

Sulla base dei dati diffusi dall'Isae e dall'Istat sull'andamento dell'indice di produzione industriale, l'impatto della crisi sul settore delle imprese non finanziarie potrebbe essere più rilevante nella seconda metà del 2008, periodo per il quale non sono ancora disponibili, tuttavia, dati di bilancio. In particolare, il calo della domanda e l'ulteriore inasprimento delle condizioni per la concessione dei prestiti alle imprese potranno comportare una riduzione della redditività che si potrebbe manifestare pienamente solo nel secondo semestre 2008.

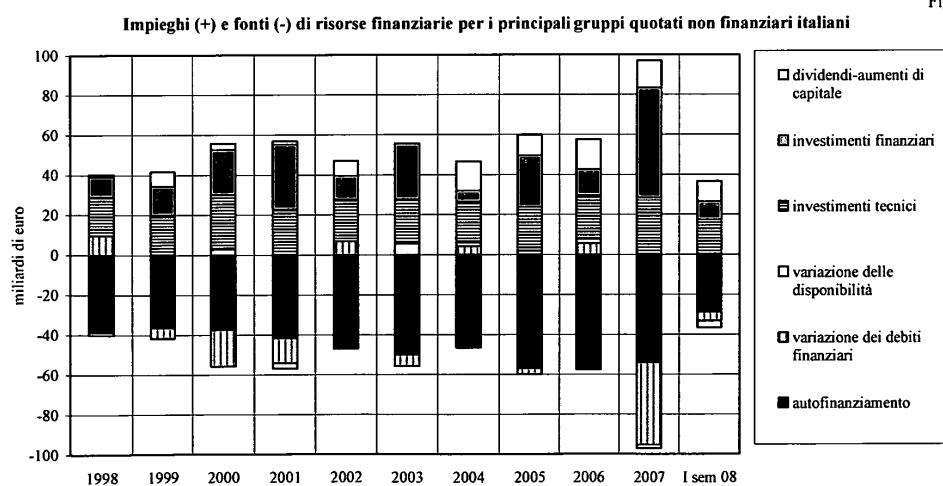
2. I flussi finanziari

Nei 10 anni dal 1998 al 2007 l'autofinanziamento ha rappresentato la fonte di risorse più importante per i grandi gruppi quotati non finanziari italiani. Solo nel 2007 (e in parte nel 2000 e nel 2001) la crescita dell'indebitamento ha avuto un ordine di grandezza simile a quello dell'autofinanziamento.

Nei primi sei mesi del 2008 questo *trend* complessivo non è cambiato. L'autofinanziamento è stato pari a 29 miliardi di euro, ossia poco più della metà di quanto rilevato nell'intero 2007 (54 miliardi di euro), mentre i debiti finanziari sono aumentati di 4,3 miliardi di euro.

Le risorse finanziarie sono state impiegate principalmente per effettuare investimenti tecnici (17 miliardi di euro contro 28 miliardi di euro per l'intero 2007), mentre il volume dei dividendi (al netto degli aumenti di capitale) è rimasto molto elevato (10 miliardi di euro contro 13 miliardi di euro dell'intero 2007). Anche l'ammontare degli investimenti finanziari si è attestato su valori piuttosto bassi (9 miliardi di euro contro 54 miliardi di euro per l'intero 2007).

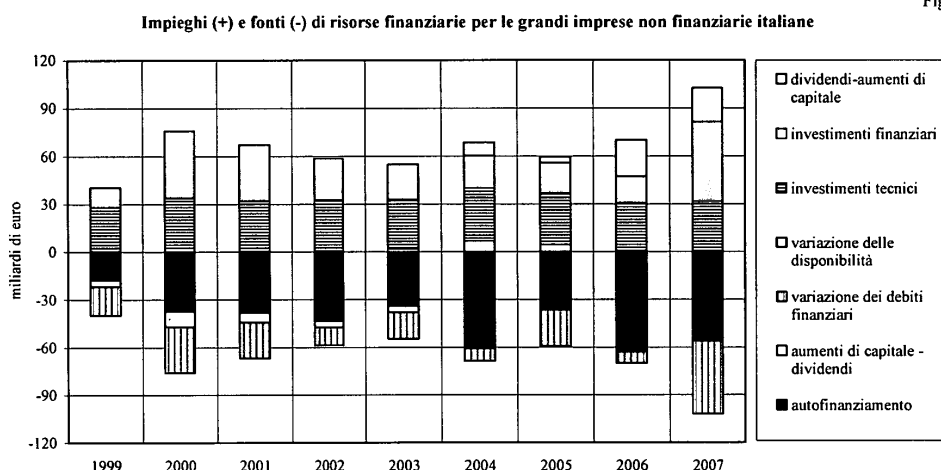
Fig. 8



Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. I dati 2008 sono provvisori. Confronta Note metodologiche.

L'autofinanziamento (pari a 56 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). Gli ultimi dati disponibili relativi al 2007 indicano che, dal lato degli impieghi, gli investimenti tecnici rimangono particolarmente elevati (31 miliardi di euro; +6,5 per cento rispetto al 2007); gli investimenti finanziari sono significativamente cresciuti da 17 a 50 miliardi di euro circa. Le risorse finanziarie destinate agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale), infine, si sono lievemente ridotte da 23 a 21 miliardi di euro (-7,1 per cento).

Fig. 9



Fonte: Mediobanca, "Dati cumulativi di 2.020 società italiane", edizione 2008. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

3. La qualità del credito

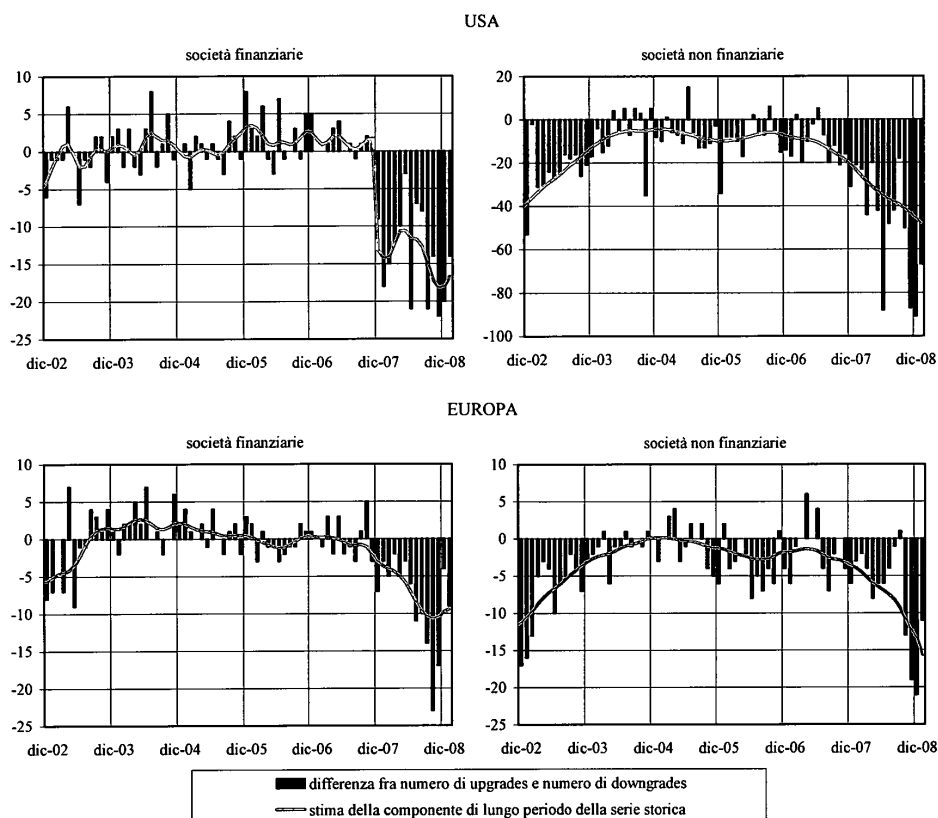
I dati sull'evoluzione dei giudizi delle agenzie di rating relativamente alle imprese private (società finanziarie e non finanziarie) pongono in evidenza un netto peggioramento della qualità del credito nei principali paesi avanzati a partire dall'inizio del 2008 (Fig. 10).

Negli Usa la differenza tra il numero di revisioni al ribasso (downgrades) e il numero di revisioni al rialzo (upgrades) dei giudizi rilasciati alle agenzie di rating, è comunque cresciuta nel secondo semestre 2008 per le società finanziarie (da 79 a 92), così come per le società del settore corporate (da 238 a 336).

In Europa nella seconda metà del 2008, i downgrades hanno superato gli upgrades di 79 unità per le società finanziarie (contro 24 nei primi sei mesi) e di 57 unità per le società corporate (contro 29 nei primi sei mesi).

Fig. 10

Differenza fra upgrades e downgrades
(dati mensili; settembre 2002 - gennaio 2009)

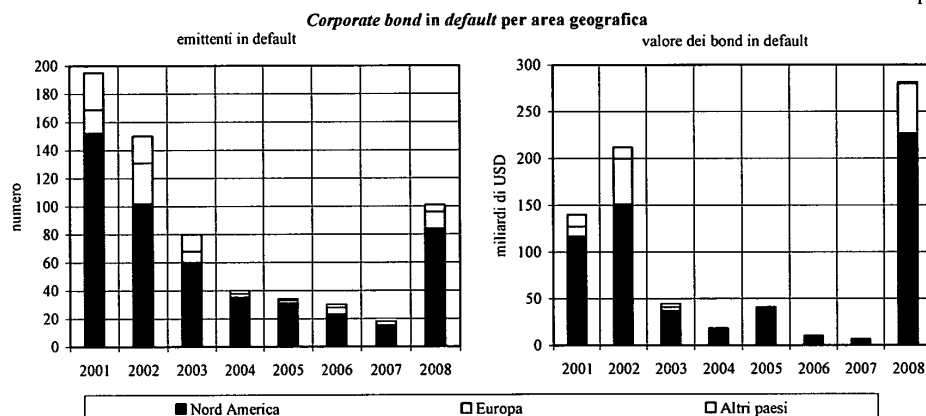


Fonte: Moody's. La componente di lungo periodo è stimata attraverso tecniche non parametriche di analisi delle serie storiche.

Il peggioramento della qualità del credito si riflette anche in un aumento degli emittenti di obbligazioni classificate in *default*, passati da 18 nel 2007 (15 nel Nord America e 3 in Europa) a 101 nel 2008 (84 nel Nord America, 12 in Europa e 5 nel resto del mondo; Fig. 11); il valore dei *bond* dichiarati in *default* è, inoltre, significativamente aumentato, passando da 6 a 281 miliardi di euro.

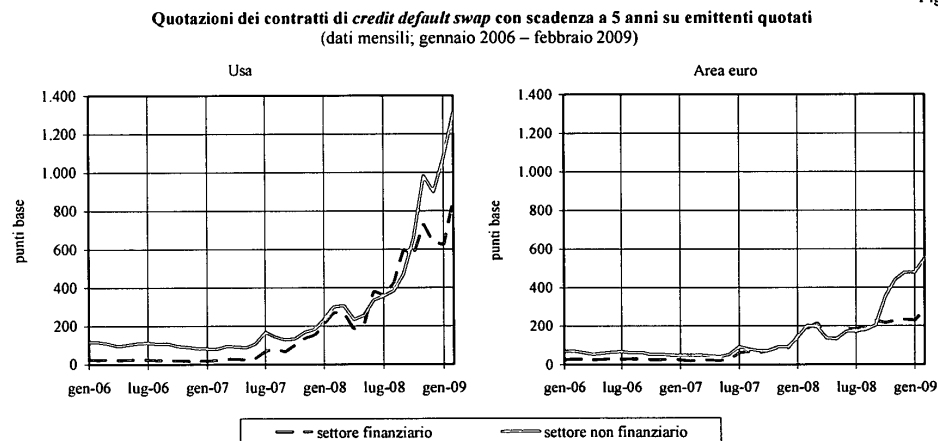
Il peggioramento della qualità del credito delle società quotate ha comportato anche un aumento del costo della protezione dal rischio di insolvenza rilevabile dall'andamento delle quotazioni dei *credit default swap* (Cds; Fig. 12). Tale fenomeno ha interessato soprattutto le società americane, per le quali in media le quotazioni dei Cds sono aumentate di 647 punti base nel settore finanziario e di 1.315 punti base nel settore *corporate*. Per le società dell'area euro la crescita dei premi dei Cds è stata molto più contenuta e ha interessato principalmente le società non finanziarie a partire dalla seconda metà del 2008.

Fig. 11



Fonte: Moody's.

Fig. 12



Fonte: Thomson Financial-Datastream. I dati sono calcolati come medie degli indici Datastream settoriali relativi a *credit default swap* con scadenza 5 anni. 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 per cento del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

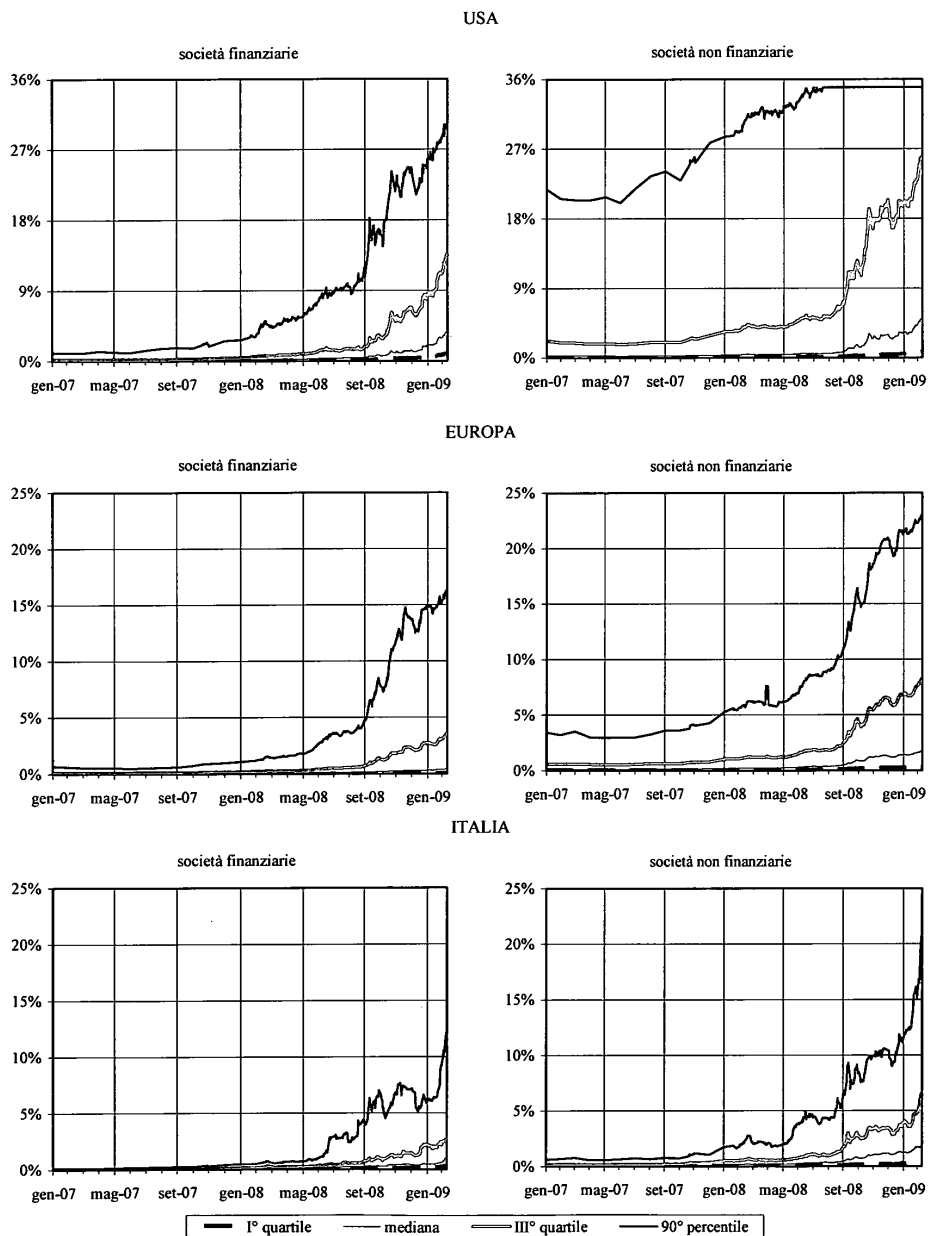
Il forte deterioramento della qualità del credito è segnalato anche dai modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza.

Da gennaio 2008 a marzo 2009, la probabilità di default mediana delle società quotate americane (50° percentile della distribuzione delle probabilità di default) è passata da 0,2 a 4 per cento nel settore finanziario e da 0,3 a 5 per cento nel settore corporate (Fig. 13). In Europa, tale probabilità di default mediana è passata da 0,07 a 0,4 per cento nel settore finanziario e da 0,2 a 2

per cento nel settore corporate. La probabilità di default mediana relativa alle società finanziarie, pur subendo un aumento, è rimasta su livelli più bassi rispetto alle società non finanziarie.

Fig. 13

Distribuzione della probabilità di default delle società quotate
(dati giornalieri; 31/01/2007-09/03/2009)



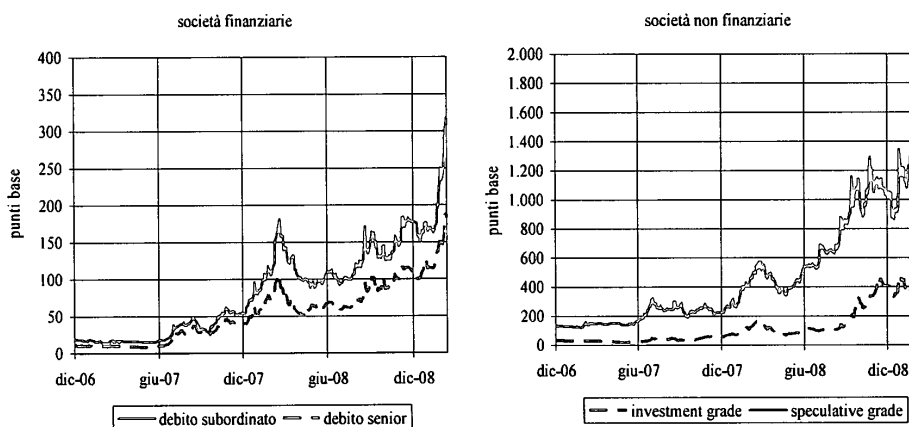
Fonte: Moody's KMV - Credit Edge.

In Italia la probabilità di default relativa al gruppo delle società finanziarie più rischiose (90° percentile della distribuzione delle probabilità di default) è aumentata da 0,4 per cento a gennaio 2008 a 12 per cento agli inizi di marzo 2009, attestandosi su valori comunque più bassi rispetto a quelli rilevati negli Usa (30 per cento circa) e in Europa (16 per cento). È cresciuta in modo ancora più significativo la probabilità di default delle società non finanziarie più rischiose, che ha raggiunto il 21 per cento circa (contro il 25 per cento negli Usa e il 23 per cento in Europa).

Il trend crescente delle quotazioni dei credit default swap effettivamente rilevate sul mercato pone in evidenza che anche in Italia è aumentata la percezione del rischio di insolvenza degli investitori (Fig. 14).

Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 5 anni su emittenti quotati italiani
(dati giornalieri; 31/12/2006-10/03/2009)

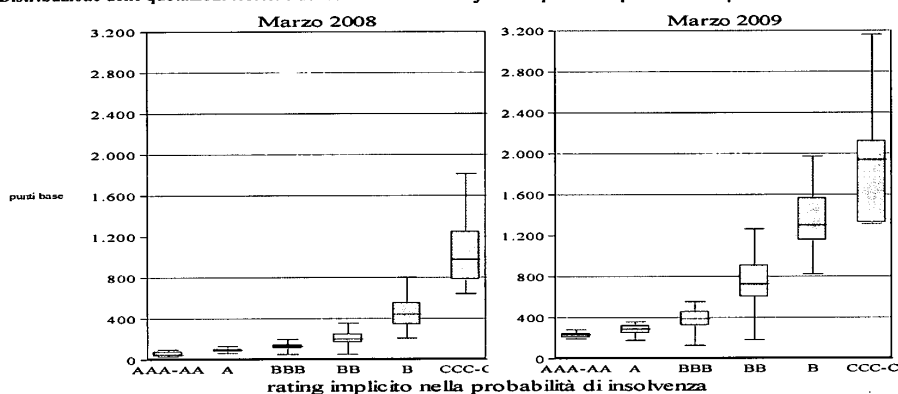
Fig. 14



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-Datastream. 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 per cento del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

Anche le quotazioni teoriche dei credit default swap stimate da Moody's, sulla base di modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza sono cresciute notevolmente nel corso degli ultimi 12 mesi. Infatti, mentre a marzo 2008 le società quotate appartenenti alla categoria di credito più rischiosa (*rating* equivalente pari a C-CCC) avevano una quotazione teorica massima di poco inferiore ai 2.000 punti base, a marzo 2009 esse avevano una quotazione teorica massima uguale all'incirca a 3.200 punti base (Fig. 15).

Fig. 15
Distribuzione delle quotazioni teoriche dei contratti di *credit default swap* a 5 anni per le società quotate non finanziarie

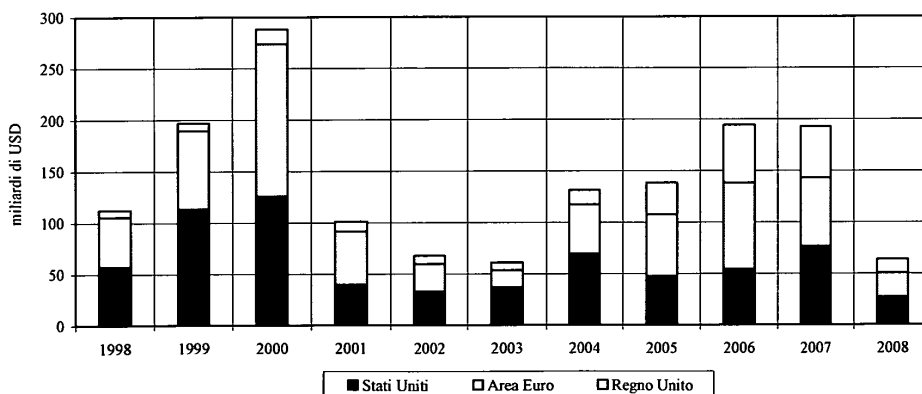


Fonte: elaborazioni su dati Moody's KMV-Credit Edge. La probabilità di insolvenza è stimata tramite il modello di valutazione del rischio di credito sviluppato da Moody's KMV e l'attribuzione del rating implicito alle società avviene sulla base della probabilità di default stimata dal modello. Nel grafico è rappresentata la distribuzione delle quotazioni 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

La crisi finanziaria ha avuto un impatto negativo molto rilevante sulla raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese quotate nel 2008. L'ammontare delle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione è nettamente diminuito in tutti i principali paesi avanzati (Fig. 16): negli Usa è sceso da 76 miliardi di euro nel 2007 a 27 miliardi di euro (-64 per cento), mentre nell'area dell'euro da 83 a 63 miliardi di euro e nel Regno Unito da 50 a 13 miliardi di euro.

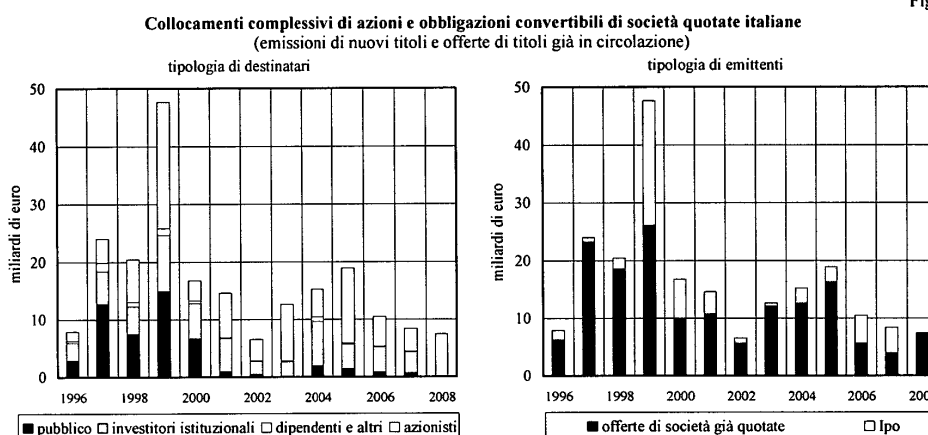
Fig. 16
Risorse raccolte dalle società di nuova quotazione nelle borse dei principali paesi industrializzati



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.

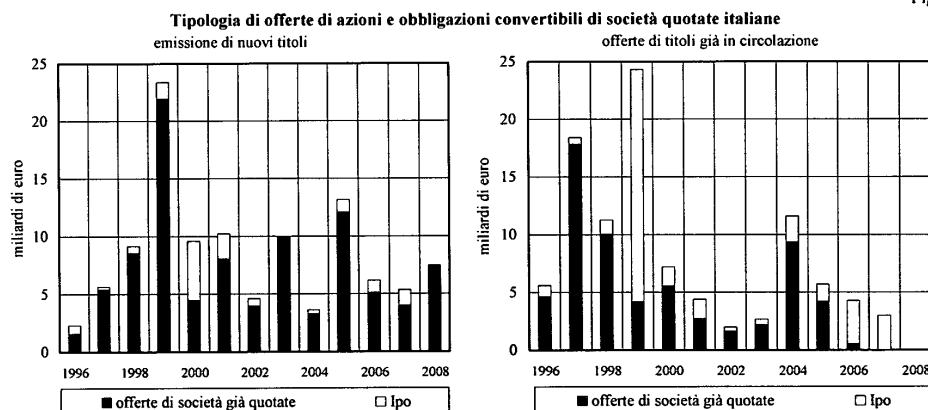
In Italia i collocamenti complessivi di titoli azionari (raccolta di nuovo capitale di rischio e offerte pubbliche di titoli già in circolazione) sono scesi da 8,3 a 7,5 miliardi di euro (-11 per cento; Fig. 17), principalmente a causa della diminuzione del controvalore delle Ipo (da 4,4 miliardi di euro a 143 milioni di euro). Sono aumentate, invece, le emissioni di nuovi titoli tramite offerte di società già quotate (da 4 miliardi di euro circa a 7,3 miliardi di euro; Fig. 18); quasi nulle sono state, infine, le offerte di titoli già in circolazione (solo 3 milioni di euro e finalizzate esclusivamente a Ipo).

Fig. 17



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Fig. 18



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Nel 2008 sono entrate in borsa 6 nuove società, 2 sull'Mta e 4 sull'Expandi, (contro 29 nel 2007) caratterizzate da una capitalizzazione complessiva *ante offerta* molto ridotta (268 milioni di euro contro 9.770 nel 2007; Tav. 1).

In 3 delle società di nuova quotazione erano presenti nell'azionariato investitori istituzionali; la loro quota media ante offerta si attestava a circa il 60 per cento del capitale sociale e, dopo il collocamento, a circa il 33 per cento (Tav. 2).

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 ante offerta ¹	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione post 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
2008	6	268	128	6	134	33,9

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.

Tav. 2

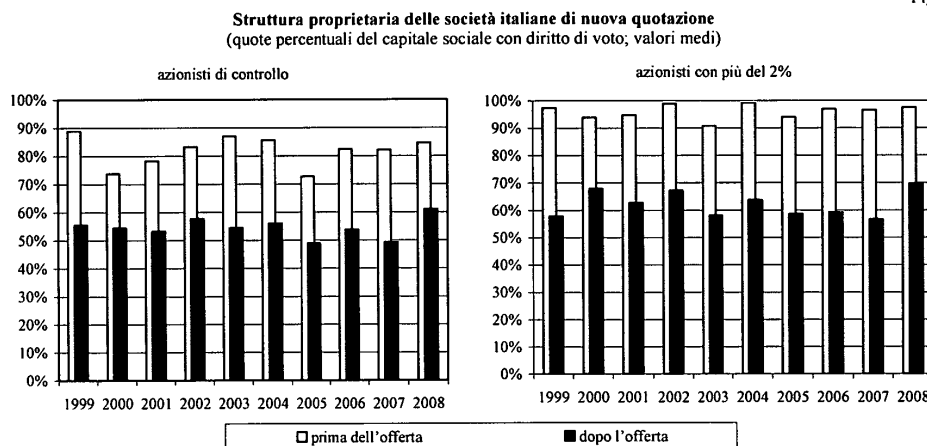
Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane¹

	Società		Numero medio investitori istituzionali ⁴	Quota media ante offerta ³	Quota media post offerta ⁵
	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
2008	3	50,0	2,7	58,6	32,9

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 compagine azionaria alla data dell'offerta. 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 sono in parte simili a 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'85 per cento (contro 82 per cento nel 2007), mentre dopo l'offerta si riduce a circa il 61 per cento (contro 50 per cento nel 2007; Fig. 19).

Fig. 19



Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

I titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati prevalentemente presso investitori istituzionali italiani (38,5 per cento) ed esteri (32 per cento); è cresciuta, tuttavia, considerevolmente (da 1,5 a 17,8 per cento) la quota collocata presso soggetti nominativamente individuati o presso gruppi di investitori inferiori a 100 unità (che, tuttavia, potrebbero includere anche investitori istituzionali). Il rapporto fra domanda e offerta è ulteriormente diminuito sia nel collocamento pubblico (1 contro 2,8 a fine 2007) che in quello istituzionale (1,1 contro 4 nel 2007; Tav. 3).

Nessuna società di nuova quotazione presentava rapporti partecipativi con gli intermediari collocatori o gli sponsor, mentre una sola società aveva rapporti creditizi con gli intermediari collocatori o gli sponsor (Tav. 4).

Nel 2008 sono state ammesse alla negoziazione sul Mac (Mercato alternativo dei capitali) 3 società la cui capitalizzazione ante offerta è stata pari a circa 73 milioni di euro (contro 82,2 milioni di euro a fine 2007).

Tav. 3

Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte¹

	Quota assegnata ²				Rapporto domanda/offerta ³	
	pubblico	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri	altri soggetti ⁴	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 ⁵	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 ⁶	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
2008	11,8	38,5	31,9	17,8	1,0	1,1

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 Relativamente all'assegnazione agli investitori istituzionali, nei casi in cui la ripartizione tra italiani ed esteri non è nota, il dato riportato rappresenta una stima. ³ 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. ⁴ Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione. ⁵ La rimanente quota (0,1 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Cairo Communication. ⁶ La rimanente quota (0,1 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Trevisan.

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
2008	1	16,7	49,4	—	—	—

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 Mercato alternativo dei capitali
 (valori monetari in milioni di euro)

	Numero società	Capitalizzazione ante offerta ¹	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione post offerta ²	Quota dell'azionista di controllo post offerta ³
			sottoscrizione	vendita	totale		
2007	3	82,2	12,9	7,4	20,3	21,3	59,5
2008	2	72,6	18,7	--	18,7	20,5	77,3

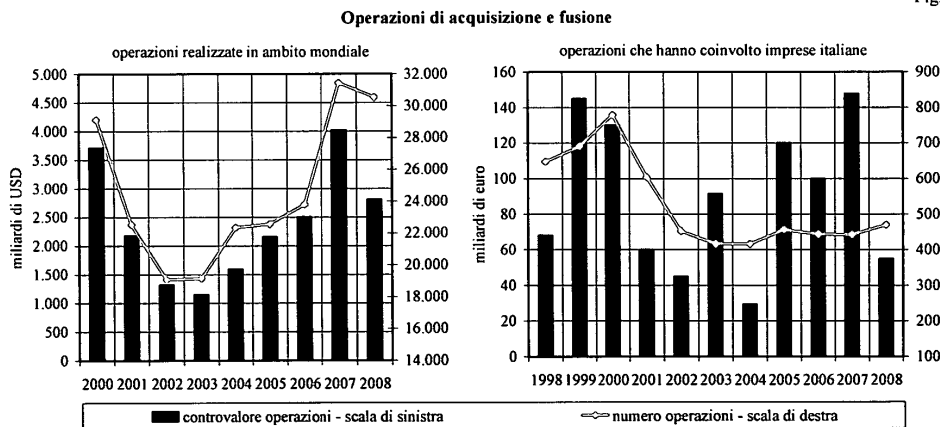
Fonte: Borsa Italiana Spa. ¹ Capitalizzazione delle società ammesse alle negoziazioni, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni ante offerta. ² In rapporto alla capitalizzazione post offerta, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. ³ Quota percentuale; media semplice.

5. Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel corso del 2008 a livello globale si è verificata una forte diminuzione del controvalore delle operazioni di fusione e acquisizione (da 4.018 miliardi di dollari nel 2007 a 2.804 nel 2008; -30 per cento) (Fig. 20). Il numero delle operazioni concluse si è ridotto, invece, in misura più contenuta (da 31.500 a fine 2007 a 30.500 a dicembre 2008; -3,2 per cento).

Sulla base dei dati riportati nello studio realizzato da KPMG, in Italia il controvalore delle operazioni di acquisizione e fusione è drasticamente diminuito (da 148 a 55 miliardi di euro; Fig. 20); il numero delle operazioni è, invece, lievemente aumentato da 443 a 471.

Fig. 20



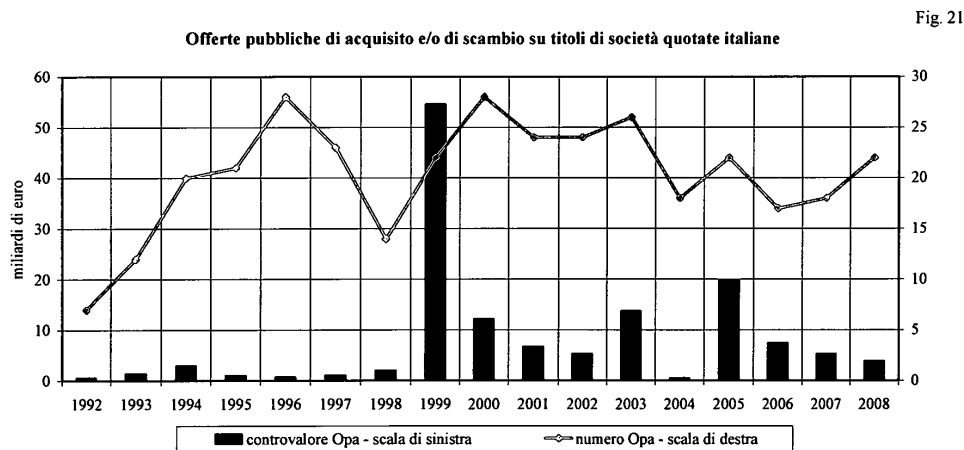
Fonte: KPMG e Thomson Reuters.

Nel 2008 l'operazione di maggiore rilievo è stata l'acquisizione di Antonveneta da parte di Monte dei Paschi di Siena per 9 miliardi di euro. Nel 2007, invece, si erano verificate operazioni di importo molto più rilevante quali l'acquisizione di Enel su Endesa (per 28,5 miliardi di euro) e quella di Unicredit su Capitalia (per 22 miliardi di euro). Il numero di acquisizioni all'estero

continua a essere elevato (117 contro le 121 de 2007), fra le quali 21 hanno avuto come paese target gli Usa.

Nel corso del 2008 il controvalore delle offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio (Opa) su società quotate si è ulteriormente ridotto, passando da 5,3 a 3,9 miliardi di euro, mentre il numero delle Opa è leggermente aumentato (da 18 a 22; Fig. 21). Molte delle Opa realizzate nell'anno sono state promosse dagli stessi azionisti di controllo della società target e sono state finalizzate a ritirare il flottante in circolazione per prevenire il *delisting* delle società.

Nel 2008 i trasferimenti di controllo di società quotate sono stati 5 e sono avvenuti tramite cessioni concordate del pacchetto di controllo seguite da Opa successive; in una circostanza (l'operazione VIIT-Sirti) l'offerta ha dato luogo all'applicazione dell'Opa cosiddetta a "cascata". Il 43 per cento del controvalore delle offerte pubbliche di acquisto, eseguite nel 2008, è riferibile all'Opa successiva lanciata da Intesa Sanpaolo sulle azioni ordinarie Banca Cr Firenze, per un valore pari a 1,7 circa miliardi di euro; l'offerta consegue all'acquisizione, da parte dell'offerente, del 69 per cento circa del capitale sociale dell'emittente.



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.

II – I MERCATI

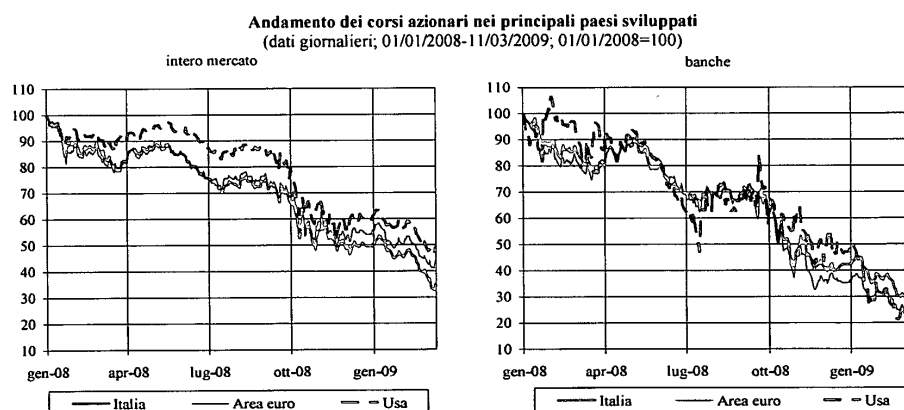
1. La congiuntura economica e i mercati azionari

Nel corso del 2008 gli effetti della crisi finanziaria hanno iniziato ad avere pesanti riflessi negativi anche sull'andamento dell'economia reale.

Sulla base delle previsioni diffuse nel mese di gennaio dal Fondo Monetario Internazionale, si profila un quadro recessivo in tutte le principali aree geografiche: negli Usa si prevede una riduzione del Pil per il 2009 di 1,6 per cento, mentre nell'area dell'euro il prodotto potrebbe diminuire del 2 per cento circa. Sullo scenario macroeconomico globale incide negativamente il peso della crisi del settore immobiliare, che ormai non è più un fenomeno circoscritto agli Usa, e il forte irrigidimento degli standard di concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie. L'inflazione, invece, si è mantenuta su livelli piuttosto bassi consentendo alle Banche Centrali di ridurre ripetutamente i tassi di interesse ufficiali al fine di favorire il processo di ripresa dell'economia.

Sulla base dei dati diffusi dal Fondo Monetario Internazionale, il tasso di crescita del Pil atteso per il 2009 è di segno negativo anche in Italia (-2,1 per cento). Il calo degli ordini nell'industria, le restrizioni nell'offerta del credito alle imprese e alle famiglie, le prospettive di una riduzione della domanda globale e, quindi, delle esportazioni sono i principali fattori che incidono negativamente sulle prospettive di crescita per il 2009.

Fig. 22

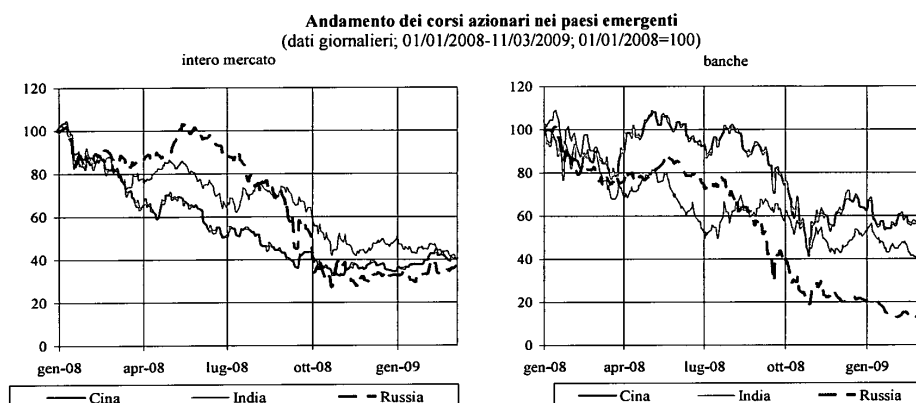


La crisi finanziaria e il forte deterioramento del quadro congiunturale hanno avuto riflessi negativi molto forti sui corsi azionari (Fig. 22). Da gennaio 2008 a marzo 2009, l'indice S&P500 (riferito alle maggiori società del mercato statunitense) è diminuito del 51 per cento circa, mentre gli indici Dow Jones Euro Stoxx (relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro) e S&P/Mib (relativo alle imprese più importanti del mercato italiano) rispettivamente del 56 e del 64 per cento circa. Ancora più consistente è stata la

flessione degli indici azionari bancari (-76 per cento negli Usa, -75 per cento nell'area dell'euro e -72 per cento in Italia).

A partire all'incirca dalla seconda metà del 2008 le turbolenze sui mercati azionari hanno incominciato a interessare anche i principali paesi in via di sviluppo. Infatti, da gennaio 2008 a marzo 2009 si è verificata una contrazione dei corsi azionari del 60 per cento sul mercato azionario cinese e indiano, mentre del 61 per cento sul mercato azionario russo. Anche in questo caso ancora più consistenti sono state le flessioni degli indici bancari (rispettivamente del 43 per cento per la Cina, del 65 per cento per l'India e dell' 85 per cento per la Russia; Fig. 23).

Fig. 23



Le flessioni dei corsi azionari si sono acuite dopo l'annuncio del default della banca d'affari americana Lehman Brothers comunicato al mercato il 15 settembre 2008. A partire da tale data si è registrato un fortissimo aumento della volatilità dei corsi azionari in tutti i principali mercati (Fig. 24) e di conseguenza è cresciuta la frequenza di rendimenti estremi negativi nelle singole giornate di contrattazione (Fig. 25).

Fig. 24

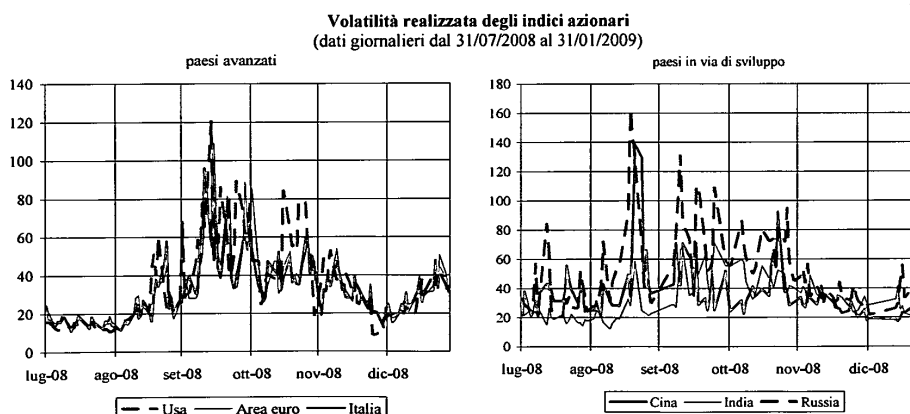
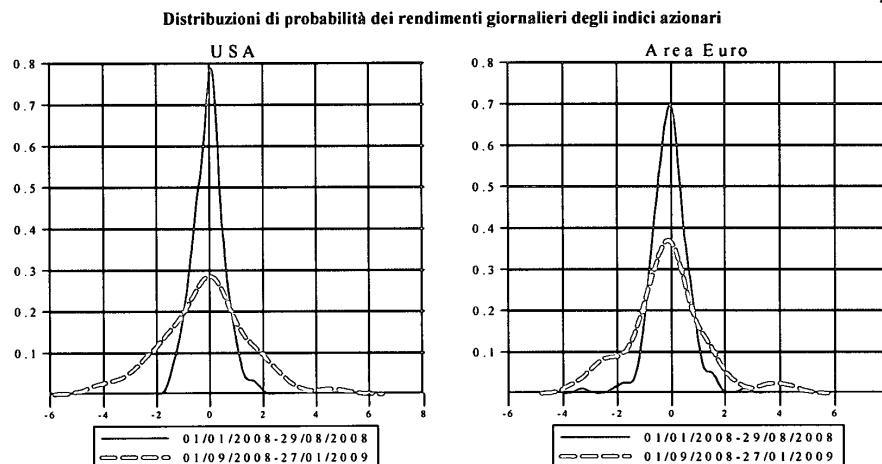


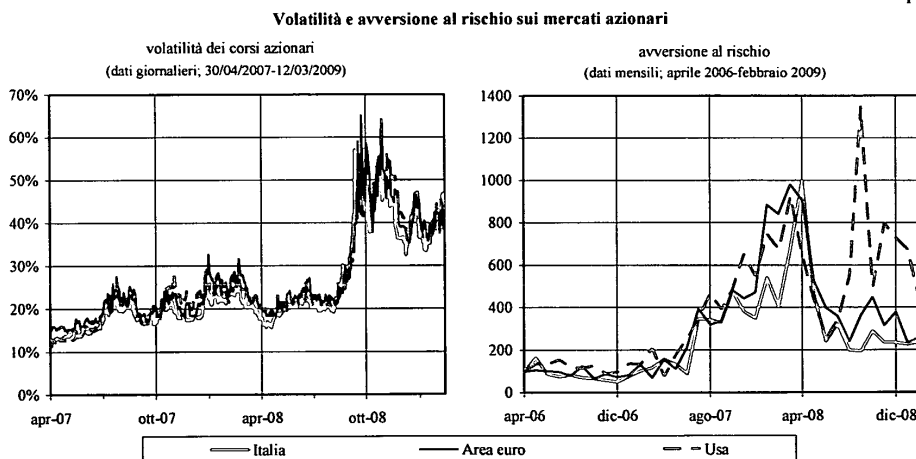
Fig. 25



Fonte: elaborazioni su dati Thomson-Financial Datastream. Le stime delle funzioni di densità sono state ottenute applicando metodi di stima non parametrici.

Dopo il 15 settembre si assiste anche a un fortissimo aumento della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari (che riflette le aspettative circa l'andamento futuro dei corsi). Negli Usa, l'avversione al rischio degli investitori, dopo aver subito un forte incremento a settembre, si è ridotta notevolmente nei mesi successivi (Fig. 26). Sulla base di stime della distribuzione di probabilità dei rendimenti azionari attesi su di un orizzonte temporale di un mese (ricavate dai prezzi delle opzioni), a fine gennaio 2009, negli Usa le aspettative di rendimenti negativi estremi (e quindi di ulteriori correzioni al ribasso dei corsi azionari) erano meno forti rispetto a quelli prevalenti a fine gennaio 2008, mentre in Europa le attese di ulteriori ribassi erano più elevate rispetto a quelle prevalenti a inizio 2008 (Fig. 27).

Fig. 26



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-Datastream e Borsa Italiana. La volatilità implicita è desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici azionari con *maturity* di tre mesi. 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.