Le quotazioni medie dei *credit default swap* per le principali imprese quotate sono rimaste stabili attorno ai 200 punti base nel settore *corporate* Usa, mentre per le imprese finanziarie si è registrata una marcata flessione delle quotazioni rispetto ai valori di inizio anno. Gli andamenti sono stati differenti, invece, nell'Area euro, dove le quotazioni medie dei *credit default swap* del settore bancario e assicurativo sono cresciute di quasi 100 punti base rispetto alla fine del 2010; la situazione nel settore *corporate* rimane positiva come evidenziato anche dall'andamento degli *spread* obbligazionari, che si mantengono inferiori a 100 punti base per le imprese con rating AAA-A e inferiori a 500 punti base per quelle con rating BB. I modelli teorici di *scoring* per l'universo delle società quotate confermano l'andamento positivo della qualità del credito nel settore *corporate*, mentre nel settore finanziario rimangono rilevanti le differenze fra aree geografiche nelle probabilità di insolvenza stimate per le fasce di imprese più rischiose. Le emissioni di obbligazioni bancarie mostrano alcuni segnali di ripresa negli Usa, mentre in Europa la crescita della raccolta obbligazionaria nel primo trimestre del 2011 è stata trainata da rilevanti collocamenti di *covered bond*. Il mercato primario delle cartolarizzazioni di mutui è ancora sostanzialmente non attivo, sia in Europa sia negli Usa, se si escludono quotazioni di *agency* negli Usa e di auto-cartolarizzazione in Europa.

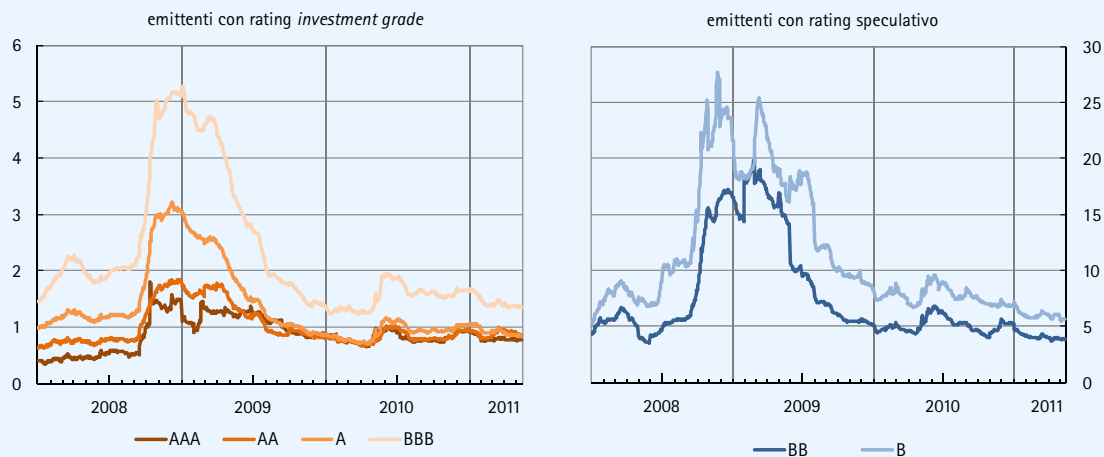
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 3.6 – Quotazioni dei *credit default swap* su emittenti quotati
(CDS a 5 anni; valori in punti base; dati mensili gennaio 2006 – aprile 2011)



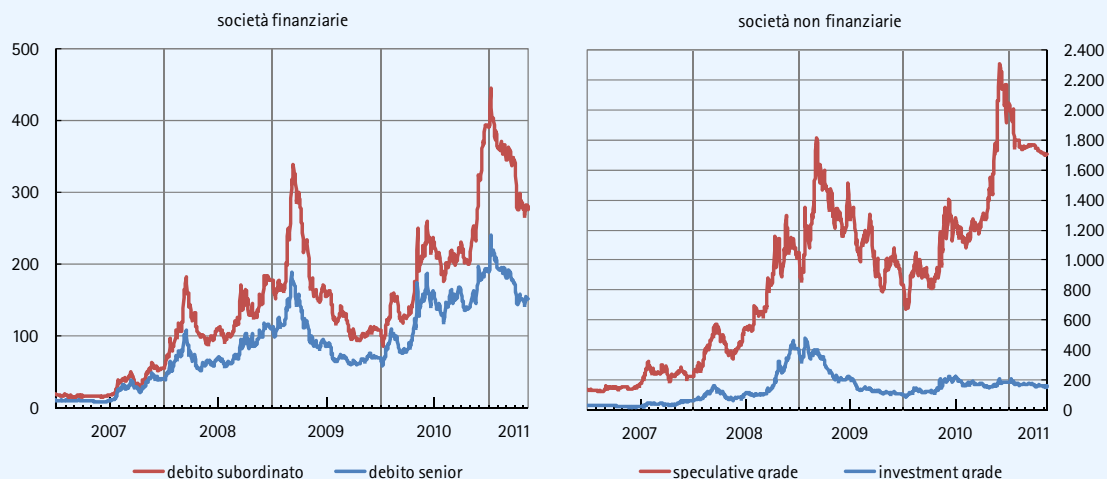
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Figura 3.7 – *Spread* sulle obbligazioni in euro di società non finanziarie
(valori percentuali; dati giornalieri 31/12/2007 – 16/05/2011)



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

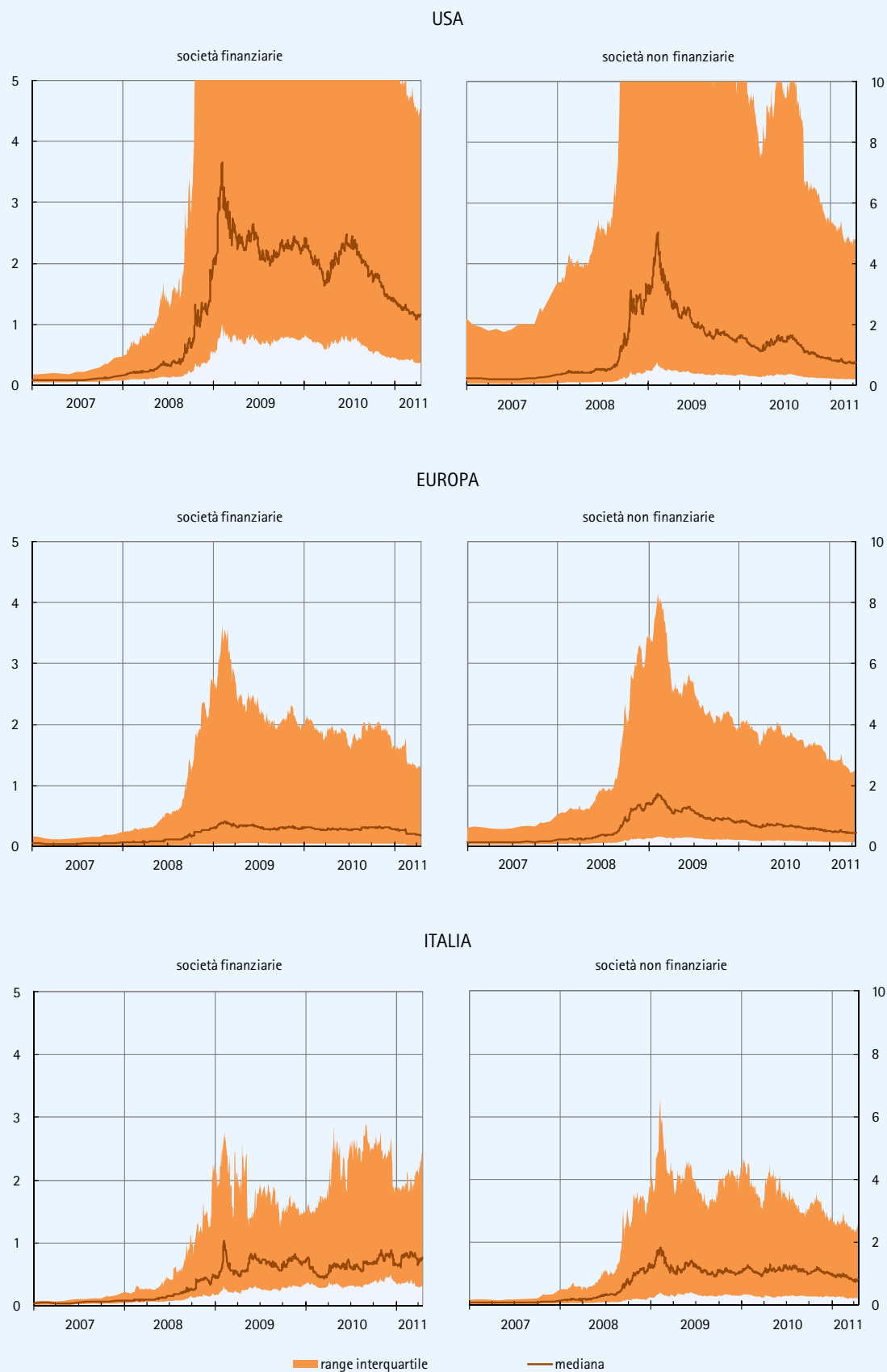
Figura 3.8 – Quotazioni dei *credit default swap* su emittenti quotati italiani
(CDS a 5 anni; valori in punti base; dati giornalieri 31/12/2006 – 15/05/2011)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e 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 – 16/05/2011; valori percentuali)

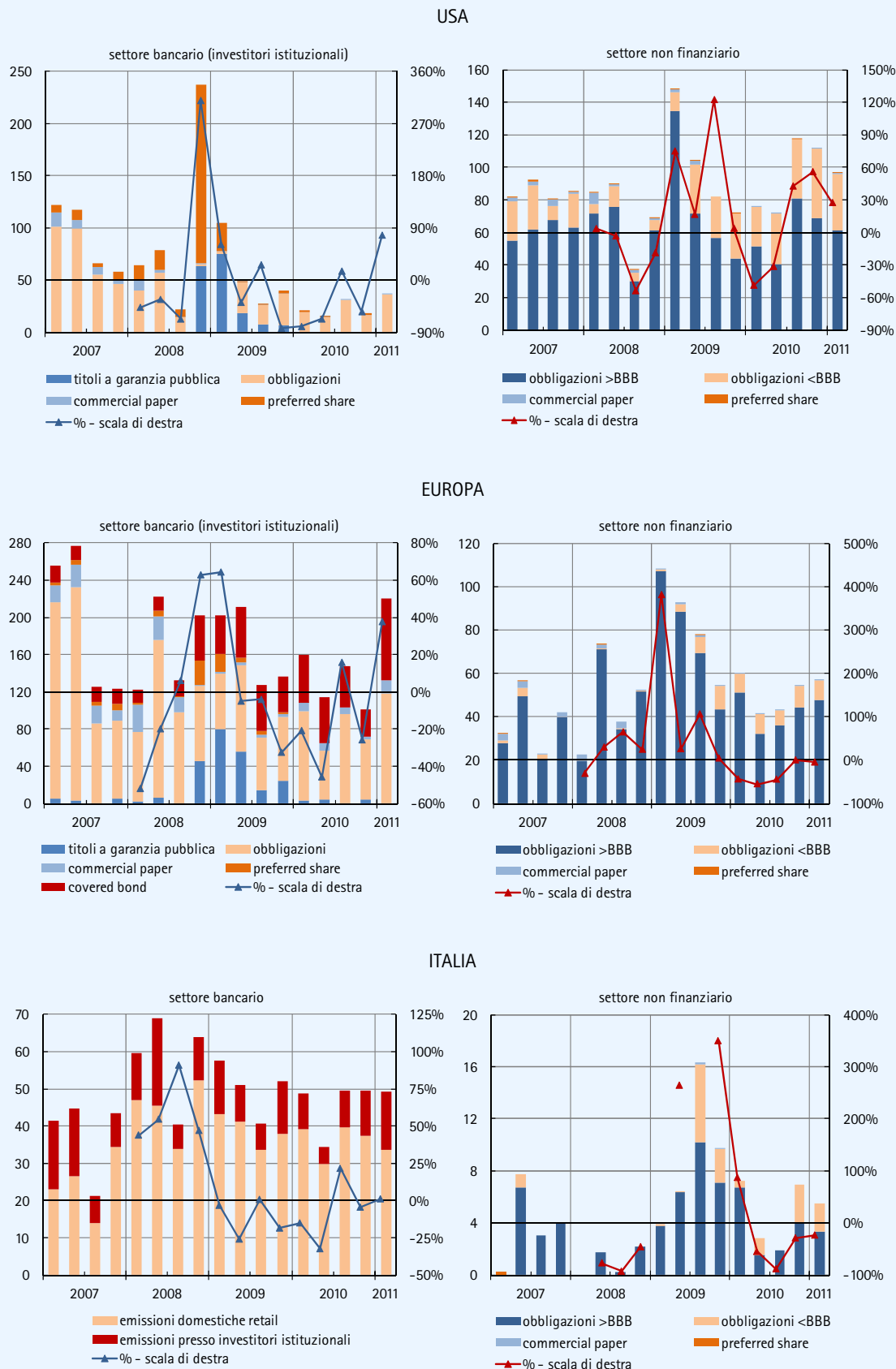


Fonte: Credit Edge.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

Figura 3.10 – Emissioni obbligazionarie

(dati trimestrali in miliardi di euro; variazione % rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente)

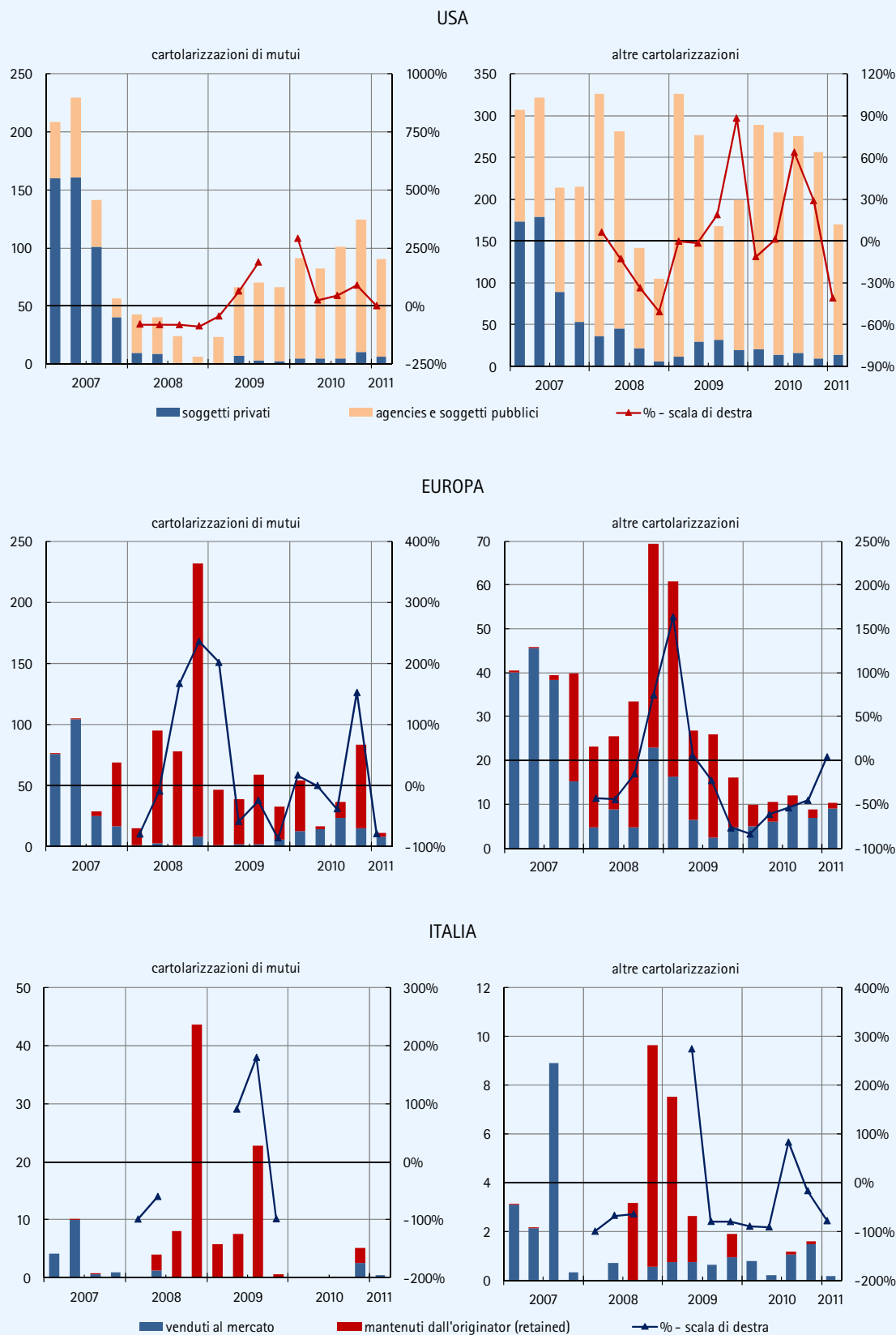


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. I dati per l'Europa si riferiscono ai collocamenti di società con sede legale in Italia, Francia, Germania, Spagna, Olanda e UK e alle loro controllate (anche se con sede in altri paesi).

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e 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. Le banche e la gestione del risparmio

I bilanci 2010 confermano la tendenza alla riduzione dell'indebitamento nel settore *corporate* già emersa con le semestrali. Il livello medio di patrimonializzazione delle principali banche europee è aumentato rispetto a fine 2009 soprattutto in Francia e Germania

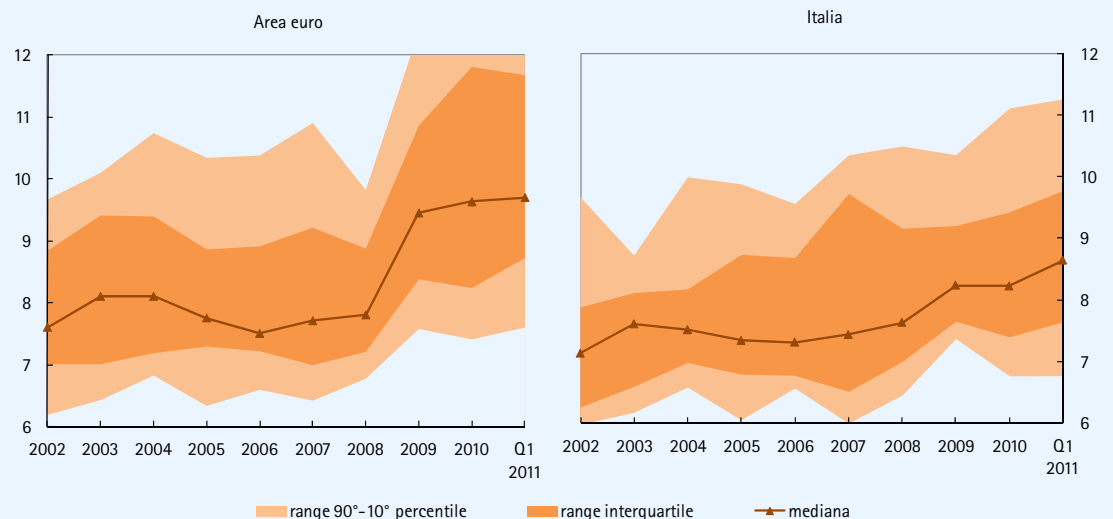
L'andamento positivo della qualità del credito nel settore *corporate* europeo segnalato dalle quotazioni dei *credit default swap* e degli *spread* obbligazionari riflette la stabilizzazione dei ricavi e dei margini emersa dai bilanci 2010 dei principali gruppi quotati e confermata dai dati preliminari al primo trimestre 2011. Anche l'incidenza dei debiti rispetto all'Ebit è in flessione rispetto ai valori del 2009, sebbene per i grandi gruppi quotati italiani il livello di indebitamento risulti mediamente più elevato rispetto a quello delle *blue chip* europee. Molte grandi imprese italiane e europee mantengono, tuttavia, livelli di indebitamento sensibilmente più elevati rispetto a quelli pre-crisi. Per le principali banche europee il Tier1 medio si mantiene su valori superiori al 9%, ma nel 2010 è cresciuto ulteriormente il Tier1 dei gruppi più patrimonializzati; il Tier1 delle banche quotate italiane rimane mediamente più basso rispetto a quello delle grandi banche europee. Per le principali banche italiane il 2010 si è chiuso con una flessione dei ricavi legata alla contrazione del margine di interesse e dei profitti da operazioni finanziarie, sebbene la riduzione delle rettifiche abbia determinato una crescita dell'utile netto. Secondo le stime di Moody's, che come si è già ricordato ha posto sotto osservazione per una possibile revisione negativa il rating o l'*outlook* di molte banche italiane, la probabilità di *default* attesa su un orizzonte temporale di un anno per i principali gruppi bancari domestici è significativamente maggiore di quella delle banche europee. Una conferma della percezione di un rischio maggiore per le principali banche italiane emerge, inoltre, dai rating impliciti nell'andamento dei corsi azionari e negli *spread* obbligazionari.

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 i principali gruppi quotati italiani. I dati di conto economico per il primo trimestre 2011 sono annualizzati. Il rapporto debiti finanziari/Ebit è calcolato solo per le imprese con Ebit positivo.

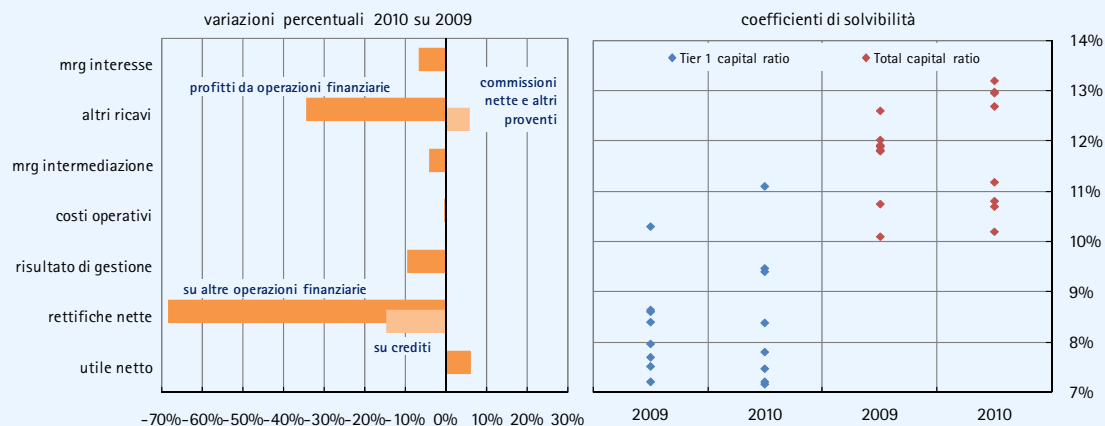
Figura 3.13 – Patrimonializzazione delle banche quotate (Tier 1)



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

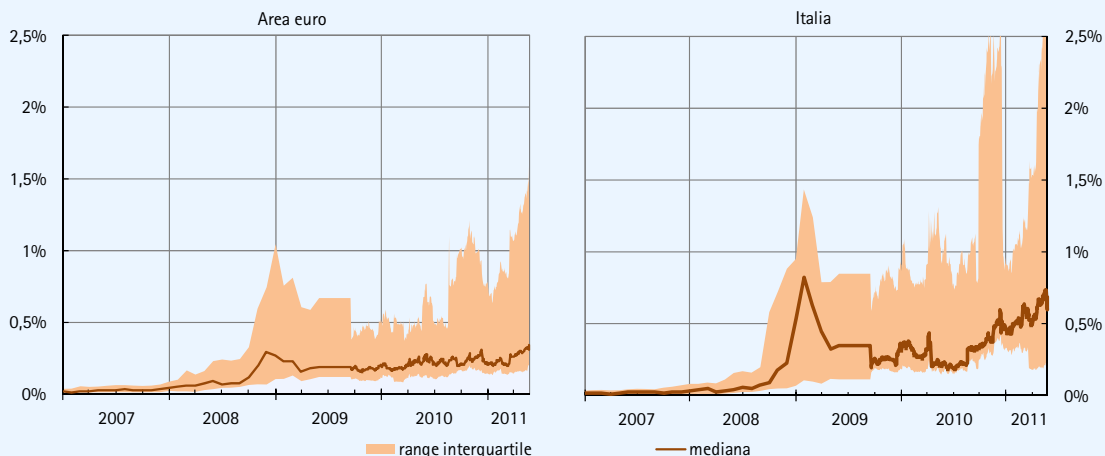
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
- 3. La qualità del credito**
4. Le banche e la gestione del risparmio

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



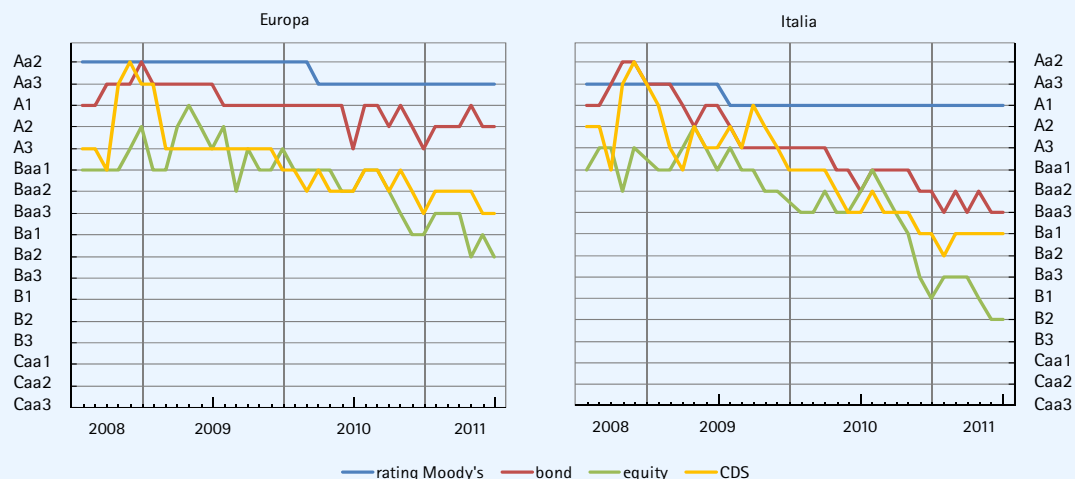
Fonte: elaborazione su bilanci consolidati. Dati relativi ai primi 8 gruppi bancari per totale attivo.

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 – 16/05/2011; 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 – Rating impliciti nei prezzi degli strumenti finanziari delle principali banche europee e italiane



Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Dati medi relativi 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.

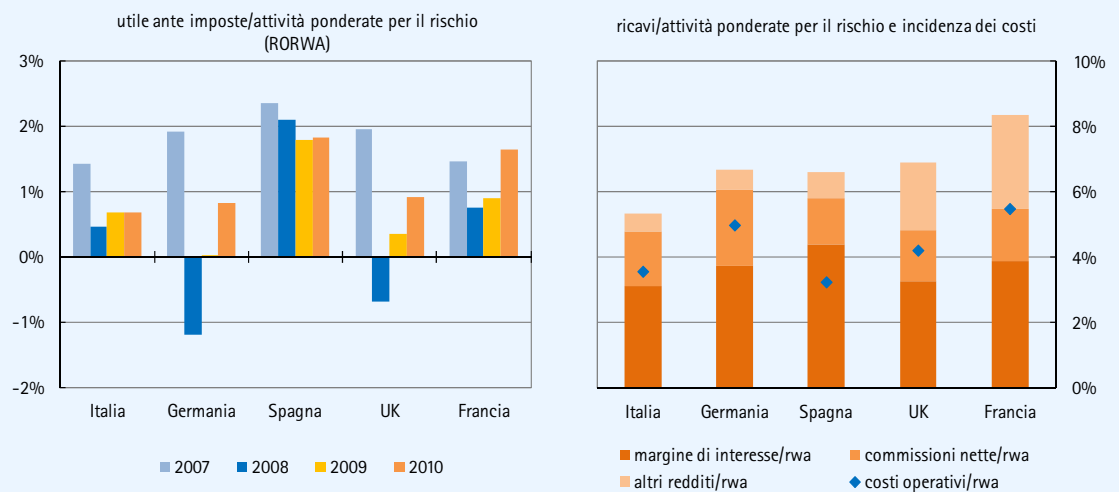
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
- 4. Le banche e la gestione del risparmio**

Le banche e la gestione del risparmio

Nel 2010 è aumentata la redditività del settore bancario europeo misurata rispetto alle attività ponderate per il rischio. La qualità del credito ha subito un peggioramento, seppur contenuto rispetto all'anno precedente

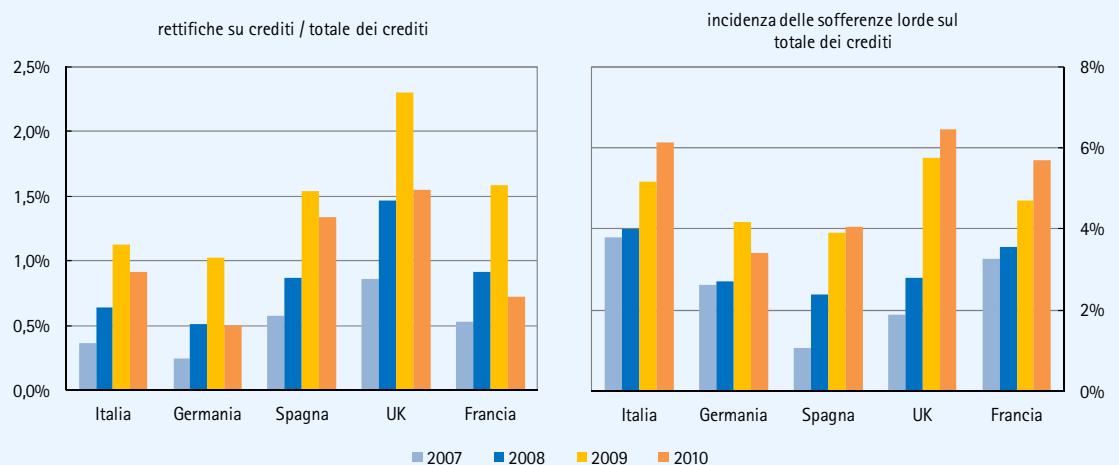
Nel corso del 2010 è cresciuta la redditività delle principali banche sulle attività ponderate per il rischio. Il settore bancario italiano, tuttavia, ha fatto registrare *performance* reddituali più basse rispetto alla media europea (in particolare rispetto a Spagna e Francia) mostrando una redditività sostanzialmente invariata rispetto al 2009. Con riferimento alla composizione dei ricavi Italia, Germania e Spagna mantengono una forte incidenza del margine di interesse e delle commissioni sul totale dell'attivo ponderato per il rischio, mentre Regno Unito e Francia mostrano una maggiore incidenza dei ricavi da attività assicurativa e di *investment banking*. Le principali banche spagnole e italiane esibiscono livelli di efficienza operativa superiori alla media europea, con un peso dei costi operativi sul totale delle attività ponderate per il rischio inferiore al 4%. Dopo i massimi fatti registrare nel 2009, le principali banche europee si connotano per una generalizzata riduzione del costo del credito (rettifiche su crediti/crediti totali) che rimane, tuttavia, su livelli notevolmente superiori a quelli del 2007. L'incidenza delle sofferenze lorde sul totale degli impieghi è cresciuta per le principali banche in Italia, Francia e Regno Unito.

Figura 4.1 – Redditività delle principali banche europee



Fonte: elaborazioni su dati Reuters sulle principali banche europee (19 gruppi).

Figura 4.2 – Qualità del credito delle principali banche europee



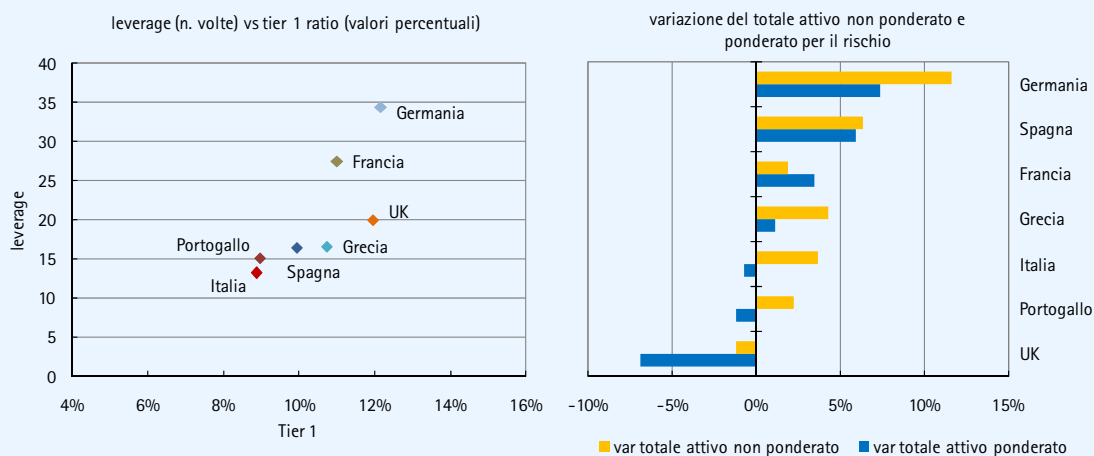
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg sulle principali banche europee (19 gruppi).

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
- 4. Le banche e la gestione del risparmio**

È aumentato il livello di patrimonializzazione del settore bancario europeo (soprattutto in Francia e Germania) grazie ad aumenti di capitale e, in alcuni paesi, a un processo di *deleveraging*

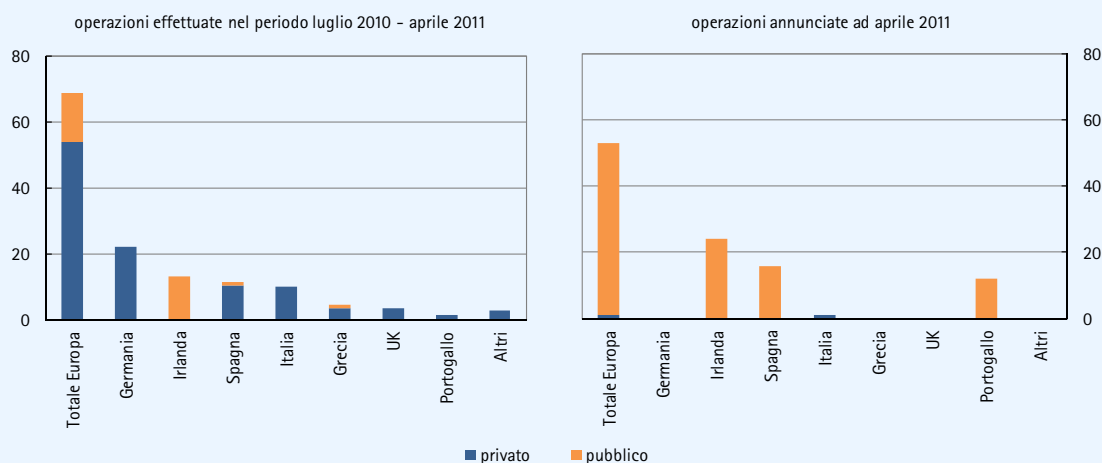
Il livello di patrimonializzazione delle banche italiane nel 2010 rimane inferiore alla media europea. Tuttavia le banche italiane mostrano una leva finanziaria notevolmente più bassa rispetto alle principali banche degli altri paesi europei (in particolare Germania, Francia e Regno Unito). Per alcuni paesi europei, tra i quali Italia e Portogallo, l'attivo bancario ponderato per il rischio ha registrato una contrazione rispetto al 2009, a fronte di un aumento dell'attivo bancario non ponderato. In linea generale, nel corso del 2010 il settore bancario europeo ha incrementato il grado di patrimonializzazione, anche per far fronte all'innalzamento dei requisiti patrimoniali imposti dalla nuova disciplina prudenziale (Basilea III). Da luglio 2010, infatti, le principali banche europee hanno effettuato operazioni di ricapitalizzazione, talvolta con il sostegno pubblico, per un ammontare complessivo di circa 70 miliardi di euro e ne hanno annunciate ulteriori per un valore superiore a 50 miliardi. In molti casi tali operazioni hanno seguito lo *stress test* sul settore bancario europeo, realizzato a luglio 2010 dal CEBS, sebbene le necessità patrimoniali aggiuntive evidenziate da tale test si fossero attestata a soli 3,5 miliardi di euro (non essendo emerse particolari criticità legate al peggioramento del quadro macroeconomico e del rischio sovrano). Il settore bancario europeo è stato recentemente sottoposto a un ulteriore *stress test*, basato su ipotesi più severe del precedente, i cui risultati non sono ancora noti.

Figura 4.3 – Patrimonializzazione, leverage e variazione dell'attivo a rischio delle principali banche europee



Fonte: elaborazioni su dati Reuters sulle principali banche europee (53 gruppi).

Figura 4.4 – Aumenti di capitale delle principali banche europee (valori in miliardi di euro)



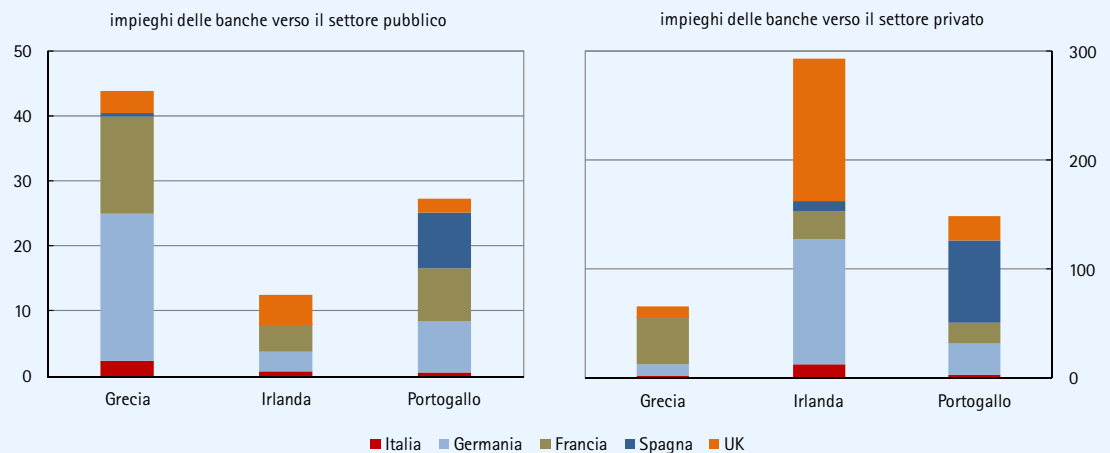
Fonte: dati Goldman Sachs su un campione di 47 banche europee.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
- 4. Le banche e la gestione del risparmio**

L'esposizione delle banche di alcuni paesi europei verso le economie di Irlanda, Grecia e Portogallo appare significativa, in particolare verso il settore privato irlandese. Le banche francesi e tedesche mostrano inoltre un'elevata esposizione in titoli pubblici della Grecia

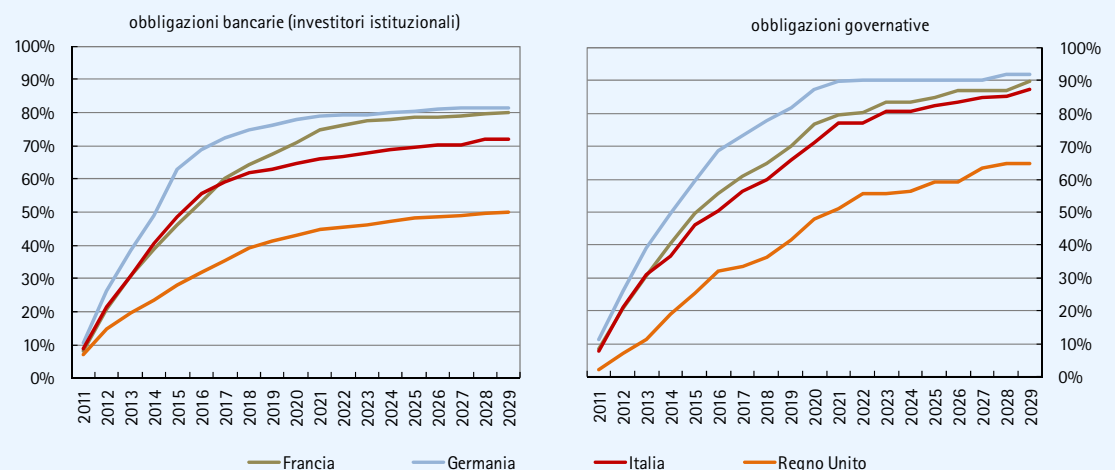
A fine 2010 l'esposizione complessiva (sia verso il settore pubblico sia verso il settore privato) delle banche italiane al rischio sovrano di Grecia, Irlanda e Portogallo risultava molto contenuta (pari a poco più di 21 miliardi di dollari Usa) rispetto a quella delle banche tedesche (188 miliardi), britanniche (163 miliardi), francesi (113 miliardi) e spagnole (95,5 miliardi). Le banche tedesche e britanniche apparivano più esposte verso l'Irlanda, in particolare verso il settore privato, per un ammontare pari rispettivamente a 115 e 131 miliardi di dollari. Gli istituti bancari francesi e tedeschi, inoltre, detenevano direttamente titoli del debito pubblico greco rispettivamente per 15 e 23 miliardi di dollari Usa, a fronte dei 2 miliardi riconducibili alle banche italiane. La significativa esposizione del settore bancario francese verso l'economia greca è alla base della decisione di Moody's, dello scorso 15 giugno, di porre sotto osservazione per un possibile *downgrade* i rating dei tre principali istituti di credito del paese. Queste tensioni possono amplificare i rischi di rifinanziamento della raccolta obbligazionaria delle banche, soprattutto per quelle più dipendenti dagli investitori istituzionali e con una quota maggiore dello *stock* delle obbligazioni in scadenza nel breve termine (elementi potenzialmente più rilevanti per il settore bancario tedesco e francese).

Figura 4.5 – Esposizione delle banche dei principali paesi europei verso Grecia, Irlanda e Portogallo
(situazione al 31.12.2010; miliardi di dollari USA)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Figura 4.6 – Distribuzione per scadenze delle obbligazioni emesse da banche e governi europei



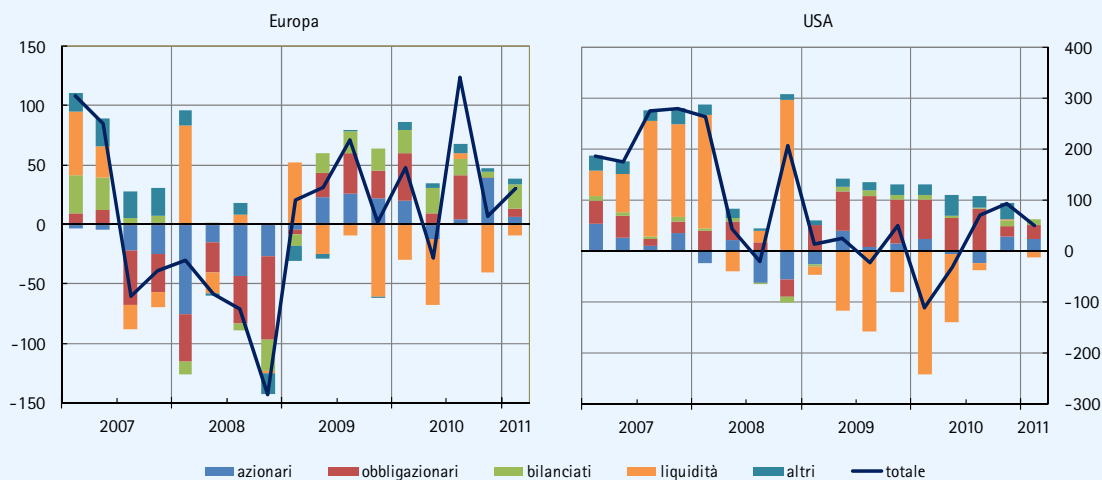
Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
- 4. Le banche e la gestione del risparmio**

L'andamento della raccolta dei fondi comuni nel primo trimestre 2011 lascia emergere segnali positivi in Usa e in Europa

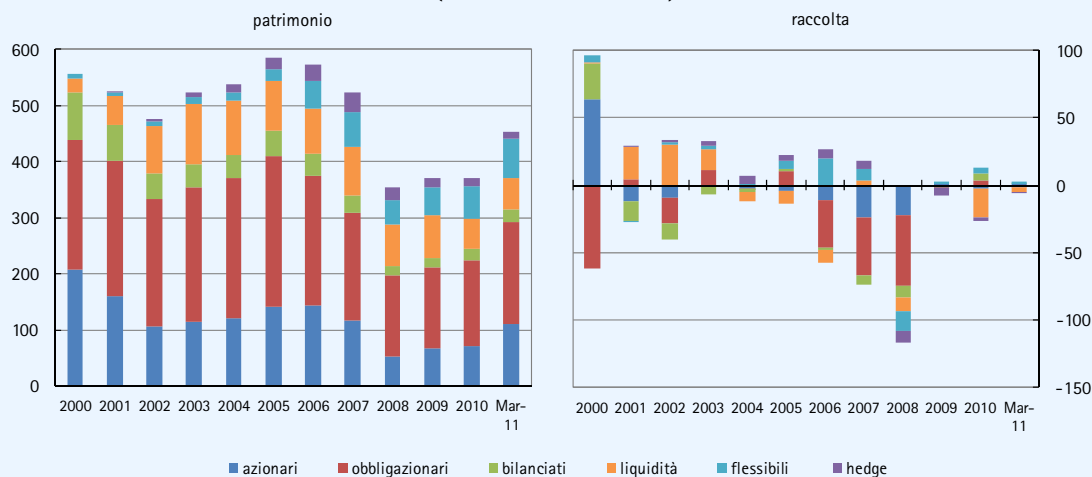
I dati relativi alla raccolta dei fondi comuni nel primo trimestre 2011 lasciano emergere segnali positivi sia negli Stati Uniti sia in Europa. In particolare, la raccolta netta dei fondi statunitensi si è attestata a 49 miliardi di euro (-112 miliardi nel primo trimestre del 2010), mentre quella dei fondi europei ha raggiunto 30 miliardi di euro (48 nel primo trimestre dell'anno precedente). Hanno contribuito in maniera negativa i fondi di liquidità, confermando il dato del 2010 quando avevano registrato deflussi pari a 388 miliardi di euro negli Usa e 122 miliardi in Europa; particolarmente positiva è stata invece la raccolta riconducibile agli altri fondi e, in particolare, a quelli azionari. In Italia, nel primo trimestre del 2011, sebbene la raccolta netta sia stata negativa (-3,2 miliardi di euro a fronte dei circa -12,8 miliardi nel 2010), il patrimonio gestito è aumentato raggiungendo circa 454 miliardi di euro, anche grazie alla crescita dei prezzi azionari. Con riguardo al comparto degli *hedge funds*, il patrimonio gestito ha continuato a ridursi in linea con quanto accaduto nel 2009, mentre la raccolta netta è tornata su valori positivi, grazie soprattutto ai fondi che hanno investito nei mercati emergenti. Sebbene i rendimenti medi dei fondi appartenenti alle diverse categorie siano abbastanza omogenei, i relativi rischi risultano divergenti e particolarmente elevati per i fondi che investono nelle economie emergenti. Con riferimento al comparto del *private equity*, nel corso del 2010 si sono registrati segnali di ripresa in Europa, mentre negli Usa hanno prevalso i disinvestimenti.

Figura 4.7 – Raccolta dei fondi comuni
(valori in miliardi di euro)



Fonte: EFAMA e ICI.

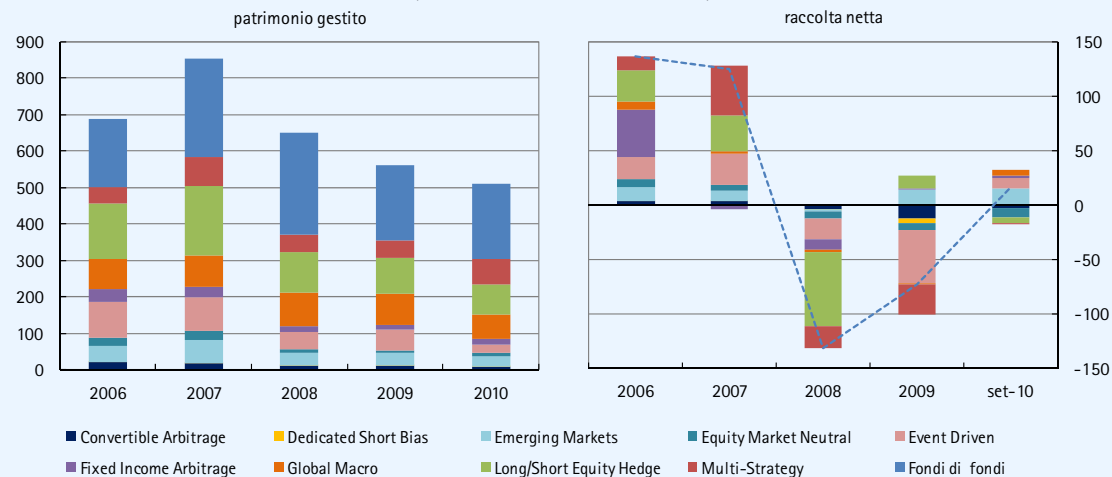
Figura 4.8 – Patrimonio e raccolta dei fondi comuni promossi da intermediari italiani
(valori in miliardi di euro)



Fonte: Assogestioni.

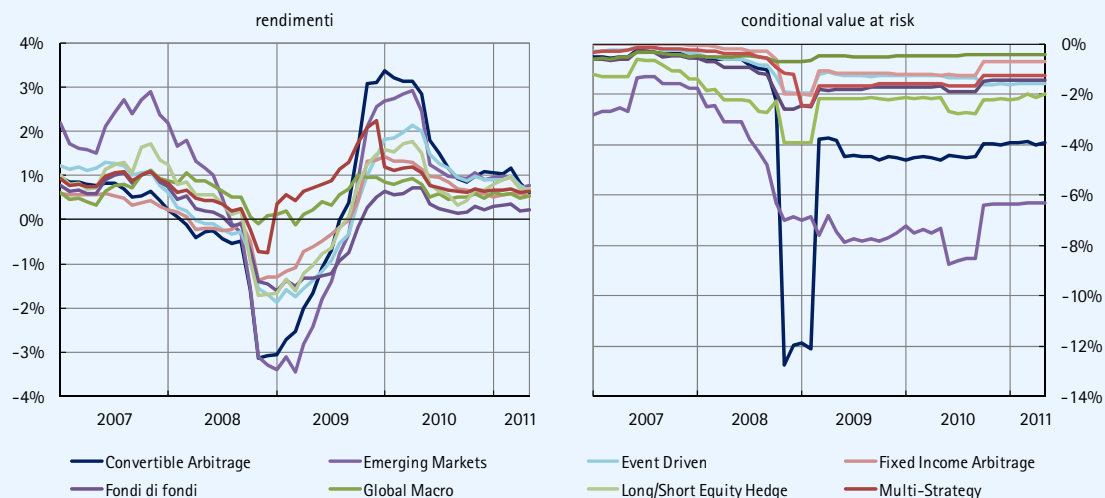
1. Il quadro macroeconomico
2. I mercati azionari
3. La qualità del credito
- 4. Le banche e la gestione del risparmio**

Figura 4.9 – Patrimonio e raccolta degli hedge fund
(valori in miliardi di dollari USA)



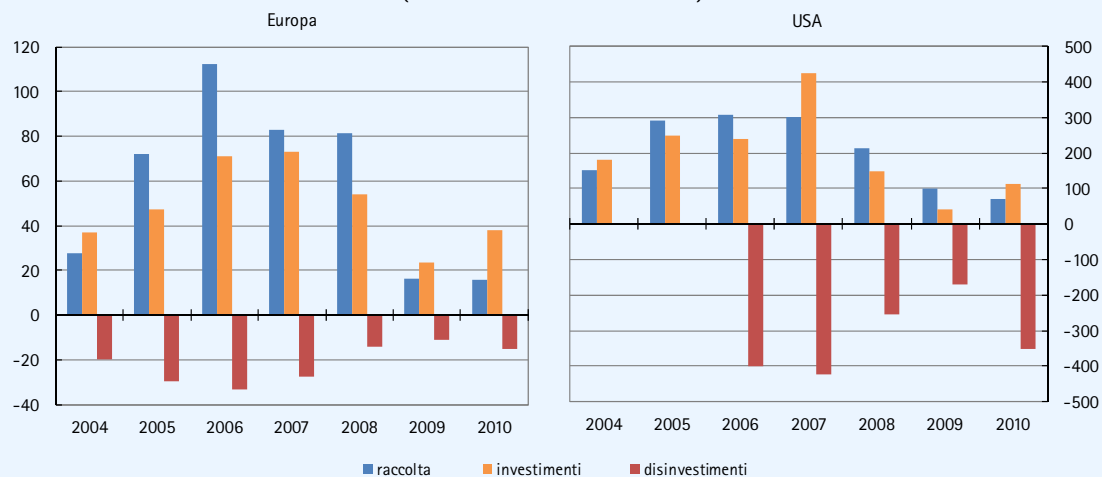
Fonte: elaborazioni su dati HedgeWorld. La raccolta netta esclude quella dei fondi di fondi.

Figura 4.10 – Rendimento e rischio degli hedge fund



Fonte: elaborazioni su dati HedgeWorld.

Figura 4.11 – Raccolta e investimenti dei fondi di private equity
(valori in miliardi di dollari USA)



Fonte: EVCA e PitchBook.