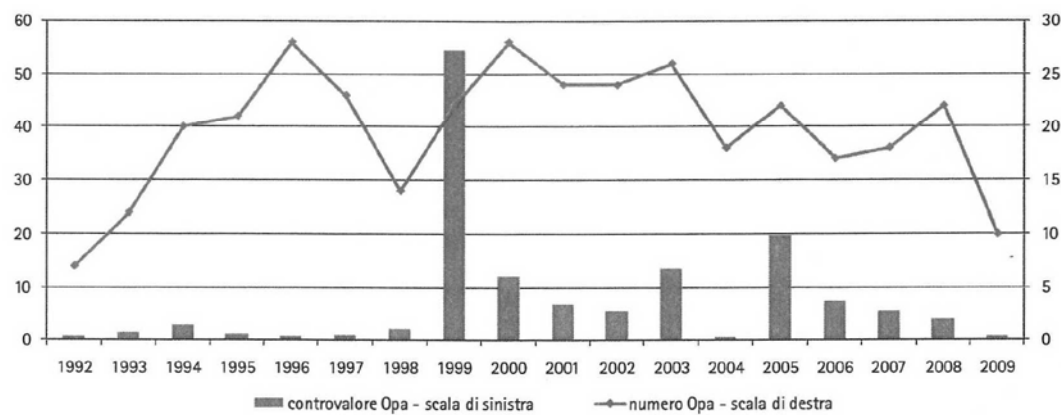


Fig. 21 Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società quotate italiane
(miliardi di euro)



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.

2 I mercati

1 La congiuntura economica e i mercati azionari

Dopo il *default* Lehman, nel settembre 2008, sono emersi gli effetti reali di una crisi che nelle prime fasi sembrava circoscritta al sistema finanziario. La crescita del prodotto interno lordo per il 2009 è stata negativa per i paesi industrializzati e ha segnato una significativa decelerazione per i principali paesi in via di sviluppo. Nel 2009 il Pil è diminuito a livello globale dell'uno per cento circa. Gli esercizi di simulazione condotti dalle principali organizzazioni internazionali indicano che nel 2010 si dovrebbe assistere a una lieve ripresa, sebbene disomogenea tra aree geografiche, mentre nel 2011 la crescita potrebbe essere più sostenuta, soprattutto per i paesi *export led*. Per l'Italia, la contrazione del prodotto è prossima al 5 per cento, configurando una delle più gravi recessioni dal Dopoguerra; tale contrazione sembra destinata a protrarsi, sebbene in misura ridotta, anche nel 2010.

I primi dati per la seconda parte del 2009 indicano, tuttavia, che il prodotto è tornato ad aumentare in molti paesi industrializzati, essenzialmente per effetto della ripresa della domanda estera e del commercio internazionale, trainate a loro volta dalla crescita dei principali paesi emergenti. Sebbene il punto di svolta del ciclo sembri superato, rimangono ancora numerosi fattori di rischio sul piano macro-economico che potranno condizionare fortemente l'entità e la tempistica della ripresa. In particolare, l'aumento della disoccupazione e degli squilibri dei bilanci pubblici minano la crescita della domanda interna nei principali paesi industrializzati e dunque la solidità della ripresa. Rimangono però rischi significativi derivanti dell'impatto negativo – sui consumi e sul costo del lavoro – del processo di aggiustamento di variabili reali quali i tassi di occupazione e i salari reali.

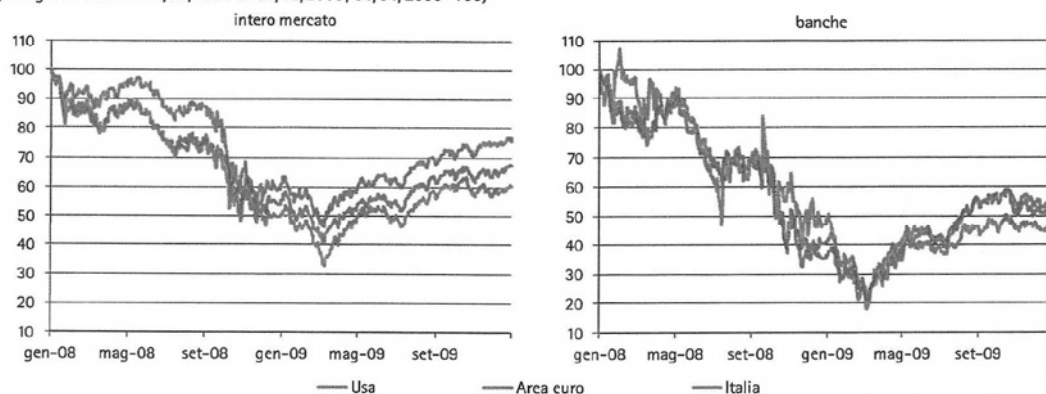
Nel 2008 si sono dispiegati gli effetti di una crisi finanziaria senza precedenti nella storia del Dopoguerra. Le quotazioni azionarie nei mercati dei principali paesi avanzati si sono pressoché dimezzate; i titoli bancari sono arrivati a perdere fino all'80 per cento del loro valore.

L'impatto della crisi sui mercati finanziari ha conosciuto il periodo di massima intensità fra la fine del 2008 e l'inizio del 2009. Gli eventi innescati dall'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers, resa nota al mercato il 15 settembre 2008, hanno scosso profondamente la fiducia degli operatori, alimentando un clima di fortissima tensione e incertezza.

A partire dalla metà di marzo del 2009 le turbolenze dei mercati finanziari si sono in parte attenuate e la volatilità è ritornata sui livelli analoghi a quelli prevalenti prima del *default* Lehman.

Complessivamente, nel 2009 i mercati azionari in Italia, Europa e Stati Uniti hanno guadagnato il 20 per cento circa; i corsi dei titoli bancari sono cresciuti del 28 per cento circa in Italia e del 50 per cento circa in Europa, mentre hanno continuato a flettere negli Stati Uniti (-9 per cento circa; Fig. 22).

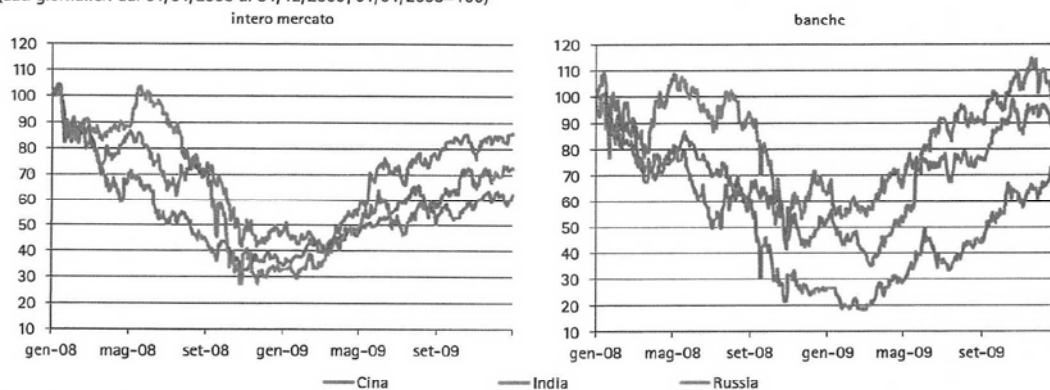
Fig. 22 Andamento dei corsi azionari nei principali paesi avanzati
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 31/12/2009; 01/01/2008=100)



Fonte: Thomson Reuters

Anche nei paesi emergenti si è verificata una netta ripresa dei corsi azionari, che da marzo a dicembre 2009 sono cresciuti del 38 per cento in Cina, del 79 per cento in India e del 77 per cento in Russia (Fig. 23). La crescita dei corsi azionari delle banche è stata ancora più significativa. Da marzo a dicembre 2009 l'indice azionario delle principali banche quotate in Cina è aumentato del 58 per cento, mentre in India e in Russia ha rispettivamente raddoppiato e triplicato il suo valore.

Fig. 23 Andamento dei corsi azionari nei paesi emergenti
(dati giornalieri dal 01/01/2008 al 31/12/2009; 01/01/2008=100)

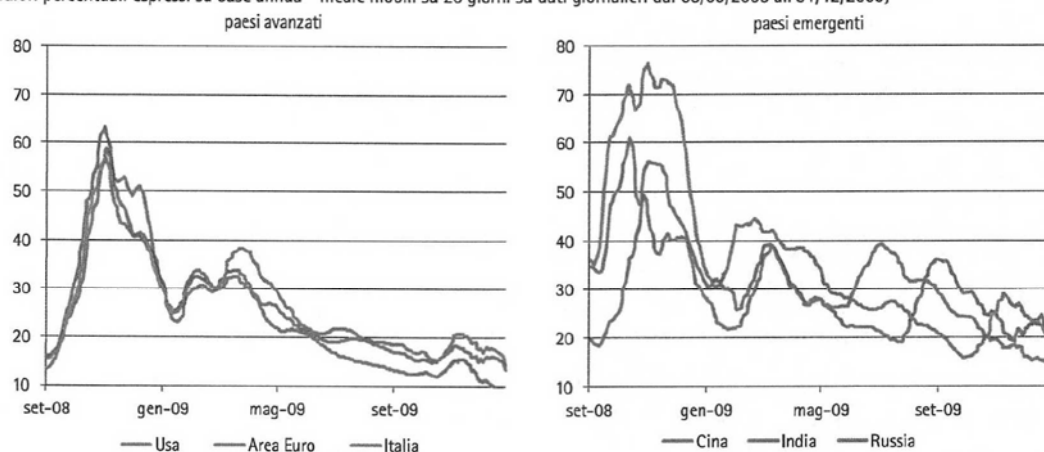


Fonte: Thomson Reuters.

A partire dal secondo trimestre del 2009 i mercati azionari hanno mostrato condizioni di maggiore stabilità rispetto alla situazione di turbolenza sviluppatasi a seguito del *default* di Lehman. Infatti, la volatilità realizzata si è riportata su livelli prossimi a quelli del periodo precedente alla crisi (Fig. 24) e si è verificata una riduzione della frequenza di rilevazione di rendimenti estremi negativi (Fig. 25).

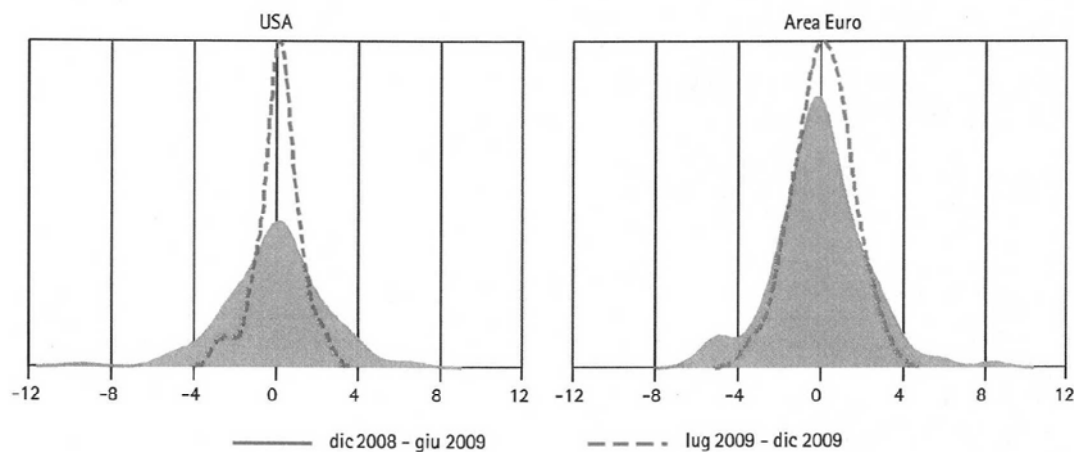
Fig. 24 Volatilità realizzata degli indici azionari

(valori percentuali espressi su base annua – medie mobili su 20 giorni su dati giornalieri dal 05/09/2008 all'31/12/2009)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. La volatilità realizzata è stimata sulla base dei rendimenti infragiornalieri degli indici azionari.

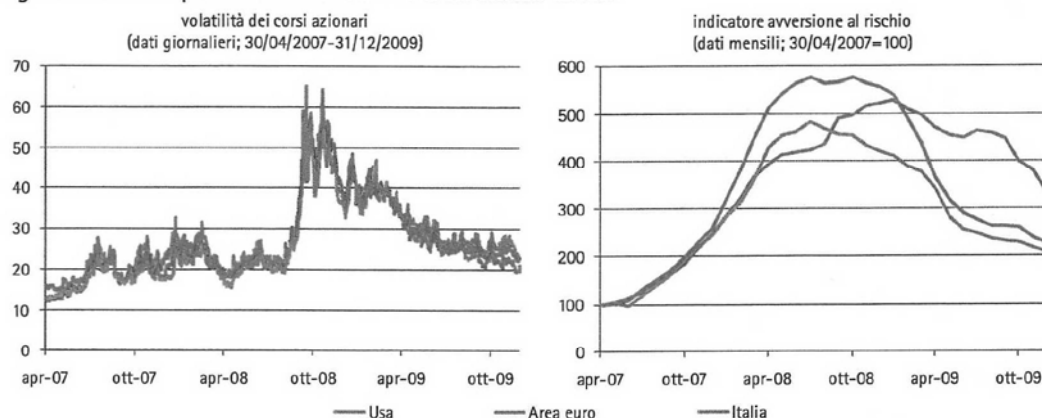
Fig. 25 Stime della distribuzione di probabilità dei rendimenti giornalieri degli indici azionari



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Le funzioni di densità sono stimate applicando metodi non parametrici.

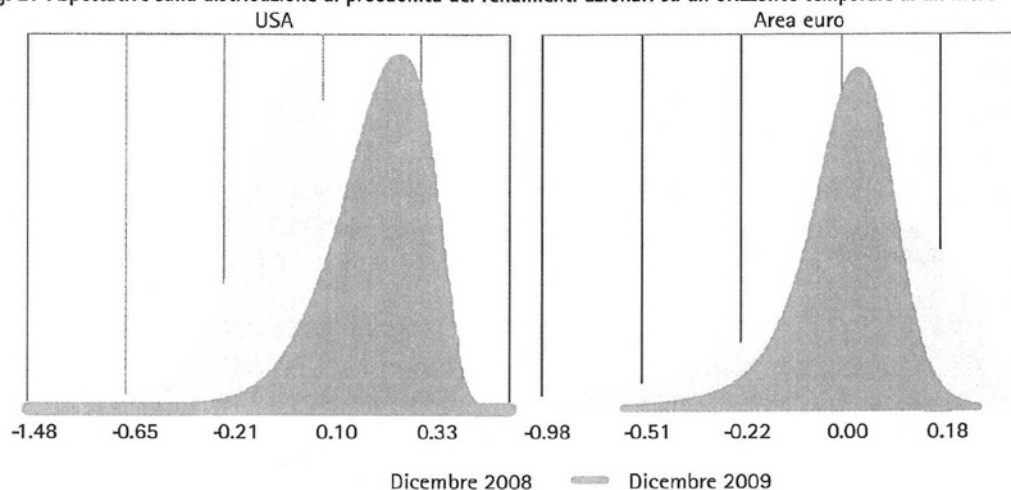
A fine 2009 gli investitori manifestavano un livello più ridotto di avversione al rischio, attendendosi un'ulteriore flessione del livello di turbolenza sui mercati azionari (Fig. 26); vi erano, inoltre, aspettative meno marcate di rendimenti negativi (Fig. 27).

Fig. 26 Volatilità implicita e avversione al rischio sui mercati azionari



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Borsa Italiana. La volatilità implicita è desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici azionari con scadenza a 3 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.

Fig. 27 Aspettative sulla distribuzione di probabilità dei rendimenti azionari su un orizzonte temporale di un mese

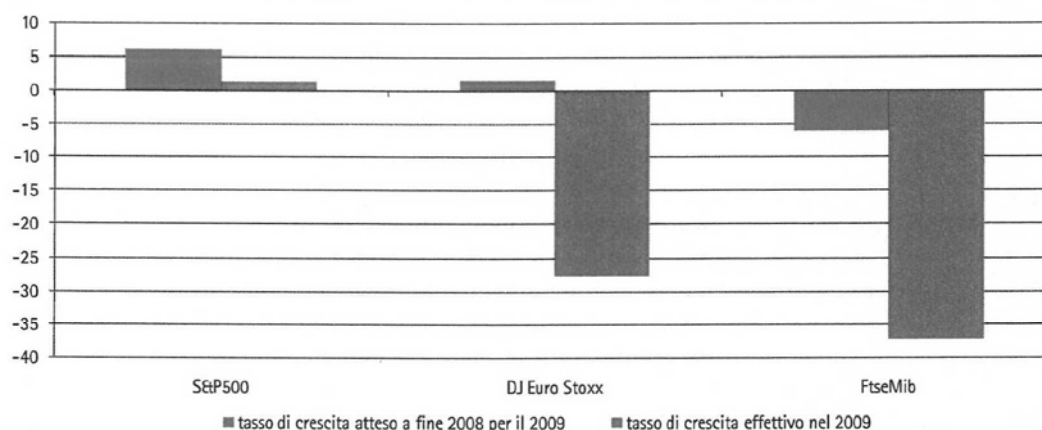


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. Le funzioni di densità sono stimate sulla base dei prezzi delle opzioni su indice.

Nonostante nel 2009 si sia manifestata una tendenza ad una maggiore stabilità, nei primi mesi del 2010, nell'area dell'euro, le forti preoccupazioni sull'evoluzione del quadro macroeconomico hanno generato nuove incertezze sui mercati azionari, collegate ai timori di un possibile irrigidimento delle politiche monetarie e di spesa pubblica. Inoltre, si è diffusa fra gli investitori la preoccupazione per l'aumento del rischio sovrano, implicito delle quotazioni dei *credit default swap*.

Nel 2009 l'andamento degli utili delle società incluse nei principali indici azionari ha completamente disatteso le aspettative degli analisti a fine 2008 (Fig. 28). I tassi di crescita degli utili societari, infatti, sono stati largamente negativi nell'area dell'euro (-28 per cento circa) e, in particolare, in Italia (-36 per cento). Per quanto riguarda le società americane incluse nello S&P500, il tasso di crescita degli utili (1,3 per cento), pur essendo inferiore a quello atteso nei 12 mesi precedenti (6 per cento circa) ha rappresentato un netto miglioramento rispetto alla forte flessione della redditività rilevata nel 2008 (-23 per cento)

Fig. 28 Crescita effettiva e attesa degli utili societari delle imprese incluse nei principali indici azionari nel 2009

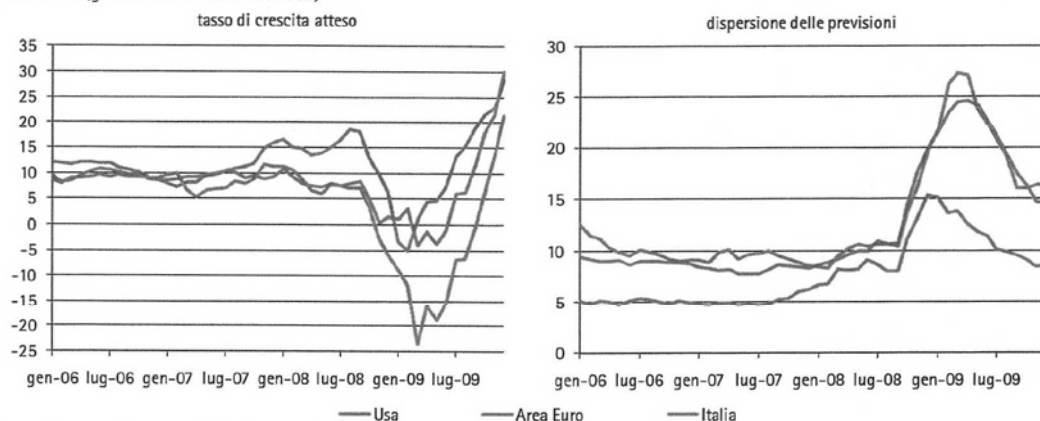


Fonte: Thomson Reuters e IBES. Dati sulle previsioni degli utili a 12 mesi (prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito) a fine dicembre 2008 e sull'utile effettivo 2009 (stima a febbraio 2010).

Nel corso del 2009, gli analisti hanno gradualmente rivisto al rialzo le stime sul tasso di crescita degli utili societari su di un orizzonte di 12 mesi. A dicembre 2009, il tasso di crescita atteso medio per le società incluse nei principali indici azionari ha raggiunto il 30 per cento circa nell'area dell'euro, il 28 per cento in Italia e il 21 per cento circa per le società americane incluse nell'indice S&P500 (Fig. 29).

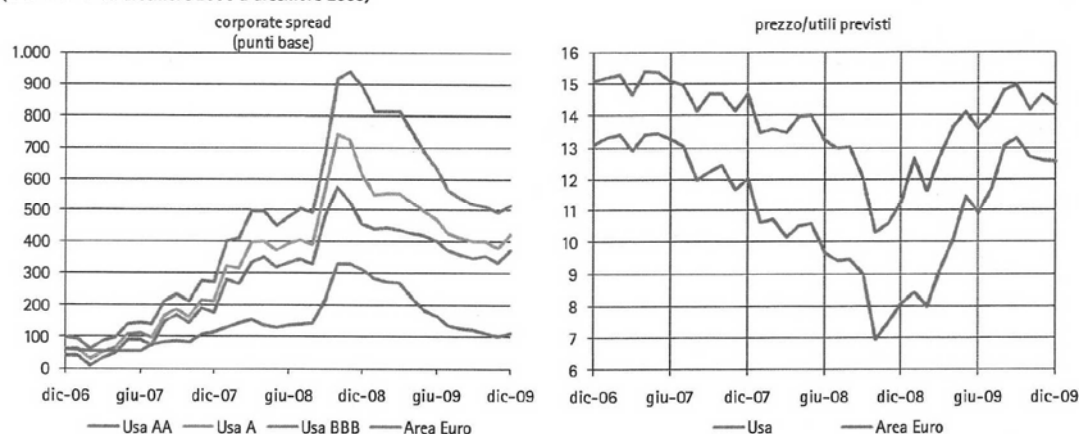
La riduzione degli *spread* sul debito obbligazionario e l'incremento del rapporto prezzo/utili previsti costituiscono ulteriori indicatori di un miglioramento dell'*outlook* e delle attese degli analisti sulle prospettive dei mercati azionari (Fig. 30).

Fig. 29 Previsioni degli analisti sugli utili societari
(dati mensili: gennaio 2006-dicembre 2009)



Fonte: Thomson Reuters e IBES. Dati 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. Per gli Usa i dati sono riferiti alle società incluse nell'indice S&P 500, per l'area euro alle società incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx e per l'Italia alle società incluse nell'indice FTSEMib.

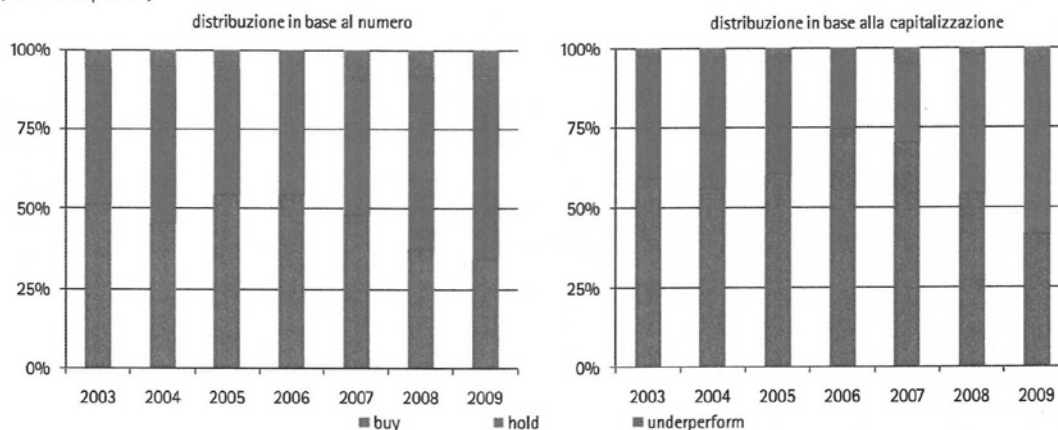
Fig. 30 Rapporto prezzo/utigli per azione¹ e spread su obbligazioni di società non finanziarie con rating investment grade²
(dati mensili da dicembre 2006 a dicembre 2009)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters, IBES e JP Morgan. ¹Media ponderata (per la capitalizzazione) del rapporto tra i prezzi dei titoli del Dow Jones Euro Stoxx e del FTSEMib e le previsioni degli utili per azione su un orizzonte temporale di 12 mesi. ²Differenziale (in punti base) fra il rendimento di obbligazioni emesse da società non finanziarie con rating compreso tra AAA e BBB e quello dei titoli di Stato dell'area dell'euro.

Nel 2009, la distribuzione dei giudizi degli analisti sulle società quotate italiane incluse nell'indice FTSE Mib ha subito un peggioramento rispetto al 2008. Infatti, è aumentato il peso, in termini di capitalizzazione, delle società con giudizio "hold", che a dicembre 2009 ha raggiunto il 53 per cento (contro 44 per cento a dicembre 2008; Fig. 31). È aumentata anche la quota di capitalizzazione relativa alle società con il giudizio "underperform" che, nello stesso arco temporale, è passata dal 2 al 5 per cento circa.

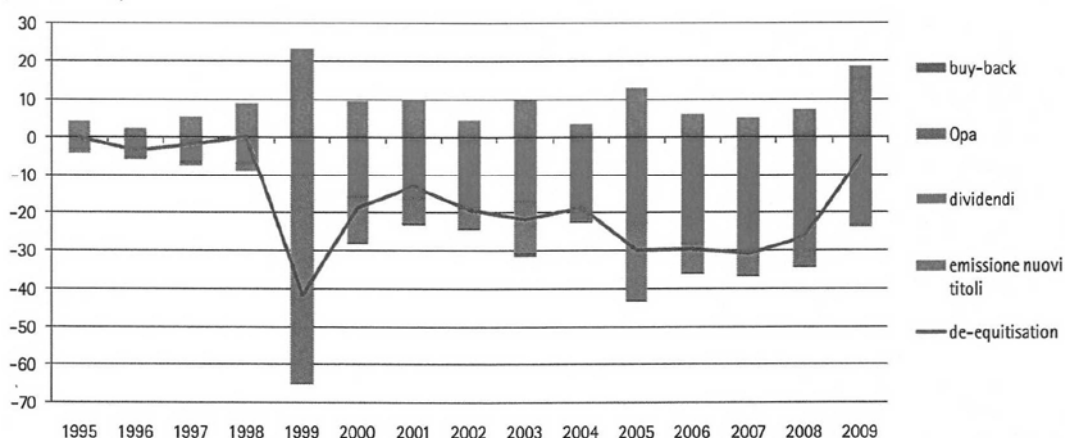
Fig. 31 Distribuzione delle società incluse nell'indice FTSE/Mib per tipologia di giudizio degli analisti (dati di fine periodo)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e IBES. Non sono incluse le società Lottomatica, Parmalat, STMicroelectronic, Terna e Unipol per le quali non sono disponibili serie complete sui dati di *consensus*.

La crescita del moltiplicatore prezzo/utigli ha incentivato la raccolta di capitale di rischio e le operazioni di aumento di capitale (si veda il §4 del precedente Capitolo 1 "Le società"). Conseguentemente, la differenza fra risorse raccolte tramite aumenti di capitale e risorse restituite agli azionisti (sotto forma di dividendi *buy back* e Opa; indicatore di cosiddetta *de-equitisation*), pur rimanendo negativa, ha subito una significativa flessione in valore assoluto nel 2009 (Fig. 32).

Fig. 32 *De-equitisation* del mercato italiano (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Borsa Italiana e Thomson Reuters. L'indicatore di *de-equitisation* è dato dalla differenza fra le emissioni di nuovi titoli e la somma di dividendi, Opa e *buy-back*. I dividendi e *buy-back* per il 2009 sono stimati.