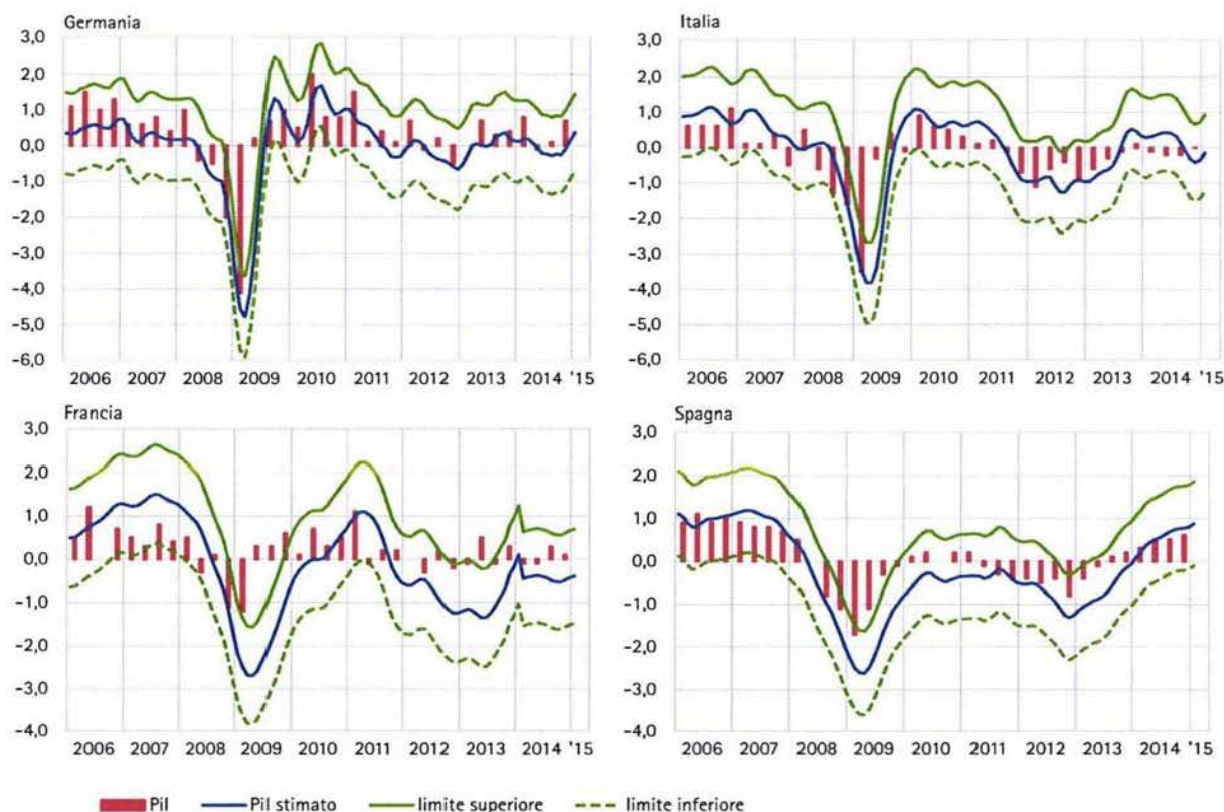


disavanzi primari a partire dal 2009 e fino al 2012, mentre in Italia hanno rivestito un ruolo determinante la debole crescita economica e l'elevato costo del servizio del debito (connesso anche all'elevato stock di debito esistente). Secondo le previsioni della Commissione europea, nel prossimo biennio la crescita del debito pubblico in rapporto al Pil dovrebbe attenuarsi in entrambi i paesi considerati, per effetto del ridimensionamento del disavanzo primario (in Spagna) e del consolidarsi della ripresa economica.

Nei primi mesi del 2015 le stime del Pil in tempo reale (cosiddette *nowcasts*) sembrano confermare il permanere di differenze nel tasso di crescita dell'attività economica nei maggiori paesi dell'Area euro (Fig. 27).

Tali stime combinano l'evoluzione di indicatori economici definiti *hard indicators* (quali produzione industriale, tasso di occupazione, esportazioni e vendite al dettaglio) con quella di indicatori *soft* (quali gli indici di fiducia relativi ai diversi settori economici).

Fig. 27 Previsioni del Pil in tempo reale



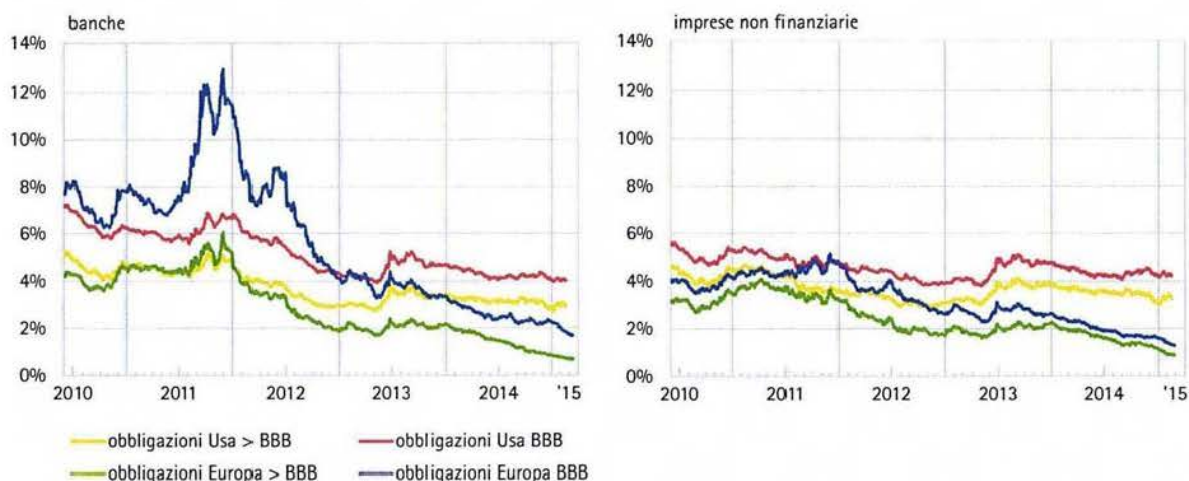
La metodologia adottata per elaborare le previsioni è basata su un modello *state-space* di dimensioni ridotte e utilizza 11 indicatori *soft* e *hard* (stime preliminari e finali del Pil; *hard indicators*: esportazioni, indice della produzione industriale, vendite al dettaglio, tasso di occupazione; *soft indicators*: *economic sentiment indicator*, indice di fiducia dei consumatori, indice di fiducia degli imprenditori, indice di fiducia del settore dell'edilizia; Camacho e Perez-Quiros, 2010). L'estrazione di un fattore comune alle serie storiche macroeconomiche utilizzate è effettuata con il filtro di Kalman. Il modello è stimato separatamente per ogni paese (Francia, Germania, Italia e Spagna) sulla base dei dati di fonte Commissione europea, Istat, Insee, Bundesbank e Ine per il periodo dicembre 2002 - gennaio 2015.

Con riferimento all'Italia, seppur nell'ambito di una persistente debolezza congiunturale, le previsioni di crescita indicano in prospettiva un miglioramento della situazione economica, con un passaggio da tassi di crescita del Pil negativi a valori positivi. In Spagna le *nowcasts* mostrano un consolidamento dei segnali di ripresa emersi nel corso del 2014, mentre la Francia sembra evidenziare una sostanziale stagnazione economica.

2 Le obbligazioni *corporate* e le cartolarizzazioni

Nel corso del 2014 i rendimenti delle obbligazioni societarie hanno mostrato una progressiva divaricazione tra USA e Europa, riflettendo anche gli andamenti dei rendimenti dei titoli di Stato di riferimento (Fig. 28).

Fig. 28 Rendimenti delle obbligazioni societarie
(dati giornalieri; 01/06/2010 – 31/03/2015)



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

In particolare, negli USA i rendimenti obbligazionari si sono mantenuti su livelli prossimi al 4 per cento per i titoli con rating BBB e al 3 per cento per quelli con rating superiore. In Europa, invece, i rendimenti delle obbligazioni societarie sono apparsi in costante calo sia nel settore bancario sia in quello non finanziario. A marzo 2015 i rendimenti risultano inferiori al 2 per cento per tutte le classi di rating, in ragione dell'ulteriore allentamento della politica monetaria messo in atto dalla BCE.

Con riferimento al mercato primario, le obbligazioni nette emesse dalle società non finanziarie si sono mantenute stabili su valori positivi sia in

USA sia in Europa, mentre in Italia hanno evidenziato un calo significativo (da 13 miliardi di euro circa nel 2013 a 3 miliardi nel 2014; Fig. 29). Rispetto al 2013, inoltre, risulta invariata la quota di emissioni lorde di titoli con rating di tipo speculativo (ossia inferiore a BBB).

In particolare l'Italia si caratterizza per la quota più elevata di emissioni lorde di titoli con basso merito di credito (quasi il 40 per cento del totale, a fronte di valori pari a 21 e 28 per cento circa registrati, rispettivamente, in Europa e negli USA).

Le necessità di rifinanziamento per il 2015 non risultano particolarmente elevate, con una quota di titoli in scadenza, calcolata sul totale del debito emesso, che si attesta attorno al 6 per cento negli USA e in Europa e al 7 per cento in Italia.

Le emissioni nette di obbligazioni bancarie presso investitori istituzionali permangono su livelli negativi in Europa e prossimi allo zero negli USA (Fig. 30). In Italia, invece, le emissioni destinate a investitori istituzionali sono aumentate, passando da 22 miliardi di euro nel 2013 a 26 miliardi nel 2014 con un'incidenza sul totale delle emissioni del 22 per cento (16 per cento a fine 2013), mentre sono calati i titoli collocati presso gli investitori *retail*.

Per quanto riguarda le esigenze di rifinanziamento, nel 2015 le obbligazioni bancarie in scadenza negli USA e in Europa rappresentano, rispettivamente, il 5 e l'8 per cento del totale. Più elevata risulta, invece, la quota riferita agli istituti di credito italiani, che nel 2015 vedranno arrivare in scadenza una quota di obbligazioni superiore al 10 per cento del totale emesso dal 2007.

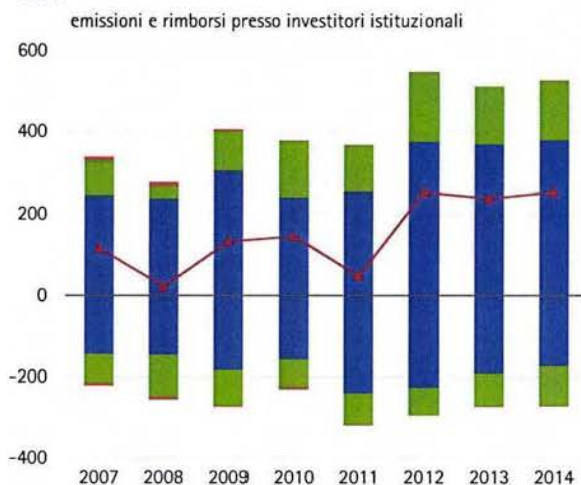
Nel corso del 2014 il mercato primario dei titoli cartolarizzati ha continuato segnare una sostanziale stagnazione sia negli USA sia in Europa (Fig. 31).

Negli USA il volume totale di cartolarizzazioni emesse è risultato pari a 650 miliardi di euro, in calo rispetto agli 800 miliardi registrati nel 2013. Le emissioni nette sono risultate positive solo per le cartolarizzazioni legate a mutui (170 miliardi), sebbene in calo del 30 per cento circa rispetto al 2013 (243 miliardi). In Europa il mercato presenta dimensioni molto più contenute con un totale delle emissioni lorde pari a circa 70 miliardi di euro nel 2014 (in calo rispetto agli 80 miliardi all'anno precedente). Le emissioni nette si sono mantenute su valori prossimi allo zero sia per le cartolarizzazioni legate a mutui sia per quelle legate ad altre attività.

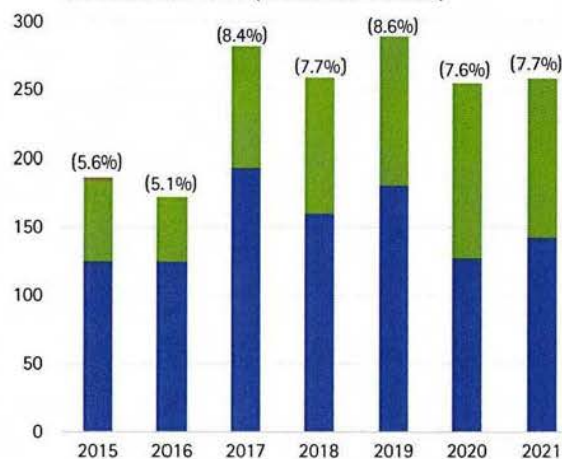
Sul mercato italiano si osservano volumi di attività marginali, sebbene le emissioni lorde complessive (7,2 miliardi di euro), risultino in crescita rispetto al 2013 (3,8 miliardi) principalmente per effetto dell'aumento dei titoli cartolarizzati con sottostanti mutui.

Fig. 29 Emissioni di obbligazioni di società non finanziarie
(miliardi di euro)

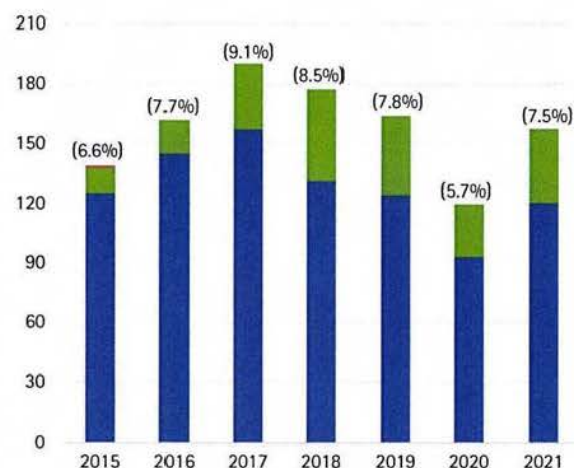
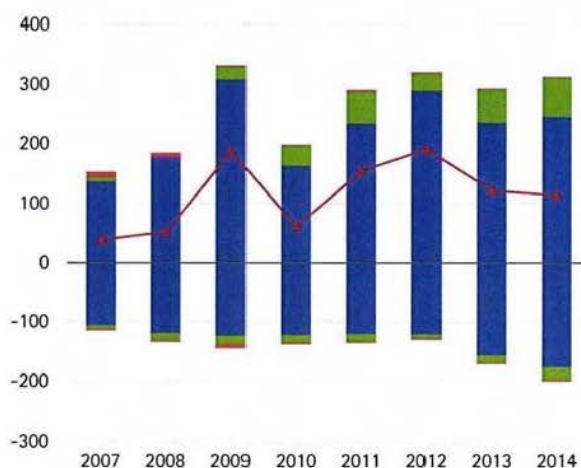
USA



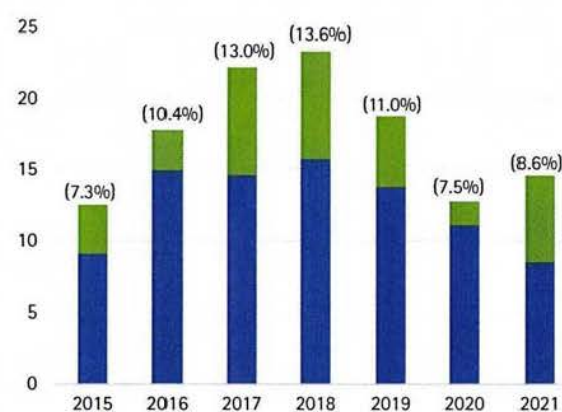
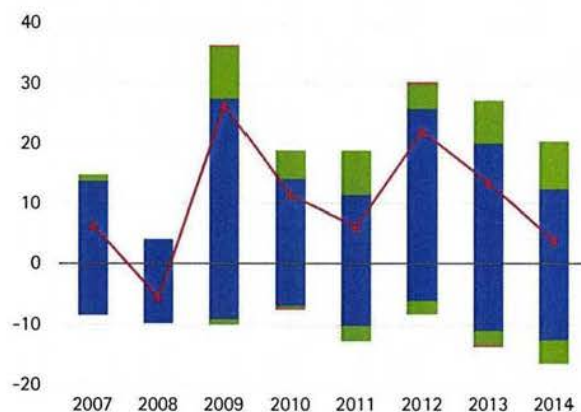
ammontare in scadenza (in % del totale emesso)



EUROPA



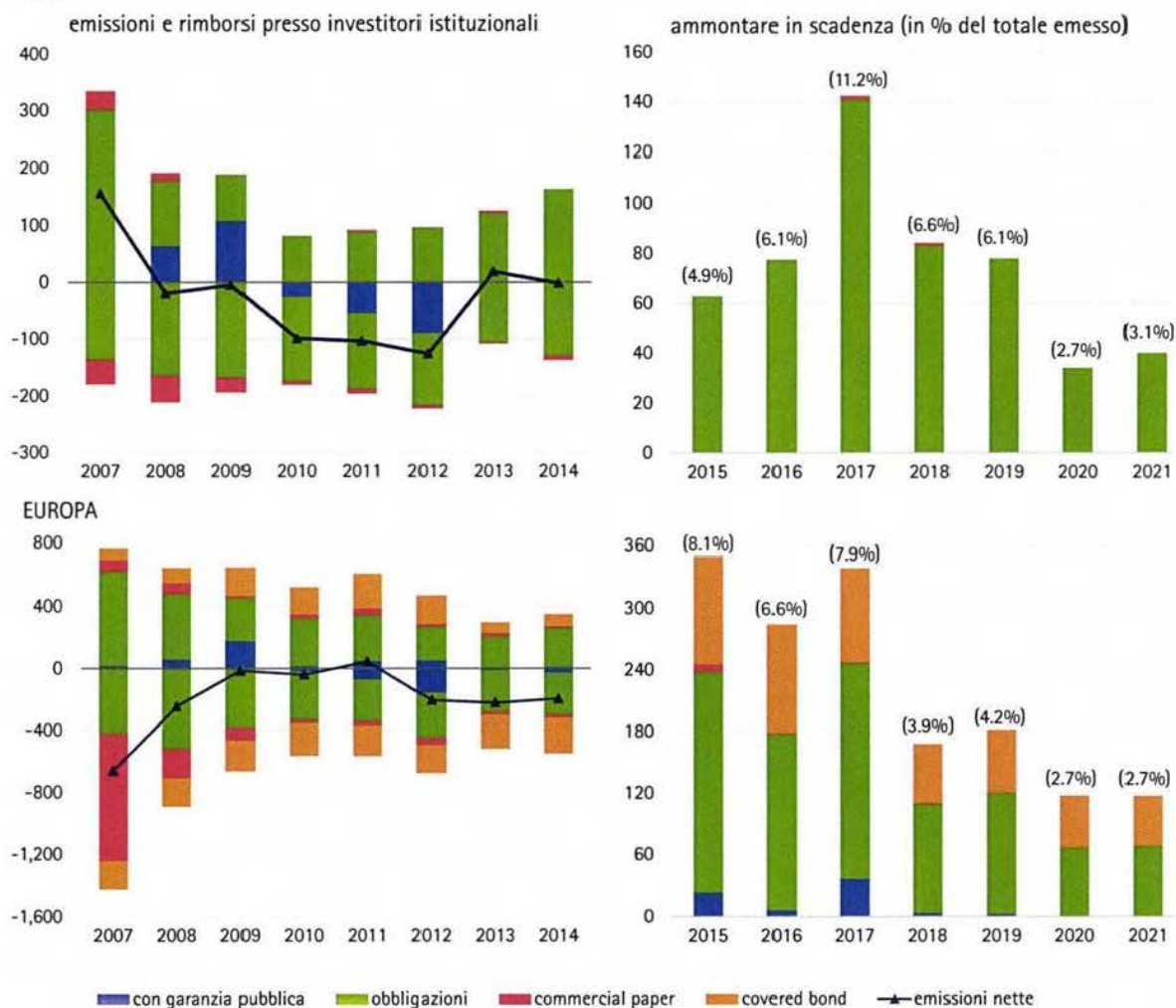
ITALIA



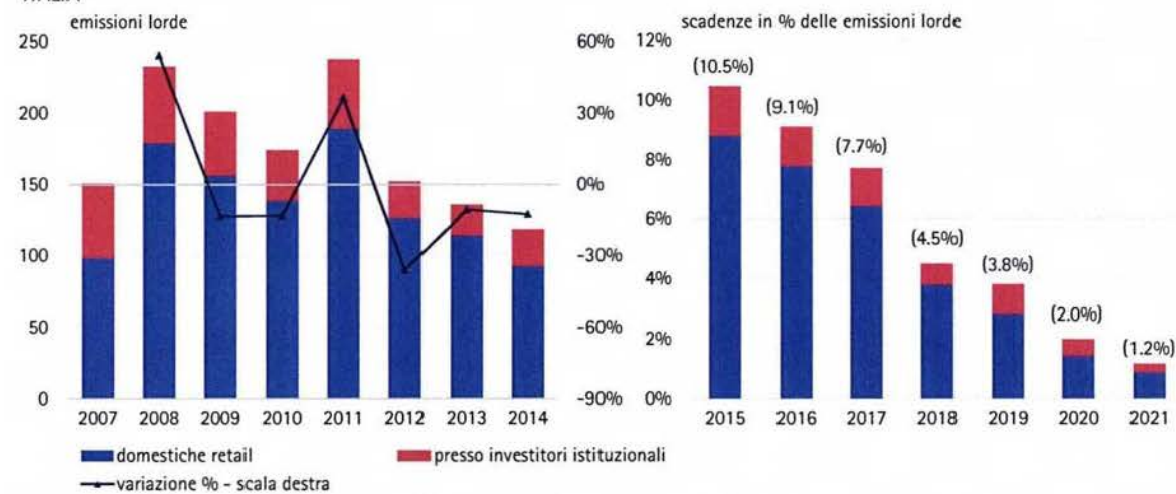
■ obbligazioni >BBB ■ obbligazioni <BBB ■ commercial paper — emissioni nette

Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse a partire dal 2007.

Fig. 30 Emissioni di obbligazioni bancarie
(miliardi di euro)
USA



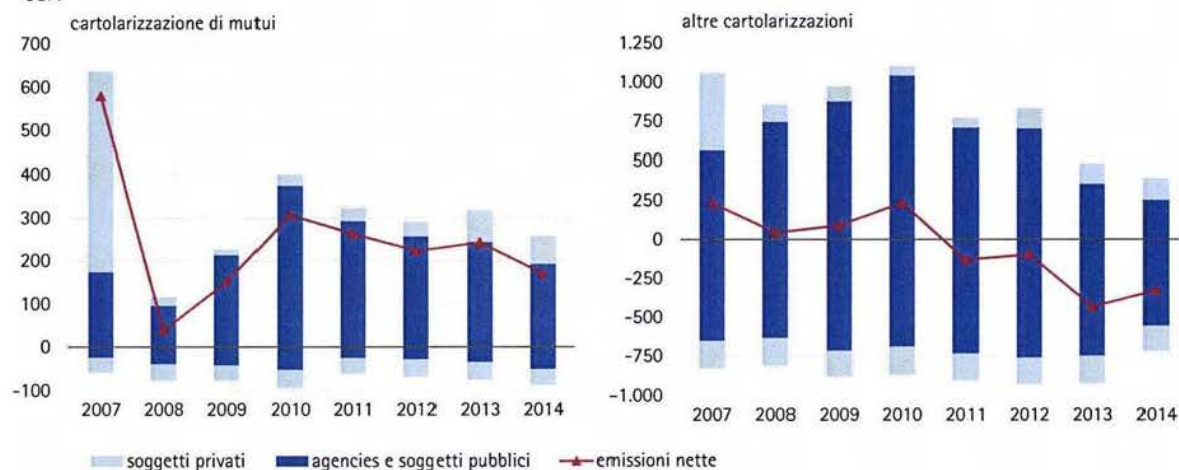
ITALIA



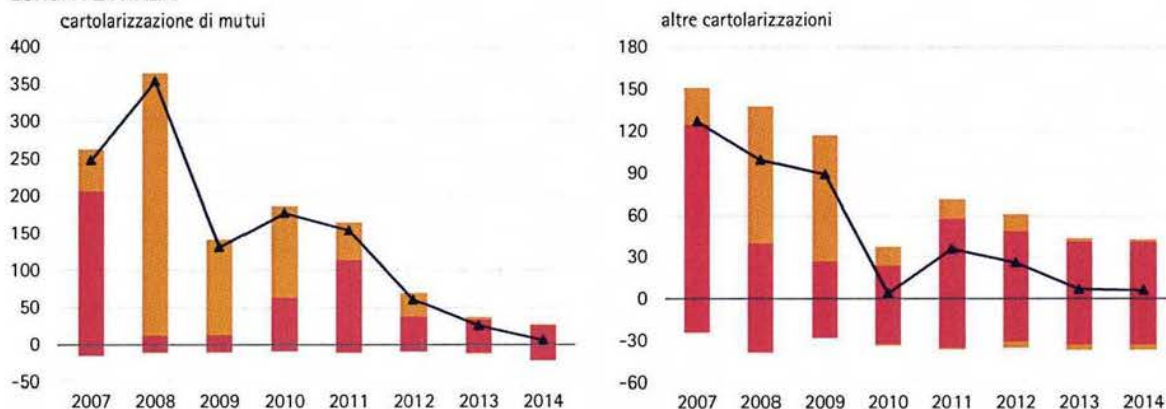
Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse a partire dal 2007.

Fig. 31 Emissioni di cartolarizzazioni
(miliardi di euro)

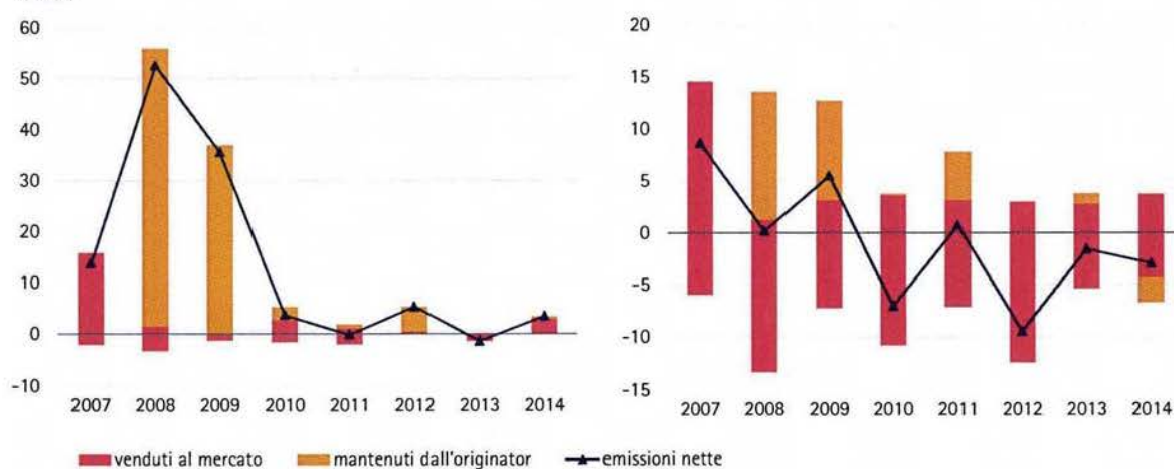
USA



EUROPA EX ITALIA



ITALIA



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

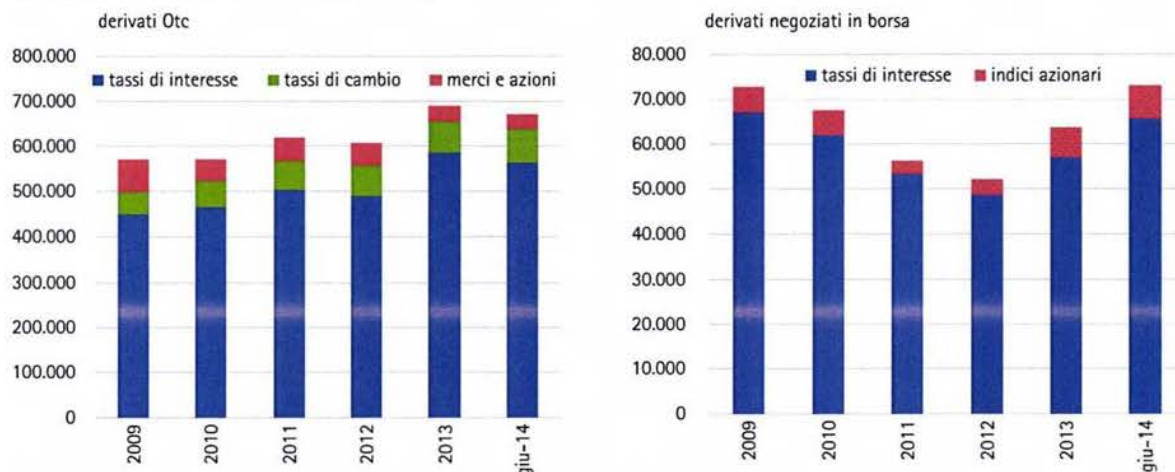
3 Gli strumenti finanziari derivati

Alla fine del primo semestre 2014 le consistenze dei derivati scambiati *over the counter* (Otc) risultavano leggermente inferiori al dato rilevato alla fine dell'anno precedente, sostanzialmente per effetto della flessione dei derivati su tassi di interesse. È invece proseguita la crescita dei volumi relativi ai derivati negoziati in borsa (Fig. 32).

Secondo le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali (Bri) relative alle maggiori economie avanzate, il valore nozionale complessivo dei derivati Otc su strumenti finanziari (tassi di interesse, tassi di cambio, azioni e merci) è diminuito, infatti, di circa il 3 per cento (da 689.612 a 672.029 miliardi di dollari USA tra dicembre 2013 e giugno 2014).

Nello stesso periodo, la contrazione è stata leggermente più marcata per i derivati su tassi di interesse (da 584.799 a 563.290 miliardi di dollari USA; -3,7 per cento), mentre i derivati su azioni e merci hanno registrato solo una marginale flessione (-0,9 per cento, a 3.957 miliardi di dollari). Anche per l'aumentata volatilità sui mercati valutari, è cresciuto il valore nozionale dei derivati su tassi di cambio (portatisi a 74.782 miliardi di dollari; +6 per cento).

Fig. 32 Valore nozionale lordo degli strumenti finanziari derivati nelle principali economie avanzate
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I dati si riferiscono alle segnalazioni delle banche centrali di 13 paesi (Australia, Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito, Stati Uniti).

Con riferimento ai derivati scambiati in borsa (*exchange traded*), a metà 2014 le consistenze complessive ammontavano a 73.462 miliardi di dollari, pari all'11 per cento circa di quelle dei derivati Otc.

Il valore nozionale dei contratti su tassi di interesse, pari all'89 per cento circa del totale *exchange traded*, è risultato ancora in crescita (+15 per cento circa), ma a un ritmo inferiore rispetto al periodo precedente. Anche il valore nozionale dei

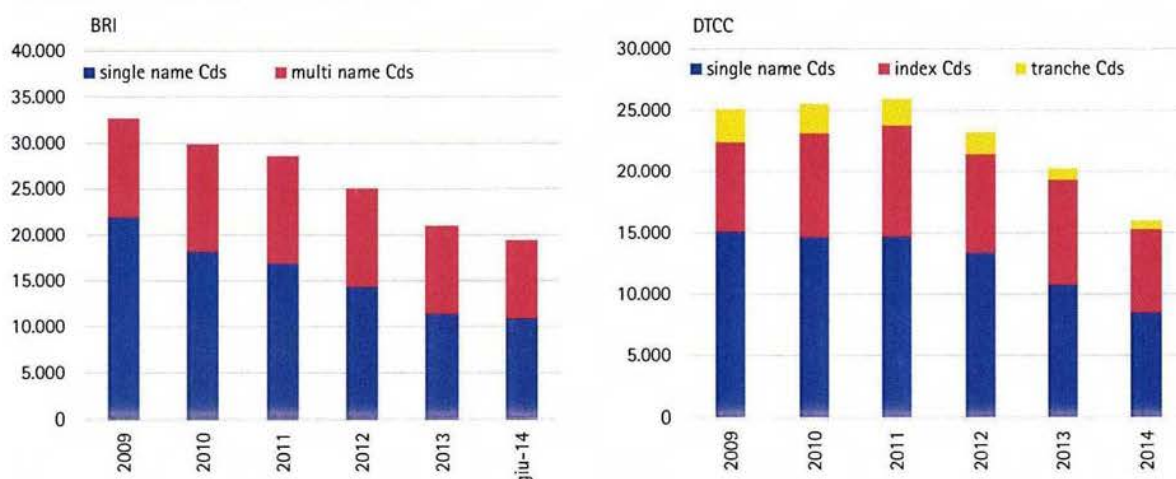
derivati su indici azionari è aumentato in misura significativa (+10 per cento circa, da 6.762 a 7.459 miliardi di dollari USA).

Sempre nel primo semestre 2014, il valore nozionale lordo dei *credit default swap* (Cds) ha continuato a ridursi, in linea con la tendenza iniziata a partire dalla crisi finanziaria del 2008 (Fig. 33).

Secondo le rilevazioni della Bri, fra dicembre 2013 e giugno 2014 il dato delle consistenze lorde di Cds è diminuito da 21.020 a 19.462 miliardi di dollari USA (-7 per cento circa). A giugno 2014 la quota dei *Cds single name* (ossia riferiti a un unico debitore) sul totale era pari al 56 per cento circa (in leggero aumento rispetto al circa 54 per cento rilevato a dicembre 2013).

Sulla base del dettaglio fornito dalla *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC), la quota preponderante, pari al 90 per cento, dei *multiname Cds* (cioè riferiti a più debitori) continua a essere rappresentata da *index Cds* (relativi a un paniere di *reference entities*), mentre la quota rimanente (in aumento al 10 per cento) è costituita da *tranche standardizzate di index Cds*.

Fig. 33 Valore nozionale lordo dei *credit default swap*
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)



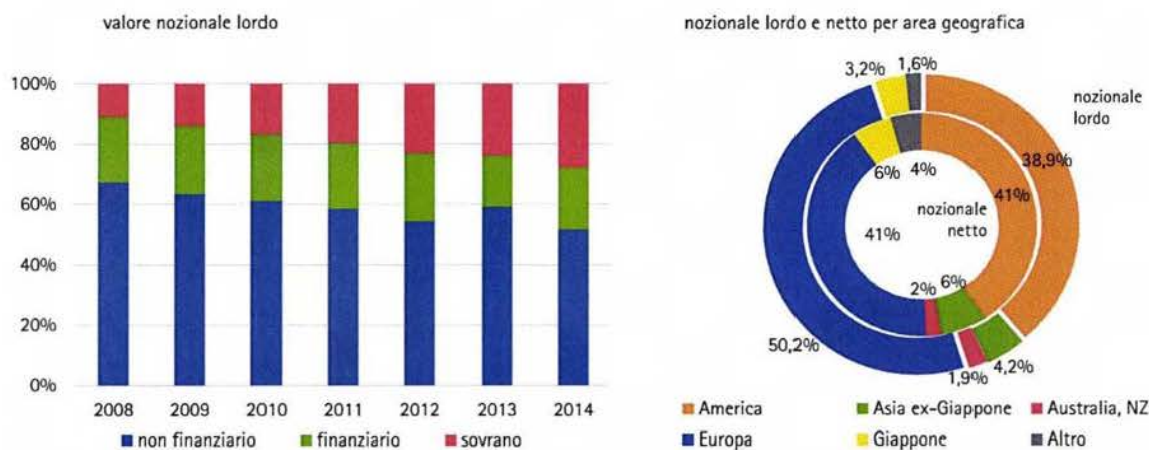
Fonte: BRI ed elaborazioni Consob su dati DTCC.

Con riferimento alla ripartizione dei Cds per tipologia di *reference entities*, a fine 2014 i Cds su emittenti sovrani rappresentano il 28 per cento circa del mercato (sia in termini di valore nozionale lordo sia di valore nozionale netto), in aumento dal 24 per cento circa di fine 2013 (Fig. 34).

La quota di mercato maggiore è tuttavia rappresentata dai Cds riferiti a emittenti *corporate* non finanziari (peraltro in calo dal 59 al 52 per cento circa in termini di valore nozionale lordo), mentre è tornata ad aumentare lievemente la consistenza dei Cds riferiti a emittenti *corporate* del settore finanziario (dal 17 al 20 per cento circa).

Per quanto riguarda l'area geografica di origine delle *reference entities* sottostanti, a fine 2014 il mercato appare sostanzialmente diviso fra Europa e America, con quote rispettivamente del 50 e 39 per cento in termini di valore nozionale lordo (entrambe al 41 per cento in termini netti). La rimanenti quote sono rappresentate soprattutto da *entities* di paesi asiatici.

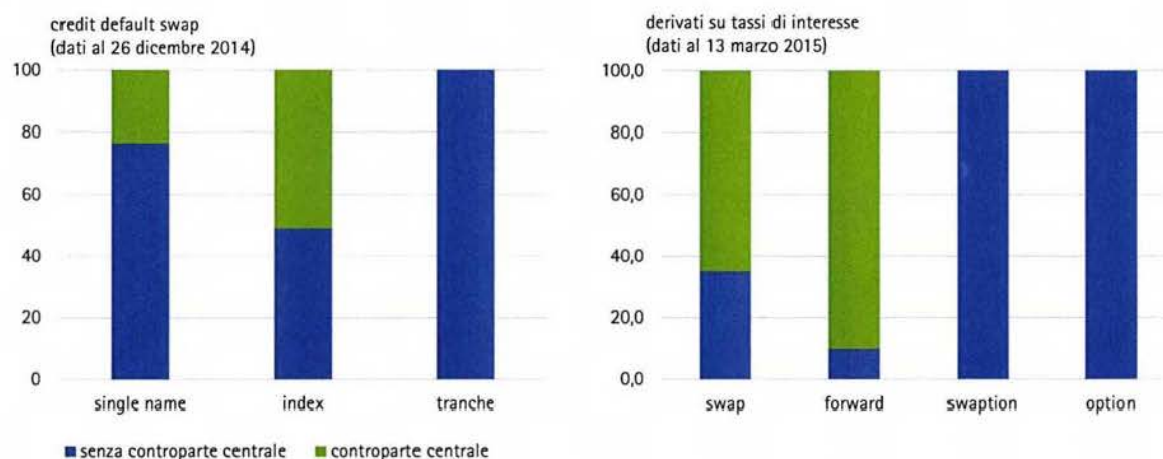
Fig. 34 Composizione percentuale del valore nozionale dei Cds per settore e paese della *reference entity*



Fonte: elaborazioni su dati Dttc. Si fa riferimento ai Cds *single name* (prime 1.000 *reference entities* per valore nozionale). La composizione percentuale è stata calcolata sulle consistenze di fine periodo.

Infine, in relazione al processo di *clearing* presso controparti centrali (CCP), a fine 2014 i dati della DTCC indicano un significativo incremento dei Cds *single name* e degli *index* Cds regolati tramite CCP (con volumi rispettivamente in aumento dal 17 al 23 per cento e dal 30 al 51 per cento del valore nozionale lordo; Fig. 35).

Fig. 35 Distribuzione del valore nozionale lordo dei derivati Otc per tipologia del processo di *clearing* (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Dttc.

Un aumento dell'attività delle *clearing houses* si registra anche con riferimento agli *interest rate swaps* e ai contratti *forward* su tassi di interesse (con volumi passati rispettivamente dal 53 al 65 e dall'83 al 90 per cento circa del valore nominale lordo dei contratti), mentre rimane praticamente nulla la quantità di contratti di opzione e *swaption* su tassi compensata tramite CCP.

4 Il mercato delle *commodities* e il mercato dei cambi

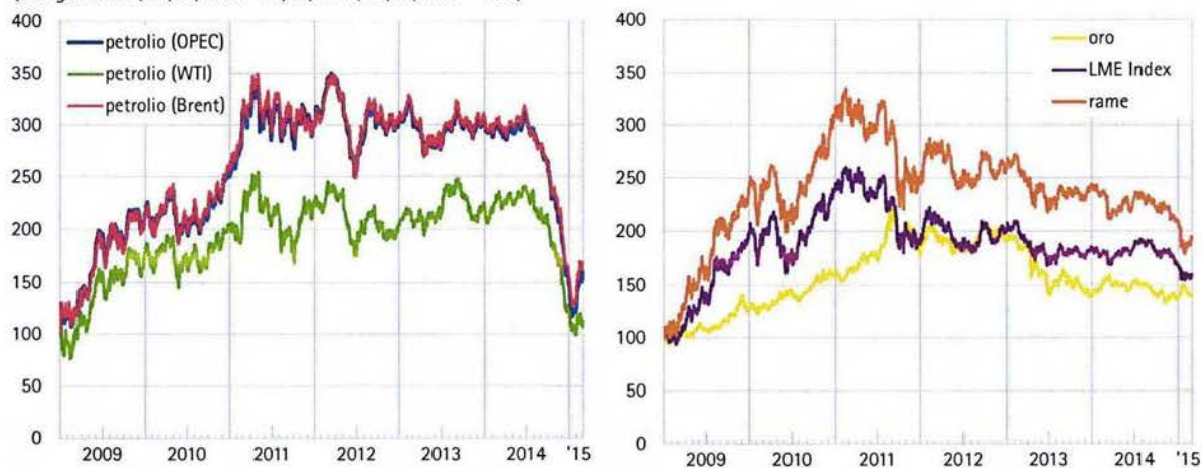
Nella seconda metà del 2014 il prezzo del petrolio è crollato verso i livelli espressi a inizio 2009, a fronte di un eccesso di offerta e di una domanda mondiale debole (Fig. 36).

L'offerta di petrolio è rimasta elevata nel corso del 2014, nonostante le aspettative di riduzione della produzione legate a tensioni geopolitiche. Nel nord America prosegue a ritmi relativamente importanti la produzione di *shale gas* e *shale oil*, che nel breve-medio periodo potrebbero rivelarsi efficaci succedanei di prodotti petroliferi derivanti da attività estrattiva tradizionale.

Il prezzo dei metalli, preziosi e non, è in progressivo declino dal 2012, sebbene nei primi mesi del 2015 si osservino deboli segnali di ripresa legati al lieve miglioramento del quadro congiunturale.

Fig. 36 Petrolio e metalli

(dati giornalieri; 01/01/2009 – 28/02/2015; 01/01/2009 = 100)

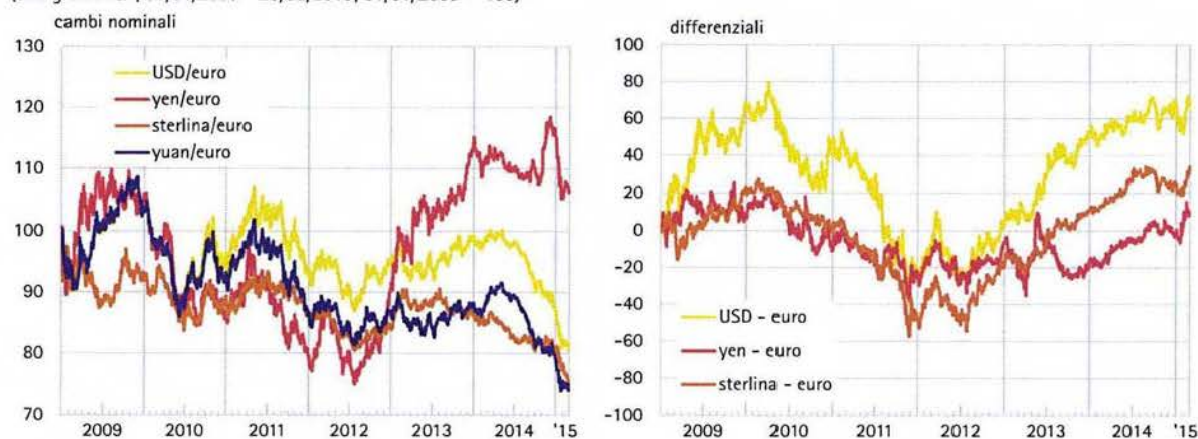


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

Nella seconda parte del 2014 l'euro ha subito un forte deprezzamento nei confronti delle principali valute internazionali, ad eccezione dello yen (Fig. 37). Nei primi mesi del 2015, inoltre, la moneta comune europea ha visto un deprezzamento anche rispetto alla valuta nipponica. Tale fenomeno riflette in parte la dinamica dei tassi di interesse, che si collocano su livelli molto bassi nell'Area euro mentre risultano più elevati e in crescita nel Regno Unito e negli USA.

Fig. 37 Tassi di cambio nominali e differenziali di interesse

(dati giornalieri; 01/01/2009 - 28/02/2015; 01/01/2009 = 100)



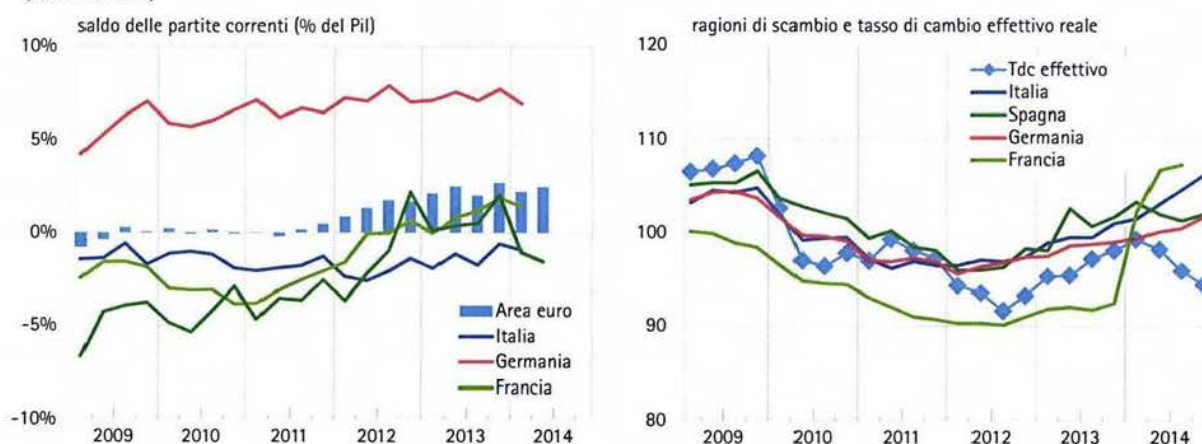
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Il differenziale dei tassi di interesse è calcolato utilizzando i *benchmark yield* su titoli di debito pubblico con durata decennale. Il *benchmark yield* dell'Area euro è una media ponderata dei tassi decennali prevalenti nei singoli paesi membri.

La debolezza dell'euro rispetto alle principali valute internazionali potrebbe rappresentare un'occasione di sostegno della domanda aggregata attraverso il canale estero.

Il saldo delle partite correnti nell'Eurozona si mantiene su valori positivi e potrebbe, nel medio periodo, beneficiare del corrente indebolimento del tasso di cambio (nominale ed effettivo). Il saldo delle partite correnti disaggregato per paese riflette significative eterogeneità tra i principali Stati membri, con la Germania in attivo a fronte dei saldi negativi esibiti da Italia e Spagna. A partire dal 2012 il generalizzato miglioramento delle ragioni di scambio ha contribuito all'incremento dell'avanzo commerciale aggregato dell'Area euro (Fig. 38).

Fig. 38 Bilancia commerciale e ragioni di scambio

(dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

PAGINA BIANCA

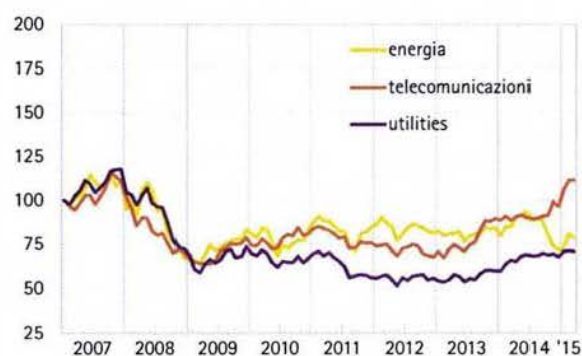
Le società non finanziarie III

1 L'esposizione al ciclo economico e alla congiuntura delle imprese quotate

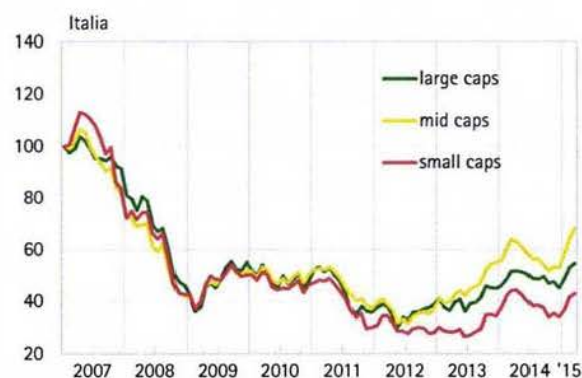
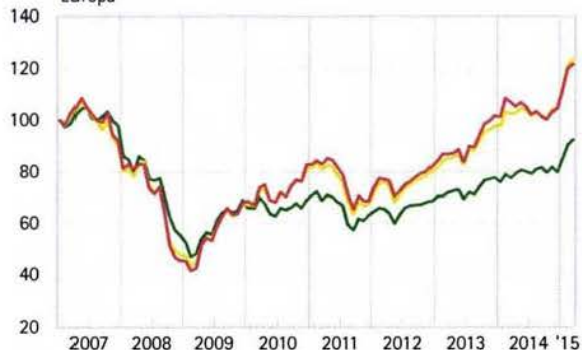
Nel corso del 2014 l'andamento dei corsi azionari delle società non finanziarie europee è stato disomogeneo tra settori. In particolare, le società attive nei comparti dei beni di consumo, farmaceutici e telecomunicazioni hanno sperimentato un andamento positivo, a fronte della sostanziale stabilità registrata dagli emittenti industriali e della flessione subita dal settore energetico connessa al calo del prezzo del petrolio. A livello europeo i corsi azionari relativi ai settori *utilities* ed energia rimangono su livelli inferiori a quelli registrati nel 2007 (Fig. 39).

Fig. 39 Andamento dei corsi azionari delle principali imprese quotate non finanziarie europee per settore e dimensione
(dati mensili; gennaio 2007=100)

Indici settoriali delle maggiori imprese non finanziarie europee



Indici delle imprese non finanziarie europee per classi dimensionali
Europa



Fonte: Thomson Reuters. Dati relativi ai principali indici settoriali della famiglia Stoxx600 (Europe) per le maggiori società non finanziarie europee per capitalizzazione. Le classi dimensionali piccole e medie sono rappresentate, rispettivamente, dagli indici Stoxx MidCap200 Europe e SmallCap200 Europe per le società europee e dagli indici Ftse Mib Mid Cap e Small Cap per le società italiane; le Large cap europee e italiane sono rappresentate, rispettivamente, dallo Stoxx50 e dal Ftse Mib.

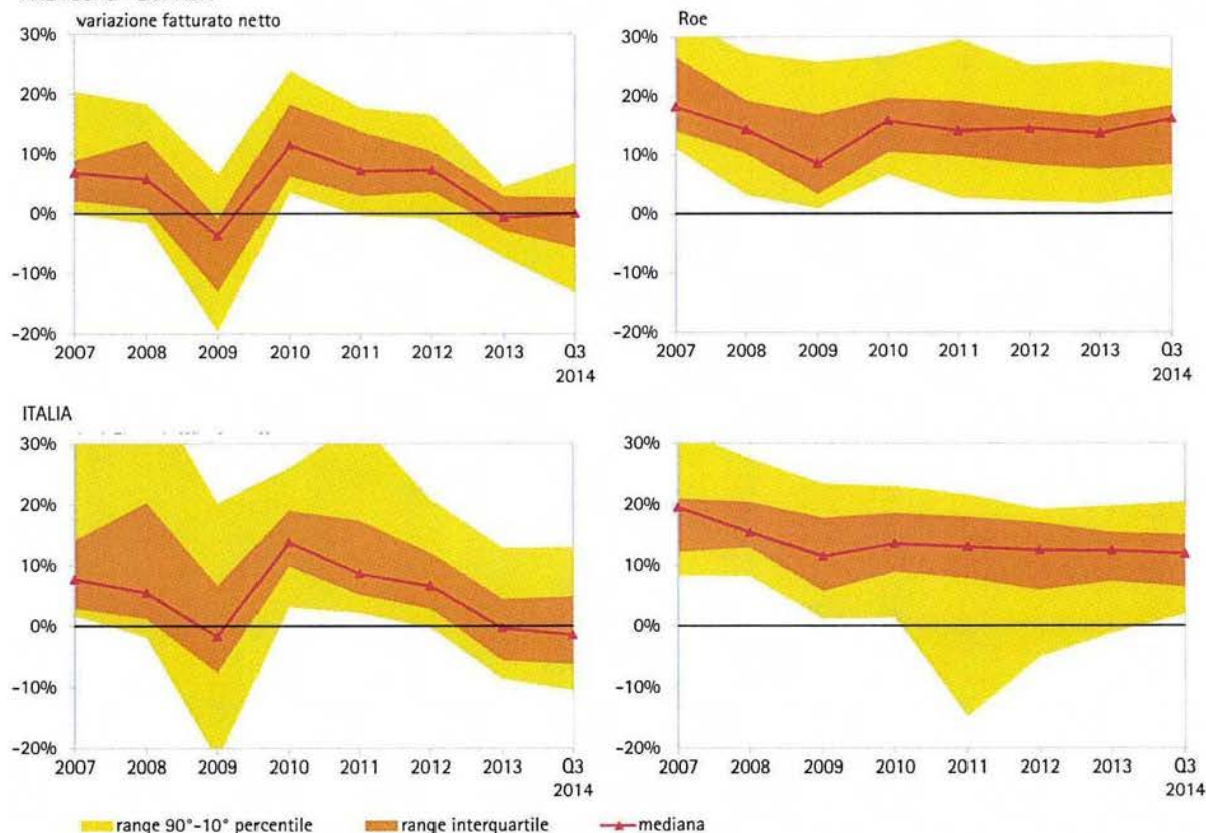
Disomogeneità si colgono anche nell'andamento dei corsi azionari delle società quotate non finanziarie europee per dimensione. In particolare, a partire dal 2011, le quotazioni delle società europee medio-piccole hanno evidenziato un trend di crescita maggiore rispetto alle grandi e, nonostante la flessione sperimentata nel corso del 2014, si sono riportate su livelli superiori a quelli pre-crisi. A livello domestico i corsi sono cresciuti soprattutto per le imprese medio-grandi, sebbene essi rimangano su livelli notevolmente inferiori a quelli raggiunti a inizio 2007 per tutte le classi dimensionali.

2 La redditività e l'indebitamento delle imprese quotate

Nei primi nove mesi del 2014 il fatturato delle maggiori imprese non finanziarie è rimasto stabile nell'Area euro ad eccezione dell'Italia dove, invece, è apparso in calo. La redditività rispetto al patrimonio netto (Roe) è aumentata per le società non finanziarie europee, mentre ha mostrato una sostanziale stabilità per quelle italiane (Fig. 40).

Fig. 40 Ricavi e redditività delle principali imprese quotate non finanziarie dell'Area euro

AREA EURO - EX ITALIA



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese non finanziarie appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e al Ftse Mib. La variazione annuale del fatturato è calcolata rispetto al dato *restated* dell'anno precedente. Per il terzo trimestre 2014 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati.

Nel complesso la redditività delle maggiori imprese non finanziarie italiane resta più bassa rispetto alla media dell'Area euro. In particolare, in Italia il valore mediano del Roe delle imprese industriali si è collocato attorno al 12 per cento a fronte di valori del 16 per cento circa relativi alle maggiori imprese dell'Eurozona.

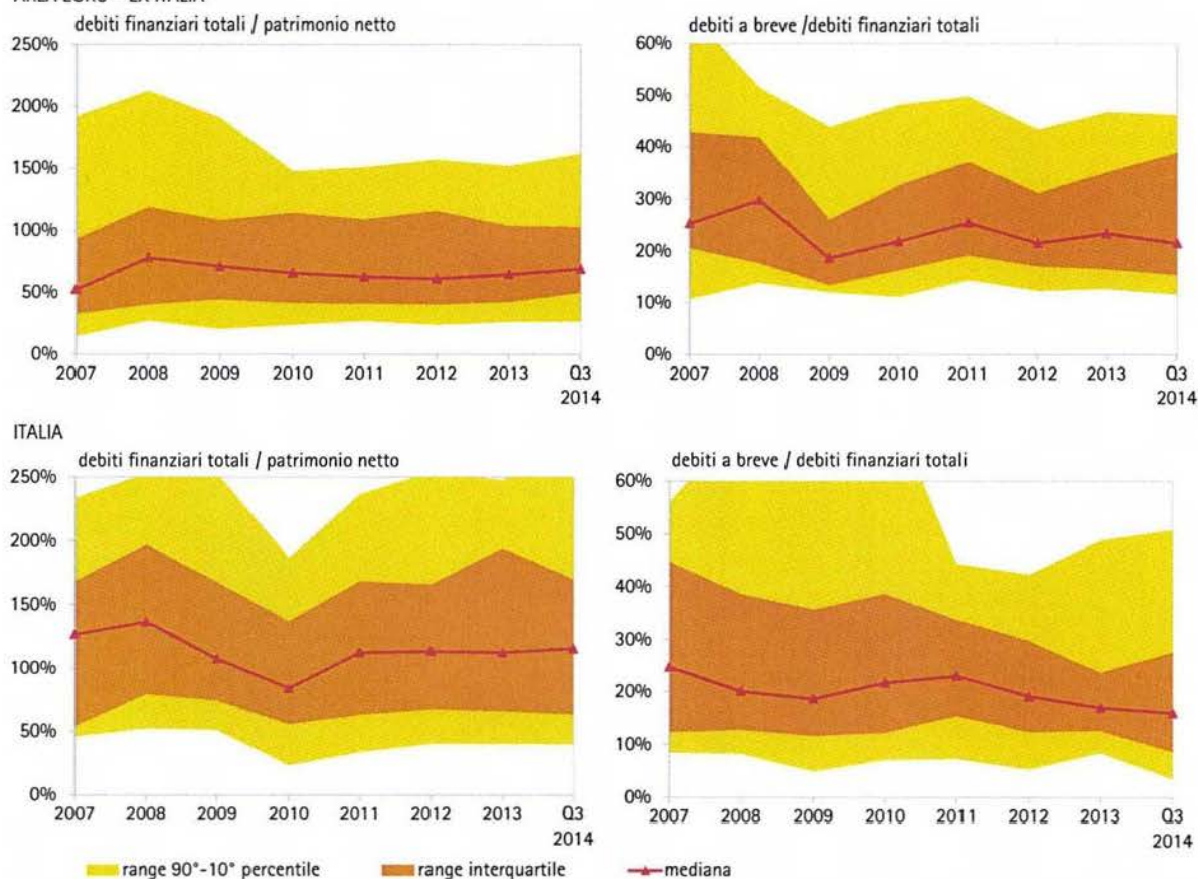
Con riferimento all'indebitamento, l'Italia continua a caratterizzarsi per una leva finanziaria delle maggiori società industriali quotate (data dal rapporto tra debiti finanziari totali e patrimonio netto) significativamente più elevata rispetto alla media dell'Area euro (Fig. 41).

Nello specifico, il valore mediano della leva finanziaria al 30 settembre 2014 è risultato superiore al 100 per cento per le imprese non finanziarie italiane a fronte di un valore prossimo al 70 per cento esibito dai principali *competitors* europei.

La struttura finanziaria delle imprese italiane non mostra, tuttavia, un significativo squilibrio verso fonti di finanziamento a breve rispetto alle maggiori società quotate europee.

Fig. 41 Struttura e sostenibilità del debito delle principali imprese quotate non finanziarie dell'Area euro

AREA EURO – EX ITALIA

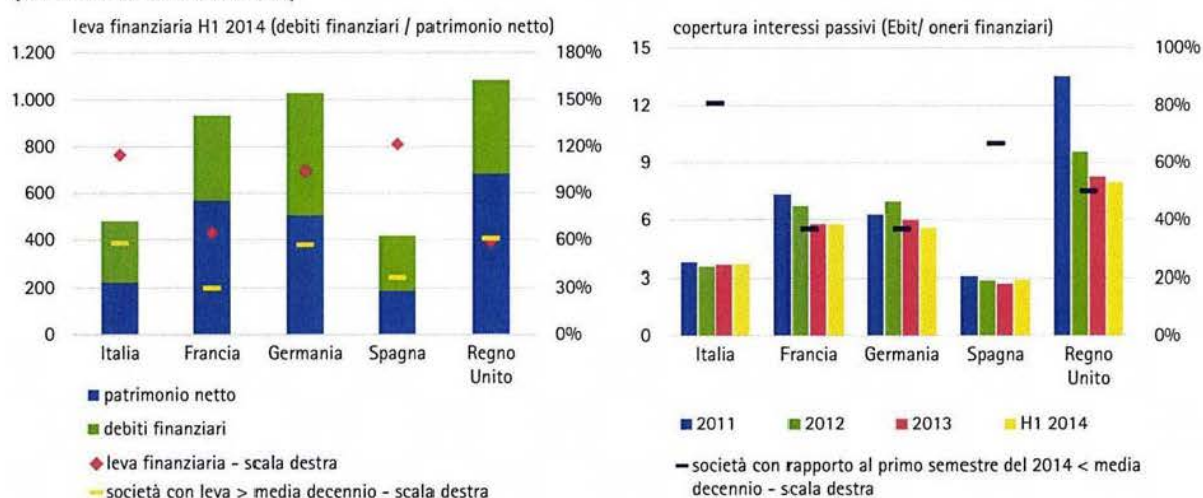


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese non finanziarie appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e al Ftse Mib. Per il terzo trimestre 2014 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati.

Nei primi nove mesi del 2014, infatti, l'incidenza dei debiti finanziari a breve è risultata pari al 16 per cento circa per le imprese italiane e al 21 per cento per quelle dell'Area euro.

Nonostante la minore incidenza dei debiti a breve, le imprese italiane, assieme a quelle spagnole, mostrano una maggiore vulnerabilità finanziaria rispetto alle società industriali degli altri principali paesi europei, con una quota elevata di società caratterizzate da un *leverage* superiore alla propria media di lungo periodo. Tale vulnerabilità è confermata anche dal più basso rapporto tra reddito operativo (Ebit) e oneri finanziari (Fig. 42).

Fig. 42 Copertura degli interessi passivi e leva finanziaria delle maggiori imprese quotate non finanziarie
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a settembre 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Per il primo semestre 2014 sono rappresentati dati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

In particolare, tra le maggiori società non finanziarie quotate, quelle italiane e spagnole esibiscono un Ebit che supera di sole tre volte l'ammontare degli oneri finanziari, a fronte di un valore pari a sei volte per le imprese tedesche e francesi e pari a otto volte circa per quelle inglesi. In aggiunta, la quota di società che mostra un grado di copertura degli oneri finanziari inferiore alla propria media di lungo periodo risulta molto elevata in Italia (80 per cento) e in Spagna (poco più del 60 per cento).

La vulnerabilità finanziaria emerge anche dal raffronto tra l'ammontare dei debiti finanziari netti e il flusso di cassa disponibile per il rimborso dei debiti (dato dal flusso di cassa operativo al netto delle somme necessarie a coprire gli investimenti tecnici) sintetizzato dal rapporto tra queste due grandezze (ossia il cosiddetto *payout* del debito; Fig. 43).

A fine giugno 2014, circa il 60 per cento delle maggiori società quotate italiane mostrava un *payout* del debito inferiore alla propria media di lungo periodo, a fronte di valori prossimi al 50 per cento per le imprese tedesche e spagnole e, rispettivamente, al 40 e al 35 per cento per quelle inglesi e francesi.