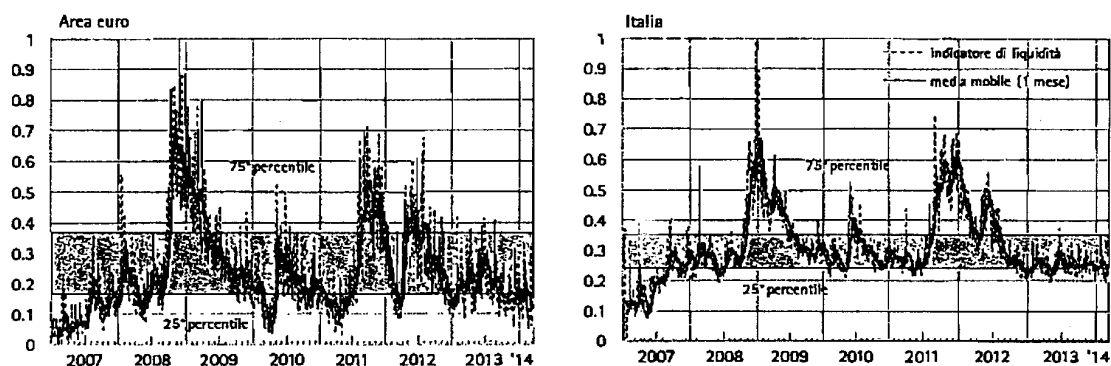


**Fig. 5 Liquidità del mercato azionario**  
(dati giornalieri; 01/08/2007 - 14/03/2014)



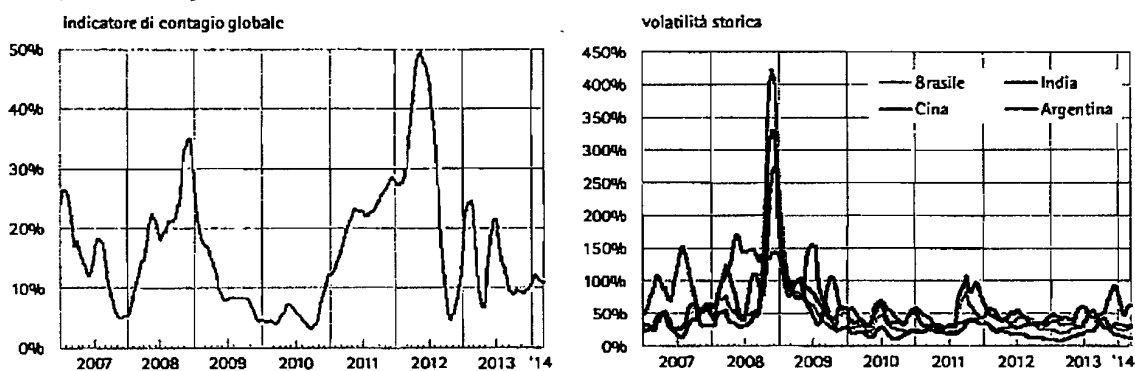
L'indicatore di illiquidità adottato è una misura sintetica di 4 sotto-indicatori (*price impact, implied volatility, bid-ask spread e range indicator*) ottenuta applicando l'analisi delle componenti principali (primo fattore comune). L'indicatore è compreso tra 0 (= alta liquidità) e 1 (= bassa liquidità). Si riporta la media mobile su 20 giorni. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

## 2 Il contagio, l'*herding behaviour* e l'efficienza informativa dei mercati

Gli indicatori di contagio e di percezione del rischio desumibili dai prezzi degli strumenti finanziari segnalano un ritorno alla normalizzazione dell'andamento dei mercati, che dovrebbero ricominciare a esprimere quotazioni sempre meno condizionate dalla percezione di rischi sistemici.

Tale circostanza è confermata anche dal calo dell'intensità della correlazione fra indici azionari di un campione di paesi non attribuibile a fattori fondamentali, stimata sia a livello globale sia per le economie europee (Fig. 6 e Fig. 7).

**Fig. 6 Contagio globale e volatilità storica**  
(valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2007 - 14/03/2014)

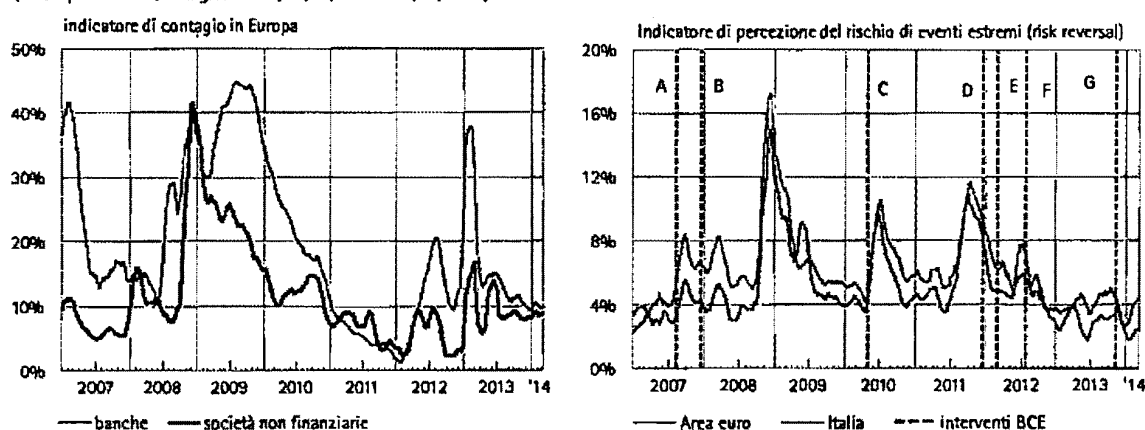


L'indicatore di contagio (grafico di sinistra) è stato stimato utilizzando le serie storiche giornaliere dei rendimenti azionari degli indici Merval (Argentina), Bovespa (Brasile), Micex (Russia), Sensex (India), Shenzhen SE (Cina), MSCI Turkey, S&P500 (US), Euro Stoxx 50 (Area euro), Ftse100 (RU) and Topix (Giappone); per la metodologia di stima si veda il Quaderno di Finanza Consob n. 72. La volatilità storica annualizzata dei rendimenti azionari è stata stimata applicando un modello Garch multivariato (grafico di destra). Per entrambi gli indicatori è riportata la media mobile a due mesi. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

In particolare, nell'Area euro il contagio ha continuato a ridursi stabilmente a partire dalla seconda metà del 2013 sia nel settore bancario sia in quello non finanziario. Tale dinamica riflette i segnali di una fragile ripresa economica nella regione e il risanamento dei conti pubblici di Irlanda e Portogallo.

L'allentamento delle tensioni si coglie anche nell'andamento dell'indicatore di percezione di rischi estremi, che ha ripreso a diminuire nei primi mesi del 2014 tale dinamica riflette anche le reiterate dichiarazioni della BCE circa l'intenzione di adottare tutte le misure necessarie per scongiurare il rischio di deflazione nell'Area euro.

Fig. 7 Contagio e percezione del rischio di eventi estremi (*risk reversal*) nei mercati azionari europei (valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2007 - 14/03/2014)

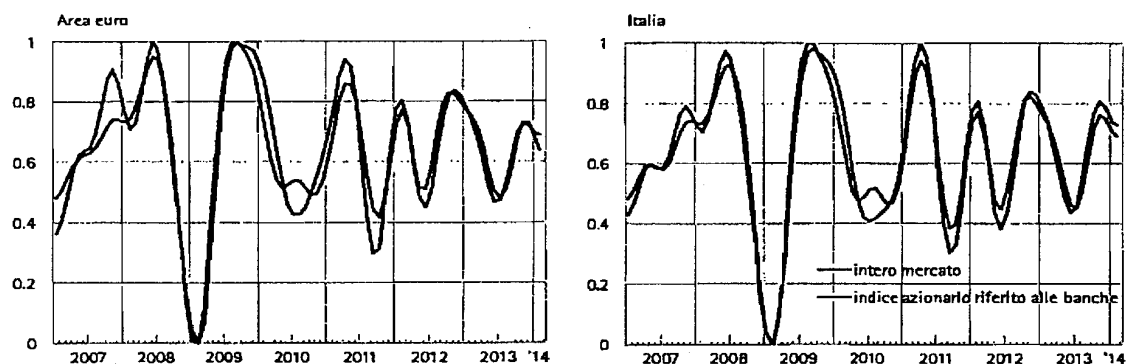


L'indicatore di contagio (grafico di sinistra) è stato stimato utilizzando le serie storiche giornaliere dei rendimenti azionari (indici MSCI) di Regno Unito, Germania, Francia, Italia, Spagna, Grecia, Portogallo, Irlanda, Olanda, Austria e Finlandia (per la metodologia di stima si veda il Quaderno di Finanza Consob n. 72). L'indicatore di *risk reversal* (grafico di destra), definito come differenza fra la volatilità implicita delle opzioni put *out of the money* e la volatilità implicita di opzioni call *out of the money* con la stessa scadenza (2 mesi) e caratterizzate da un medesimo grado di sensibilità del premio rispetto alle variazioni di prezzo dell'asset sottostante (delta pari a 25). L'incremento di tale indicatore segnala una maggiore percezione del rischio di rendimenti negativi estremi da parte degli investitori; per l'Area euro sono state prese in considerazione le opzioni sull'Euro Stoxx 50, per l'Italia le opzioni sul Ftse Mib. Le misure non convenzionali adottate dalla BCE e riportate nella figura corrispondono a: A) immissione di liquidità (09/08/2007); B) accordo di swap con la Fed per fornire liquidità in dollari USA a fronte di garanzie denominate in euro (12/12/2007); C) avvio del Securities Market Programme (09/05/2010); D) prima operazione di *long-term refinancing* a 3 anni (LTRO) (20/12/2011); E) seconda operazione di LTRO a 3 anni (28/02/2012); F) annuncio programma OMT (26/07/2012). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

A fronte della progressiva riduzione della volatilità e dell'avversione al rischio, a partire da giugno 2013 sono migliorate anche le aspettative degli investitori sulle prospettive economiche implicite nei rendimenti dei mercati azionari. Nei primi mesi del 2014 il *market sentiment* ha registrato, tuttavia, un peggioramento a seguito delle difficoltà dei paesi emergenti, delle tensioni geo-politiche connesse alla vicenda ucraina e della diffusione di indicatori sull'attività economica dei paesi avanzati peggiori delle aspettative (Fig. 8).

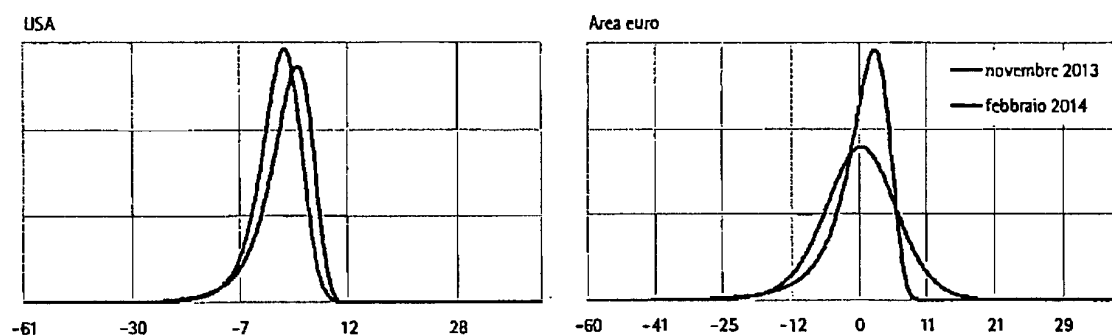
Il deterioramento nel clima di fiducia degli investitori nei primi mesi dell'anno si è riflesso anche nell'andamento delle aspettative sui rendimenti azionari, relative a un orizzonte temporale di tre mesi, estrapolate dai prezzi degli strumenti derivati. A marzo 2014 il mercato sembra aver rivisto al ribasso le aspettative di rendimenti positivi rispetto alla situazione rilevata a novembre 2013, sia per gli Stati Uniti sia per l'Area euro (Fig. 9).

**Fig. 8 Market sentiment degli investitori sull'andamento del ciclo economico implicito nella dinamica dei corsi azionari**  
(dati mensili; gennaio 2007 – febbraio 2014)



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.

**Fig. 9 Aspettative sui rendimenti azionari su un orizzonte temporale di tre mesi**

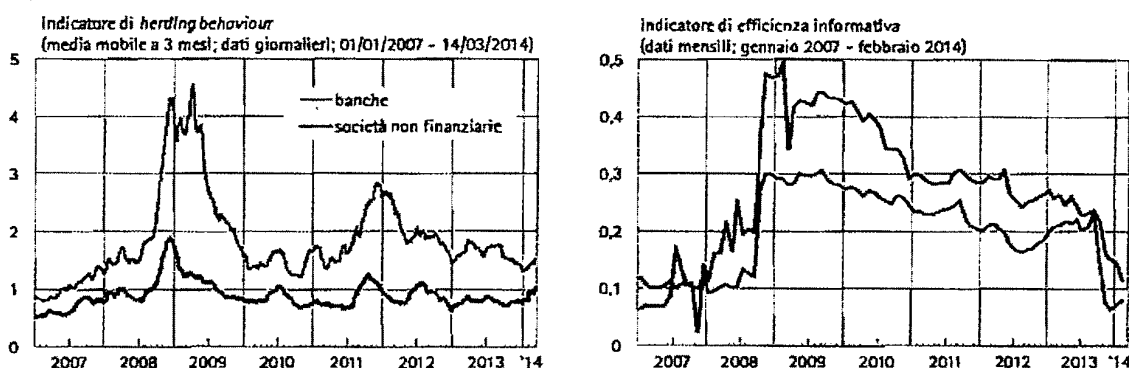


Le figure riportano la distribuzione di probabilità dei rendimenti azionari a tre mesi implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari stimata seguendo l'approccio di Shimko (1993). Sono rappresentate le distribuzioni di probabilità *risk-neutral*, che non riflettono l'avversione al rischio degli investitori. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Nella seconda metà del 2013, in linea con il ridimensionamento dei fenomeni di contagio, nell'Area euro è diminuita la propensione degli operatori ad adottare strategie di investimento simili (cosiddetto *herding behaviour*) ed è migliorata l'efficienza informativa dei mercati (Fig. 10).

L'indicatore di *herding behaviour*, basato sulla dispersione dei rendimenti azionari, si è infatti riportato sui livelli del 2010, precedenti alle fasi più acute della crisi del debito sovrano, sia per il settore non finanziario sia per quello bancario, che continua tuttavia a registrare valori stabilmente più elevati. All'inizio del 2014 l'indicatore ha mostrato una tendenza al rialzo in concomitanza con le già menzionate turbolenze dei mercati.

La dinamica dell'indicatore di efficienza informativa dei mercati, corrispondente all'autocorrelazione dei rendimenti azionari, ha segnato un miglioramento della capacità dei prezzi di esprimere i valori fondamentali anziché riflettere fenomeni di contagio e comportamenti imitativi.

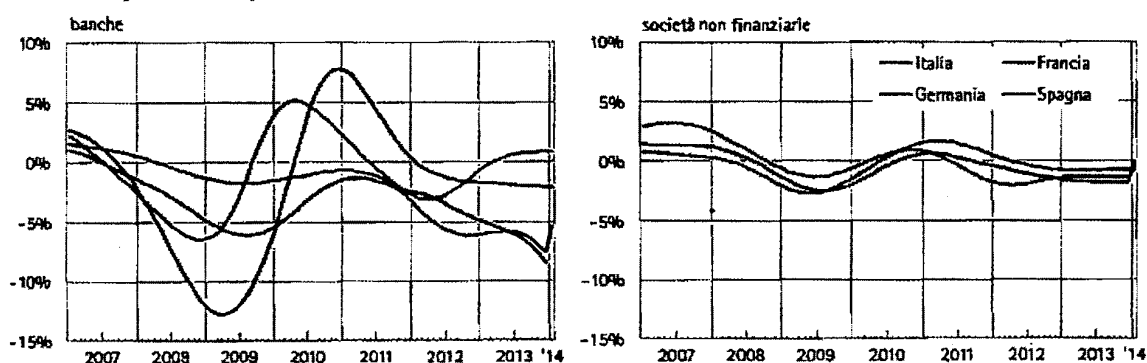
Fig. 10 *Herding behaviour* ed efficienza informativa dei mercati azionari dell'Area euro

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 *Fise 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 indici *Euro Stoxx Banks*); la crescita dell'indicatore segnala una riduzione dell'efficienza informativa. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

### 3 La valutazione delle società quotate implicita nei corsi azionari

La redditività delle società quotate non ha ancora beneficiato del graduale miglioramento del contesto economico nell'Area euro, come si evince dalla dinamica degli utili per azione, che continua a registrare tassi di crescita negativi nelle maggiori economie europee sia nel settore bancario (ad eccezione della Francia) sia nel settore non finanziario (Fig. 11).

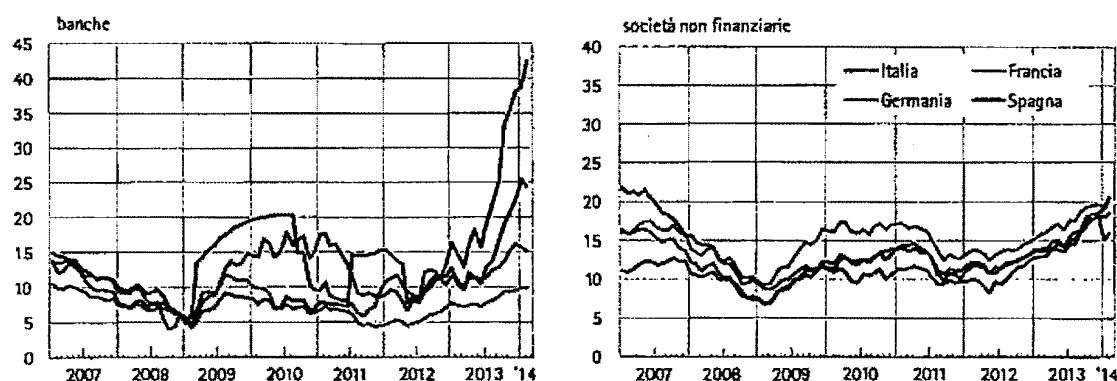
Fig. 11 Tasso di crescita degli utili per azione nell'Area euro (dati mensili; gennaio 2007 - gennaio 2014)



Le banche incluse nel campione sono: Deutsche Bank, Deutsche Postbank, Commerzbank, BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale, Natixis, Crédit Industriel et Commercial, Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare, UBI, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Bankia (dal 2011), Caixa Bank (da dicembre 2012), Banco Popular Espanol; Banco Espanol de Credito, Banco de Sabadell. Le società non finanziarie sono quelle appartenenti all'indice *Datastream* del rispettivo paese. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Le banche italiane e spagnole hanno sperimentato una contrazione della redditività più severa rispetto ai *competitors* europei; contestualmente i corsi azionari hanno sperimentato una significativa crescita. Tali dinamiche spiegano l'incremento del rapporto prezzo/utigli corretto per il ciclo economico e la riduzione del premio al rischio osservati nel corso del 2013 (Fig. 12 e Fig. 13).

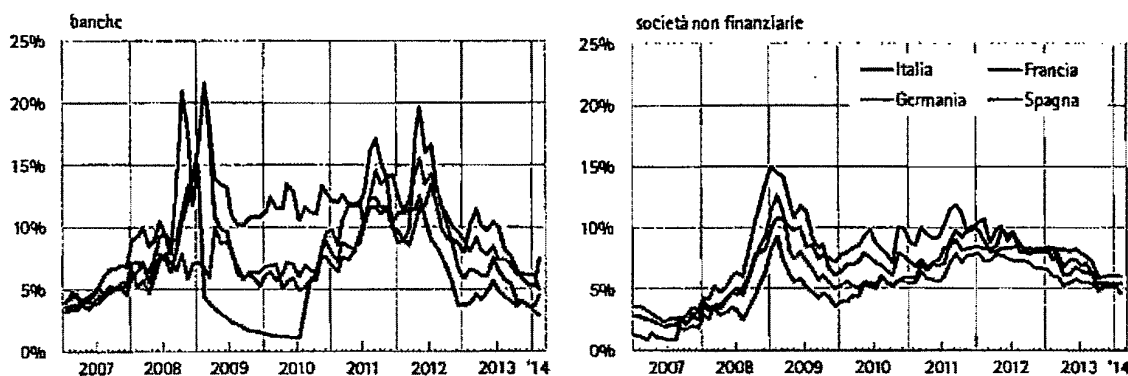
**Fig. 12 Rapporto prezzo-utigli corretto per il ciclo nell'Area euro**  
(dati mensili; gennaio 2007 - febbraio 2014)



Il rapporto prezzo/utile aggiustato per il ciclo economico (mediante il filtro Hodrick-Prescott) si riferisce alle maggiori banche europee per totale attivo e alle società non finanziarie incluse nei relativi indici Datastream. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

L'aumento del *price-earning ratio* risulta più marcato per il settore bancario italiano. Nei primi mesi del 2014 sia il rapporto prezzo/utigli sia l'avversione al rischio hanno mostrato andamenti eterogenei tra settori e paesi.

**Fig. 13 Premi al rischio nell'Area euro**  
(valori percentuali; dati mensili; gennaio 2007 - febbraio 2014)

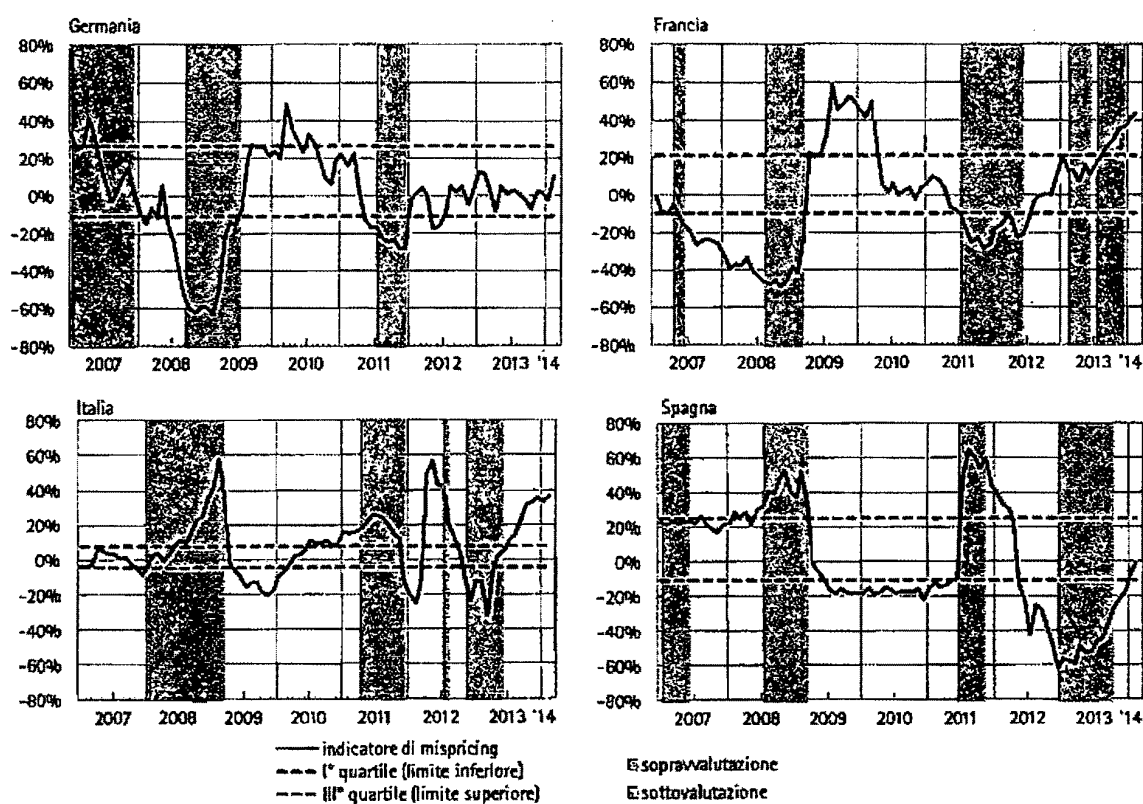


Il campione include le maggiori banche europee per totale attivo (tre tedesche, cinque francesi, cinque italiane, sette spagnole). Per le imprese non finanziarie sono stati considerati gli indici Datastream. Il premio per il rischio è stimato come la media della differenza tra l'utile per azione (il 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.

Nel corso del 2013 la valutazione delle società espressa dai mercati azionari è risultata disallineata rispetto alla dinamica della redditività del settore bancario di taluni paesi dell'Area euro.

Ad eccezione della Germania, a febbraio 2014 le banche francesi apparivano sottovalutate, anche alla luce della fase del ciclo economico domestico (Fig. 14). Al contrario, per le banche spagnole sembra essere rientrato, nei primi mesi dell'anno, il fenomeno di sottovalutazione che le aveva interessate fin dal 2012. Gli istituti italiani, infine, sembrano sperimentare una sopravvalutazione a partire dal secondo semestre 2013, probabilmente per effetto delle aspettative positive degli investitori sulle prospettive macroeconomiche del Paese e sulla crescita degli utili societari (Fig. 16 e Fig. 17).

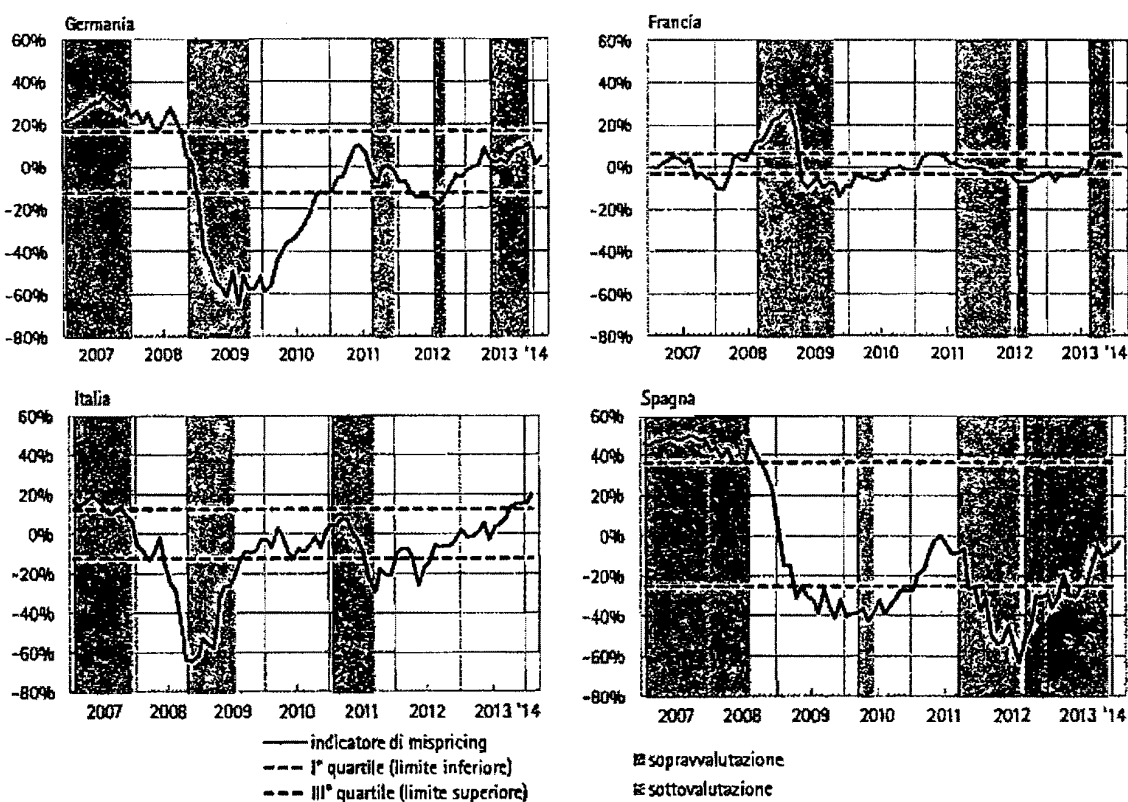
Fig. 14 La valutazione delle banche quotate implicita nei corsi azionari in alcuni paesi dell'Area euro (dati mensili; gennaio 2007 - febbraio 2014)



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, utili per azione aggiustati per il ciclo economico e il premio al rischio (*earnings yield premium*; Campbell and Shiller, 1988; Nelson, 1999; De Bondt et al., 2010). La sotto/sopravalutazione rispetto al ciclo economico è calcolata stimando la serie storica del 1° quartile (3° 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  $p_t < p_t^*(1^{\text{o}} \text{quartile}, \text{Pil})$ , e sopravvalutazione se  $p_t > p_t^*(3^{\text{o}} \text{quartile}, \text{GDP})$ . Quiros and Timmermann, 2001; Cassola and Morana, 2002; Detken and Smets, 2004. Le elaborazioni si riferiscono alle maggiori banche europee per totale attivo (tre tedesche, cinque francesi, cinque italiane, sette spagnole). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

A differenza del settore bancario, i corsi delle società non finanziarie dei maggiori paesi dell'Area euro non mostrano alcun disallineamento significativo dei valori teorici stimati sulla base della congiuntura domestica, degli utili per azione e dei premi al rischio (Fig. 15).

Fig. 15 La valutazione delle società non finanziarie quotate implicita nei corsi azionari in alcuni paesi dell'Area euro (dati mensili; gennaio 2007 – febbraio 2014)

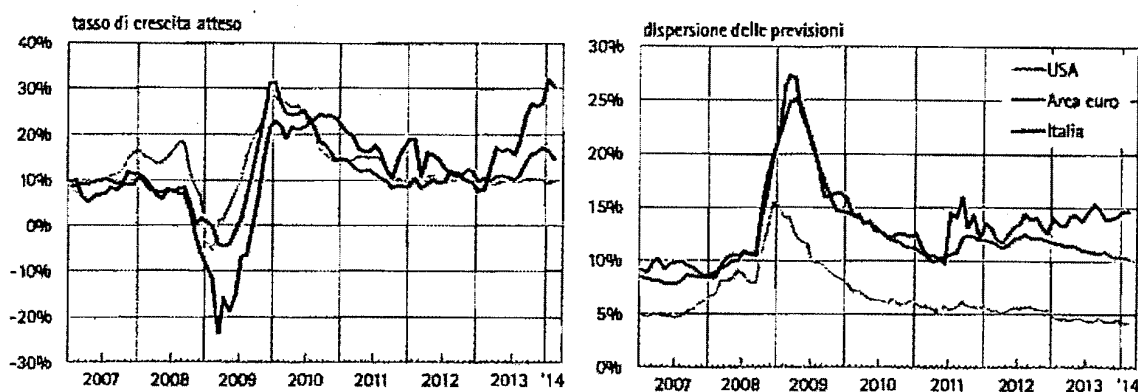


Il grafico rappresenta la differenza percentuale fra il valore effettivo dei corsi azionari e quello fondamentale stimato sulla base di un modello di co-integrazione VECM sulle serie storiche degli indici azionari, utili per azione aggiustati per il ciclo economico e il premio al rischio (*earnings yield premium*; Campbell and Shiller, 1988; Nelson, 1999; De Bondt et al., 2010). La sotto/sopravalutazione rispetto al ciclo economico è calcolata stimando la serie storica del 1° quartile (3° 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  $p_t < p_t^1$  (1° quartile, Pil) e sopravalutazione se  $p_t > p_t^3$  (3° quartile, GDP). Quilros and Timmermann, 2001; Cassola and Morana, 2002; Detken and Smets, 2004. I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters.

Le previsioni degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di un anno rimangono piuttosto stabili negli USA, mentre riflettono le aspettative di un incremento significativo del tasso di crescita per l'Italia, superiore a quello atteso mediamente per l'Area euro. Per le società italiane incluse nel Ftse Mib, infatti, il tasso di crescita degli utili atteso è passato da poco meno del 10 per cento alla fine del 2013, a più del 30 per cento a inizio 2014 (Fig. 16).

La dispersione delle previsioni rimane più elevata nell'Area euro rispetto agli Stati Uniti, dove all'inizio del 2014 si registrano valori inferiori a quelli precedenti alla crisi del 2007.

Fig. 16 Previsioni degli analisti sugli utili societari su un orizzonte temporale di 12 mesi (valori percentuali; dati mensili; gennaio 2007 – febbraio 2014)

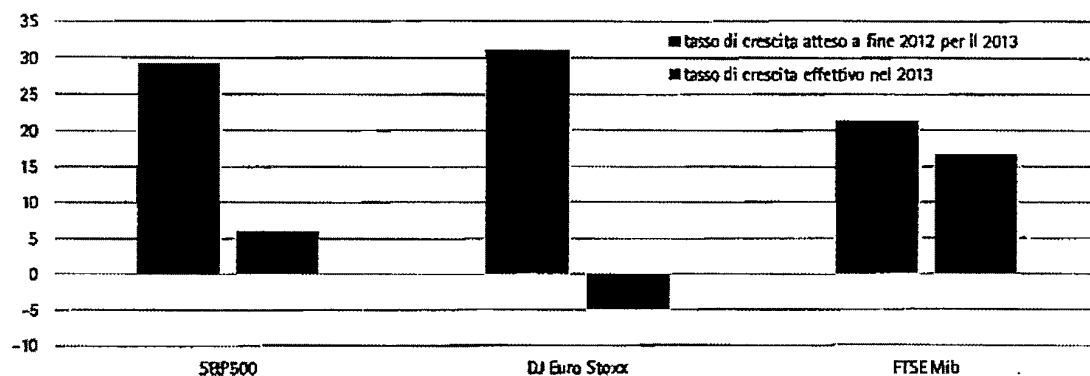


Medie ponderate dei tassi di crescita degli utili delle società incluse nello S&P500 (USA), nel DJ Euro Stoxx (Area euro) e nel Ftse Mib (Italia). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters e Ibes.

Nel 2013 l'andamento degli utili delle società incluse negli indici azionari ha complessivamente disatteso le aspettative degli investitori negli USA e nell'Area euro; per l'Italia, invece, lo scostamento tra crescita attesa ed effettiva è stato meno significativo (Fig. 17).

In particolare il tasso di crescita degli utili delle società incluse nel DJ Euro Stoxx ha subito una flessione del 5 per cento circa a fronte di un dato atteso del 30 per cento; meno marcata la divergenza tra crescita effettiva e crescita attesa degli utili delle società incluse nello S&P500 (rispettivamente, poco più del 5 e quasi il 30 per cento).

Fig. 17 Crescita attesa ed effettiva degli utili societari delle imprese incluse nei principali indici azionari nel 2013



La crescita attesa si riferisce alle previsioni, a fine dicembre 2013, sugli utili a 12 mesi (prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito), mentre la crescita effettiva si riferisce all'utile realizzato nel 2013 (stima a febbraio 2014). I dati utilizzati sono di fonte Thomson Reuters e Ibes.

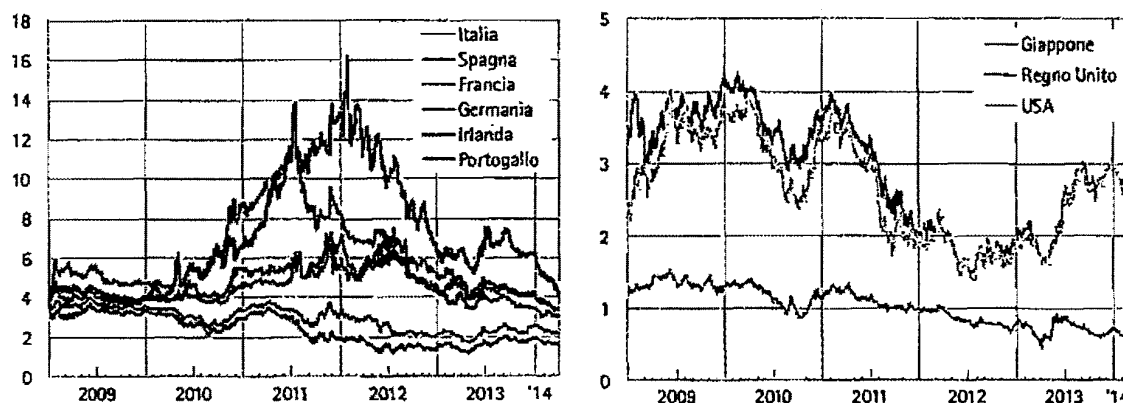
## I mercati non azionari II

### 1 I titoli di Stato

Nel 2013 i mercati dei titoli pubblici dell'Area euro si sono progressivamente stabilizzati grazie al venir meno delle tensioni legate al rischio di disintegrazione della moneta unica. I rendimenti dei titoli di Stato decennali dei paesi più esposti alla crisi sono diminuiti portandosi, a fine anno, su livelli simili a quelli registrati nel 2010; tale tendenza è proseguita nei primi mesi del 2014 (Fig. 18).

Con riferimento alle economie avanzate esterne all'Area euro, i rendimenti sui titoli di Stato decennali hanno continuato a diminuire in Giappone, seppure in modo discontinuo, per effetto della politica monetaria molto espansiva della relativa Banca Centrale. Negli Stati Uniti, invece, ha prevalso un andamento opposto dovuto all'avvio del cosiddetto *tapering*, ossia del ridimensionamento del programma di acquisto di titoli da parte della *Federal Reserve* (Fed).

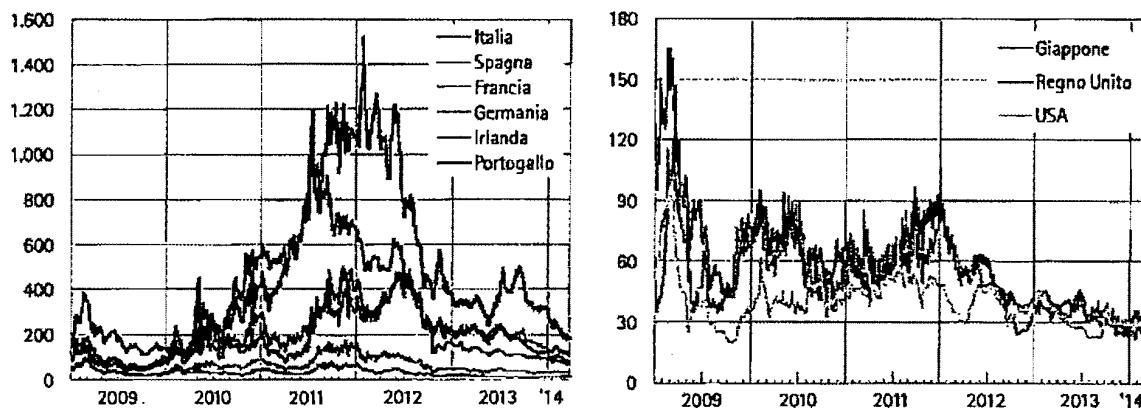
Fig. 18 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni nell'Area euro (valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2009 - 14/03/2014)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

La riduzione della percezione del rischio sovrano dei paesi periferici dell'Area euro trova conferma anche nella dinamica delle quotazioni dei *credit default swap* (Cds), che per Spagna e Italia sono tornati sui livelli osservati nel 2009 (Fig. 19).

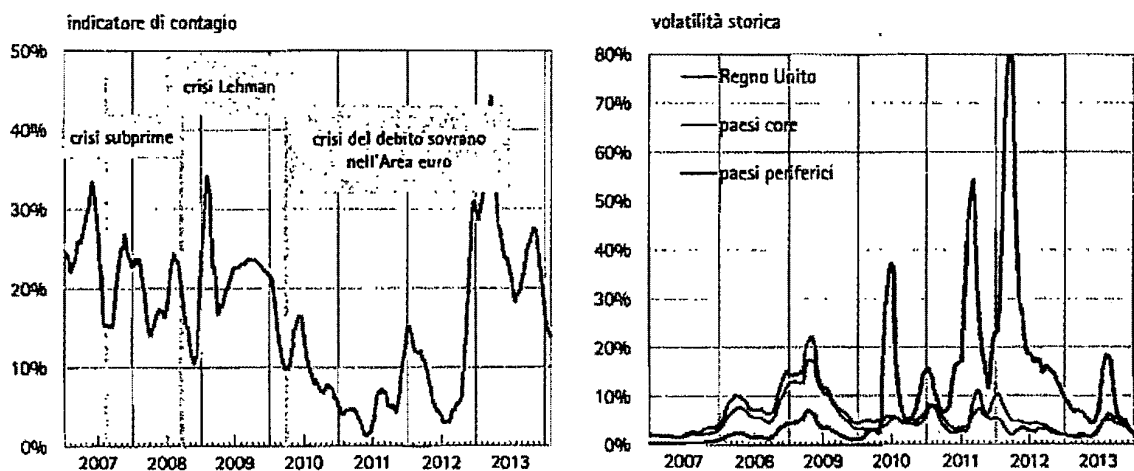
Fig. 19 Premi dei *credit default swap* sovrani a 5 anni nell'Area euro (punti base; dati giornalieri; 01/01/2009 - 14/03/2014)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

In generale, il fenomeno del contagio ha mostrato un progressivo ridimensionamento nella seconda parte del 2013, come emerge anche dall'andamento dell'intensità della correlazione fra mercati non attribuibile a fattori fondamentali. Tale correlazione, infatti, si attesta attualmente a livelli simili a quelli registrati prima dell'inizio della crisi del debito sovrano, dopo aver sperimentato un forte aumento nei primi mesi dell'anno, in concomitanza con la crisi cipriota (Fig. 20).

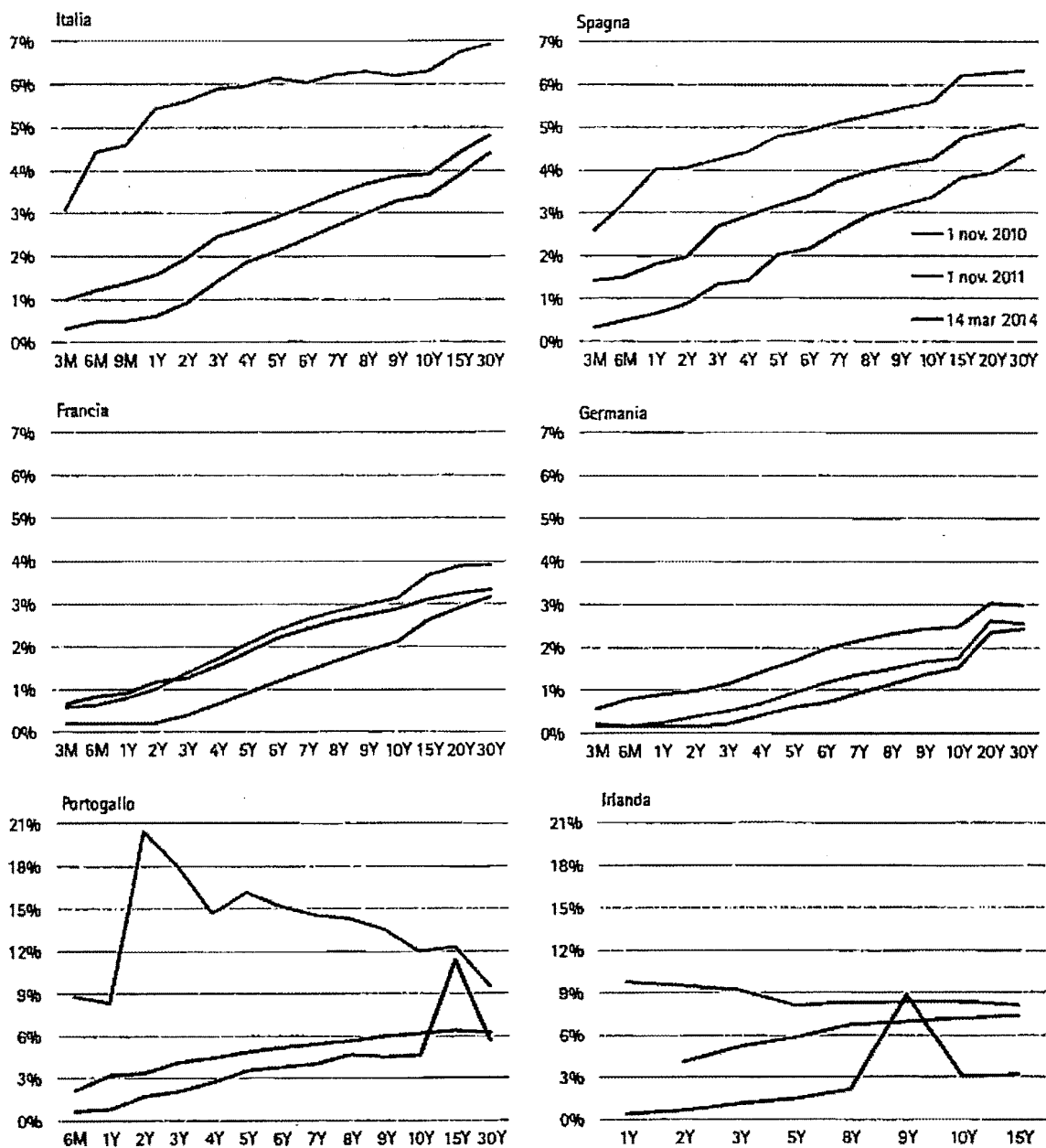
Fig. 20 Indicatore di contagio e volatilità storica degli *spread* dei titoli di Stato a 10 anni per alcuni paesi europei (valori percentuali; dati giornalieri; 01/01/2007 - 31/01/2014)



Per la metodologia di costruzione dell'indicatore di contagio si veda Gentile M. e L. Giordano, *Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis: an empirical analysis on Euro area bond and equity markets*, Quaderni di finanza Corsob 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.

La curva dei tassi di interesse sui titoli di Stato italiani si è abbassata di oltre 300 punti base su tutte le scadenze rispetto ai livelli più elevati raggiunti nella fase più intensa della crisi del debito sovrano. Inoltre, a fronte di una ulteriore contrazione dei rendimenti dei titoli pubblici tedeschi, che sulle scadenze più brevi registrano tassi prossimi allo zero, si è ridotto significativamente il differenziale tra i rendimenti delle obbligazioni governative di Italia e Germania (Fig. 21).

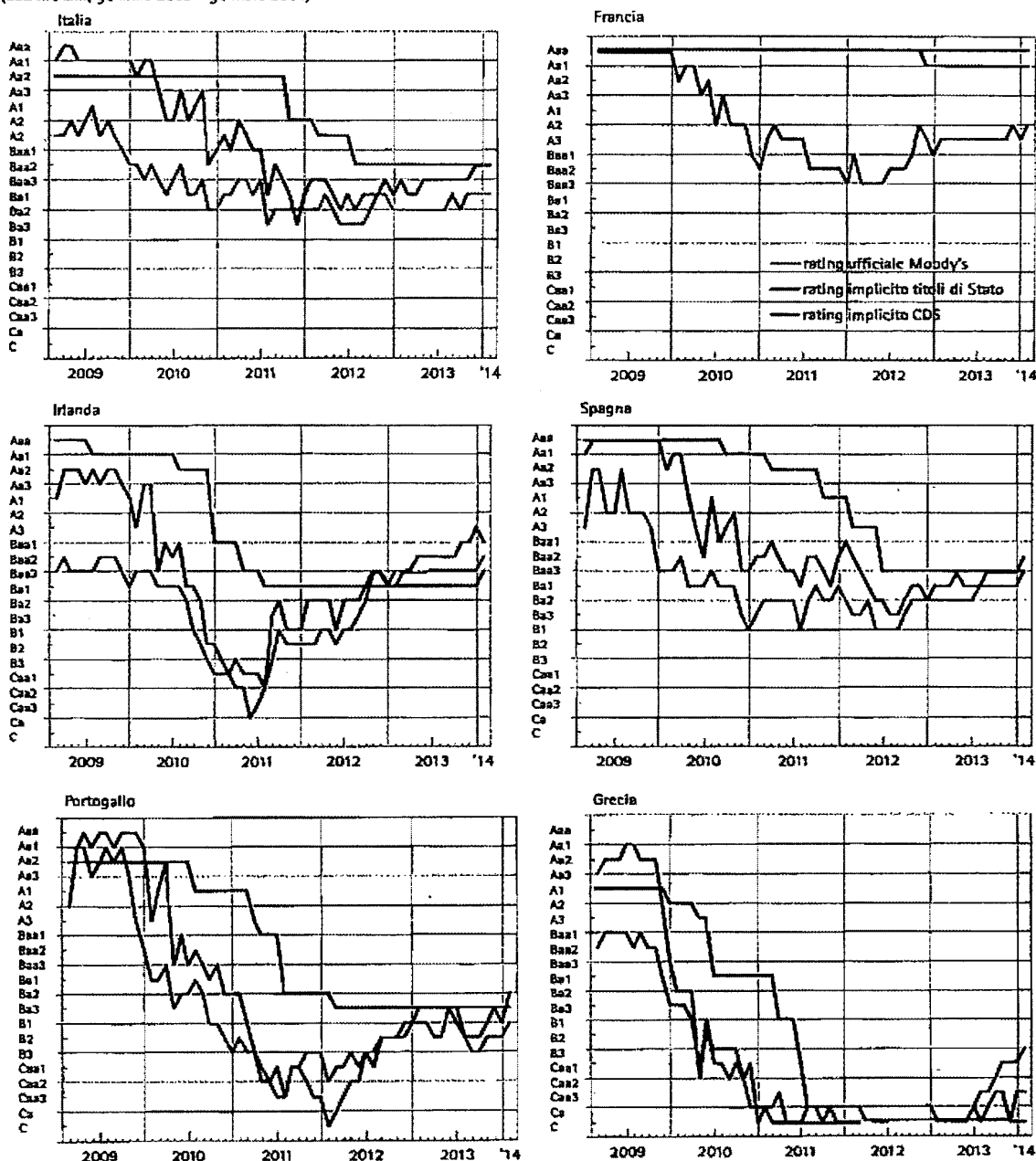
Fig. 21 Curva dei tassi d'interesse sui titoli di Stato in alcuni paesi avanzati



Fonte: Thomson Reuters.

Per la prima volta dall'inizio della crisi del debito sovrano, il divario tra il rating ufficiale di Moody's e il rating implicito nei rendimenti di titoli di Stato e quotazioni dei Cds si è annullato per Italia e Spagna. Per l'Irlanda il rating ufficiale, dopo essere risultato a lungo superiore al rating implicito, segnala attualmente un giudizio sul merito di credito inferiore a quello espresso dal mercato [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 - gennaio 2014)



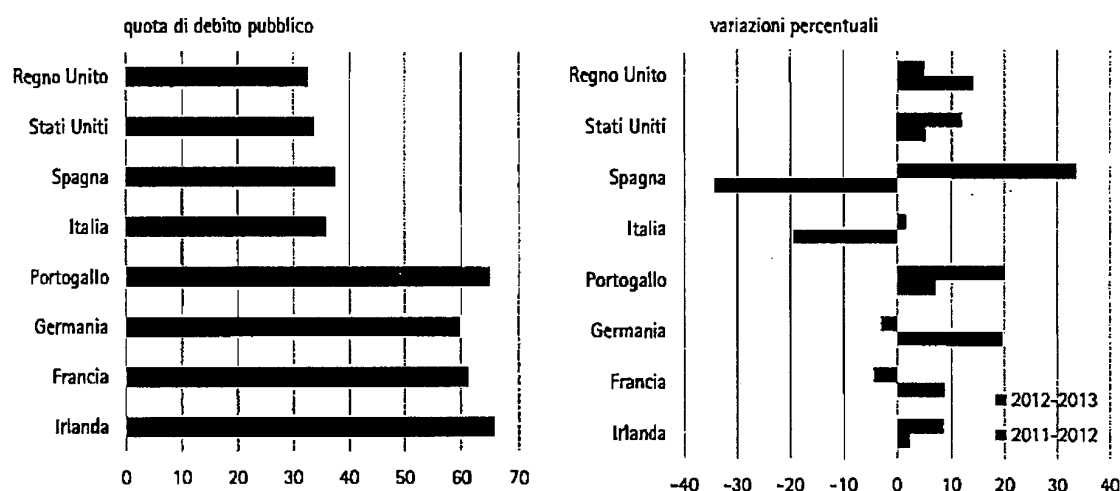
Fonte: elaborazioni su dati Moody's.

In particolare, sin dall'inizio del 2013, il rating implicito nei Cds e nei titoli di Stato sul debito sovrano irlandese è migliorato sensibilmente raggiungendo livelli superiori di quelli di Italia e Spagna, per effetto sia delle buone prospettive di crescita sia delle politiche di risanamento dei conti pubblici che dovrebbero contribuire a riportare il rapporto debito/Pil su un sentiero sostenibile.

Nel 2013, per effetto del miglioramento della percezione del rischio sovrano nell'Area euro, la quota di debito pubblico detenuta da investitori esteri di Italia e Spagna si è stabilizzata, segnando un'inversione di tendenza rispetto al significativo calo sperimentato nella fase più acuta della crisi (Fig. 23).

In particolare, tale quota è aumentata di oltre il 30 per cento per la Spagna, attestandosi al 37 per cento e compensando quasi del tutto la contrazione dell'anno precedente. Per l'Italia la quota di debito pubblico detenuta da non residenti ha mostrato solo un lieve incremento (2 per cento circa), a fronte di un decremento del 4 e del 3 per cento rispettivamente per Francia e Germania.

Fig. 23 Quota del debito sovrano detenuta da non residenti (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati FMI.

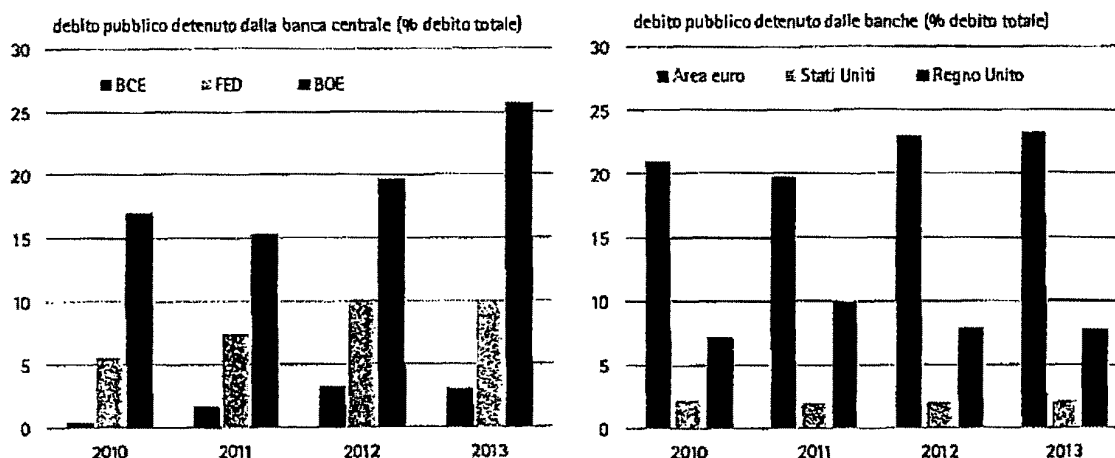
La quota di debito pubblico detenuta, a fine 2013, dalle banche domestiche dei paesi dell'Area euro si attesta attorno al 23 per cento, livello sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente e in aumento di due punti percentuali rispetto al dato del 2010. Viceversa, la quota riferibile alla Banca centrale europea ha continuato a contrarsi, portandosi a poco più del 3 per cento, in seguito alla scadenza di alcuni titoli in portafoglio acquistati nell'ambito del *Securities Market Programme* (SMP).

Le evidenze risultano molto diverse per gli USA e il Regno Unito, dove le banche centrali detengono una quota di titoli pubblici notevolmente superiore rispetto a quella degli istituti di credito domestici.

In particolare, la Fed detiene il 10 per cento circa del debito statunitense a fronte del 2 per cento riferibile alle banche private, mentre per la Bank of England la quota supera il 25 per cento, a fronte dell'8 per cento delle banche private (Fig. 24).

Tale circostanza riflette sia le eterogeneità esistenti nella struttura dei vari sistemi finanziari sia le diverse scelte di politica monetaria delle rispettive banche centrali (Fig. 24).

**Fig. 24** Quota del debito pubblico domestico detenuta dalla banca centrale e dalle banche delle principali economie avanzate (valori percentuali)



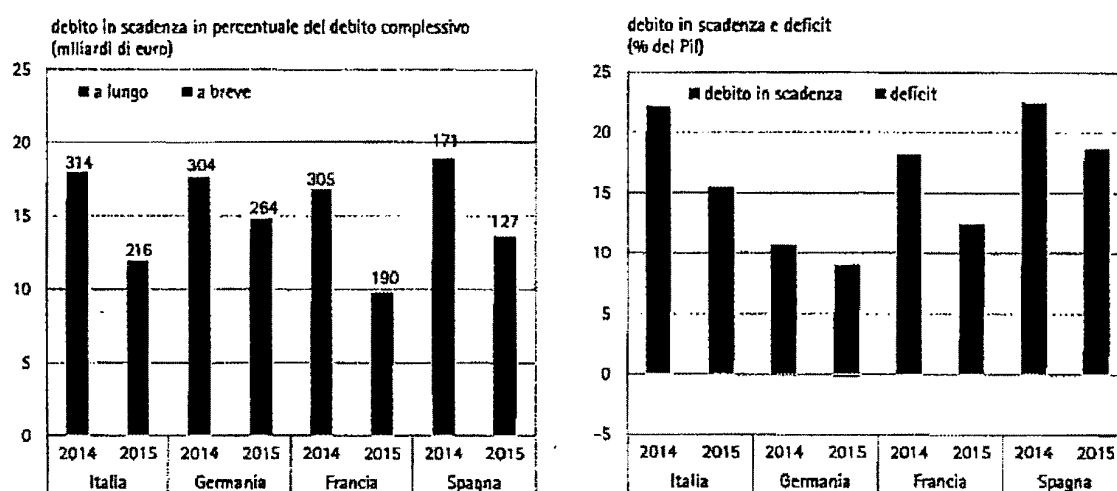
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e base dati di Bruegel sui titoli sovrani sviluppata in Merler e Pisani-Ferry (2012; [www.bruegel.org](http://www.bruegel.org)).

La necessità di rifinanziare quote elevate di debito pubblico rappresenta un importante fattore di vulnerabilità per molti paesi dell'Area euro.

La quota di debito complessivo in scadenza si colloca nel 2014 tra il 17 e il 18 per cento in Italia, Germania, Francia e Spagna. Se riferito al Pil, il fabbisogno di rifinanziamento del debito pubblico italiano è stimabile attorno al 20 per cento nel 2014 e al 13 per cento nel 2015 (il dato non include le emissioni di titoli a breve termine con scadenza non superiore a un anno), mentre la copertura per il deficit previsto negli stessi anni, risulta pari rispettivamente al 2,5 e al 2,3 per cento del Pil.

La Spagna, per la quale il debito in scadenza nel 2014 è pari a circa il 17 per cento del Pil, dovrà trovare copertura anche per il più consistente rapporto deficit/Pil (5,9 e 6,6 per cento nel 2014 e nel 2015). Nello stesso periodo alla Francia sono riferibili esigenze di rifinanziamento del debito esistente e di finanziamento del nuovo debito pari al 18 per cento del Pil (Fig. 25).

Fig. 25 Rifinanziamento del debito pubblico  
(valori percentuali)



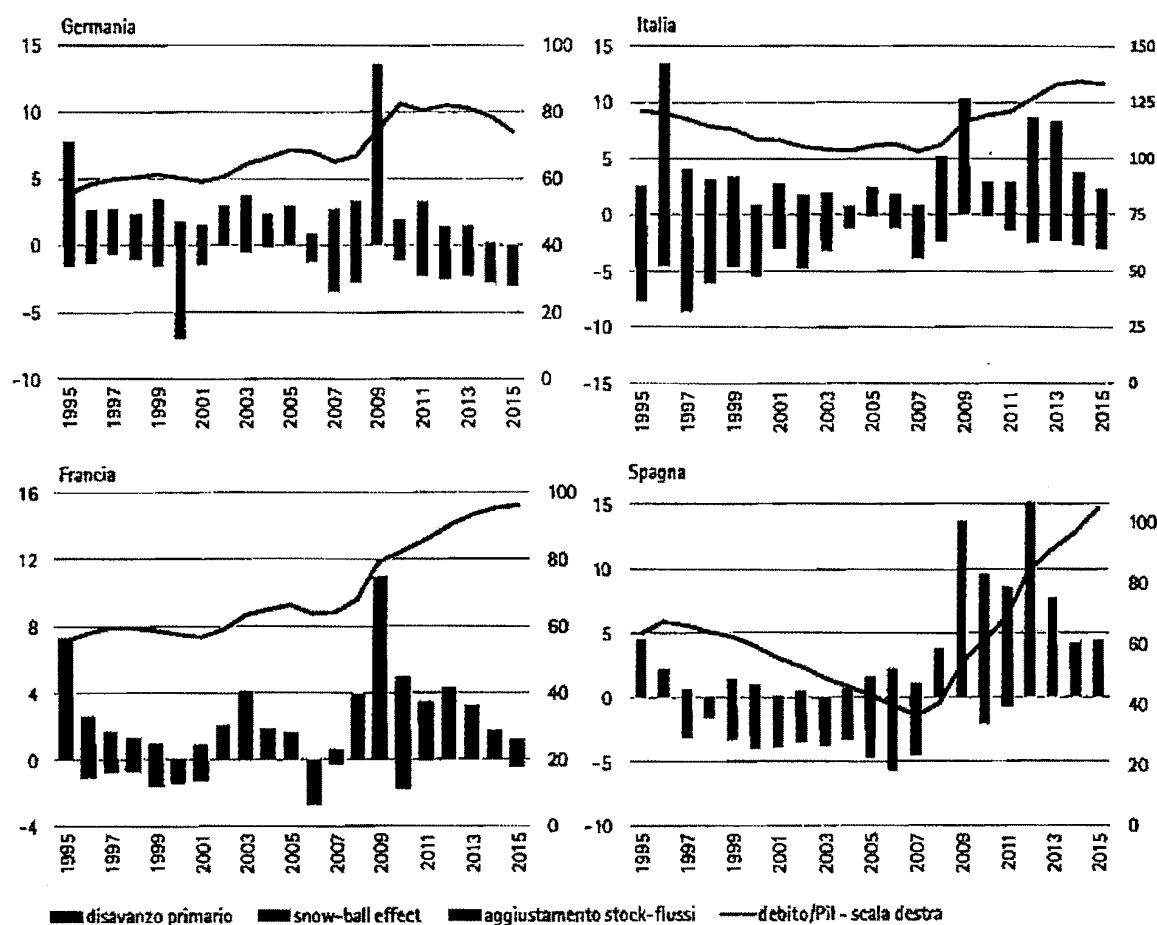
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Eikon e Commissione europea.

L'evoluzione del rapporto debito/Pil e le relative determinanti continuano a mostrare significative eterogeneità tra i principali paesi dell'Area euro. Secondo le previsioni per il 2014, infatti, tale rapporto dovrebbe ridursi solo per la Germania, grazie al contributo degli avanzi primari e dei bassi tassi di interesse. Per l'Italia, viceversa, pur a fronte dei persistenti avanzi primari, registrati dagli inizi degli anni novanta, la dinamica del debito continua a essere penalizzata dal divario tra elevati tassi di interesse e tassi di crescita bassi o negativi.

Per Francia e Spagna i principali fattori che contribuiscono all'aumento del debito pubblico sono rappresentati dai disavanzi primari e dagli aggiustamenti stock-flussi (corrispondenti alla differenza tra variazione del debito e variazione dell'avanzo/disavanzo pubblico determinata da voci straordinarie quali, ad esempio, la ricapitalizzazione del sistema bancario sostenuta dal governo spagnolo nel 2012).

A partire dal 2015, tuttavia, dovrebbe registrarsi un'inversione di tendenza. In particolare il rapporto debito/Pil italiano dovrebbe portarsi su livelli attorno al 130 per cento a condizione che i tassi di crescita dell'economia reale siano coerenti con le previsioni della Commissione europea (rispettivamente 0,7 e 1,2 per cento nel 2014 e nel 2015). Il debito pubblico della Spagna dovrebbe raggiungere il 110 per cento del Pil (sulla base di stime di crescita del Pil pari allo 0,5 nel 2014 e all'1,7 per cento nel 2015), mentre il debito pubblico della Francia dovrebbe superare il 90 per cento (con tassi di crescita previsti dell'economia reale pari allo 0,9 per cento e all'1,7 per cento; 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.