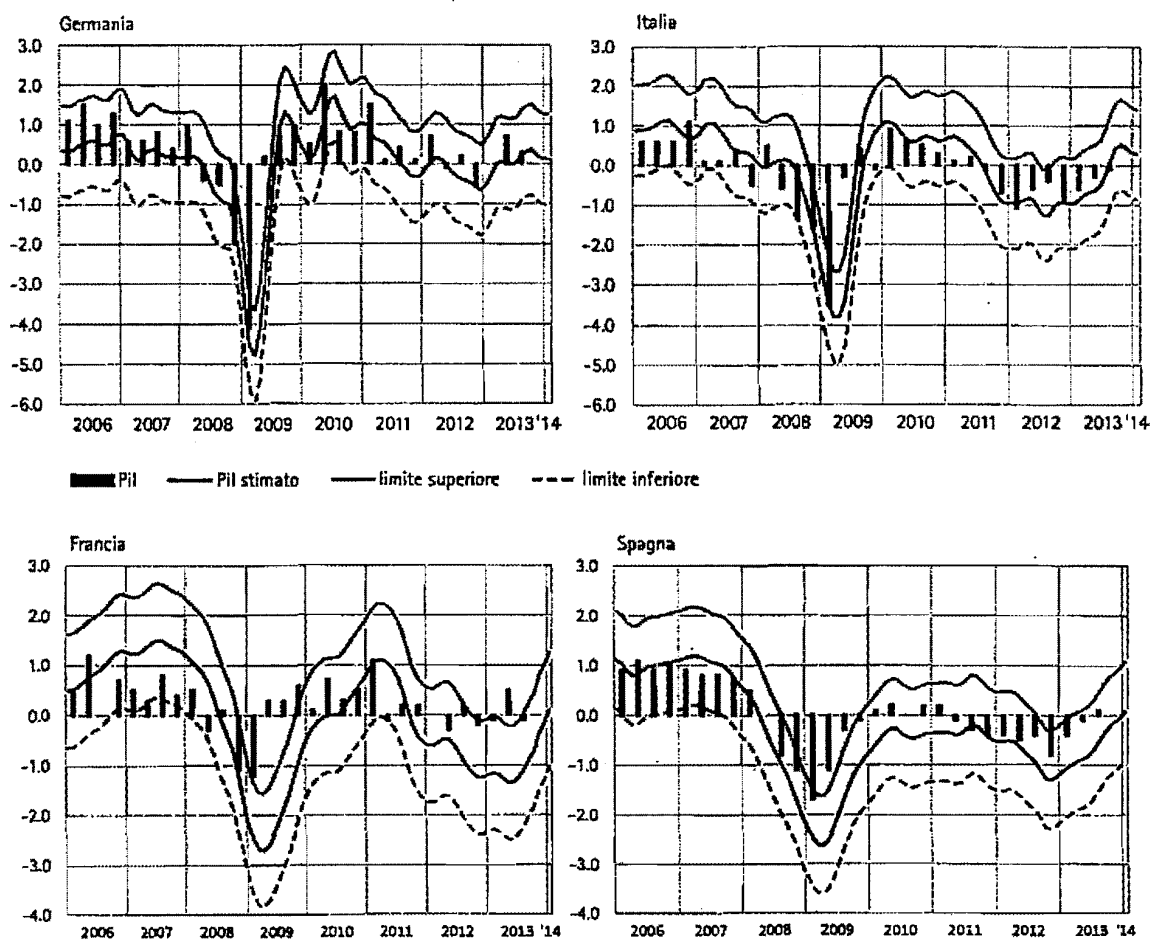


I modesti segnali di ripresa, emersi nell'Area euro a partire dal secondo trimestre 2013, trovano conferma anche nelle previsioni del Pil in tempo reale (cosiddette *nowcasts*) elaborate con riferimento ai principali paesi dell'Area. In particolare, l'Italia, dopo aver registrato il primo segnale di ripresa nell'ultimo trimestre del 2013, dovrebbe crescere dello 0,3 per cento nel primo trimestre del 2014 (Fig. 27).

Fig. 27 Previsioni del Pil in tempo reale



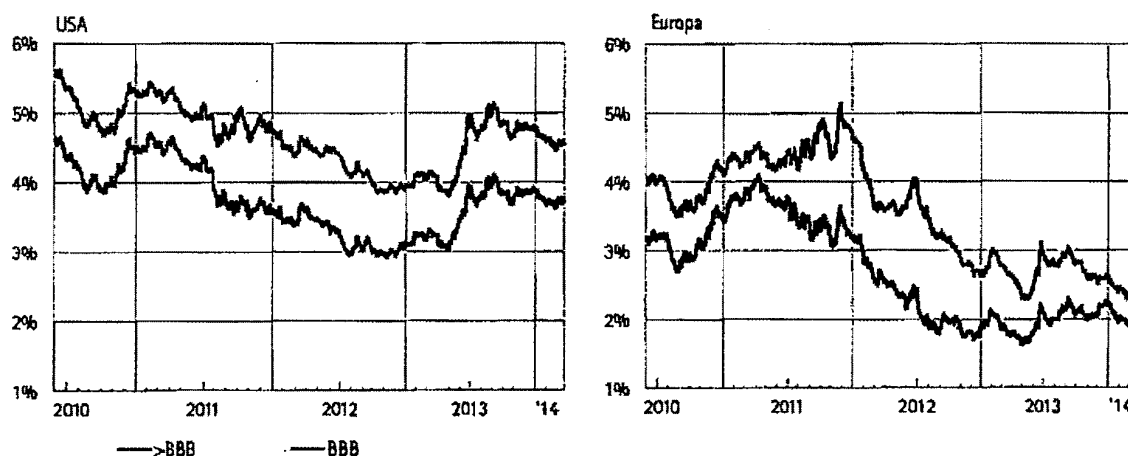
Fonte: La metodologia adottata per elaborare le previsioni è basata su un modello di dimensioni ridotte stato-spazio e utilizza 11 indicatori *soft e hard* (stime preliminari e finali del Pil; *hard indicators*: esportazioni, indice della produzione industriale, vendite al dettaglio, tasso di occupazione; *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 2014.

Tali previsioni sono elaborate sulla base delle informazioni contenute sia nei cosiddetti *hard indicators* (esportazioni, produzione industriale, tasso di occupazione e vendite al dettaglio) sia nei cosiddetti *soft indicators* (indici di fiducia dei consumatori, degli imprenditori, del settore dell'edilizia e indice di *economic sentiment* elaborati dalla Commissione europea sulla base di sondaggi).

2 Le obbligazioni *corporate* e le cartolarizzazioni

Nel corso del 2013 i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie sono aumentati negli Stati Uniti di circa un punto percentuale per tutte le classi di rating, passando dal 3 al 4 per cento nel caso di titoli con rating superiore a BBB e dal 4 al 5 per cento nel caso di titoli con rating speculativo. Il 2014 è iniziato con un andamento decrescente, che ha segnato un'inversione di tendenza rispetto all'anno precedente. In Europa si è registrata, invece, una maggiore discontinuità, sebbene la riduzione degli *spread* tra obbligazioni con diverse classi di rating evidenzia un miglioramento delle aspettative degli investitori (Fig. 28).

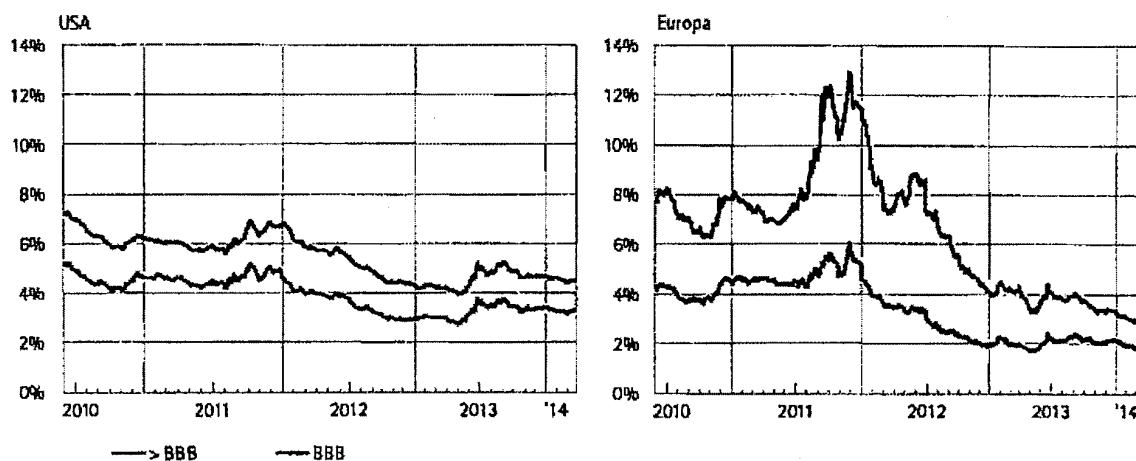
Fig. 28 Rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie (valori percentuali; dati giornalieri; 01/06/2010 - 15/03/2014)



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

Con riferimento alle obbligazioni bancarie, i rendimenti hanno mostrato una sostanziale stabilità sia in Europa sia negli Stati Uniti per tutte le classi di rating. In Europa la contrazione del divario tra i rendimenti dei titoli con rating, rispettivamente, superiore e inferiore a BBB è in linea con gli andamenti menzionati con riferimento alle obbligazioni del settore non finanziario (Fig. 29).

Fig. 29 Rendimenti delle obbligazioni bancarie
(valori percentuali; dati giornalieri; 01/06/2010 – 15/03/2014)



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

Nel 2013 il mercato obbligazionario primario delle società non finanziarie ha mostrato segnali di rallentamento sia negli Stati Uniti sia in Europa rispetto all'anno precedente (Fig. 30).

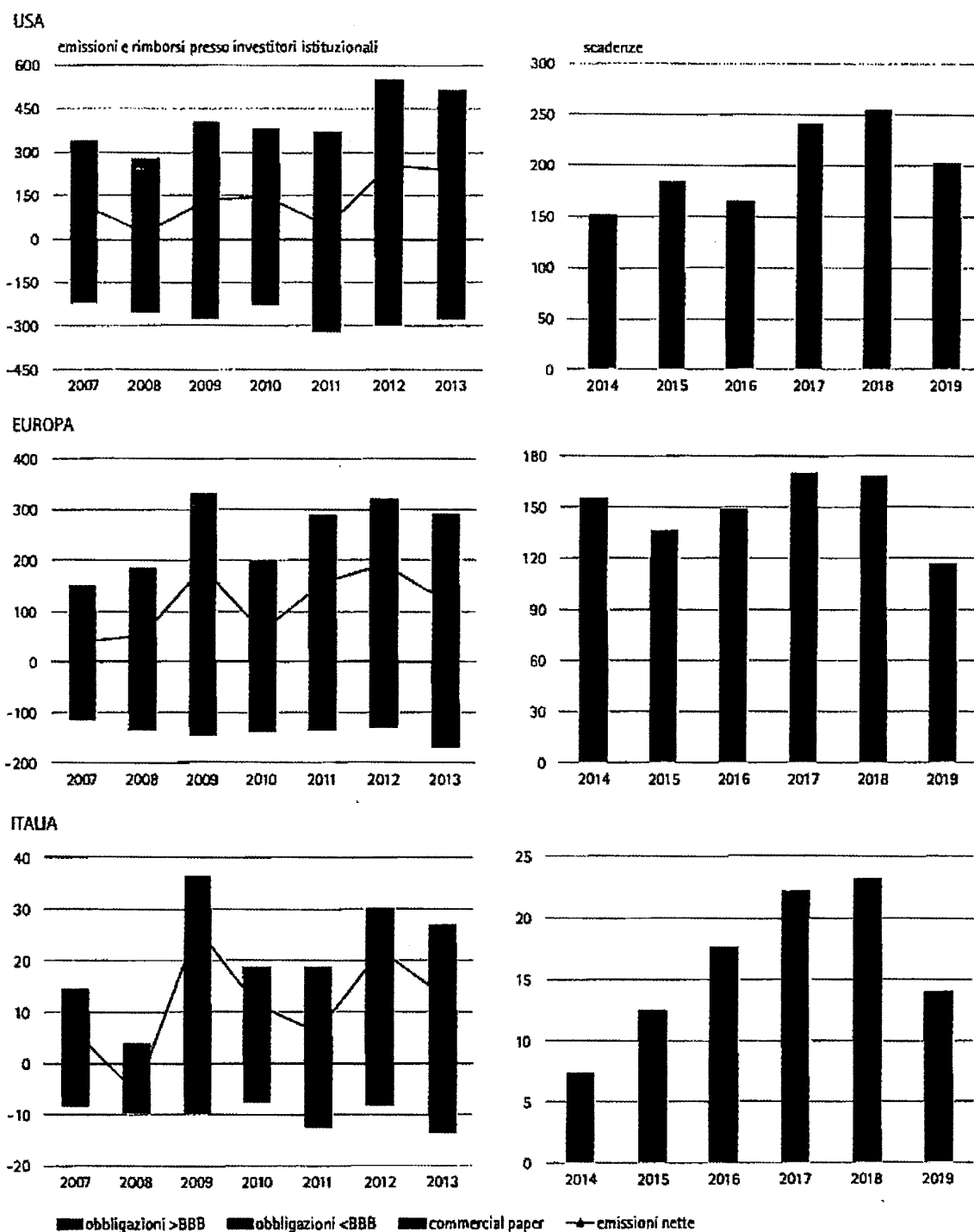
Il volume delle emissioni è diminuito del 7 per cento negli USA (passando da 548 a 512 miliardi di euro) e del 9 per cento in Europa (da 321 a 292 miliardi di euro, nonostante l'aumento da 29 a 57 miliardi di euro delle emissioni di titoli con rating speculativo).

In linea con il dato europeo, anche in Italia si è registrata una contrazione del 10 per cento circa delle emissioni (da 30 a 27 miliardi di euro) che tuttavia non ha riguardato i titoli con rating inferiore a BBB (passati da 4 a 7 miliardi di euro). Nel 2014 il rischio di rifinanziamento della raccolta obbligazionaria dovrebbe essere limitato con un volume di titoli in scadenza pari a 7 miliardi di euro circa (8 per cento del totale emesso).

Nel corso del 2013 la raccolta obbligazionaria delle banche ha fatto registrare una significativa ripresa negli Stati Uniti (+31 per cento, da 96 a 126 miliardi di euro). In Europa, invece, si è registrato un calo del 30 per cento circa delle emissioni, passate da 418 a 291 miliardi di euro (il dato non include i titoli con garanzia pubblica).

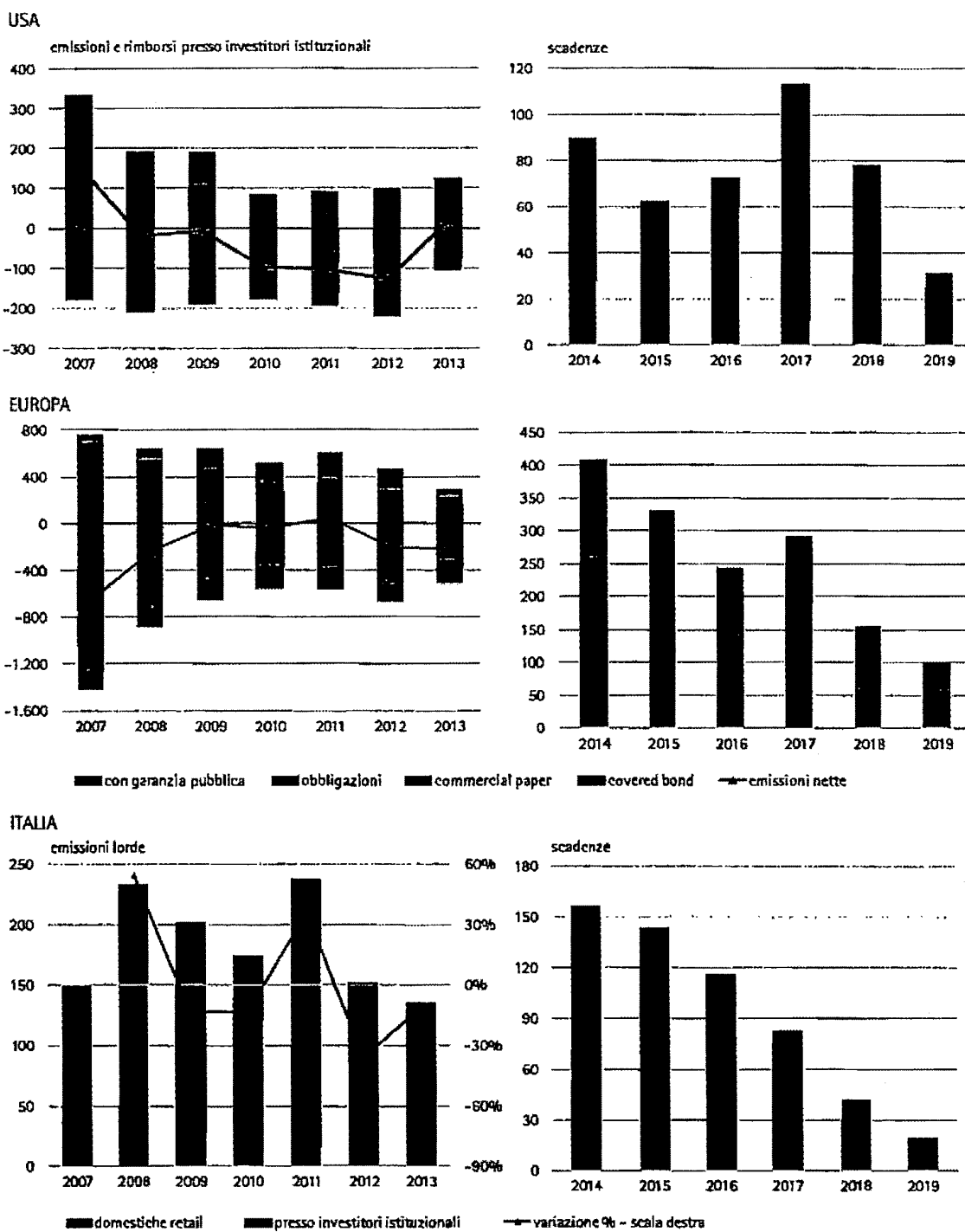
In Italia le emissioni lorde degli istituti di credito sono passate da 152 a 135 miliardi di euro (-11 per cento circa); come di consueto oltre l'80 per cento delle obbligazioni è stato collocato presso investitori *retail*. Il fabbisogno di rifinanziamento risulta significativo essendo l'ammontare di obbligazioni in scadenza entro il 2014 pari al 28 per cento del totale delle emissioni (Fig. 31).

Fig. 30 Emissioni obbligazionarie di società non finanziarie (miliardi di euro)



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

Fig. 31 Emissioni obbligazionarie di banche
(miliardi di euro)

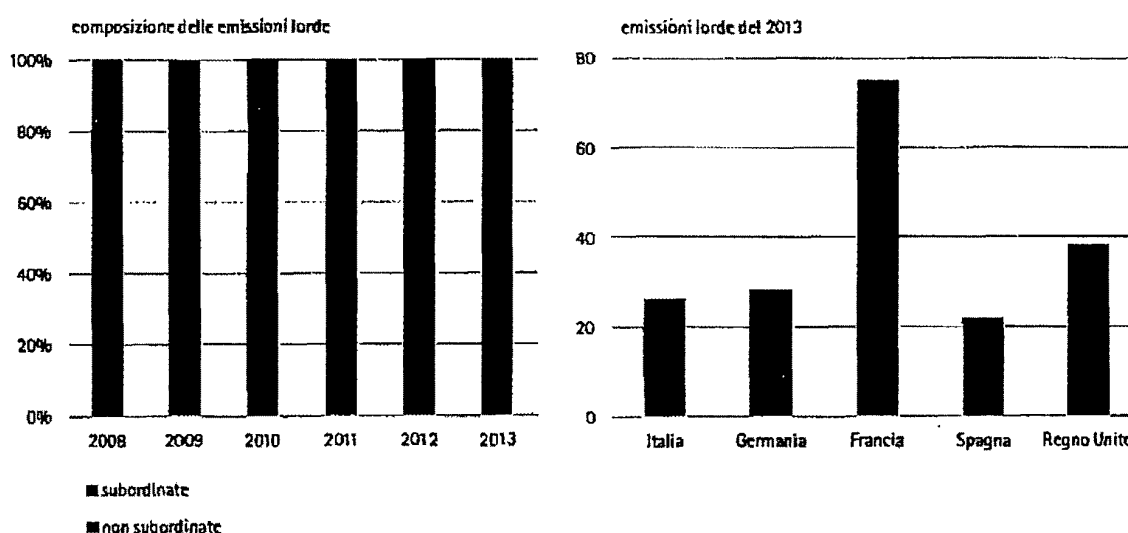


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic, Consob e Kler's. Le scadenze si riferiscono alle obbligazioni emesse a partire dal 2007.

Con riferimento alla composizione delle obbligazioni bancarie europee per tipologia di rischio, nel 2013 la quota di titoli subordinati sul totale delle emissioni lorde continua ad attestarsi mediamente su livelli inferiori al 20 per cento. Il dato è, tuttavia, in crescita a partire dal 2011 e, nel confronto tra paesi europei, mostra una certa eterogeneità (Fig. 32).

La quota di titoli subordinati emessi da banche oscilla, nel 2013, tra il 7 per cento in Germania e il 38 nel Regno Unito. Per gli istituti di credito italiani il dato corrisponde al 14 per cento delle emissioni lorde.

Fig. 32 Incidenza delle obbligazioni bancarie subordinate sul totale per i principali paesi europei
(valori percentuali; valori monetari in miliardi di euro)

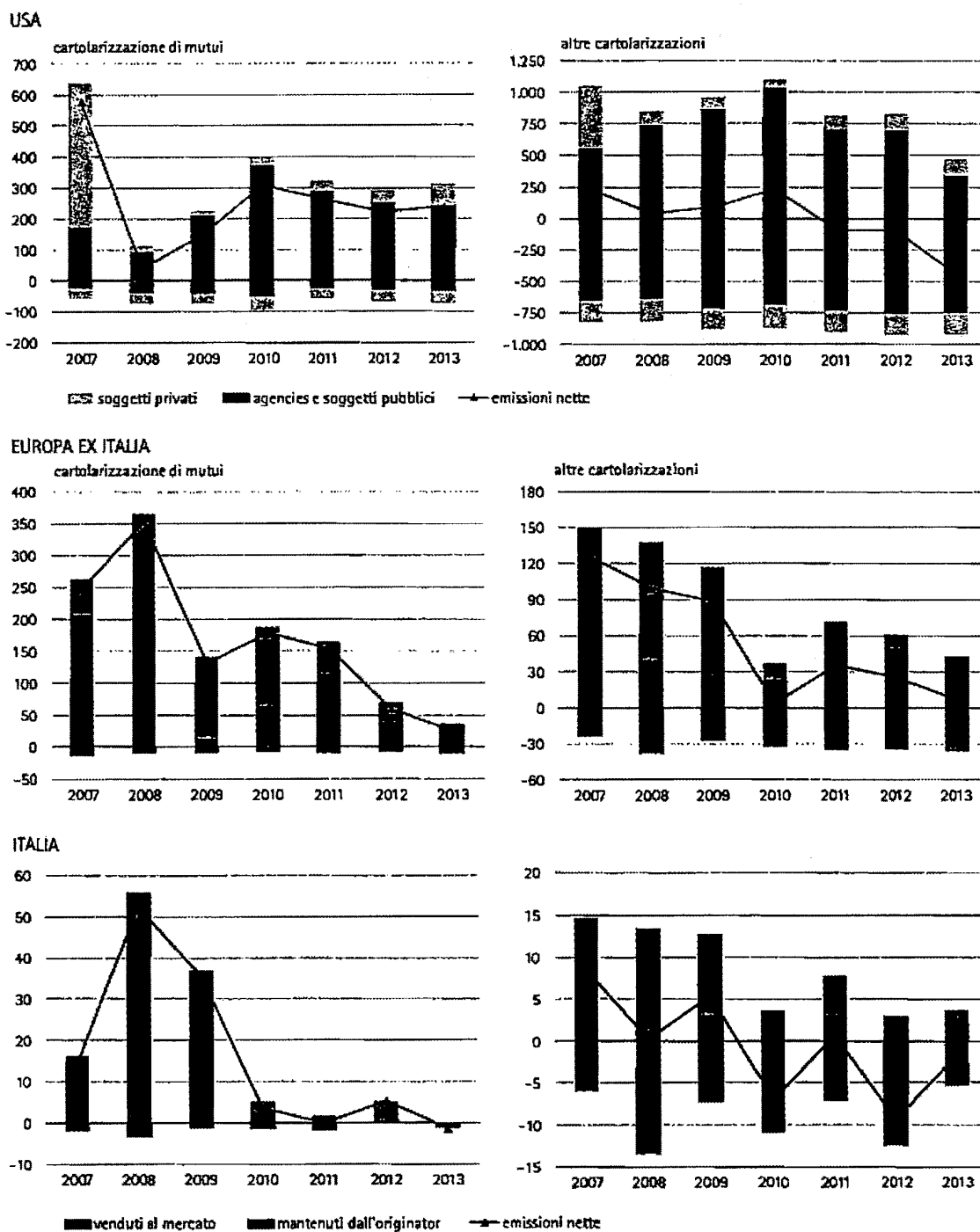


Fonte: Dealogic.

Il mercato delle cartolarizzazioni continua a essere stagnante, sia negli USA sia in Europa (Fig. 33).

Rispetto all'anno precedente, nel 2013 il volume delle emissioni di titoli cartolarizzati è diminuito nel mercato statunitense del 29 per cento circa (da 1.122 a 797 miliardi di euro), nonostante l'incremento delle emissioni di titoli legati a mutui (da 292 a 315 miliardi di euro, 8 per cento circa). In Europa, la contrazione è stata ancora più significativa, attestandosi al 39 per cento circa (da 131 a 80 miliardi di euro). Il mercato italiano continua a rimanere su volumi molto ridotti con un ammontare complessivo di emissioni pari a 3,7 miliardi di euro circa.

Fig. 33 Emissioni di cartolarizzazioni
(miliardi di euro)



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.

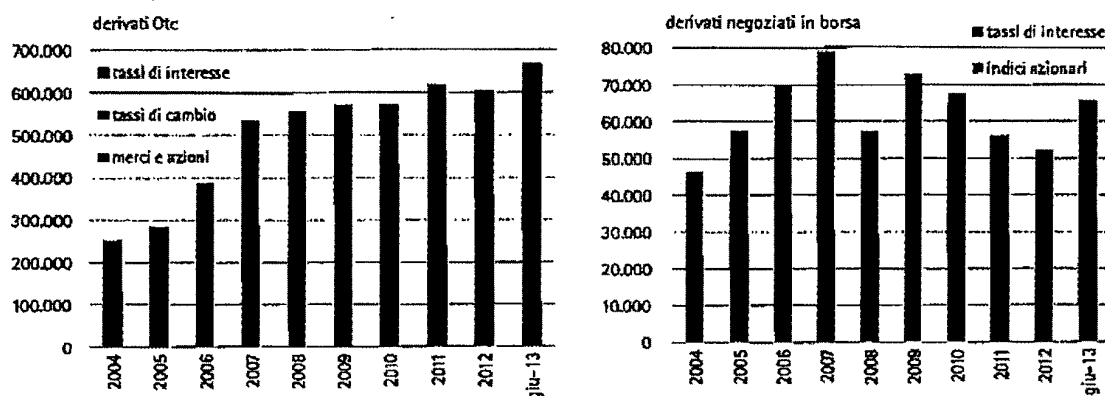
3 Gli strumenti finanziari derivati

Il mercato dei derivati *over the counter* (Otc) ha sperimentato una crescita significativa nel primo semestre 2013, per effetto principalmente del positivo contributo riferibile ai derivati su tassi di interesse. Tale dinamica è in linea con l'andamento dei derivati negoziati in borsa (Fig. 34).

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 aumentato, infatti, del 10 per cento circa (da 607.510 a 668.559 miliardi di dollari USA tra dicembre 2012 e giugno 2013). Tale aumento è stato più marcato per i derivati su tassi di interesse, passati da 489.703 a 561.299 miliardi di dollari USA tra dicembre 2012 e giugno 2013 (+15 per cento), seguiti dai derivati su tassi di cambio (da 67.358 a 73.121 miliardi di dollari; +9 per cento). Viceversa si è ridotto il valore nozionale dei derivati su azioni e merci (da 50.449 a 34.139 miliardi di dollari; -32 per cento).

Con riferimento ai derivati scambiati in borsa (*exchange traded*) il valore nozionale di quelli su tassi di interesse (pari al 94 per cento circa del totale) ha mostrato un incremento significativo (32 per cento circa), mentre l'ammontare dei derivati su cambi e su altri sottostanti è cresciuto del 6 per cento circa (da 3.574 a 3.793 miliardi di dollari USA).

Fig. 34 Valore nozionale lordo degli strumenti finanziari derivati nelle principali economie avanzate (consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

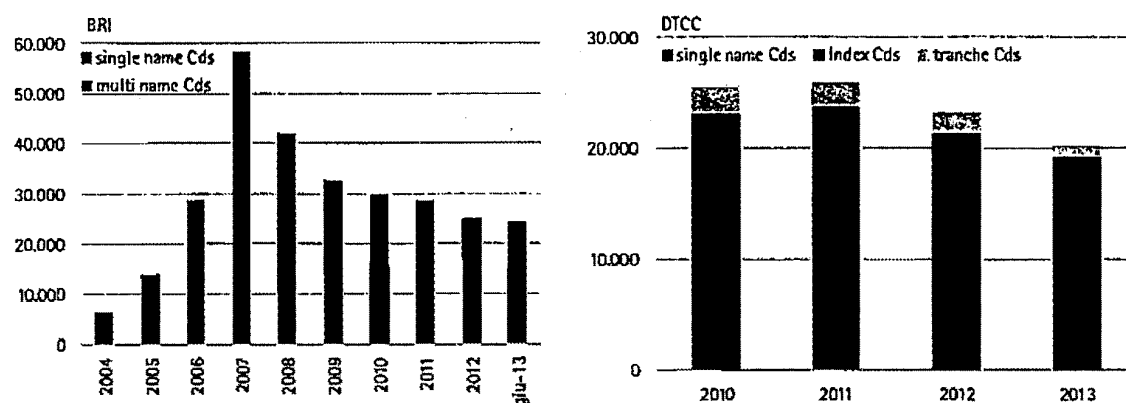
Nel primo semestre 2013 si è lievemente ridotto il valore nozionale lordo dei *credit default swap* (Cds), segnando una contrazione del relativo mercato pari al 3 per cento circa (Fig. 35).

Tra dicembre 2012 e giugno 2013, secondo le rilevazioni della Bri, il dato è passato da 25.000 a 24.000 miliardi di dollari USA (-4 per cento). A giugno 2013 il

peso dei *Cds single name* (ossia riferiti a un unico debitore) era pari al 53 per cento, in calo rispetto al 58 per cento rilevato a dicembre 2012.

Sulla base dei dati della *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC), che riporta informazioni in parte differenti da quelle della Bri, il 95 per cento dei *multinome Cds* (riferiti a più debitori) è rappresentato da *index Cds* (ossia Cds su un paniere di *reference entities*), mentre la quota rimanente è costituita da *tranche Cds* standardizzate di *index Cds*.

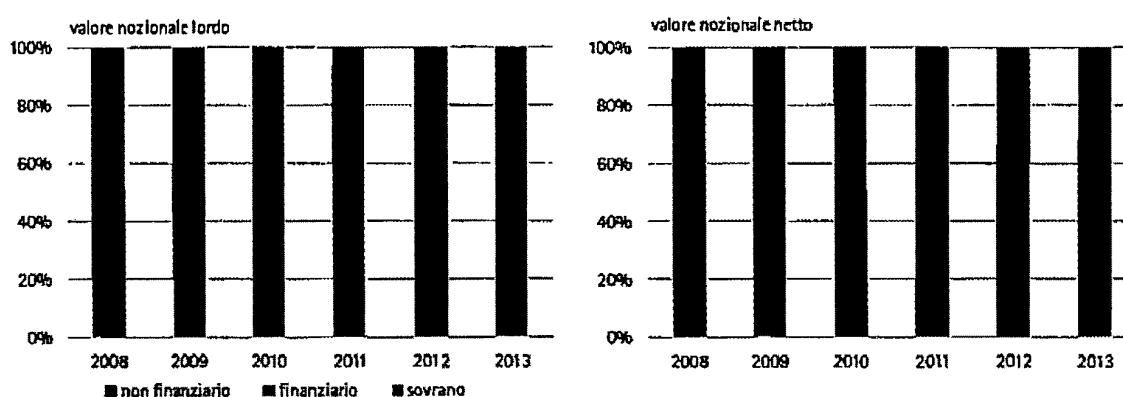
Fig. 35 Valore nozionale lordo dei *credit default swap* (consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)



Fonte: Bri ed elaborazioni Consob su dati DTCC.

A fine 2013 i Cds su emittenti sovrani rappresentavano più del 20 per cento del mercato, in termini sia di valore nozionale lordo sia di valore nozionale netto (Fig. 36).

Fig. 36 Composizione percentuale del valore nozionale dei *credit default swap* per settore di appartenenza della *reference entity*

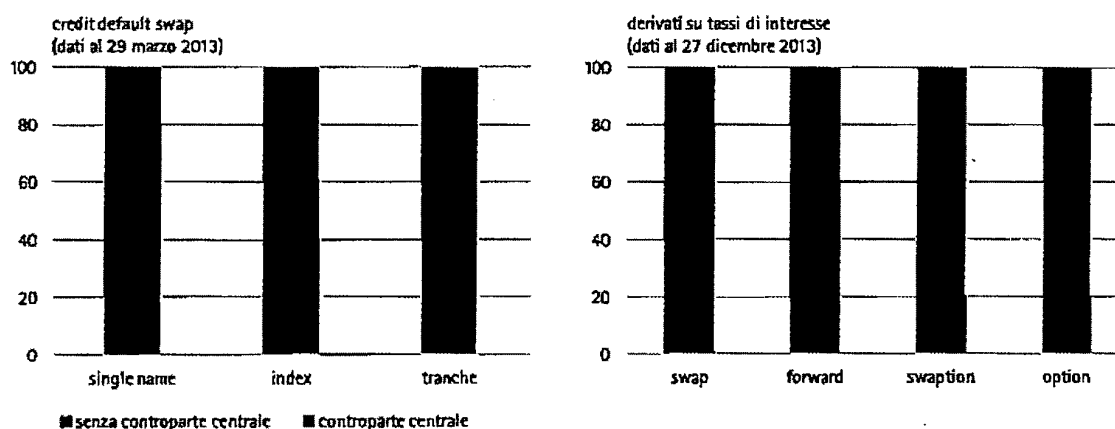


Fonte: elaborazioni su dati DTCC. Si fa riferimento ai Cds *single name* (prime 1.000 *reference entities* per valore nozionale). La composizione percentuale è stata calcolata sulle consistenze di fine periodo.

Nello specifico, in termini di valore nozionale lordo la quota dei Cds sovrani rispetto all'intero mercato è lievemente aumentata (passando dal 23 per cento nel dicembre 2012 al 24 per cento nel dicembre 2013), mentre quella riferita al valore nozionale netto è rimasta invariata al 25 per cento. Nello stesso periodo è aumentata anche la quota dei Cds riferiti a emittenti *corporate* non finanziari (dal 54 al 59 per cento circa in termini di valore nozionale lordo), mentre si è ridotta quella dei Cds riferiti a emittenti *corporate* del settore finanziario (dal 22 al 17 per cento). Dinamiche analoghe sono emerse in termini di valore nozionale netto.

La quota di derivati Otc sottoposti a processo di *clearing* presso controparti centrali (CCP) varia a seconda della tipologia di prodotto. Nell'ambito dei derivati di credito, sono sottoposti a *clearing* presso CCP il 30 per cento del valore nozionale lordo degli *index Cds* e il 17 per cento del valore nozionale lordo dei Cds *single name*. Con riferimento ai derivati Otc su tassi di interesse, circa il 53 per cento del valore nozionale lordo dei derivati *interest swap* viene sottoposto a *clearing* presso CCP (Fig. 37).

Fig. 37 Composizione del valore nozionale lordo dei derivati Otc sulla base della tipologia del processo di *clearing* (valori percentuali)

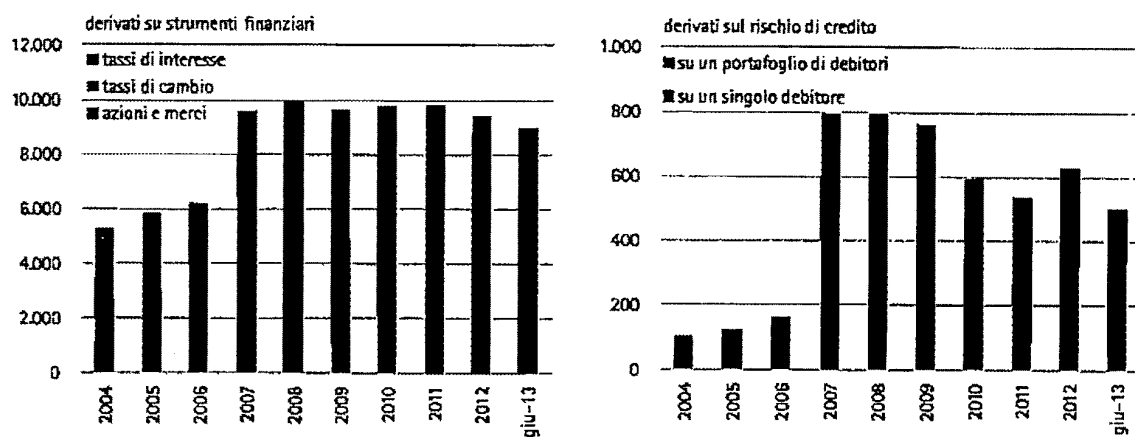


Fonte: elaborazioni su dati DTCC.

In Italia il valore nozionale dei contratti derivati finanziari negoziati *over the counter* si attestava, a giugno 2013, a 9.000 miliardi di dollari USA, in lieve calo rispetto a dicembre 2012. Una riduzione del 20 per cento circa si è rilevata con riferimento al valore nozionale dei derivati sul rischio di credito, il cui ammontare è sceso da 628 a 504 miliardi di dollari (Fig. 38).

La maggiore parte dei contratti derivati su strumenti finanziari negoziati Otc continua ad avere come sottostante tassi d'interesse (87 per cento del valore nozionale complessivo). I derivati sul rischio di credito hanno prevalentemente come sottostante un portafoglio di debitori (61 per cento circa).

Fig. 38 Valore nozionale lordo degli strumenti finanziari derivati Otc in Italia
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari USA)



Fonte: Banca d'Italia.

III Le società non finanziarie

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

Le maggiori società quotate non finanziarie dei principali paesi europei si caratterizzano per una esposizione omogenea al ciclo economico, come emerge dalla distribuzione del fatturato e della capitalizzazione tra settori ciclici (tra cui energia, chimica, auto, costruzioni) e difensivi (quali servizi pubblici, salute, farmaceutici e alimentari). Le imprese italiane e spagnole mostrano, tuttavia, dimensioni più contenute rispetto ai principali *competitors* europei (Fig. 39).

Nella prima metà del 2013, la quota del fatturato delle imprese attive in settori ciclici oscilla attorno al 70 per cento, risultando in diminuzione, rispetto al 2007, di circa 4 punti percentuali per le imprese italiane, francesi e tedesche, e di circa 10 punti percentuali per quelle spagnole.

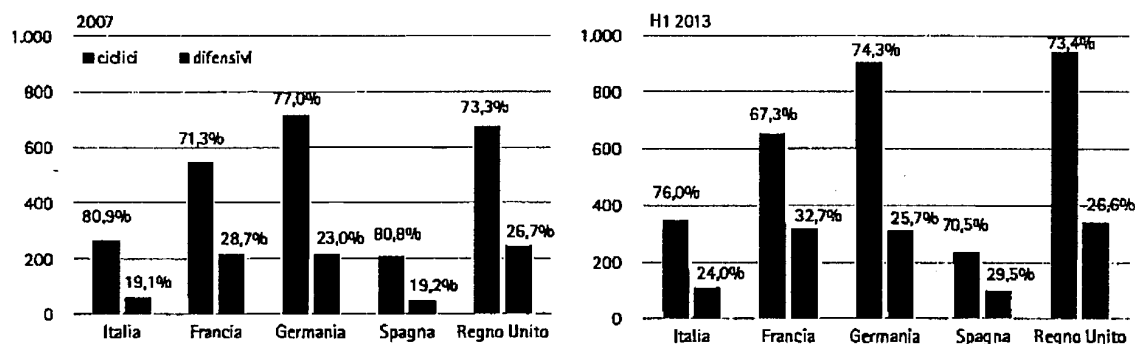
Dal 2007 il fatturato delle principali imprese inglesi, francesi e tedesche ha mostrato le maggiori variazioni in termini assoluti, mentre in termini percentuali hanno registrato un incremento maggiore le imprese italiane (rispettivamente, del 31 e 75 per cento circa nei settori ciclici e difensivi) e quelle spagnole operanti in settori difensivi (+97 per cento circa).

La variazione del fatturato non si è peraltro riflessa in modo omogeneo nell'andamento della capitalizzazione di borsa nello stesso periodo. A fine 2013, il peso della capitalizzazione dei settori ciclici risultava maggiore per le imprese tedesche (88 per cento circa), seguite dalle società italiane, francesi e spagnole (intorno al 70 per cento) e da quelle inglesi (60 per cento circa).

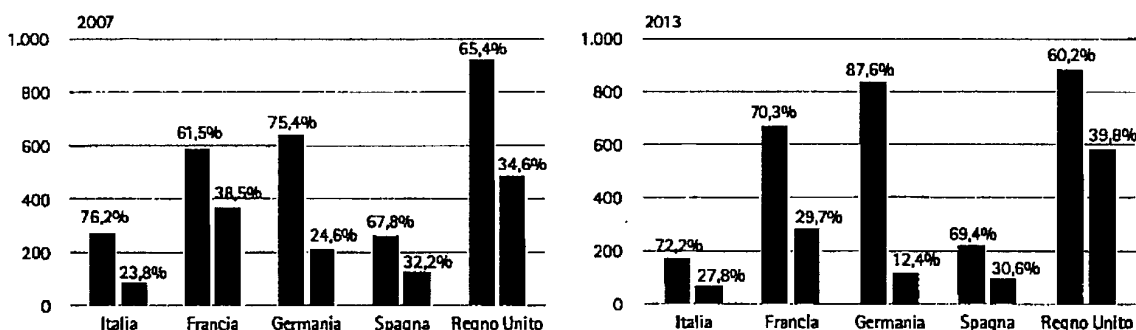
Dal 2007 a fine 2013 le maggiori società tedesche e inglesi hanno complessivamente incrementato il loro valore di mercato (rispettivamente, +12 e +4 per cento circa), trainate le prime dalle *performance* dei comparti ciclici (+31 per cento circa) e le seconde dai settori difensivi (+20 per cento circa). Per le imprese francesi si registra una lieve contrazione complessiva (-0,5 per cento) derivante da un incremento nei settori ciclici (+14 per cento circa) inferiore al calo nei settori difensivi (-23 per cento circa). Infine, le imprese spagnole e italiane hanno registrato una contrazione complessiva, rispettivamente, del 17 e 32 per cento circa.

Fig. 39 Distribuzione delle maggiori imprese quotate non finanziarie per settori ciclici e difensivi
(valori monetari in miliardi di euro e peso percentuale sul campione esaminato)

FATTURATO



CAPITALIZZAZIONE DI BORSA



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope (fatturato) e Thomson Reuters Datastream (capitalizzazione di borsa) sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Il dato sul fatturato del primo semestre 2013 è annualizzato. Confronta Note metodologiche. I settori ciclici comprendono: materie prime, energetico, chimico, aerospaziale, automobili e componentistica, prodotti personali e per la casa, media, distribuzione, viaggi e tempo libero, telecomunicazioni, trasporti, costruzioni, macchinari industriali; appartengono a tali settori 23 imprese quotate in Francia, 23 in Germania, 22 in Spagna, 17 nel Regno Unito e 22 in Italia. I settori difensivi comprendono: alimentari (e bevande), tabacco, farmaceutici, salute, servizi pubblici; appartengono a tali settori 7 imprese quotate in Francia, 7 in Germania, 8 in Spagna, 13 nel Regno Unito e 7 in Italia.

Considerando il grado di internazionalizzazione, il contributo delle esportazioni al fatturato per il 2012 delle maggiori società italiane quotate appare sostanzialmente in linea con il dato rilevato per Francia, Germania e Regno Unito (68 per cento circa), mentre risulta sostanzialmente inferiore per la Spagna (56 per cento circa; Fig. 40).

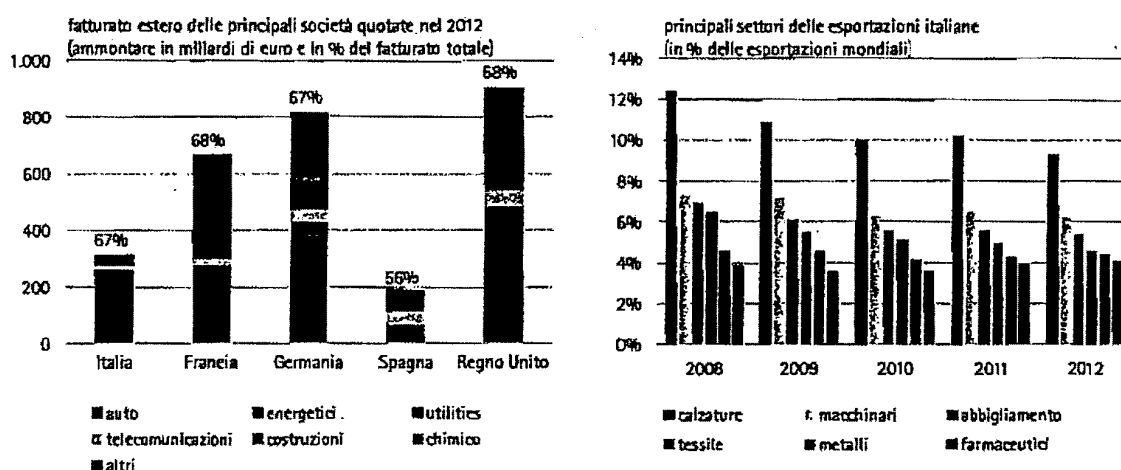
La composizione delle esportazioni mondiali riferibili a tutte le imprese italiane non è peraltro riflessa nella composizione delle esportazioni delle maggiori imprese quotate. Successivamente alla crisi finanziaria del 2008, inoltre, la quota delle esportazioni mondiali riconducibile ai settori nei quali le imprese italiane mostravano una presenza più forte ha evidenziato un significativo declino.

Nel 2012 le maggiori quote del fatturato realizzato all'estero dai principali gruppi quotati sono riferibili al settore auto, energetico e *utilities* (rispettivamente, 25, 20 e 16 per cento circa del fatturato totale).

Per contro, le principali quote italiane delle esportazioni mondiali riguardano il settore calzaturiero (9,3 per cento), macchinari (6,2), abbigliamento (5,4), tessile (4,6), metalli (4,4) e farmaceutico (4,1). La quota di mercato degli altri settori si attesta su livelli inferiori al 4 per cento (tra cui il settore auto con una quota del 2,5).

Rispetto al 2008, la maggiore contrazione delle quote ha riguardato in particolare il settore calzaturiero (-3,1 punti percentuali), tessile (-1,9) e abbigliamento (-1,5).

Fig. 40 Grado di internazionalizzazione delle imprese italiane



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani (fatturato estero per settori) e su dati Icc-Istat ed Eurostat (quote esportazioni mondiali). Confronta Note metodologiche.

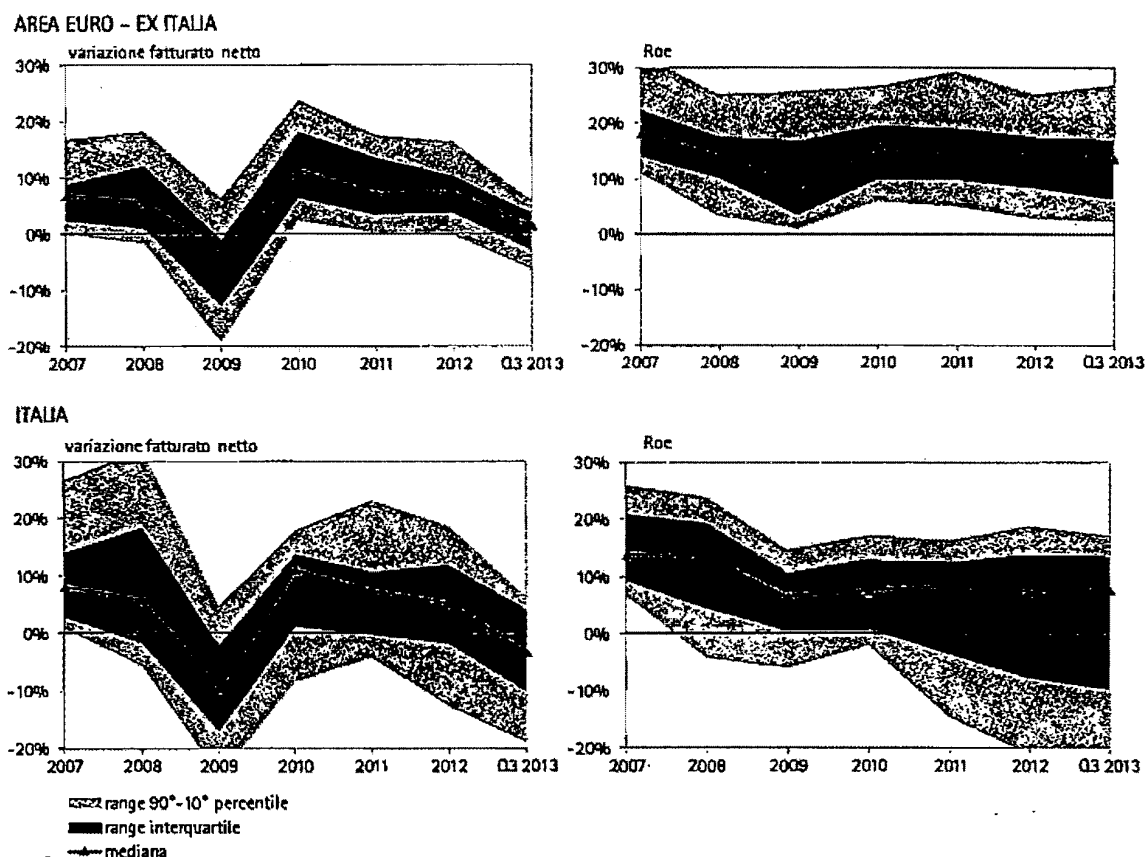
2 I ricavi e la redditività delle imprese quotate

Nel corso del 2013, il fatturato delle principali imprese quotate ha continuato a contrarsi sia nell'Area euro sia, in misura più marcata, in Italia. Nello stesso periodo la redditività ha esibito, invece, una sostanziale stabilità (con valori positivi del Roe per tutto il campione analizzato), mentre è peggiorato il trend per le imprese italiane con performance negativa (Fig. 41).

Al 30 settembre 2013 il 60 per cento delle maggiori società italiane registra un peggioramento del fatturato (34 per cento a fine 2012), a fronte del 43 per cento delle imprese europee (10 per cento a fine 2012).

Per quanto riguarda la redditività, in Italia il 40 per cento delle principali società quotate risulta più esposto alla congiuntura, registrando un Roe negativo (il dato si attestava al 35 per cento nel 2012).

Fig. 41 Ricavi e redditività delle principali imprese quotate non finanziarie dell'Area euro



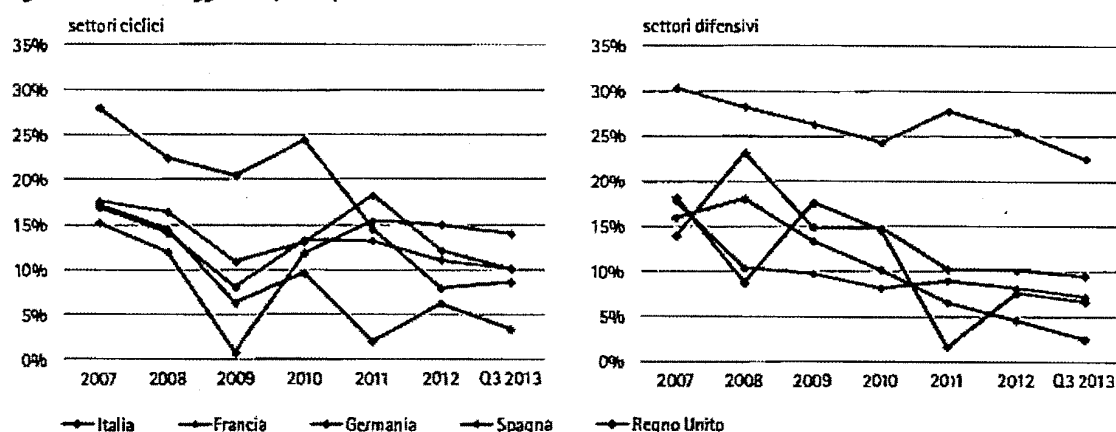
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. La variazione annuale del fatturato è calcolata rispetto al dato restated dell'anno precedente. Per il terzo trimestre 2013 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

L'evidenza disaggregata per i principali paesi europei mostra che, dal 2007 al 2013, la redditività delle maggiori società quotate è diminuita in maniera significativa sia nei settori ciclici sia in quelli difensivi. Le imprese inglesi e tedesche risultano essere le più profittevoli, mentre le società italiane hanno registrato *performance* decisamente inferiori nel periodo considerato (Fig. 42).

Nell'ambito dei settori ciclici, nel 2013, le imprese tedesche hanno registrato la redditività più elevata (con un Roe intorno al 14 per cento e prossimo ai livelli del 2007), mentre l'indicatore è diminuito al 10 per cento circa in Francia, Regno Unito e Spagna. In Italia il Roe è passato dal 17 per cento circa nel 2007 al 3 per cento a settembre 2013.

Con riferimento ai settori difensivi, invece, le società inglesi hanno mostrato risultati nettamente superiori a quelli degli altri paesi in tutto il periodo considerato, con un Roe pari, al 30 settembre 2013, al 23 per cento circa, a fronte di valori compresi fra il 10 per cento in Spagna e il 2 per cento circa in Italia.

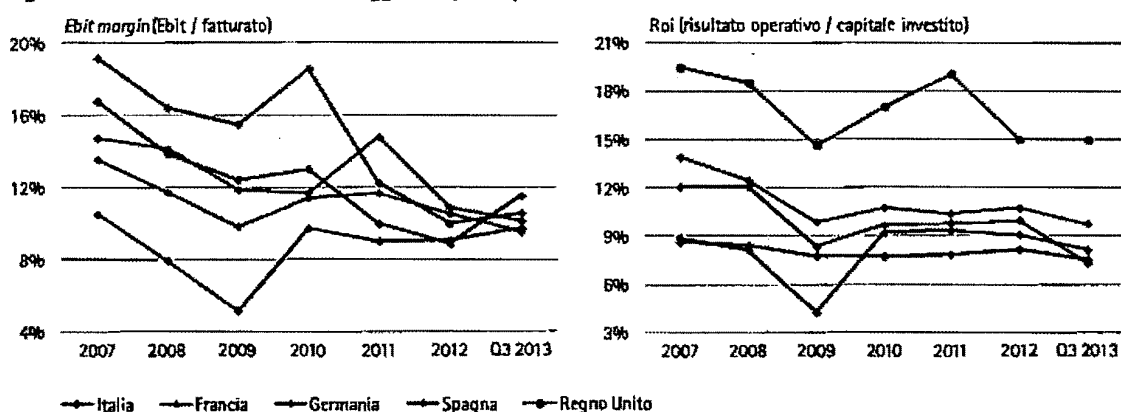
Fig. 42 Roe delle maggiori imprese quotate non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Per il terzo trimestre 2013 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati.

Nei primi 9 mesi del 2013 il calo della redditività trova peraltro riscontro in quello dell'*Ebit margin* solo per le principali società quotate francesi e inglesi, mentre il margine operativo risulta in lieve crescita per le imprese tedesche e spagnole e, in misura più significativa, italiane (Fig. 43).

Fig. 43 Indicatori di redditività delle maggiori imprese quotate non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a gennaio 2014 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. Il capitale investito è dato dalla somma di patrimonio netto e debiti finanziari. Per il terzo trimestre 2013 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

Per le maggiori società quotate italiane il dato è passato, nei primi nove mesi del 2013, dal 9 al 12 per cento circa, per effetto di una contrazione più che proporzionale del fatturato (-26,6 per cento).

Nello stesso periodo, tuttavia, si registra una diminuzione della redditività del capitale investito (Roi) per tutti i paesi esaminati (in misura più marcata per l'Italia, dal 10 al 7,3 per cento circa), ad eccezione del Regno