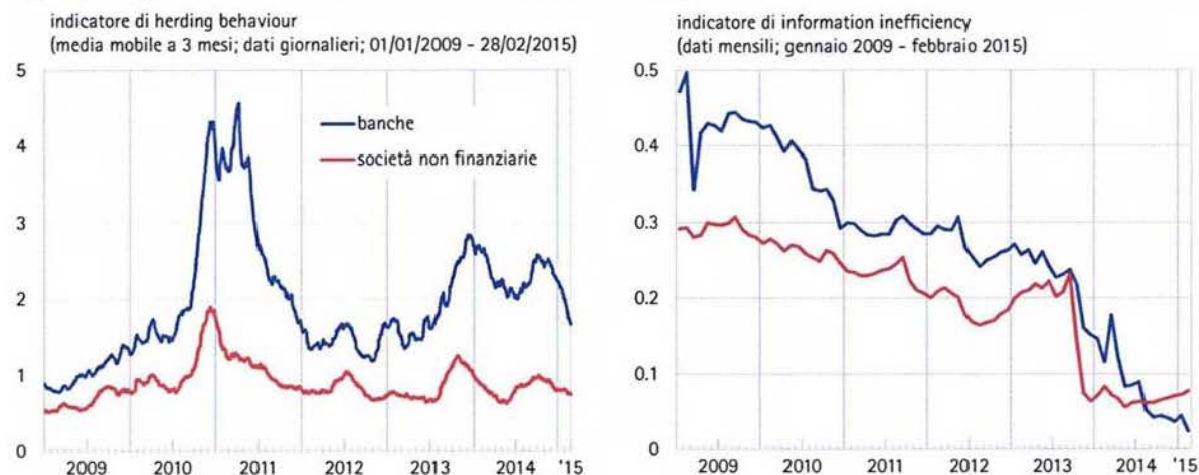


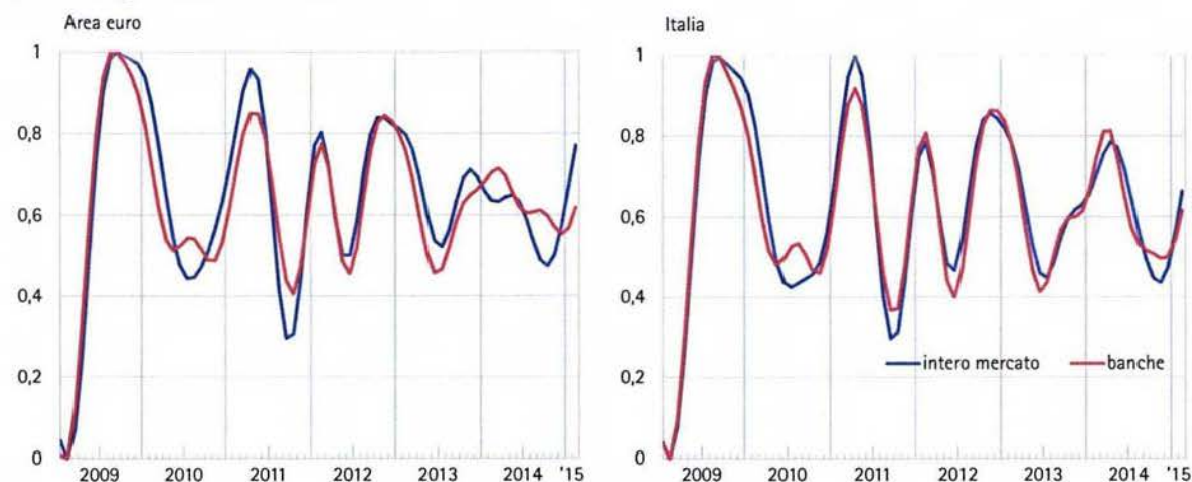
comunque, un nuovo miglioramento del *market sentiment* degli investitori fin dagli ultimi mesi dell'anno (Fig. 9).

Fig. 8 Herding behaviour ed efficienza informativa dei mercati azionari dell'Area euro



L'indicatore di *herding behaviour* (grafico di sinistra) è pari al reciproco della deviazione standard *cross-section* dei prezzi azionari delle principali *blue chips* secondo la metodologia di Chang, E., Cheng, J. e Khorana, A. (2000). Tale indicatore è stato normalizzato tra zero (punto di minimo della serie) e uno (punto di massimo della serie). Una minore dispersione (e quindi un maggiore valore dell'indicatore) segnala che gli investitori adottano più frequentemente strategie di investimento simili o imitative (che comportano una convergenza delle quotazioni azionarie) e, quindi, che il fenomeno di *herding behaviour* è più intenso. Per le banche, l'indicatore di dispersione è stato calcolato sui titoli inclusi nel Ftse All Share Banks (Italia), Datastream Banks (Spagna), Cac Banks (Francia), Dax Banks (Germania). Per il settore non finanziario sono stati presi in considerazione i titoli inclusi negli indici Datastream *non financial total markets*. L'indicatore di efficienza informativa (grafico di destra) è dato dal valore assoluto del coefficiente di autocorrelazione del primo ordine tra gli indici azionari utilizzati (indici Datastream relativi al settore non finanziario dei principali paesi europei e indice Euro Stoxx Banks); la crescita dell'indicatore segnala una riduzione dell'efficienza informativa. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

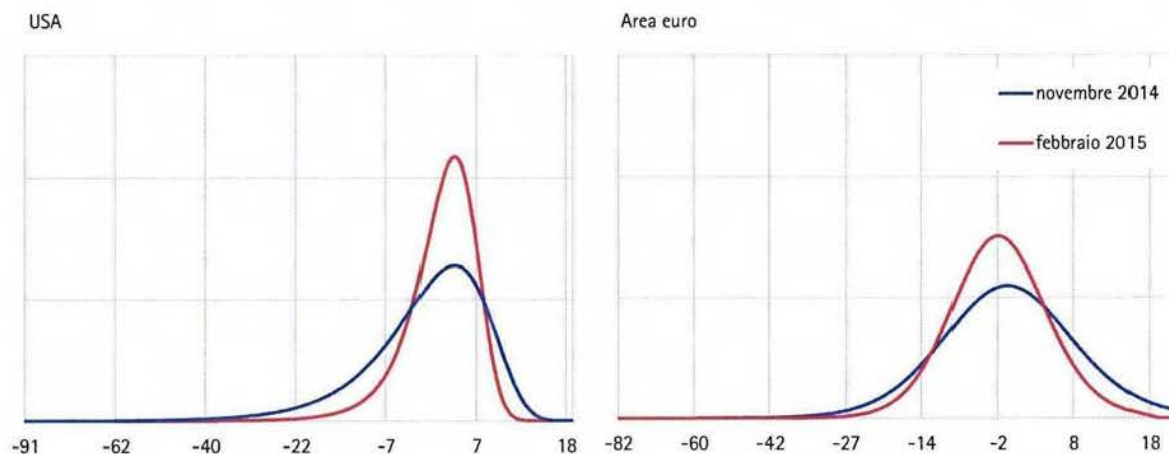
Fig. 9 Market sentiment degli investitori sull'andamento del ciclo economico implicito nella dinamica dei corsi azionari
(dati mensili; gennaio 2009 - febbraio 2015)



Il *market sentiment* è stimato separando la componente di lungo periodo dei rendimenti da quella di breve periodo (maggiormente erratica e volatile). La componente ciclica di ogni serie storica è stata normalizzata tra zero e uno. L'indicatore è stato calcolato applicando alla serie storica degli indici azionari il filtro Christiano-Fitzgerald. Gli indici considerati sono il Ftse Mib e il Ftse Mib Banks per l'Italia e il DJ Euro Stoxx 50 e il DJ Euro Stoxx 50 Banks per l'Europa. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Coerentemente con il miglioramento delle prospettive sull'andamento del ciclo economico, a febbraio 2015 la probabilità attesa di rendimenti estremi su un orizzonte temporale di tre mesi risulta più bassa rispetto a quella riferibile allo scorso novembre (Fig. 10).

Fig. 10 Aspettative sui rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi



Distribuzioni di probabilità *risk-neutral* (che non riflettono l'avversione al rischio degli investitori) dei rendimenti azionari a tre mesi implicite nei prezzi delle opzioni su indici azionari, stimate seguendo Shimko (1993). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

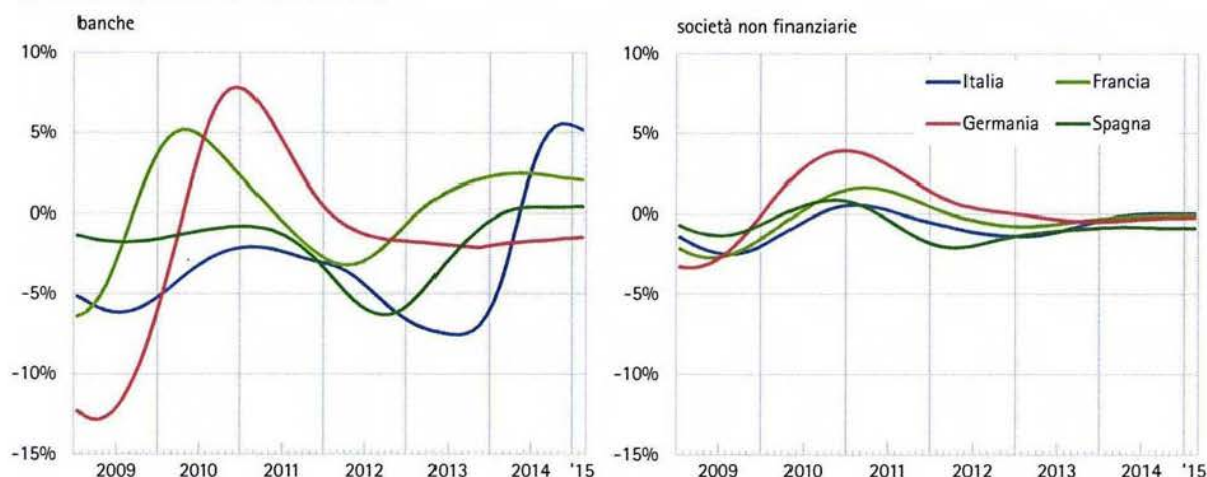
3 La valutazione delle società quotate implicita nei corsi azionari

L'andamento tendenziale stimato degli utili per azione delle società quotate in alcuni paesi dell'Area euro esibisce una dinamica disomogenea tra i maggiori paesi dell'Area euro (Fig. 11).

In particolare, nel settore bancario, gli utili per azione mostrano una marcata tendenza positiva per i principali istituti di credito italiani dopo la forte contrazione sperimentata nel corso del 2013. Con riferimento alle maggiori banche quotate nelle principali Borse dell'Area euro il tasso di crescita degli utili tendenziale è stimato in lieve aumento per la Francia (+2 per cento), stabile e prossimo allo zero per la Spagna e negativo per la Germania (-1,5 per cento).

Per quanto riguarda invece le principali società non finanziarie quotate, dopo i valori negativi registrati nel 2013, gli emittenti italiani mostrano tassi di crescita tendenziali degli utili in progressivo riallineamento con quelli registrati negli altri paesi, verso valori prossimi allo zero.

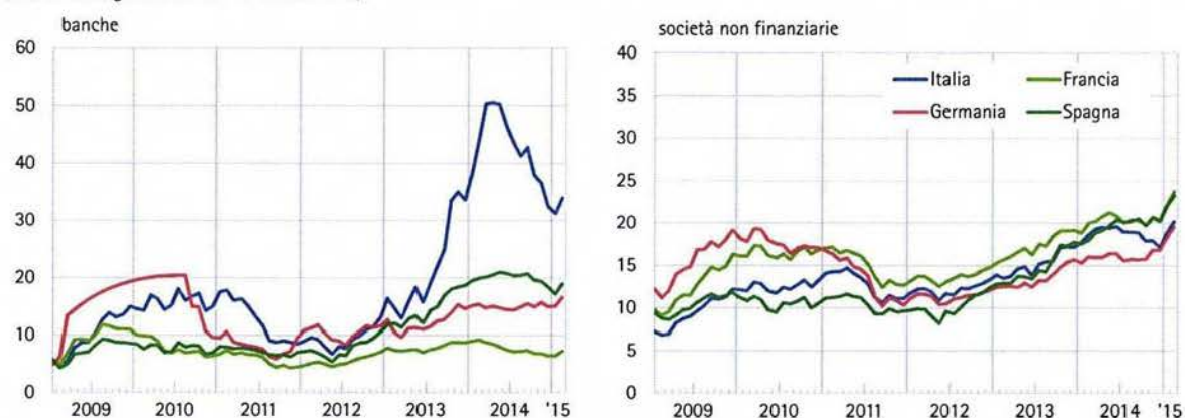
Fig. 11 Tasso di crescita degli utili per azione nell'Area euro
(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)



Il campione delle banche include i primi 20 gruppi europei per totale attivo. Si rappresenta la variazione percentuale del *trend* della serie storica degli utili per azione stimato applicando il filtro di Hodrick-Prescott. Le società non finanziarie sono quelle appartenenti all'indice Datastream del rispettivo paese. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

In linea con la crescita tendenziale degli utili per azione, nel secondo semestre 2014 le principali banche italiane hanno sperimentato una flessione del rapporto prezzo/utigli corretto per il ciclo economico, pur continuando ad attestarsi su livelli nettamente superiori alla media dell'Area euro (Fig. 12). Nello stesso arco temporale è altresì calato, sebbene in misura meno accentuata, il rapporto prezzo/utigli delle società non finanziarie italiane; nei primi mesi del 2015, tuttavia, l'indicatore ha mostrato un andamento crescente e non dissimile dalle dinamiche registrate negli altri paesi dell'Area euro.

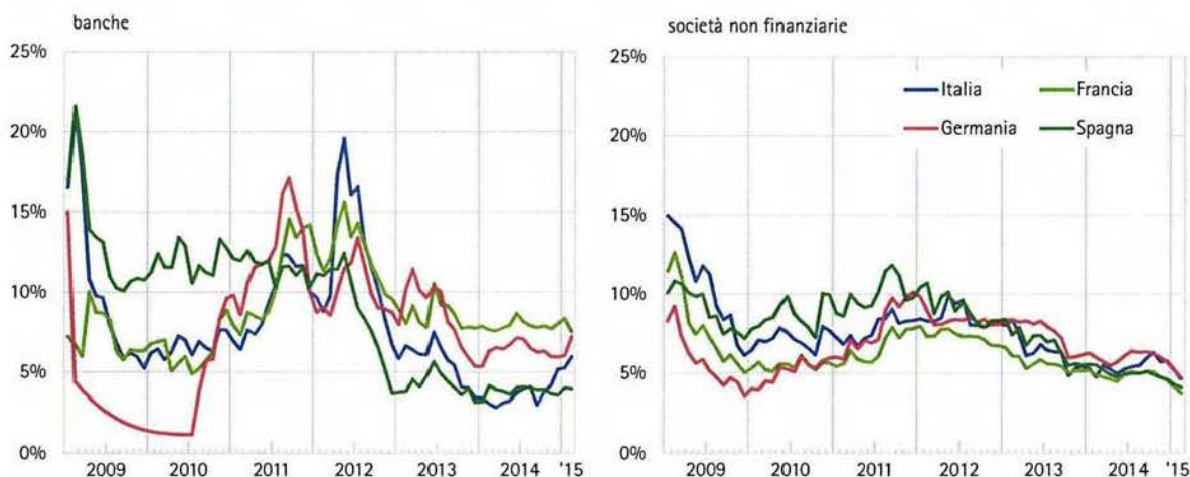
Fig. 12 Rapporto prezzo/utigli corretto per il ciclo nell'Area euro
(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)



Il rapporto prezzo/utigli aggiustato per il ciclo economico (mediante il filtro Hodrick-Prescott) si riferisce ai primi 20 gruppi bancari europei per totale attivo e alle società non finanziarie incluse nei relativi indici Datastream. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nel secondo semestre 2014, il premio al rischio richiesto dagli operatori è aumentato per i principali istituti di credito italiani quotati. Il premio al rischio per le maggiori società quotate non finanziarie domestiche esibisce una dinamica analoga, seppure più contenuta, e in controtendenza rispetto agli altri paesi dell'Area euro (Fig. 13).

Fig. 13 Premi al rischio nell'Area euro
(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)

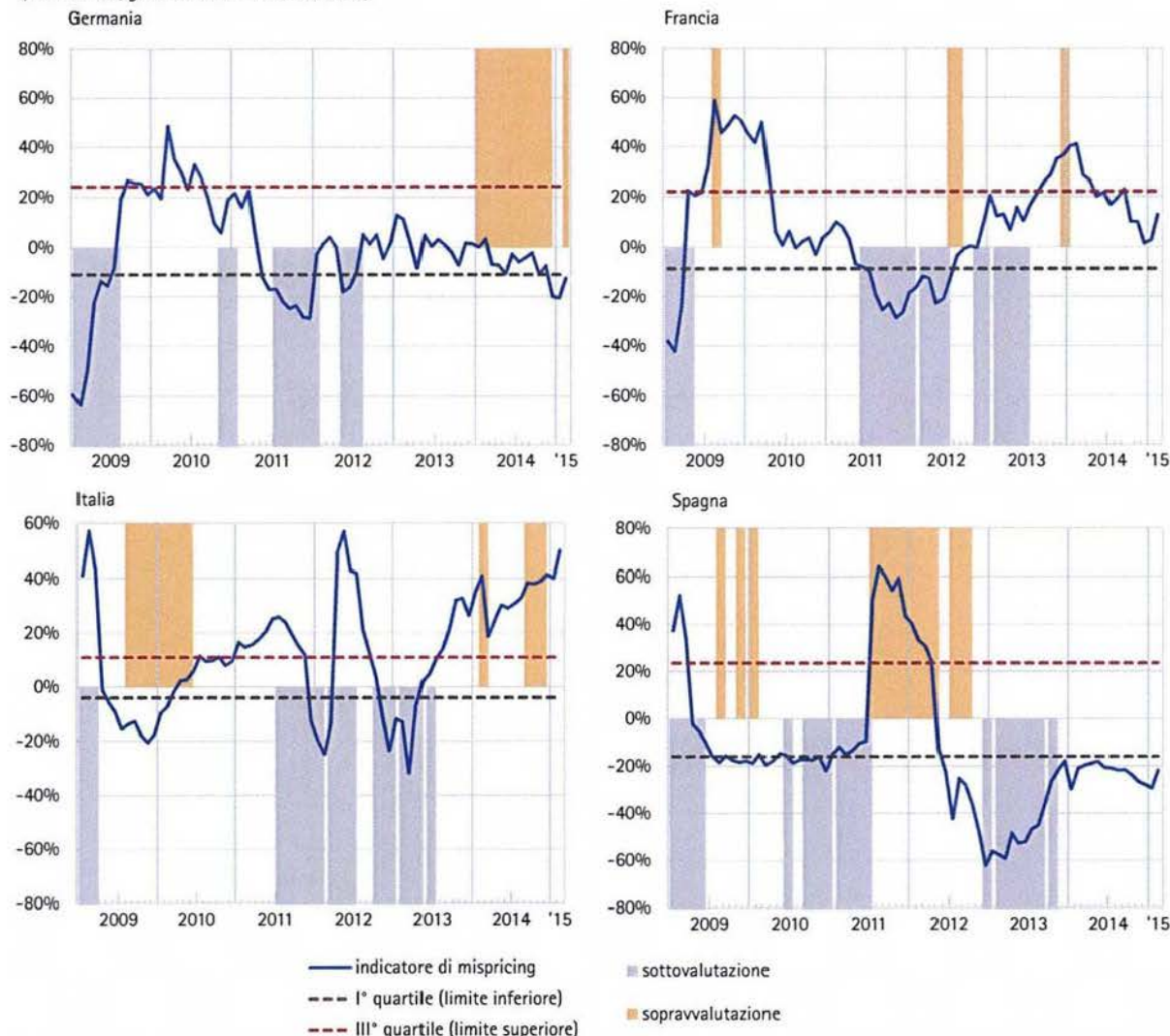


Il campione include i primi 20 gruppi bancari europei per totale attivo. Per le imprese non finanziarie sono stati considerati gli indici Datastream. Il premio per il rischio è stimato come la media della differenza tra l'utile per azione (il reciproco del P/E ratio) e il tasso reale *risk-free* (approssimato con il tasso di interesse *overnight* per l'Area euro). Per le banche tedesche il premio per il rischio è stato interpolato da marzo 2009 a giugno 2010. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Gli indicatori di *mispricing* (stimati sulla base del tasso di crescita del Pil, degli utili per azione e del premio al rischio) segnalano un significativo livello di disomogeneità fra i principali paesi dell'Area (Fig. 14).

Secondo le stime disponibili, le valutazioni di mercato delle banche francesi e tedesche tendono a essere allineate con i fondamentali di mercato. In Spagna, invece, le quotazioni degli istituti di credito risultano inferiori al loro prezzo teorico, mentre le valutazioni di mercato degli istituti di credito italiani tendono a essere superiori a quelle in linea con i fondamentali economici. Questo disallineamento riflette verosimilmente le prospettive favorevoli del sistema bancario italiano, alimentate anche dalla 'pulizia' dei bilanci effettuata in vista dell'attuazione del *Single Supervisory Mechanism* (SSM) e degli aumenti di capitale realizzati nel 2014. I prezzi teorici dei principali istituti di credito italiani, invece, sono spinti al ribasso dalle deboli prospettive di crescita del Pil e dal sostenuto livello di rischiosità percepita dagli investitori, segnalato dal tendenziale aumento dei premi al rischio illustrato in precedenza.

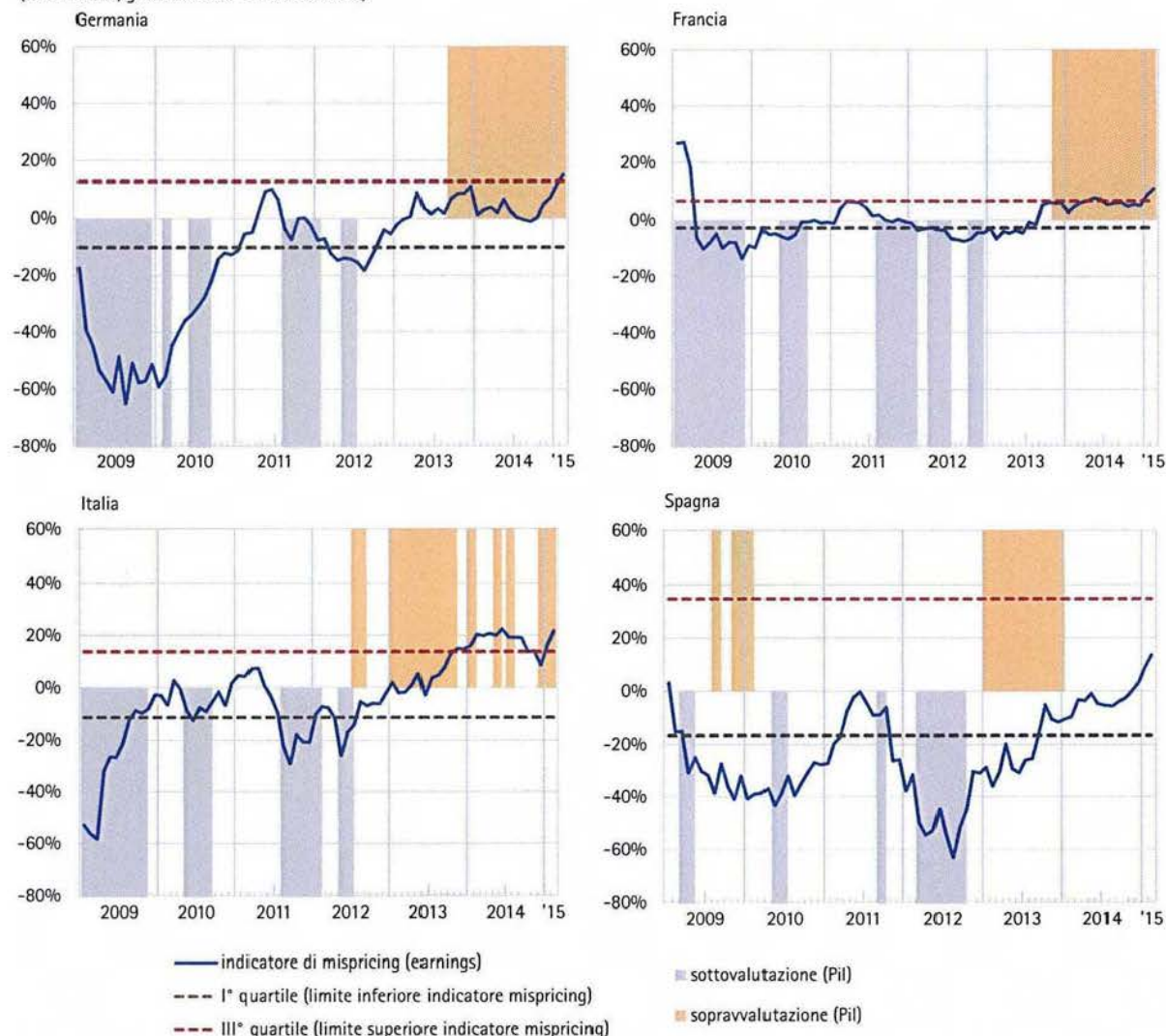
Fig. 14 La valutazione delle banche quotate implicita nei corsi azionari in alcuni paesi dell'Area euro
(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)



Il grafico rappresenta la differenza percentuale fra il valore effettivo dei corsi azionari e quello fondamentale stimato sulla base di un modello di co-integrazione VECM sulle serie storiche degli indici azionari, degli utili per azione aggiustati per il ciclo economico e dei premi al rischio (*earnings yield premium*; Campbell e Shiller, 1988; Nelson, 1999; De Bondt et al., 2010). I limiti inferiore e superiore dell'indicatore di mispricing sono stati stimati sulla serie storica dell'indicatore di mispricing a partire dal 2000. La sotto/sopravvalutazione rispetto al ciclo economico è calcolata stimando la serie storica del I° quartile (III° quartile) della distribuzione degli indici azionari condizionata al Pil (la componente di *trend* è stata stimata attraverso il filtro di Hodrick-Prescott). L'indicatore segnala sottovalutazione $p_t < p_t^*(I^{\circ} \text{quartile}, \text{Pil})$, e sopravvalutazione se $p_t > p_t^*(III^{\circ} \text{quartile}, \text{Pil})$. Quiros e Timmermann, 2001; Cassola e Morana, 2002; Detken e Smets, 2004. Le elaborazioni si riferiscono ai primi 20 gruppi bancari europei per totale attivo. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Con riferimento alle imprese non finanziarie dell'Area euro, nel 2014 i prezzi di mercato non si discostano significativamente dalle quotazioni teoriche (Fig. 15).

Fig. 15 La valutazione delle società non finanziarie quotate implicita nei corsi azionari in alcuni paesi dell'Area euro
(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)

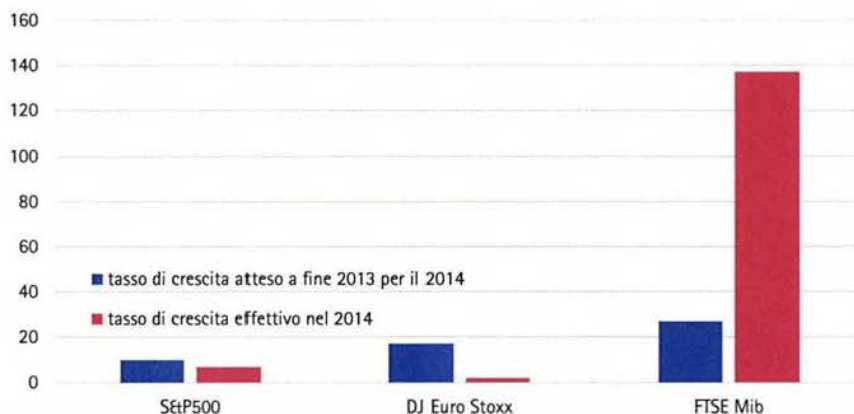


Il grafico rappresenta la differenza percentuale fra il valore effettivo dei corsi azionari e quello fondamentale stimato sulla base di un modello di co-integrazione VECM sulle serie storiche degli indici azionari, degli utili per azione aggiustati per il ciclo economico e dei premi al rischio (*earnings yield premium*; Campbell e Shiller, 1988; Nelson, 1999; De Bondt et al., 2010). I limiti inferiore e superiore dell'indicatore di mispricing sono stati stimati sulla serie storica dell'indicatore di mispricing a partire dal 2000. La sotto/sopravalutazione rispetto al ciclo economico è calcolata stimando la serie storica del I° quartile (III° quartile) della distribuzione degli indici azionari condizionata al Pil (la componente di trend è stata stimata attraverso il filtro di Hodrick-Prescott). L'indicatore segnala sottovalutazione $p_t < p_t^{(I^{\circ} \text{quartile}, \text{Pil})}$ e sopravvalutazione se $p_t > p_t^{(III^{\circ} \text{quartile}, \text{Pil})}$. Quiros e Timmermann, 2001; Cassola e Morana, 2002; Detken and Smets, 2004. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nel corso del 2014 i tassi di crescita effettiva degli utili per azione delle società incluse nei principali indici si sono attestati al di sotto delle aspettative sia negli Usa sia nell'Area euro (Fig. 16). In Italia, invece, gli utili effettivi delle principali società quotate hanno ampiamente superato le previsioni degli operatori. In particolare, a fronte di una crescita stimata, a fine 2013, attorno al 20 per cento, nel 2014 gli utili per azione sono cresciuti mediamente del 140 per cento circa.

Fig. 16 Crescita attesa ed effettiva degli utili societari delle imprese incluse nei principali indici azionari nel 2014

(dati percentuali)

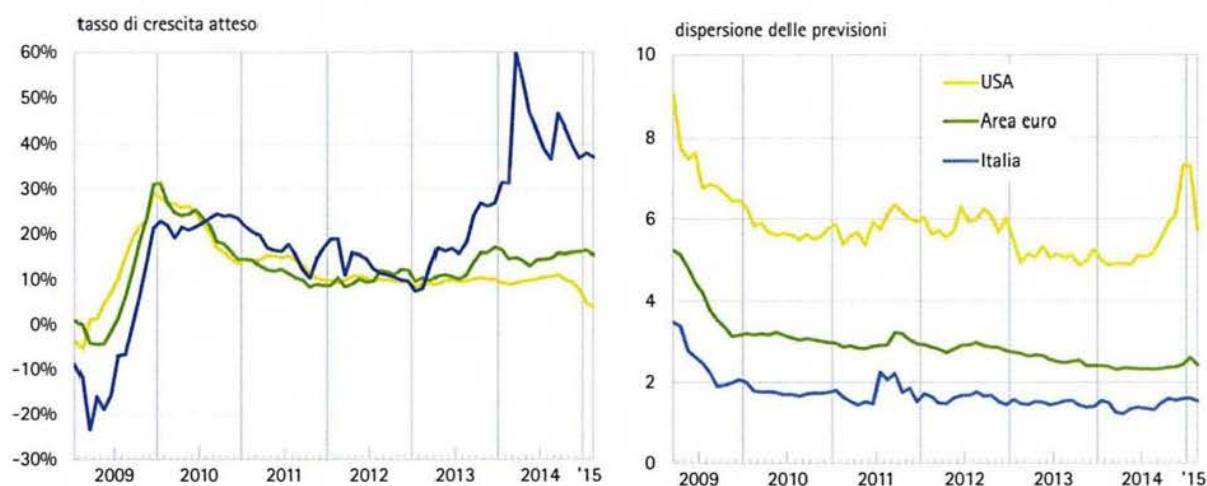


La crescita attesa si riferisce alle previsioni, stimate a fine dicembre 2013, sugli utili a 12 mesi, mentre la crescita effettiva si riferisce all'utile realizzato nel 2014 (stima a febbraio 2015). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters Ibes.

Le previsioni degli utili per azione, su un orizzonte annuale, formulate dagli operatori di mercato per le principali società incluse nel Ftse Mib continuano a rimanere largamente al di sopra della media dell'Area euro, anche se in calo rispetto alle stime dei 12 mesi precedenti (Fig. 17).

Fig. 17 Previsioni degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di 12 mesi

(dati mensili; gennaio 2009 – febbraio 2015)



Medie ponderate dei tassi di crescita degli utili delle società incluse nello S&P500 (USA), nel DJ Euro Stoxx (Area euro) e nel Ftse Mib (Italia). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters Ibes.

PAGINA BIANCA

I mercati non azionari II

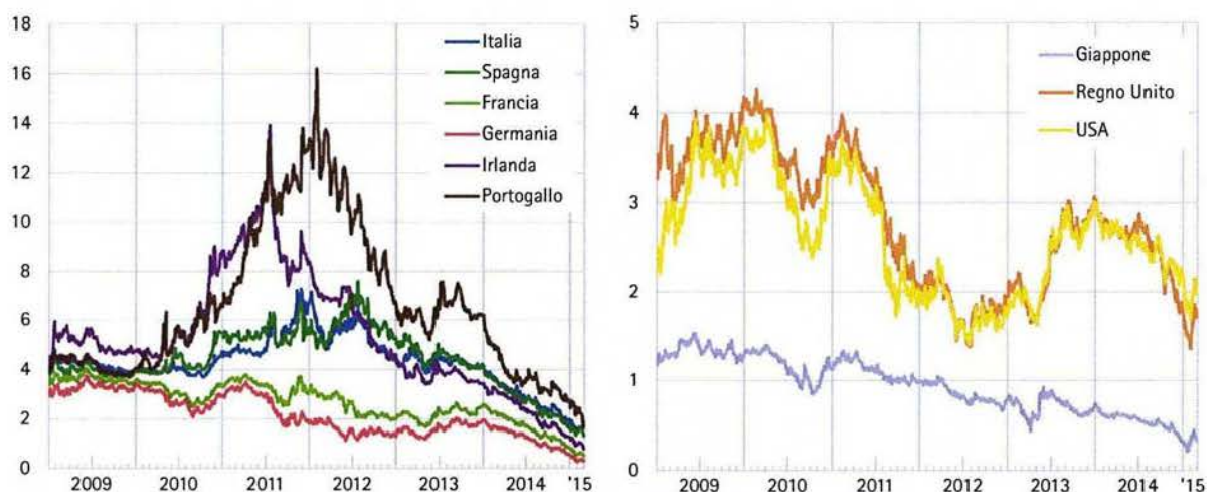
1 I titoli di Stato

Nel corso del 2014 è proseguita la stabilizzazione dei mercati secondari dei titoli di Stato, con una riduzione dei rendimenti dei titoli pubblici a dieci anni che ha interessato sia i paesi dell'Area euro sia le altre maggiori economie (Fig. 18).

A inizio 2015, i rendimenti dei titoli del debito sovrano hanno mostrato un incremento in Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, mentre si sono ulteriormente ridotti nell'Area euro grazie all'annuncio della BCE di un programma di acquisto di titoli pubblici dell'Eurozona sul mercato secondario (*expanded asset purchase programme* – cosiddetto *quantitative easing*).

Il programma prevede acquisti di titoli per un ammontare complessivo pari a 60 miliardi di euro al mese da marzo 2015 a settembre 2016 e riguarda anche i titoli pubblici emessi da paesi dell'Eurozona con vita residua compresa tra 2 e 30 anni. Il citato programma è finalizzato a riportare il tasso di inflazione nell'Area a livelli prossimi al 2 per cento nel medio termine.

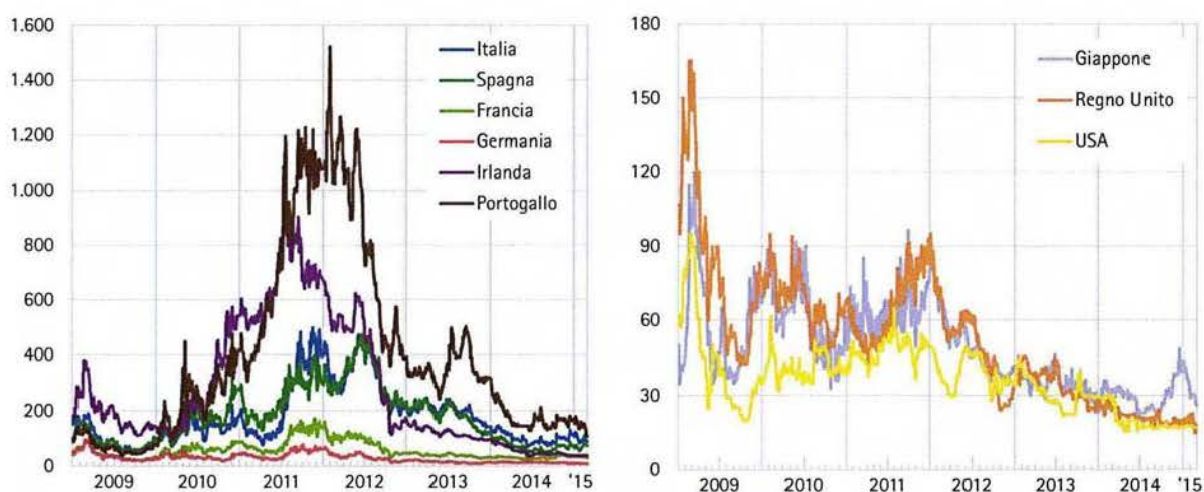
Fig. 18 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni nell'Area euro
(valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2009 - 28/02/2015)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

I premi per il rischio dei *credit default swap* (Cds) a cinque anni sul debito sovrano hanno mostrato dinamiche analoghe a quella dei rendimenti dei titoli pubblici. Nel corso del 2014, in particolare, il differenziale tra i premi dei Cds sul debito dei paesi core dell'Area euro e quelli dei paesi periferici si è progressivamente ridotto (Fig. 19).

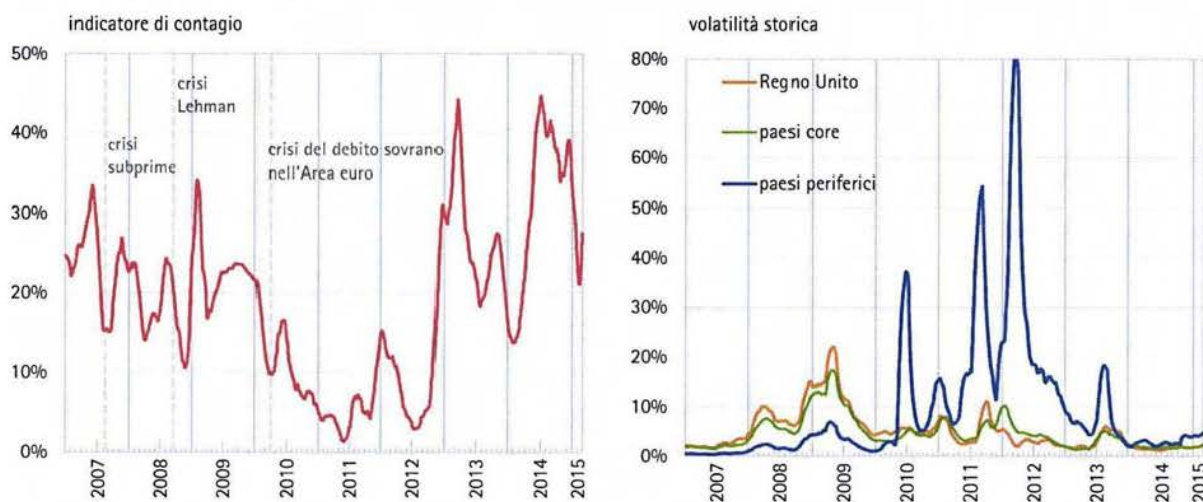
Fig. 19 Premi dei *credit default swap* sovrani a 5 anni nell'Area euro
(punti base; dati giornalieri; 01/01/2009 - 28/02/2015)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Dopo l'incremento osservato nella prima parte del 2014, il fenomeno del contagio si è significativamente attenuato nel secondo semestre dell'anno, come emerge dall'andamento dell'intensità della correlazione tra mercati non attribuibile ai fondamentali economici (Fig. 20). A inizio 2015 l'indicatore di contagio è tornato a crescere, pur rimanendo su livelli contenuti, presumibilmente per effetto della riduzione generalizzata dei rendimenti dei titoli pubblici nell'Area euro, conseguente all'avvio del *quantitative easing* della BCE.

Fig. 20 Indicatore di contagio e volatilità storica degli *spread* dei titoli di Stato a 10 anni per alcuni paesi europei
(dati giornalieri; 01/01/2007 - 28/02/2015)



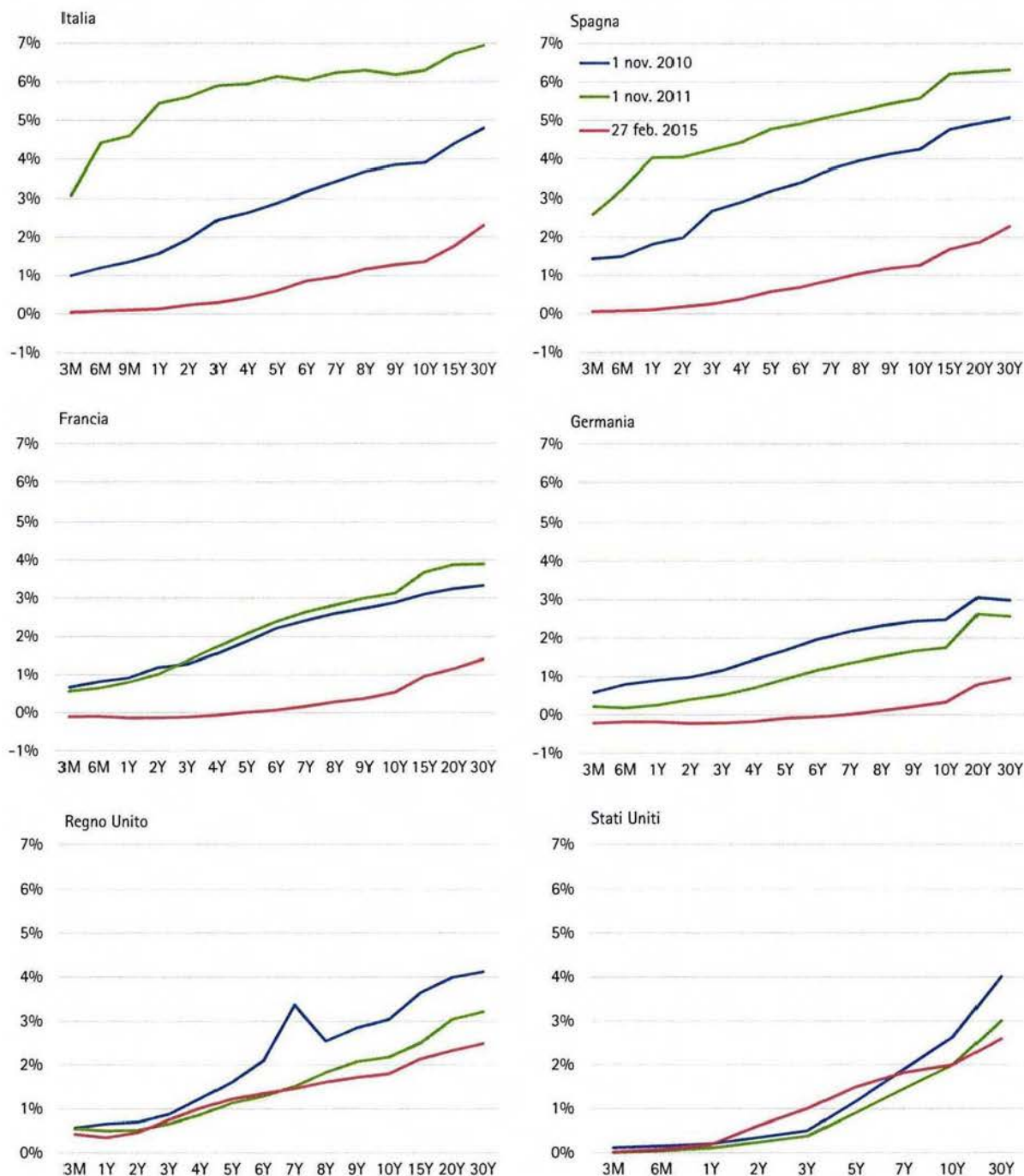
Per la metodologia di costruzione dell'indicatore di contagio si veda il Quaderno di Finanza Consob n. 72. Il campione di paesi include Regno Unito, Germania, Francia, Spagna, Grecia, Portogallo, Irlanda, Austria, Olanda, Finlandia. La figura di sinistra riporta la percentuale delle relazioni di lungo periodo fra gli *spread* dei titoli di Stato dei vari paesi che risultano statisticamente significative, sul totale di tutte le possibili connessioni; le connessioni di lungo periodo sono state individuate applicando il test di co-integrazione bi-variata di Johansen(1988) con una finestra *rolling* di 1.000 giorni (media mobile dell'indicatore su 2 mesi). La figura di destra riporta il valore medio della volatilità storica (annualizzata) delle variazioni degli *spread* dei titoli di Stato inclusi nel campione rispetto al Treasury statunitense (esclusa la Grecia); tale volatilità è stata stimata applicando un modello multivariato Garch. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Per i maggiori paesi dell'Area euro, la struttura a termine dei tassi di interesse ha mostrato un notevole spostamento verso il basso rispetto ai livelli osservati nel 2011, al culmine della crisi del debito sovrano in Europa (Fig. 21).

In particolare i tassi di interesse hanno raggiunto valori negativi sulle scadenze a breve termine per Francia e Germania, mentre Italia e Spagna hanno registrato un calo particolarmente ampio (superiore ai 400 punti base) sulle scadenze a lungo termine.

Nel Regno Unito e negli Stati Uniti, invece, si osserva un marginale incremento dei tassi in corrispondenza delle scadenze intermedie, presumibilmente connesso alle aspettative di un prossimo cambiamento nell'assetto di politica monetaria in questi paesi.

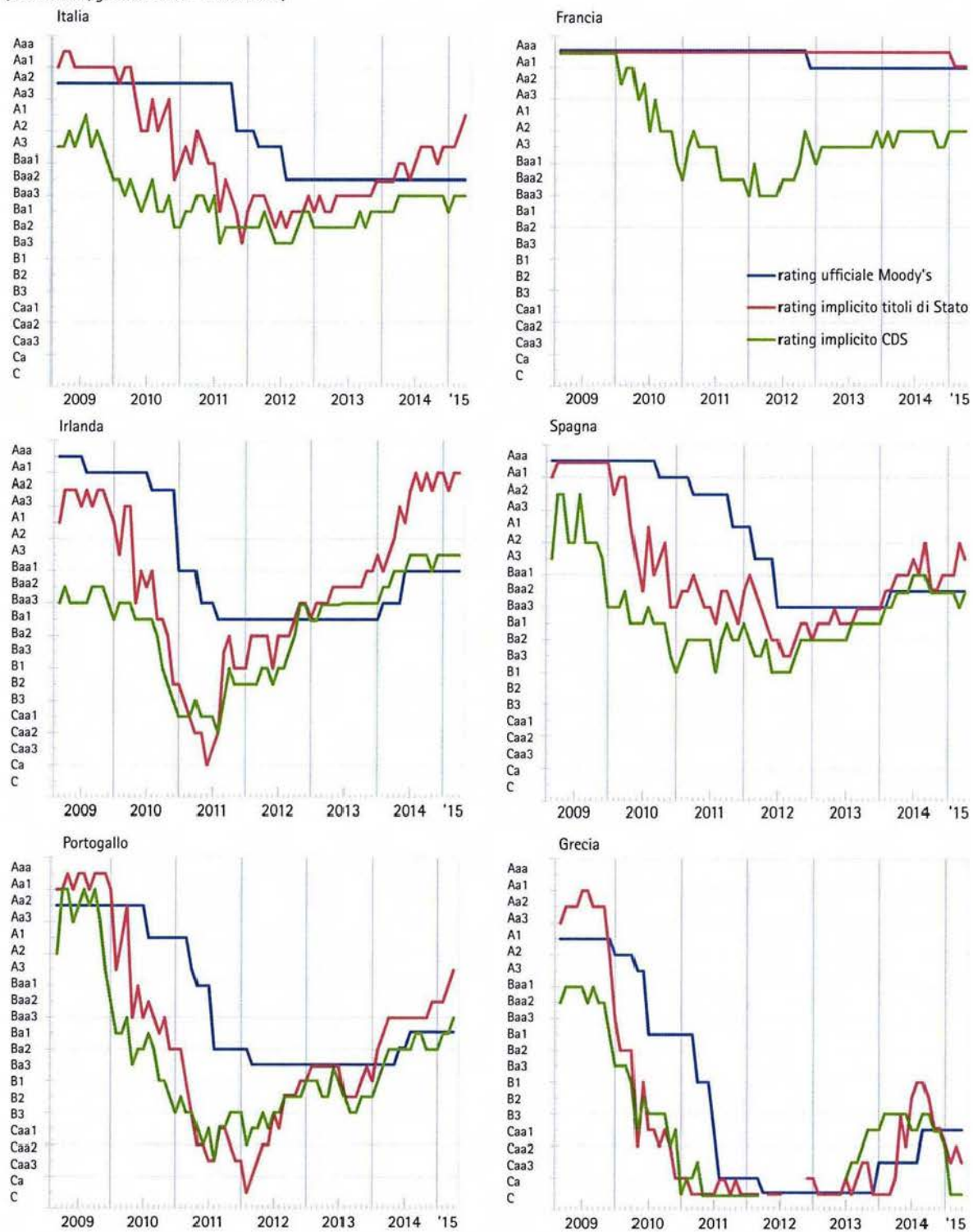
Fig. 21 Curva dei tassi d'interesse sui titoli di Stato in alcuni paesi avanzati



Fonte: Thomson Reuters.

Il calo dei rendimenti sui titoli pubblici dei paesi dell'Area euro si riflette sull'andamento dei relativi rating impliciti, che risultano superiori a quelli ufficiali per tutti i paesi ad eccezione della Grecia (Fig. 22).

Fig. 22 Rating ufficiali e rating impliciti nei Cds e nei titoli di Stato di alcuni paesi dell'Area euro
(dati mensili; gennaio 2009 – marzo 2015)

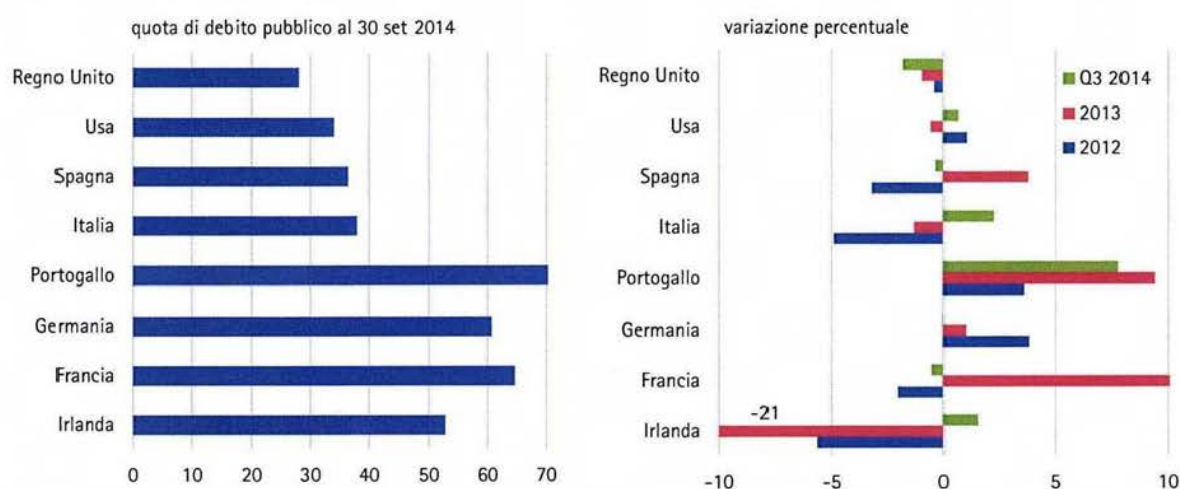


Fonte: elaborazioni su dati Moody's. Dati disponibili al 29 marzo 2015.

Nei primi nove mesi del 2014 la quota di debito pubblico di Italia e Irlanda detenuta da non residenti è aumentata, segnando un'inversione di tendenza rispetto all'ultimo biennio. Il dato è risultato positivo anche per il Portogallo, in linea con l'andamento registrato negli anni precedenti, e sostanzialmente stabile per la Spagna (Fig. 23).

Al 30 settembre 2014 la quota di debito pubblico domestico riferibile a non residenti si colloca su livelli di poco inferiori al 40 per cento per Italia e Spagna, al 50 per cento per l'Irlanda e al 70 per il Portogallo.

Fig. 23 Quota del debito sovrano detenuta da non residenti

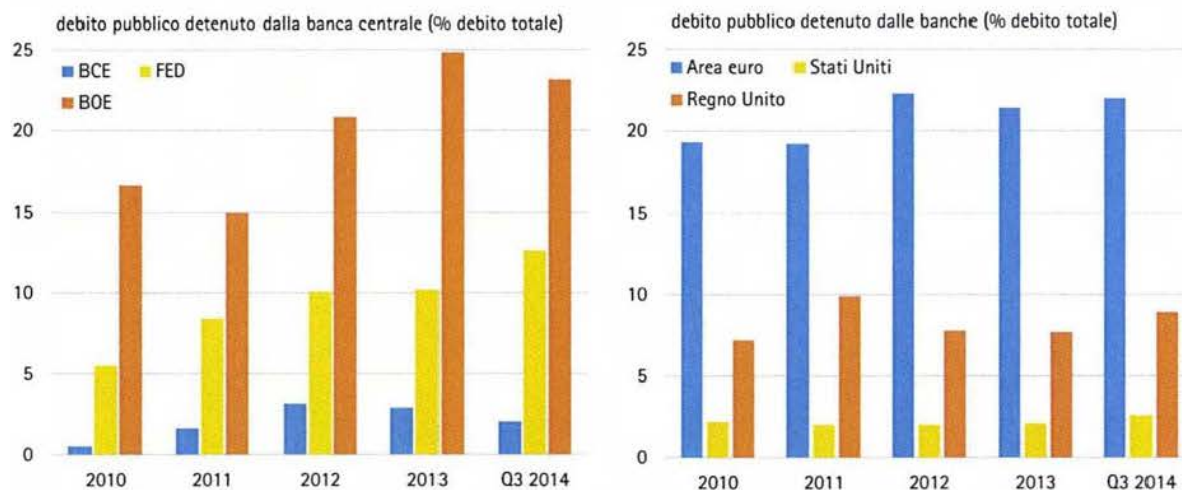


Fonte: elaborazioni su dati Bruegel (database on sovereign bond holdings; Pisani e Ferry 2012) e FMI per il Portogallo.

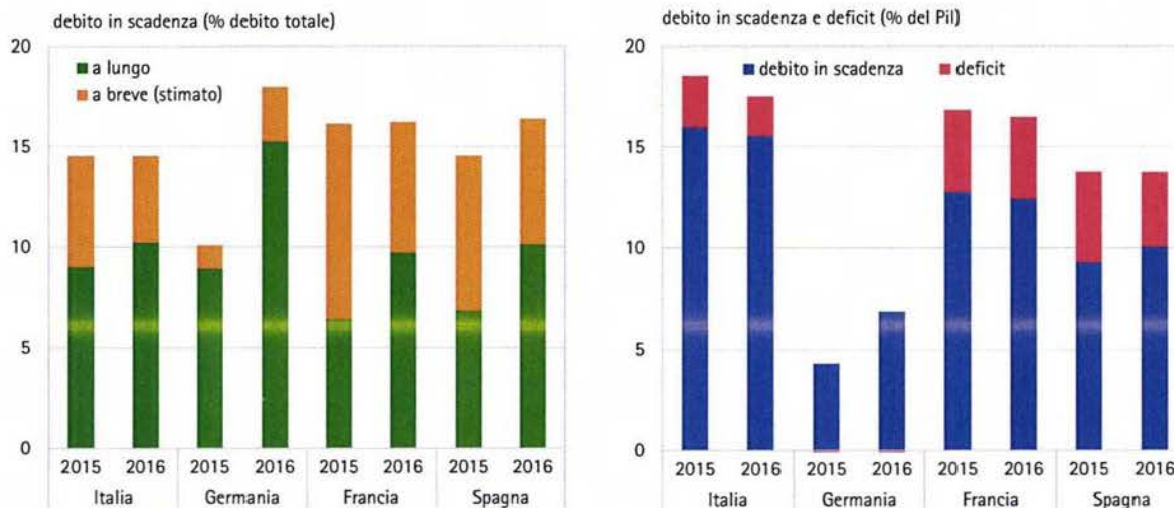
Nello stesso periodo, la quota di debito sovrano detenuta dalla BCE si è ridotta di un punto percentuale, portandosi a fine settembre al 2 per cento del totale, mentre è aumentata, seppur lievemente, la quota riferibile alle banche private dell'Area euro (Fig. 24).

Nel Regno Unito e negli USA, invece, la quota di debito pubblico domestico detenuta dalla banca centrale risulta molto più elevata (20 e 10 per cento rispettivamente per la Bank of England e la Fed), mentre quella ascrivibile alle banche private domestiche si attesta su livelli significativamente inferiori (pari al 9 e al 3 per cento rispettivamente per quelle inglesi e statunitensi). Queste differenze riflettono da un lato le eterogeneità nella struttura finanziaria delle economie e dall'altro il diverso assetto di politica monetaria delle rispettive banche centrali.

Le necessità di rifinanziamento del debito pubblico in scadenza restano elevate nei principali paesi dell'Area euro (Fig. 25). In particolare la quota di debito in scadenza nel 2015 rappresenta il 16 per cento del totale debito per la Francia, poco meno del 15 per cento per Italia e Spagna e il 10 per cento per la Germania.

Fig. 24 Quota del debito pubblico domestico detenuta dalla banca centrale e dagli istituti di credito nelle principali economie avanzate

Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e database on sovereign bond holdings (Pisani e Ferry 2012). Per l'Area euro i dati relativi ai titoli pubblici detenuti da banche si riferiscono a Grecia, Italia, Francia, Germania e Spagna.

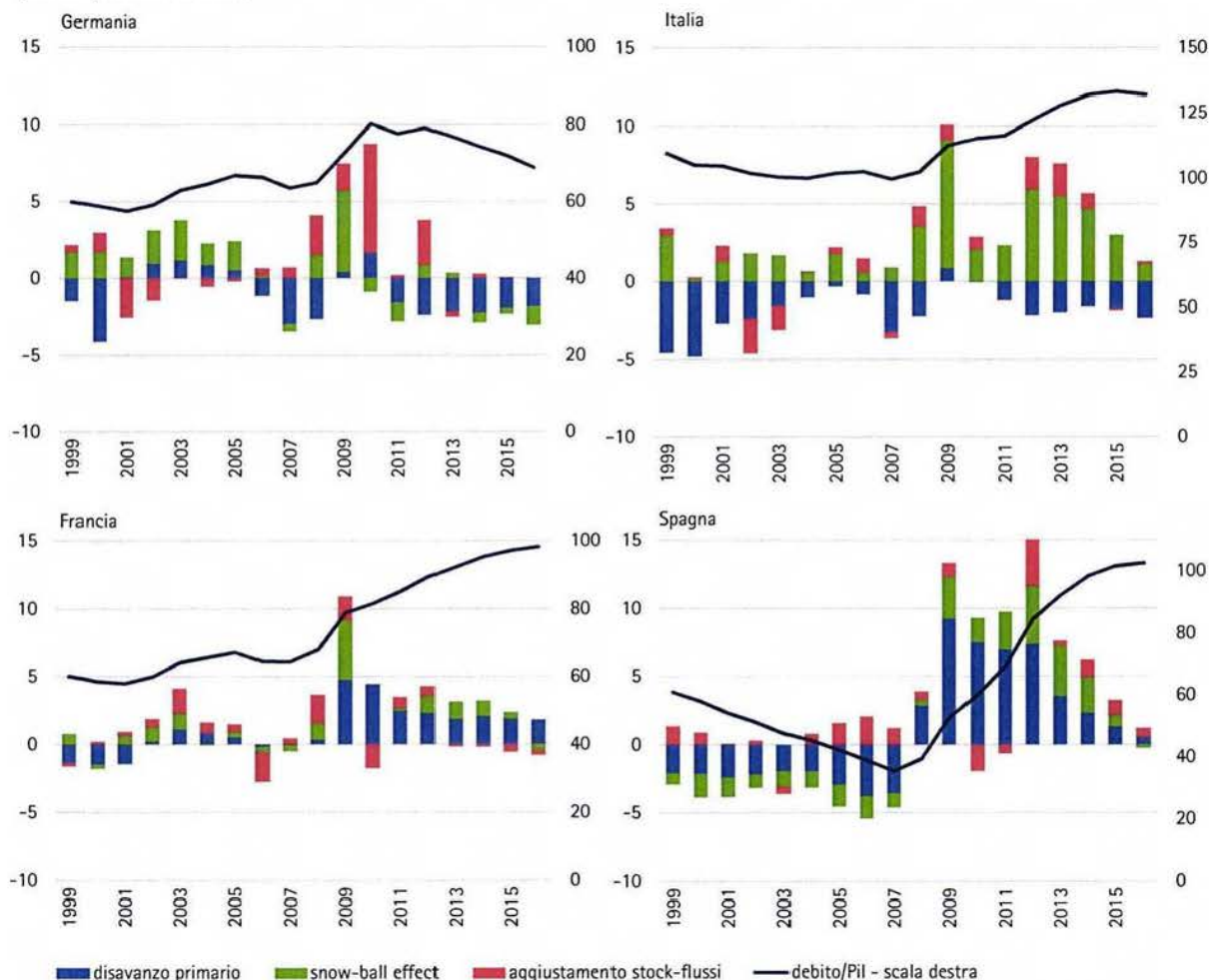
Fig. 25 Rifinanziamento del debito pubblico

Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Commissione europea.

Le necessità di rifinanziamento risultano significative anche rispetto al Pil, attestandosi per il 2015 attorno al 16 per cento per l'Italia, seguita da Francia (13 per cento circa) e Spagna (10 per cento circa); per la Germania il dato si colloca su un valore inferiore e pari al 5 per cento. Ulteriori coperture dovranno essere reperite anche per il deficit, che per l'Italia è previsto pari al 2,6 per cento del Pil, inferiore al dato stimato per Francia e Spagna (rispettivamente, 4,1 e 4,5 per cento del Pil).

L'incidenza del debito pubblico sul prodotto interno lordo continua a connotarsi per una certa eterogeneità tra i principali paesi dell'Area euro (Fig. 26).

Fig. 26 Determinanti del debito pubblico
(valori in percentuale del Pil)



Fonte: Commissione europea. I dati riportano le determinanti del rapporto debito/Pil (asse secondario); lo *snowball effect* indica la variazione di debito determinata dalla differenza tra tasso di interesse e tasso di crescita del Pil; l'aggiustamento *stock-flussi* corrisponde alla differenza tra variazione del debito e variazione dell'avanzo/disavanzo pubblico riferibile a voci straordinarie.

In particolare il rapporto debito/Pil è in flessione in Germania, mentre risulta in crescita in Francia e Spagna. Con particolare riferimento all'Italia, la stima per il 2015 evidenzia una stabilizzazione del rapporto debito/Pil su livelli che si collocano oltre il 130 per cento. Le proiezioni per il 2016 denotano un'inversione di tendenza, con una lieve riduzione dell'incidenza del debito sul livello di attività economica.

Come noto, la dinamica del rapporto debito/Pil è influenzata da fattori differenti tra paesi. In Spagna il contributo maggiore è riferibile all'ampliamento dei