

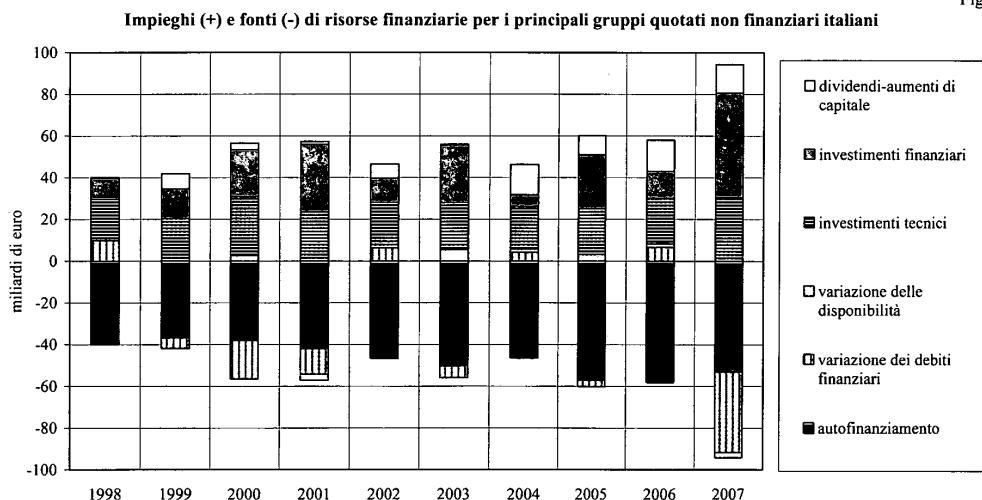
2. I flussi finanziari

Nel corso del 2007 l'autofinanziamento ha continuato a rappresentare la principale fonte di risorse finanziarie per i grandi gruppi quotati non finanziari italiani (Fig. 8). Rispetto al 2006, il suo ammontare, tuttavia, è leggermente diminuito passando da 58 a 53 miliardi di euro circa, mentre si è registrato un significativo incremento dei debiti finanziari (+39 miliardi di euro circa) che ha determinato un aumento della leva finanziaria (si veda il precedente §1).

L'aumento dei debiti finanziari è tuttavia quasi interamente riconducibile all'operazione di acquisizione di un gruppo estero da parte di una delle principali società quotate italiane (si veda anche il successivo §5).

Le risorse finanziarie sono state utilizzate prevalentemente per effettuare acquisizioni e investimenti finanziari per un ammontare pari approssimativamente a 50 miliardi di euro. Anche gli investimenti tecnici in impianti e in attrezzature sono stati rilevanti (30 miliardi di euro nel 2007 contro 22 miliardi di euro circa nel 2006). Sonò invece leggermente diminuite le risorse finanziarie restituite agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale), passate da 15 a poco meno di 14 miliardi di euro.

Fig. 8



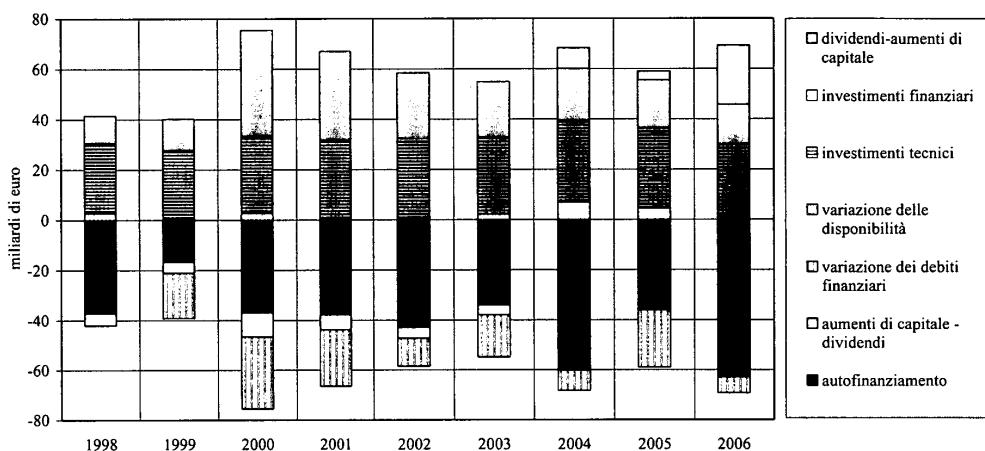
Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. I dati 2007 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

L'autofinanziamento (pari a 63 miliardi di euro) rappresenta la fonte prevalente di risorse finanziarie anche per un campione di circa 2.000 imprese italiane, censito da Mediobanca e in parte coincidente con quello dei grandi gruppi quotati (Fig. 9). I dati relativi al 2006 indicano che, dal lato degli impieghi, gli investimenti tecnici rimangono particolarmente elevati (29 miliardi di euro), anche se in leggera flessione rispetto al 2005 (-8%); gli investimenti finanziari sono scesi da

19 a 16 miliardi di euro circa (-17%). Le risorse finanziarie destinate agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale), infine, sono aumentate in modo significativo (da 3 a 23 miliardi di euro).

Fig. 9

Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie per le grandi imprese non finanziarie italiane



Fonte: Mediobanca, "Dati cumulativi di 2.015 società italiane", edizione 2007. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

3. La qualità del credito

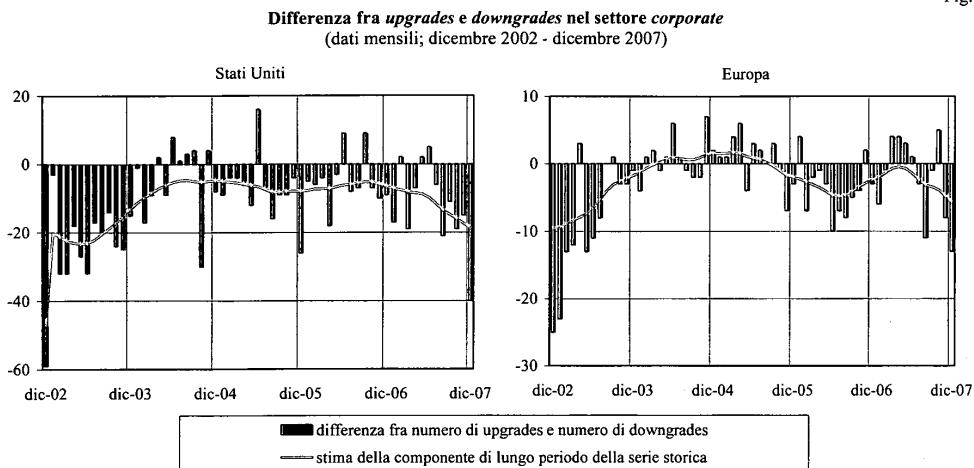
I dati sull'evoluzione dei giudizi delle società di *rating* relativamente alle imprese private (società finanziarie e non finanziarie) mostrano che l'evoluzione della qualità del credito nel 2007, sia negli Usa che in Europa, è stata caratterizzata da un *trend* negativo, soprattutto a seguito della crisi legata ai mutui ipotecari *subprime*.

Negli Usa la differenza tra il numero di revisioni al ribasso (*downgrades*) e il numero di revisioni al rialzo (*upgrades*) dei giudizi rilasciati dalle agenzie di *rating* è stata, infatti, pari a 112 nel secondo semestre 2007 (contro 34 nel primo).

In Europa i *downgrades* hanno superato gli *upgrades* di 31 unità nel secondo semestre, mentre nei primi sei mesi dell'anno il numero delle revisioni al rialzo aveva superato di cinque unità il numero delle revisioni al ribasso (Fig. 10).

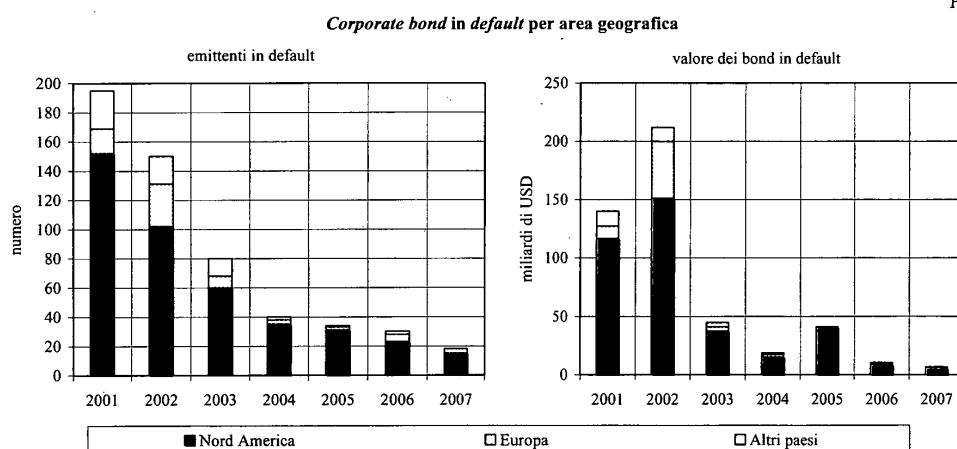
Nonostante i segnali negativi provenienti dall'analisi dei cambiamenti di *rating*, il tasso di insolvenza degli emittenti con *rating* speculativo è tuttavia diminuito sia negli Usa (da 1,7% a dicembre 2006 a 1,0% a fine 2007) che in Europa (da 2,7 a 1,1%). Gli emittenti di obbligazioni classificati in *default* sono passati da 30 nel 2006 (23 nel Nord America, 5 in Europa e 2 nel resto del mondo) a 18 nel 2007 (15 nel Nord America e 3 in Europa); è altresì diminuito del 36% il valore dei bond dichiarati in *default*, da 10 a 7 miliardi di euro circa (Fig. 11).

Fig. 10



Fonte: Moody's. Il numero di *upgrades* e *downgrades* si riferisce all'insieme delle società non finanziarie e finanziarie. La componente di lungo periodo è stimata attraverso tecniche non parametriche di analisi delle serie storiche.

Fig. 11



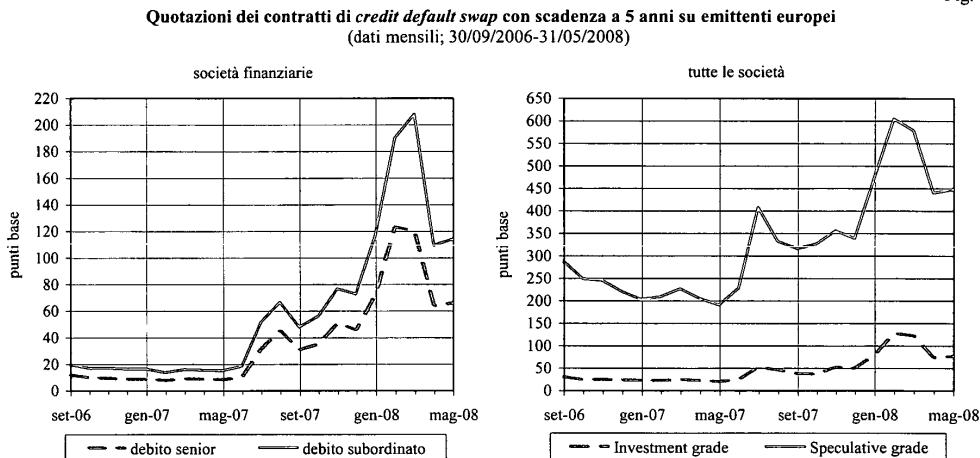
Fonte: Moody's.

Il basso numero di casi di insolvenza nel settore *corporate* registrato nel 2007 è ascrivibile alla congiuntura positiva e alle condizioni favorevoli di accesso al credito che hanno caratterizzato gli anni precedenti. Già a maggio 2008, il tasso di *default* (stimato a livello globale da Moody's) per le società con *rating* speculativo ha raggiunto quota 2% (contro 1% a fine 2007). Inoltre, sulla base delle previsioni realizzate da Moody's, questo tasso dovrebbe aumentare in modo significativo, raggiungendo un livello vicino al 5,0% per la fine del 2008.

La crisi legata ai mutui ipotecari *subprime* ha comportato un significativo aumento della percezione del rischio di credito sui mercati finanziari. La situazione di instabilità si è protratta per diversi mesi successivamente all'emersione dei primi segnali di turbolenza.

La crisi del mercato dei mutui *subprime* ha comportato un aumento del costo della protezione dal rischio di insolvenza, rilevabile dall'andamento delle quotazioni dei contratti di *credit default swap* (Cds) sulle principali società quotate europee. In particolare, il costo della protezione dal rischio di insolvenza sul debito subordinato delle banche è salito da circa 20 punti base prima della crisi a oltre 200 punti base a marzo 2008; nello stesso periodo per le imprese non finanziarie con rating speculativo il costo è passato da 200 a oltre 600 punti base (Fig. 12). Le quotazioni dei Cds sono poi diminuite nei mesi di aprile e maggio 2008, pur mantenendosi su livelli elevati.

Fig. 12



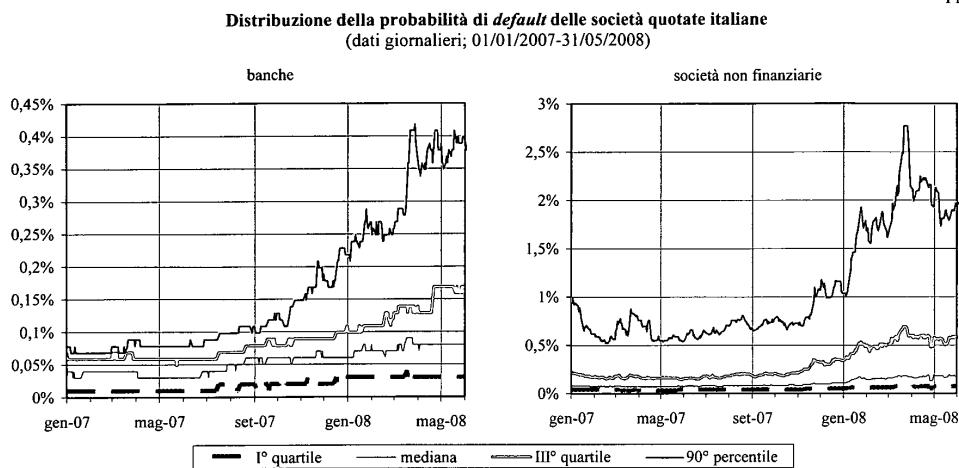
Fonte: Thomson Financial-Datastream. Dati relativi agli indici Itraxx riferiti a contratti di *credit default swap* per un campione di società quotate europee. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio di credito) si impegna a pagare, ogni anno, al venditore della protezione l'1% del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

Per l'Italia il deterioramento della qualità del credito è segnalato anche da modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza.

Da maggio 2007 a maggio 2008 la probabilità di default minima relativa al gruppo delle banche più rischiose (90° percentile della distribuzione delle probabilità di default) è passata da 0,08% a 0,4%. Inoltre, nello stesso periodo di tempo, la probabilità minima di default del gruppo delle società non finanziarie più rischiose è cresciuta da 0,6% a oltre 2,0% (Fig. 13).

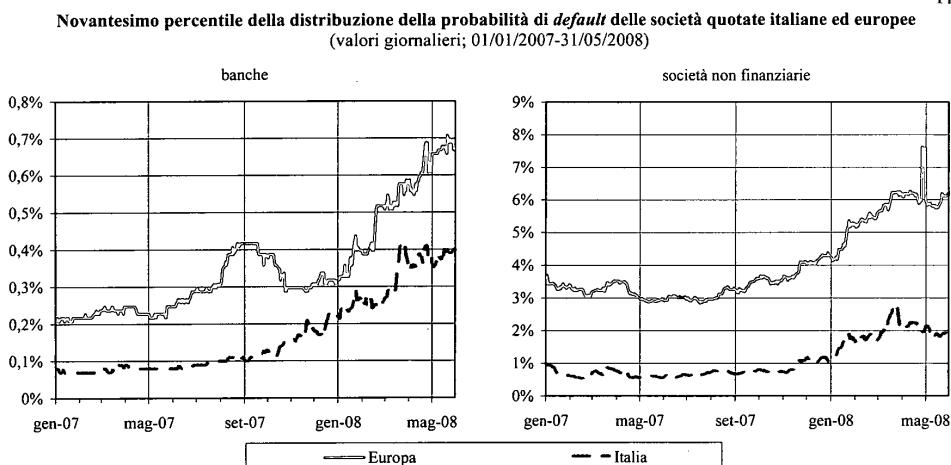
A maggio 2008 Il 90% delle società quotate italiane, comunque, continua a presentare una probabilità di default inferiore a quella delle società quotate europee, sia considerando l'insieme delle banche (0,70%) che quello delle società non finanziarie (6,2%; Fig. 14).

Fig. 13



Fonte: Moody's KMV - Credit Edge.

Fig. 14

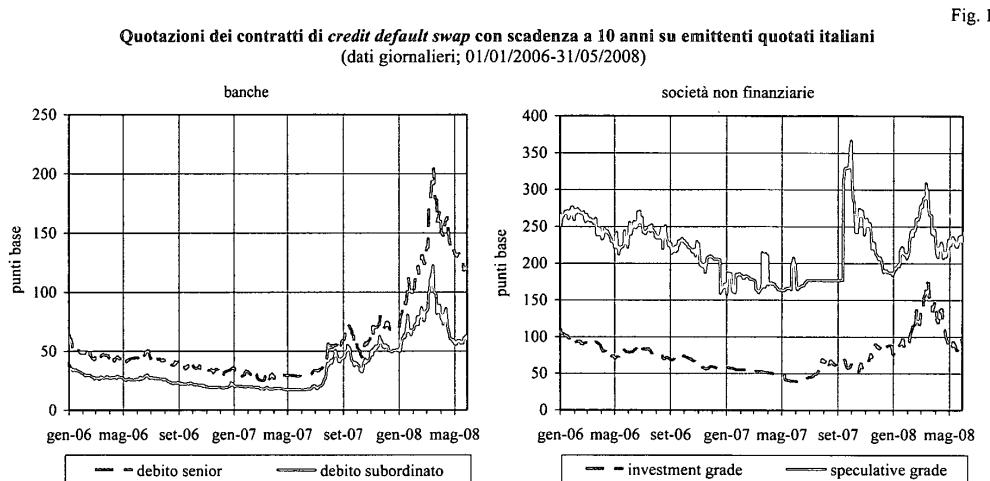


Fonte: Moody's KMV - Credit Edge.

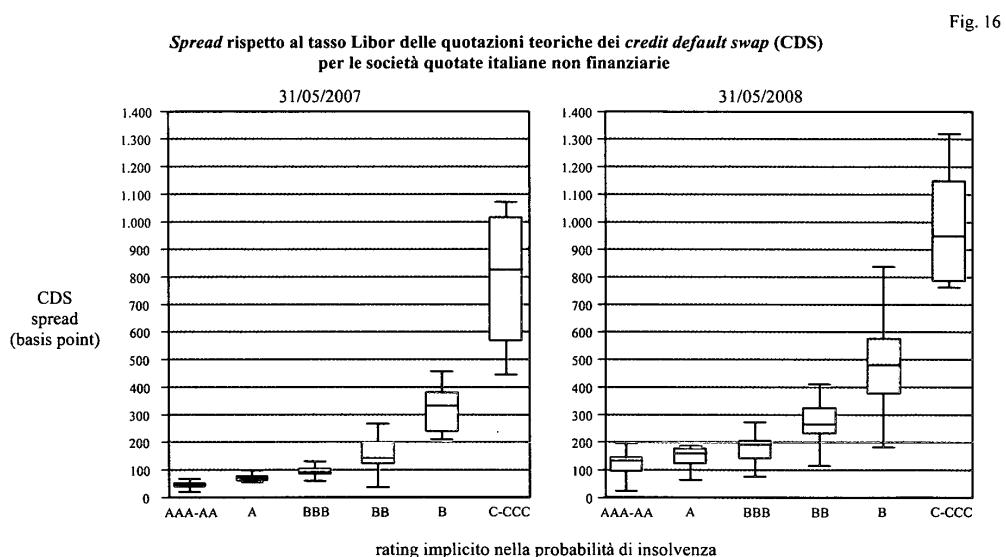
L'aumento della percezione del rischio di insolvenza degli emittenti quotati italiani è rilevabile anche dall'incremento delle quotazioni dei contratti di credit default swap (Fig. 15) che hanno raggiunto un picco nei mesi di marzo 2008, in linea con quanto evidenziato per il mercato dei Cds europei.

Evidenze analoghe emergono da modelli che consentono di stimare le quotazioni teoriche dei contratti di credit default swap (espresso come spread rispetto al tasso Libor) per l'insieme delle società non finanziarie quotate italiane. In particolare, si è osservato che la crisi legata ai mutui ipotecari subprime ha avuto degli effetti sulla distribuzione degli spreads rilevabili anche a distanza di un anno dallo scoppio della situazione di turbolenza sui mercati finanziari (Fig. 16). Mentre a maggio 2007, ad esempio, le società quotate appartenenti alla categoria di credito più

rischiosa (rating equivalente pari a C-CCC) avevano uno spread teorico massimo pari a quasi 1.100 punti base, a maggio 2008 esse avevano uno spread teorico massimo uguale a poco più di 1.300 punti base.



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-Datstream. Per le imprese non finanziarie i dati sono calcolati come medie delle quotazioni giornaliere dei *credit default swap* di imprese con uguale rating, mentre per le banche i dati sono medie delle quotazioni giornaliere relative ai principali gruppi bancari. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio di credito) si impegna a pagare, ogni anno, al venditore della protezione l'1% del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

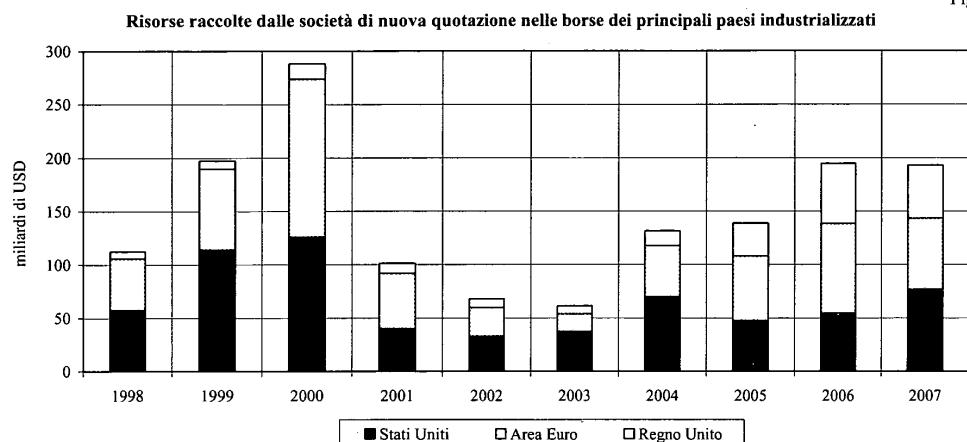


Fonte: elaborazioni su dati Moody's KMV-Credit Edge. La probabilità di insolvenza è stimata tramite il modello di valutazione del rischio di credito sviluppato da Moody's KMV e l'attribuzione del rating implicito alle società avviene sulla base della probabilità di default stimata dal modello. Il CDS spread misura la differenza fra il rendimento teorico del CDS (stimato sulla base della probabilità di insolvenza) e il tasso Libor. Nel grafico è rappresentata la distribuzione dello spread per gruppi di categorie di credito. In particolare, la linea orizzontale nel riquadro del box corrisponde alla mediana, il lato inferiore individua il I° quartile, mentre il lato superiore il III° quartile. Le due linee orizzontali al di sopra e al di sotto del riquadro del box rappresentano il range di valori in cui è contenuta ciascuna distribuzione.

4. La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa

Nel 2007 l'ammontare delle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione è aumentato del 71% negli Stati Uniti (da 54 a 76 miliardi di euro), mentre si è ridotto del 21% nei Paesi dell'euro e dell'11% nel Regno Unito (Fig. 17).

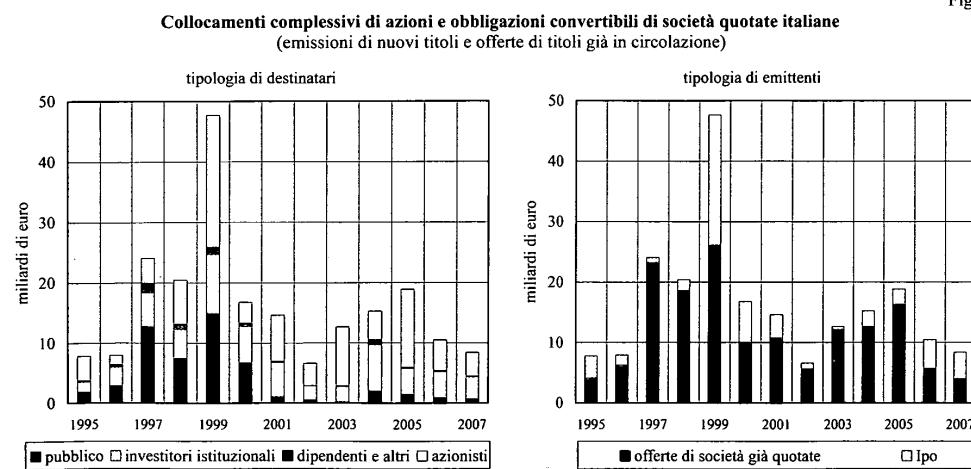
Fig. 17



Fonte: elaborazioni su dati World Federation of Stock Exchanges. I dati relativi agli Stati Uniti si riferiscono alle società quotate al Nyse e al Nasdaq.

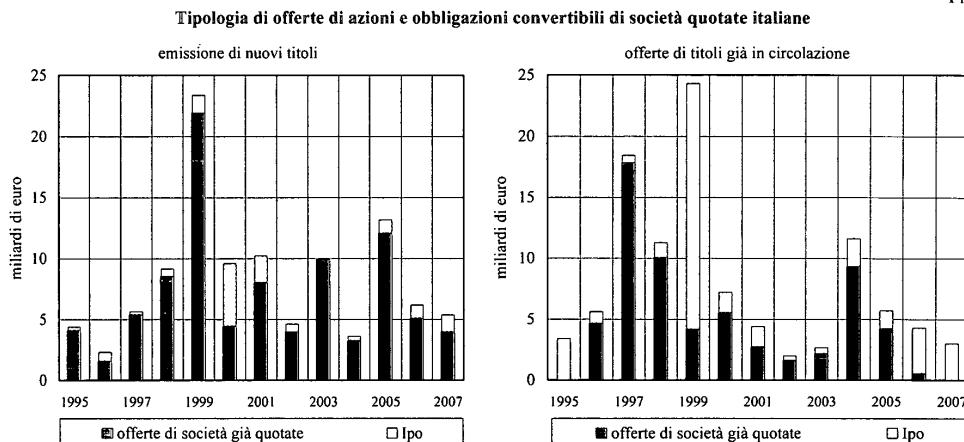
In Italia i collocamenti complessivi di titoli azionari (raccolta di nuovo capitale di rischio e offerte pubbliche di titoli già in circolazione) si sono ulteriormente ridotti rispetto al 2006 (da 10 a 8 miliardi di euro; -33%), principalmente a causa della contrazione degli aumenti di capitale di società già quotate (da 5,6 a 4 miliardi di euro circa; Fig. 18). Più lieve è stata la diminuzione del controvalore delle Ipo (da 4,8 a 4,4 miliardi di euro circa; -9%), che sono state effettuate prevalentemente tramite offerte di titoli già in circolazione (3 miliardi di euro circa; Fig. 19).

Fig. 18



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Fig. 19



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Nel 2007 sono entrate in borsa 29 nuove società (21 nel 2006). La capitalizzazione *ante* offerta complessiva delle società di nuova quotazione è stata pari a 9,8 miliardi di euro (Tav. 1).

Tav. 1

Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane
(valori monetari in milioni di euro)

Numero società	Capitalizzazione <i>ante</i> offerta ¹	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione <i>post</i> offerta ²	
		sottoscrizione	vendita	totale		
1995	11	22.675	274	3.396	3.670	33,1
1996	12	5.550	721	945	1.666	26,6
1997	10	2.126	227	606	833	35,4
1998	16	3.844	614	1.231	1.845	41,7
1999	27	65.788	1.414	21.606	23.020	33,2
2000	44	28.308	4.970	1.933	6.903	20,7
2001	18	8.193	2.199	1.736	3.935	35,2
2002	6	2.504	638	424	1.062	33,8
2003	4	1.340	67	483	550	39,1
2004	8	5.406	351	2.300	2.651	39,7
2005	15	5.874	1.088	1.608	2.696	34,5
2006	21	11.736	1.053	3.977	5.030	39,3
2007	29	9.770	1.415	3.080	4.495	40,2

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. ² In rapporto alla capitalizzazione *post* quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004.

In 12 società di nuova quotazione erano presenti nell'azionariato investitori istituzionali; la loro quota media *ante* offerta si attestava a circa il 40% del capitale sociale e, dopo il collocamento, a circa il 21% (Tav. 2).

Tav. 2

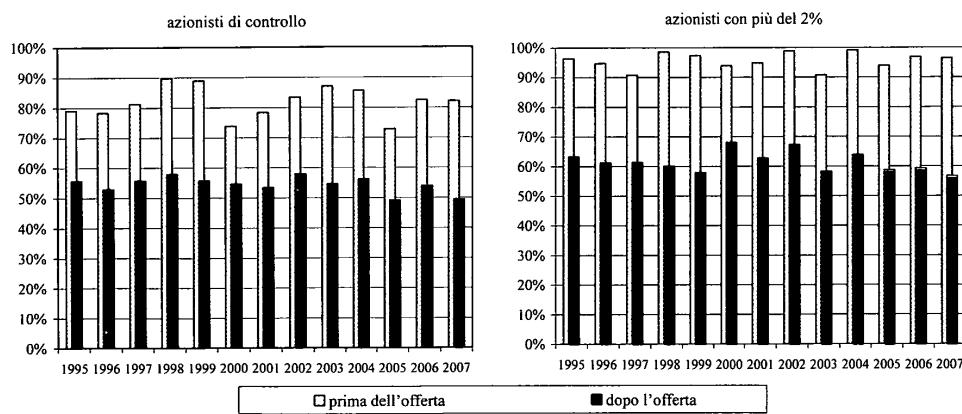
Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane¹

	Società		Numero medio investitori istituzionali ⁴	Quota media ante offerta ⁵	Quota media post offerta ⁶
	Numero ²	Quota sul totale ³			
1995	6	54,5	2,3	27,7	8,5
1996	6	50,0	3,7	47,3	23,2
1997	2	20,0	1,5	40,9	7,1
1998	4	25,0	4,3	48,3	18,9
1999	9	33,3	2,0	27,5	10,2
2000	18	40,9	2,7	25,9	16,2
2001	6	33,3	1,5	28,0	13,1
2002	2	33,3	2,5	27,1	15,2
2003	3	75,0	2,0	22,0	10,1
2004	4	50,0	2,3	28,5	9,5
2005	6	40,0	3,2	20,6	4,1
2006	11	52,4	1,8	23,7	11,8
2007	12	41,4	1,7	39,6	21,2

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. Sono escluse le fondazioni e le casse di risparmio. I dati si riferiscono alle sole società nel cui azionariato era presente tale categoria di investitori, considerando sia le partecipazioni dirette sia quelle nelle società che controllano l'emittente. ² Numero di società, quotate nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. ³ In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno. ⁴ Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagnie azionaria alla data dell'offerta; valori in percentuale. ⁵ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. ⁶ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

Gli assetti proprietari delle società di nuova quotazione mostrano i tratti caratteristici tipici di quelli delle società entrate in borsa negli anni passati: la quota media dei diritti di voto dell'azionista di controllo prima dell'offerta è pari all'82%, mentre dopo l'offerta si riduce al 50% (Fig. 20). Nel 2007, tuttavia, in 10 casi la quota post-offerta dell'azionista di controllo risulta inferiore al 50% (contro solo 5 nel 2006).

Fig. 20

Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione
(quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto; valori medi)

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

I titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati prevalentemente presso investitori esteri (60% circa nel 2007) e il rapporto fra domanda e offerta è diminuito sia nel collocamento pubblico (2,8 contro 5,3 nel 2006) che in quello istituzionale (4,0 contro 5,4 nel 2006; Tav. 3).

Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte¹

Tav. 3

	Quota assegnata				Rapporto domanda/offerta ²	
	Pubblico	Investitori istituzionali italiani	Investitori istituzionali esteri	Altri soggetti ³	Offerta pubblica	Offerta istituzionale
1995	42,3	16,3	41,4	—	3,2	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	—	6,3	9,4
1997	31,4	24,5	44,1	—	10,8	12,2
1998	44,4	27,3	28,3	—	7,7	13,9
1999	43,7	24,1	32,3	..	12,6	10,2
2000 ⁴	35,0	26,0	37,6	1,3	18,5	10,2
2001	28,7	37,8	33,0	0,5	1,2	2,2
2002	27,7	50,4	20,3	1,6	1,1	1,1
2003 ⁵	39,8	45,0	14,5	0,6	1,8	1,6
2004	20,9	26,2	52,9	..	2,0	3,1
2005	24,7	26,7	47,0	1,6	3,8	3,9
2006	19,3	18,7	61,9	0,1	5,3	5,4
2007	16,4	24,1	58,0	1,5	2,8	4,0

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004. ² Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica che quelli della parte istituzionale. ³ Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione. ⁴ La rimanente quota (0,1%) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Cairo Communication. ⁵ La rimanente quota (0,1%) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Trevisan.

Rimangono frequenti i rapporti creditizi e partecipativi fra le società di nuova quotazione e gli intermediari collocatori o gli sponsor: in particolare, 4 società presentavano legami di natura partecipativa (Tav. 4). Inoltre, poco meno della metà delle società entrate in borsa nel 2007 (13) aveva rapporti creditizi con collocatori o sponsor anche se i debiti finanziari rappresentano una quota dell'indebitamento totale (26%) inferiore rispetto a quella rilevata nel 2006 (36%).

Nel 2007 sono state ammesse alla negoziazione sul Mac (Mercato alternativo dei capitali) 3 società la cui capitalizzazione ante offerta è stata pari a circa 82 milioni di euro (contro 95 milioni di euro come capitalizzazione post offerta; Tav. 5).

Tav. 4

Rapporti creditizi e partecipativi fra società italiane ammesse a quotazione e intermediari collocatori¹

Società con rapporti creditizi con sponsor o soggetti collocatori				Società con rapporti partecipativi con sponsor o soggetti collocatori		
Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione ²	Quota media dei finanziamenti concessi da sponsor o soggetti collocatori ³	Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione ²	Quota media della partecipazione di sponsor o soggetti collocatori ⁴	
2000	23	52,3	27,2	11	25,0	18,1
2001	10	55,6	27,8	2	11,1	19,8
2002	3	50,0	46,1	1	16,7	28,3
2003	4	100,0	13,9	1	25,0	..
2004	4	50,0	47,2	2	25,0	10,8
2005	7	46,7	24,0	2	13,3	7,3
2006	11	52,4	36,1	5	23,8	25,9
2007	13	44,8	26,2	4	13,8	27,9

Fonte: elaborazioni su dati delle attestazioni degli *sponsor* e dei prospetti informativi. Confronta Note metodologiche. ¹ Si fa riferimento ai rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione (in Borsa - Mta e Mtax e sul Mercato Expandi) e lo *sponsor*, lo *specialist*, il *global coordinator*, il *lead manager* dell'offerta pubblica o altri intermediari appartenenti al gruppo di questi ultimi, alla data dell'offerta. ² Valori in percentuale. ³ In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale.

⁴ In rapporto al capitale sociale *ante offerta*; valori in percentuale.

Tav. 5

**Offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sul Mac
(valori monetari in milioni di euro)**

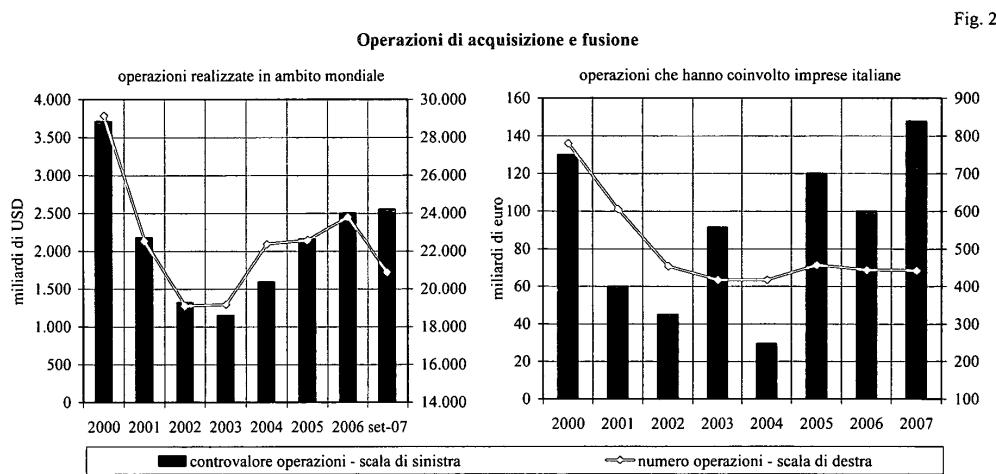
Società	Capitalizzazione <i>ante offerta</i> ¹	Controvalore offerta			Capitalizzazione <i>post offerta</i> ¹	Quota dell'azionista di controllo <i>post offerta</i> ²
		sottoscrizione	vendita	totale		
Area Impianti Spa	40,0	5,8	--	5,8	45,8	52,4
Raffaele Caruso Spa	31,0	3,4	5,1	8,5	34,4	66,2
Tessitura Pontelambro Spa	11,2	3,8	2,2	6,0	15,0	59,9

Fonte: Borsa Italiana Spa. ¹ Capitalizzazione delle società ammesse alle negoziazioni, calcolata sulla base del prezzo di offerta.
² Valori in percentuale.

5. Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel periodo gennaio - settembre 2007 sono state concluse in ambito mondiale 20.900 operazioni di acquisizione e fusione per un controvalore di circa 2.500 miliardi di dollari Usa (Fig. 21).

Sulla base dei dati riportati nello studio realizzato da KPMG, il controvalore delle operazioni di acquisizione e fusione realizzate in Italia è aumentato del 48% circa, mentre il numero è rimasto sostanzialmente stabile (443 contro 444 nel 2006; Fig. 21).

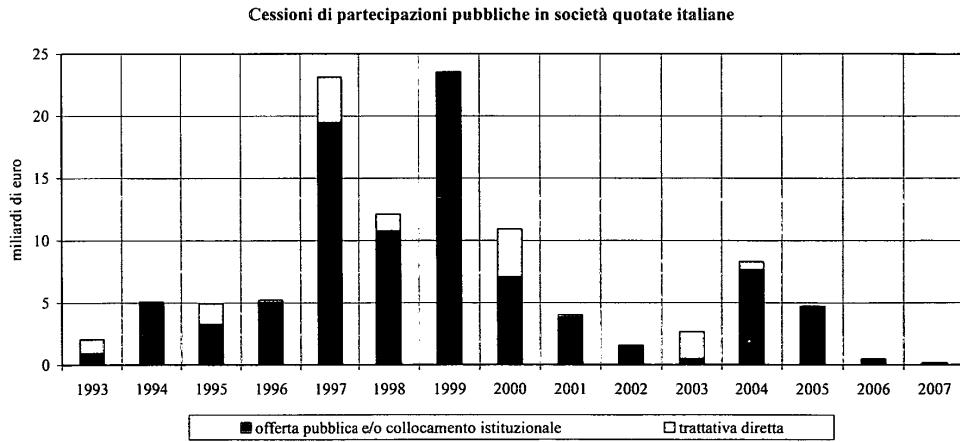


Fonte: KPMG e Thomson Financial-Datastream.

L'operazione più importante è stata l'acquisizione di Endesa da parte di Enel per 28,5 miliardi di euro, seguita dalla fusione fra Unicredit e Capitalia per 21,9 miliardi di euro. Inoltre, 198 delle 443 operazioni (70% del controvalore complessivo) sono state cross-border (Italia su estero ed estero su Italia); di queste, 21 hanno avuto ad oggetto l'acquisizione di imprese statunitensi. I fondi di private equity hanno continuato a svolgere un ruolo di primo piano nel mercato delle fusioni e acquisizioni, realizzando oltre il 15% delle operazioni per un controvalore complessivo di 10 miliardi di euro; si segnala in particolare l'acquisizione di Valentino da parte del Fondo Permira.

Con riferimento alle cessioni di partecipazioni pubbliche in società quotate, nel 2007 si è registrata una sola operazione di privatizzazione. Tale operazione si è svolta tramite l'offerta pubblica e il collocamento istituzionale da parte del Comune di Reggio Emilia e di altri Comuni dell'Emilia Romagna del 20% del capitale di Enia Spa (Fig. 22).

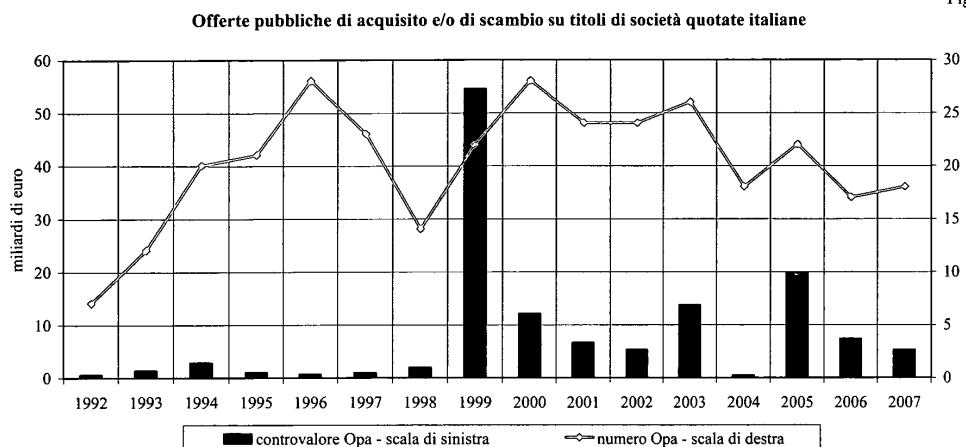
Fig. 22



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e Ministero dell'economia e delle finanze.

Il controvalore complessivo delle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) su società quotate italiane si è ridotto da 7,4 miliardi di euro nel 2006 a 5,3 miliardi di euro circa nel 2007, mentre il numero delle operazioni è aumentato da 17 a 18 (Fig. 23).

Fig. 23



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e documenti di offerta. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno precedente l'annuncio dell'offerta.

Il 57% circa del controvalore delle Opa eseguite nel 2007 è riferibile all'offerta volontaria lanciata da Swisscom sulle azioni Fastweb, per un valore pari a 3 miliardi di euro (Appendice, Tav. A.1).

I trasferimenti di pacchetti di controllo seguiti da Opa successive obbligatorie sono stati, invece, 11 per un valore complessivo di circa un miliardo di euro.

II – I MERCATI

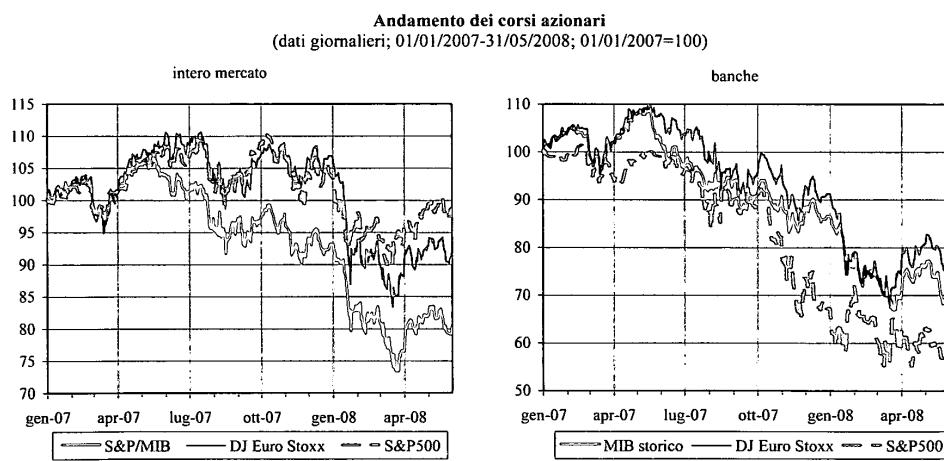
1. La congiuntura economica e i mercati azionari

La crisi del settore dei mutui immobiliari statunitensi (cosiddetti mutui *subprime*) ha reso incerte le prospettive di crescita nei principali paesi industrializzati. All'inizio del 2008, per l'area dell'euro, e ancora più per l'Italia, era prevista una forte decelerazione dell'attività produttiva, mentre per gli Usa era diventato concreto il rischio di recessione. Nel secondo trimestre 2008, le prospettive economiche dei principali paesi industrializzati sono lievemente migliorate; tuttavia, l'aumento delle pressioni inflazionistiche e il forte rialzo del prezzo del petrolio hanno riacceso le preoccupazioni per l'evoluzione del quadro congiunturale.

Il progressivo deterioramento della qualità dei mutui *subprime*, le tensioni sul mercato dei prodotti di finanza strutturata e le ripercussioni sugli intermediari finanziari maggiormente esposti al settore sono tra i numerosi fattori che hanno contribuito ad acuire le turbolenze sui mercati finanziari internazionali. Nel periodo gennaio 2007 - maggio 2008, l'indice S&P500 (riferito alle maggiori società del mercato statunitense) è diminuito dell'1,3% circa, l'indice Dow Jones Euro Stoxx (relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro) del 9,3% circa, mentre l'indice S&P/Mib (relativo alle imprese più importanti del mercato italiano) del 20% circa.

A livello settoriale, le banche sono stati gli emittenti che hanno maggiormente risentito della crisi sperimentando un calo significativo dei corsi azionari. Per le banche italiane ed europee, comunque, il deprezzamento dei titoli, pari rispettivamente al 31 e al 24%, è stato più contenuto rispetto a quello registrato dal settore bancario statunitense (45%; Fig. 24).

Fig. 24

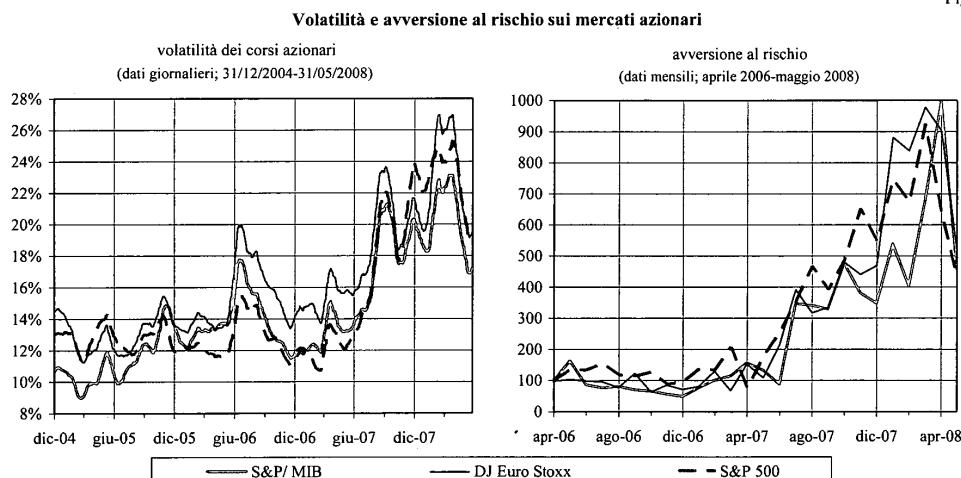


Fonte: Thomson Financial-Datstream.

La prima significativa contrazione dei corsi azionari è stata rilevata nel mese di luglio, in corrispondenza dell'emersione della crisi legata ai mutui ipotecari subprime. Nel periodo compreso fra fine maggio e fine agosto 2007 l'indice S&P500 è diminuito del 3,7%, il Dow Jones Euro Stoxx del 4,8% e l'indice S&P/Mib del 6,7%. I corsi azionari hanno raggiunto il loro punto di minimo, tuttavia, nel mese di marzo 2008 in corrispondenza della crisi della banca d'investimento americana Bear Stearns. Successivamente il miglioramento delle prospettive circa la crescita economica e gli interventi delle Banche centrali hanno portato a una leggera ripresa sul mercato azionario. A fine maggio, tuttavia, l'emergere di ulteriori tensioni relativamente alle incertezze sull'esposizione del settore bancario alla crisi dei subprime hanno determinato una nuova correzione dei corsi azionari.

La situazione di instabilità finanziaria ha comportato un aumento del clima di incertezza che si è riflesso in un aumento della volatilità sui mercati azionari e dell'avversione al rischio (Fig. 25).

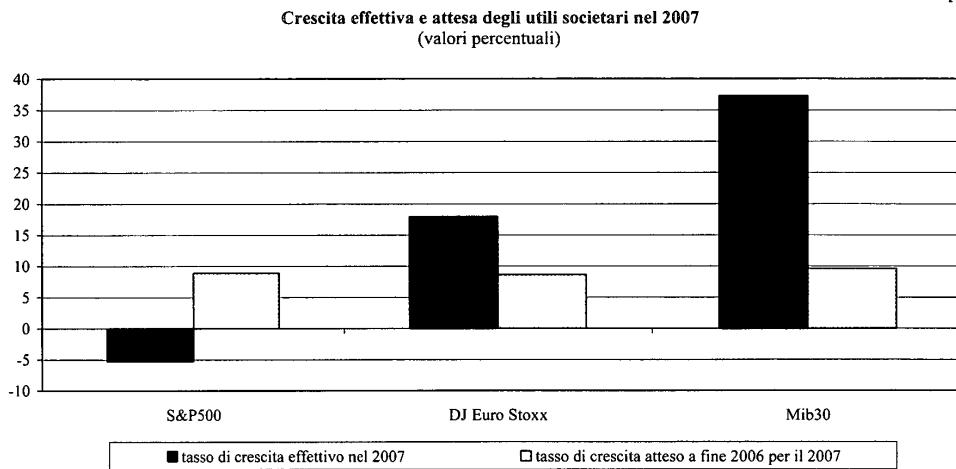
Fig. 25



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Thomson Financial-Datstream e Borsa Italiana. La volatilità implicita è desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici *at the money* e con *maturity* di tre mesi; viene riportata la media mobile su 20 giorni dei valori percentuali su base annua. L'indice del livello di avversione al rischio è stimato confrontando la distribuzione storica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici.

Nel 2007 i tassi di crescita degli utili delle società incluse nell'indice S&P500, nell'indice Dow Jones Euro Stoxx e nel Mib30 hanno registrato un andamento divergente. In particolare, mentre per le società statunitensi si è rilevato un calo degli utili del 5% circa (a fronte di un incremento atteso a fine 2006 pari a circa il 9%), per le imprese europee il tasso di crescita degli utili si è attestato su valori prossimi al 18%. Il tasso di crescita degli utili delle società italiane incluse nel Mib30, invece, è stato ancora più rilevante (circa il 37%), a fronte di un tasso di crescita atteso a fine 2006 di poco inferiore al 10% circa (Fig. 26).

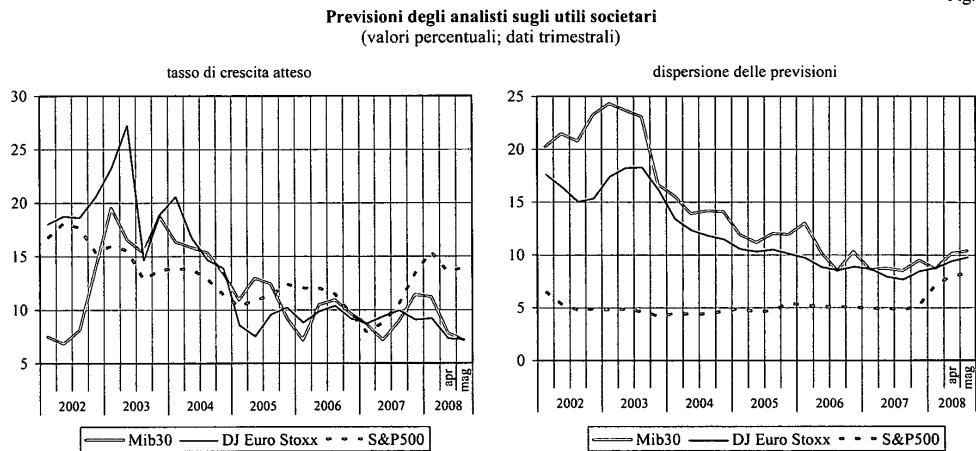
Fig. 26



Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sulle previsioni degli utili a 12 mesi (prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito) a fine dicembre 2006 e sull'utile effettivo 2007 (stima a febbraio 2007).

Nonostante la crisi abbia avuto un forte impatto negativo sui corsi azionari, le prospettive per la redditività del settore corporate rimangono positive e a maggio 2008 gli analisti stimavano tassi di crescita degli utili su 12 mesi su valori sostenuti, in particolare per le imprese americane (Fig. 27).

Fig. 27



Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sulle previsioni su 12 mesi degli utili prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito. La dispersione è data dal rapporto fra la deviazione standard delle previsioni dei singoli analisti finanziari e la previsione media ed è stata stimata su dati trimestrali. Per ogni trimestre è riportata la media dei tassi di crescita attesi nei singoli mesi.

La distribuzione dei giudizi degli analisti finanziari sulle società italiane incluse nell'indice S&P/Mib ha subito nel 2007 un lieve peggioramento rispetto al 2006 (Fig. 28). In particolare, 5 società sono passate dal giudizio "buy" a quello "hold", una ha subito un cambiamento da "buy" a "underperform" e 2 da "hold" a "underperform". I casi di miglioramento, invece, sono stati