



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2007

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Domenico Delli Gatti e Giovanni Verga (cap. 1), Flavia Ambrosanio (cap. 2), Alberto Banfi (cap. 3), Marco Zaninelli (cap. 4). Hanno collaborato: Giovanni Barone, Fiorenzo Di Pasquali, Francesca Pampurini, Carlo Rosa e Davidia Zucchelli.

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Elisabetta Scansani e Nicoletta Vaccaro.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 30 giugno 2007.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli n. 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (responsabile), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – LOTTA ALL’INFLAZIONE: ANCORA?	1
1 – ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	3
1. Una visione d’insieme: la crescita	4
2. Una visione d’insieme: l’inflazione	7
3. USA: vicini al punto di svolta, ma non è chiaro cosa ci sia dietro l’angolo	9
4. La questione della produttività USA	12
5 Eurozona: avvenuta la svolta, si valuta la forza della ripresa	17
6 La dispersione delle performance macroeconomiche nazionali nell’area Euro	19
7 Tassi e aggregati monetari in Europa	24
8 Gli aggregati monetari e creditizi nell’Eurozona e in Italia	29
9 Le prospettive sui tassi d’interesse	33
2 – I CONTI PUBBLICI NEL 2006 E LE PROSPETTIVE PER IL 2007	36
1. Il consuntivo 2006	36
2. Analisi del gettito tributario	38
3. Le nuove previsioni e prospettive per il 2007	40
3 – LE RECENTI TENDENZE DEI MERCATI FINANZIARI	45
1. Tendenze e prospettive dei mercati dei titoli di debito	45
2. Tendenze e prospettive dei mercati azionari	49
Appendice A.1 Il mercato del futures sull’Euribor	57
Appendice A.2 L’evoluzione del mercato dei titoli di debito in Italia: la considerazione di alcuni aspetti	65
4 – IL PROCESSO DI COSTRUZIONE DEL COUNTRY-RATING: UNA BREVE RASSEGNA	68
1. Il <i>country risk</i> e il suoi componenti	68
2. Le principali agenzie di <i>rating</i>	70
3. Il <i>sovereign rating</i>	70
4. Modelli e metodologie	72
5. Il <i>rating</i> dell’Italia	74



3. LE RECENTI TENDENZE DEI MERCATI FINANZIARI ♦

Il presente capitolo intende mettere in rilievo le recenti tendenze riguardanti l'evoluzione dei mercati dei titoli di debito e azionari. L'analisi prende avvio dall'andamento dei tassi di interesse all'interno dei principali mercati al fine di cogliere le possibili influenze sull'evoluzione dei prezzi dei titoli (sia pubblici che *corporate*) negoziati sui mercati regolamentati (dei principali paesi industrializzati e di alcuni paesi emergenti). Segue un'analoga analisi relativa sia all'evoluzione recente che prospettica per quanto riguarda i mercati azionari.

Il capitolo si chiude con un'appendice che mette in evidenza alcune problematiche del mercato italiano dei titoli di debito, soffermandosi in particolare sul problema della scarsa rappresentatività e significatività del mercato italiano stesso per le obbligazioni *corporate*, nonché su talune recenti innovazioni che lo hanno caratterizzato.

1. Tendenze e prospettive dei mercati dei titoli di debito

In linea con le attese dei mercati, lo scorso 6 giugno la Banca Centrale Europea (BCE) ha aumentato il tasso minimo sul rifinanziamento principale dal 3,75% al 4%. Contemporaneamente sono stati aumentati anche il tasso sui depositi *overnight* (dal 2,75% al 3%) e quello sui rifinanziamenti marginali (dal 4,75% al 5%). In seguito al diffondersi di timori di ripresa a medio termine dell'inflazione – espressi da parte di esponenti di varie banche centrali, che hanno

sostenuto la necessità di ulteriori aumenti dei tassi ufficiali – nelle sedute successive all'intervento della BCE si è realizzato un ulteriore diffuso aumento dei rendimenti. Il rialzo dei rendimenti dei titoli governativi è stato determinato anche dal miglioramento delle aspettative sulla congiuntura economica nell'Euro-zona, che ha portato diversi operatori di mercato a ritenere possibile nuovi rialzi dei tassi nel secondo semestre dell'anno.

Contemporaneamente, altre Banche Centrali hanno preso decisioni volte ad alterare in senso restrittivo le condizioni monetarie. A inizio giugno, la Nuova Zelanda ha portato i tassi ufficiali all'8%, il Sud Africa al 9,5% mentre la Svizzera e la Norvegia al 4,25%. In modo analogo, tra i paesi dell'Est Europa, la Repubblica Ceca è salita al 2,75%.

Più rilevante è stato il mutamento di scenario realizzatosi nelle ultime settimane negli USA. Le aspettative di una riduzione dei tassi da parte della Fed entro fine anno sono state riviste dopo la pubblicazione di una serie di dati macroeconomici positivi. Il mercato ha quindi iniziato a prezzare tassi fermi al 5,25% - livello a cui sono stati portati i tassi da parte della Banca Centrale nel giugno 2006 - anche per tutto il 2008.

L'attesa stabilità dei tassi statunitensi nel secondo semestre dell'anno dovrebbe favorire le obbligazioni USA rispetto a quelle europee. Resta maggiore la rischiosità, dovuta al possibile cedimento del tasso di cambio del dollaro, per l'investitore in euro.

Anche il segmento delle obbligazioni *corporate* ha mostrato una elevata volatilità nell'ultimo periodo con performance differenziate sia per comparto (*cash* e derivati), sia per rating (segmento *investment grade* e *high yield*) che per settori economici. Su tale andamento hanno inciso sensibilmente la risalita dei rendimenti che si è registrata sul comparto governativo, i rialzi -

♦ A cura di Alberto Banfi con la collaborazioni di Fiorenzo Di Pasquali, Francesca Pampurini e Davidia Zucchelli.

realizzati ed attesi - dei tassi di interesse¹, nonché la volatilità dei mercati azionari. I timori di una ripresa dell'inflazione - sostenuta dal rialzo dei prezzi delle materie prime e del petrolio - e un minor appetito per il rischio, hanno indebolito soprattutto i *bond high yield*, con *rating* nella categoria BB e inferiori. I titoli *investment grade* continuano per contro a mostrare un andamento positivo, con riduzione degli *spread*, soprattutto per i rating BBB, rispetto ai più contenuti recuperi dei bond AAA. Infine con riferimento ai settori economici, va registrata la performance particolarmente positiva degli assicurativi e dei finanziari.

Ampliando l'orizzonte di riferimento, va evidenziato come i differenziali di rendimento tra le obbligazioni emesse dalle imprese e i titoli governativi rimangano sui livelli minimi. Dopo l'ampliamento di fine febbraio, originato dalla flessione dei mercati azionari asiatici, gli *spread* hanno raggiunto nuovi minimi per effetto del concorso di vari fattori quali l'abbondante liquidità, l'appetito per il rischio degli investitori e, soprattutto, la conferma della solidità della ripresa economica nell'area euro. I risultati trimestrali delle società si sono mantenuti positivi e ben superiori alle attese e sono proseguite numerose le operazioni di fusione e integrazione che hanno riguardato società appartenenti a vari

¹ L'aumento dei tassi d'interesse che si sta realizzando in Europa ha avuto di per sé un effetto modesto sul mercato obbligazionario *corporate*. Anche in occasione degli ultimi rialzi, infatti, l'aumento dei tassi non ha comportato un calo immediato e consistente dei prezzi delle obbligazioni, poiché si è trattato di interventi al rialzo in genere di modesta entità e ampiamente scontati dal mercato. Anche la considerazione della ripresa economica nella zona dell'Euro - che supporta le aspettative di nuovi, moderati rialzi da parte della BCE - e delle attese di un ripensamento della politica monetaria americana, non mutano lo scenario prospettico caratterizzato da un impatto ancora modesto sul mercato *corporate*.

settori economici. In particolare, l'indice di riferimento sull'intero comparto (JP Morgan Maggie All) si è portato a 22 punti base (pb) all'inizio di giugno, dopo il massimo precedente di 20pb di inizio marzo, per poi scendere ulteriormente fino agli attuali 13pb. Ciò riflette un premio al rischio particolarmente modesto, che rafforza le attese di un possibile aumento degli *spread*. I fattori tecnici di supporto (quali, in primo luogo, la liquidità disponibile) fanno ritenere che tale correzione possa essere graduale.

TAB. 3.1: Spread delle obbligazioni corporate in Europa rispetto ai Bunt tedeschi (8 giugno 2007)

Scad. Anni	M.D.	Rend.	Spread	variazione		
				1 m	6 m	12 m
2-3						
AAA	2,3	4,48	14	0	3	4
AA	2,2	4,58	24	0	3	4
A	2,3	4,64	29	-1	-1	-1
BBB	2,3	4,74	39	-3	-6	-6
5-7						
AAA	5,1	4,54	16	1	0	2
AA	5,1	4,65	28	0	3	6
A	5,0	4,85	48	0	1	3
BBB	5,0	4,95	57	-5	-16	-15
>10						
AAA	10,3	4,71	24	1	-0	-3
AA	10,2	4,81	34	1	-3	-6
A	10,6	5,00	53	-4	-13	-21
BBB	9,9	5,47	101	-4	-4	-3

Fonte MSCI e Bloomberg, nostre elaborazioni; gli spread sono calcolati rispetto ai titoli governativi tedeschi di pari *modified duration* (M.D.) ed elaborati in termini di media mobile a 5 sedute.

In effetti, un'analisi più dettagliata della evoluzione del differenziale di rendimento tra i *corporate bond* e i titoli governativi mostra l'esistenza di alcuni elementi di criticità che dovrebbero indurre ad una certa prudenza. Infatti, se da un lato si è rilevato un lento e progressivo



restringimento degli *spread* di alcune obbligazioni caratterizzate da rating non elevato, dall'altro si è evidenziato un movimento di segno contrario per quanto attiene ai *bond* emessi da società con miglior merito di credito e, soprattutto, con scadenza breve e media (TAB.3.1)².

Il maggior *appeal* – associato però ad un rischio superiore – che sembra invece favorire i titoli con un merito di credito inferiore ha trovato sostegno sia nel recente (e brusco) aumento degli *yield* delle obbligazioni governative, sia nelle operazioni di *carry trade*. In tal senso, si rammenta che queste ultime vedono l'indebitamento in divise caratterizzate da bassi tassi d'interesse (es. Yen e CHF) ed investimenti in titoli che presentano delle opportunità di rendimento più elevate, come nel caso dei *corporate bond* denominati in euro ed in dollari statunitensi.

Inoltre, la fase congiunturale favorevole a livello mondiale, con particolare riguardo all'Asia e all'Europa, ha consentito un miglioramento generalizzato dei conti aziendali e, di riflesso, il *default rate* si è mantenuto modesto.

Conferme in tal senso sono giunte da *Moody's*, la quale – differentemente da quanto previsto nei mesi passati dalla stessa agenzia - ha rilevato un tasso moderato di insolvenza sulle emissioni speculative (ossia al di sotto dell'*investment grade*). In aprile il *default rate* di tali *bond* è stato infatti dell'1,45%. ancora inferiore all'1,6% raggiunto un anno fa.. Tuttavia *Moody's* prevede che il tasso di *default* si porti al 2,4% entro la fine dell'anno, per crescere al 3,4% entro l'aprile 2008. Nel contempo, il rapporto fra revisioni al

rialzo (*upgrade*) e al ribasso (*downgrade*) inizia a registrare una inversione di tendenza, dopo che il numero di previsioni negative da parte delle agenzie ha superato quelle di segno positivo.

La vulnerabilità del mercato delle obbligazioni *corporate* pertanto è attesa intensificarsi nel 2007. Su tale tendenza potranno incidere negativamente le strategie societarie favorevoli agli azionisti. In particolare potranno produrre conseguenze degne di nota quelle strategie orientate a creare valore per gli azionisti, tramite: 1) acquisizioni finanziate con debito, particolarmente frequenti nel settore telecomunicazioni e *utility*; 2) operazioni di riacquisto di azioni (*buy-back*), volte a migliorare i multipli per le azioni; 3) distribuzione di crescenti dividendi, che aumentano il rendimento degli azionisti³.

Per quanto riguarda l'attività sul mercato primario, le aspettative di rialzo dei tassi, ma soprattutto le operazioni di M&A (spesso finanziate con debito) hanno sostenuto ulteriormente le emissioni *corporate* che, nel 2006 hanno registrato un nuovo record a livello internazionale, soprattutto nel mercato USA, portandosi a 4,1 trilioni di dollari⁴. Le attuali condizioni del mercato del credito sono favorevoli per nuove emissioni di *bond*. Tra i principali emittenti che sono ricorsi al mercato nelle ultime settimane segnaliamo le banche, sempre molto attive, mentre fra le singole società si evidenziano KPN (settore telecomunicazioni) e Enel (settore *utility*): quest'ultima ha effettuato un'emissione

² I modesti livelli di *spread* raggiunti da questi ultimi rappresentano infatti un freno ad ulteriori restringimenti ed i movimenti di mercato sono pertanto originati da eventi strettamente collegati ai singoli emittenti.

³ A questo proposito i settori più vulnerabili sembrano essere quelli dell'auto, dei media, dei beni di consumo e delle telecomunicazioni.

⁴ L'ammontare, che si riferisce alle operazioni annunciate, è il più elevato in termini reali dal 2000. L'attività di M&A è stata particolarmente intensa in Europa dove è cresciuta del 52% nel 2006, portando il controvalore a 1,2 trilioni di dollari, prossimo a quello registrato negli USA. Cfr. BIS, 77° Rapporto Annuale, p.106.

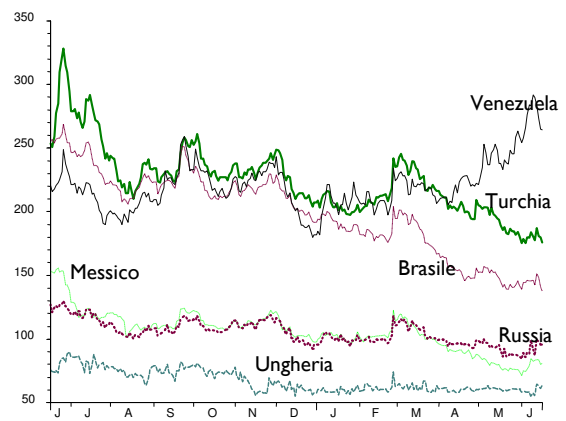
per un controvalore da 5 miliardi di euro (in varie *tranche* denominate sia in euro che in sterline) ottenendo ordini per un ammontare pari ad oltre il doppio all’offerta, destinato a finanziare l’acquisizione della società spagnola Endesa.

Con riferimento al comparto dei Paesi Emergenti, negli ultimi mesi hanno trovato conferma alcuni trend comuni che si possono riassumere nel miglioramento dei fondamentali macroeconomici, nella diminuzione del grado di rischio con una riduzione degli *spread* rilevati sul mercato secondario e nella diminuzione del debito con consistenti rimborsi. La prevalenza di *rating* stabili o con *outlook* positivi e la presenza di solo pochi *outlook* negativi confermano la (apparente) maggior capacità dei paesi emergenti di fronteggiare efficacemente shock esterni ed interni, anche di natura politica. A dimostrazione di ciò basterà ricordare quanto accaduto all’indomani del “mini-crollo” subito dalla piazza finanziaria di Shanghai a fine febbraio (che ha coinvolto dapprima il comparto azionario e, di seguito, quello obbligazionario): dopo l’iniziale flessione il comparto del mercato dei titoli dei paesi emergenti ha immediatamente registrato un forte recupero, riportando gli *spread* su livelli storicamente molto bassi (FIGG. 3.1 e 3.2).

L’indice *EMBI+*, che misura lo *spread* sui titoli benchmark americani, è passato dai 193pb di febbraio ai 151pb di giugno. Si è dunque confermata la capacità dei paesi emergenti di affrontare shock interni ed esterni, contemporanea all’accumulo di consistenti riserve valutarie e alla realizzazione di politiche di gestione del debito sempre più oculate, caratterizzate dall’aumento della durata media dei prestiti e da un crescente ricorso ad emissioni in valuta locale che consentono il superamento del rischio di cambio. La riduzione del debito è dovuta anche al crescente ricorso a *buy-back* e rimborsi anticipati. Particolarmente attivi sul fronte dei rimborsi sono

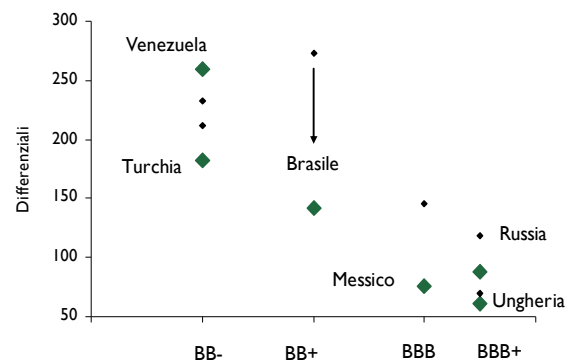
stati il Brasile – che ha ripagato il Club di Parigi, ha estinto i Brady Bond in circolazione, riscattato titoli in scadenza e rimborsato anticipatamente il FMI – nonché il Messico, la Russia e il Venezuela.

FIG. 3.1: Sovereign spread nei principali paesi emergenti



Fonte: Datastream (dati espressi in punti base).

FIG. 3.2 Sovereign spread e sovereign rating



Fonte: Datastream (dati espressi in punti base).

A fronte di una consistente riduzione del rischio economico vi è tuttavia da registrare un rischio politico ancora elevato in diversi, importanti paesi⁵. Oltre alle scadenze elettorali di Turchia

⁵ Sulla distinzione tra rischio politico e rischio economico per la determinazione del rischio paese si rimanda al capitolo 4 “Rating: come si assegnano i

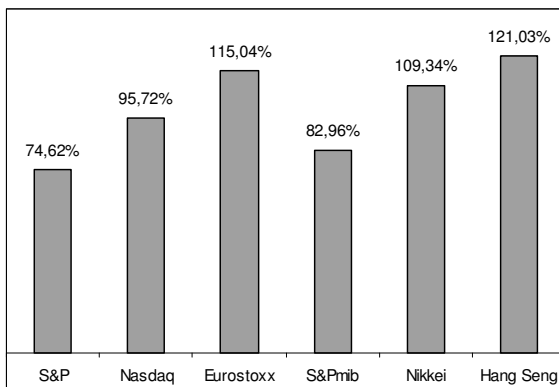
(elezioni fissate a fine luglio) e Russia (elezioni politiche in dicembre e presidenziali in marzo), che contribuiscono ad alimentare l'incertezza su questo fronte, sono da ricordare gli effetti negativi indotti dai provvedimenti introdotti in Venezuela dal Presidente Chávez: la privatizzazione di alcuni settori chiave per l'economia e la chiusura di una emittente televisiva privata hanno infatti indebolito sensibilmente la valutazione di credito del paese con un consistente allargamento degli *spread* (FIG. 3.1).

2. Tendenze e prospettive dei mercati azionari

2.1 Una visione di medio periodo

Nel corso dell'ultimo quinquennio i mercati azionari mondiali hanno mostrato un costante e sostenuto rialzo offrendo, nella maggior parte dei casi, rendimenti a due e tre cifre (FIG. 3.3).

FIG. 3.3: Tassi di variazione dei principali indici azionari (gennaio 2003 – giugno 2007)



Fonte: Datasream e nostre elaborazioni

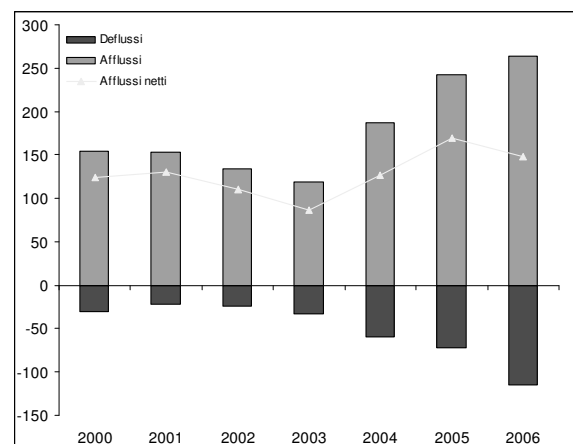
Dopo la fase ribassista che ha caratterizzato i mercati a seguito dello scoppio della bolla speculativa (2000 – 2002), le piazze finanziarie dei principali paesi sono entrate in una fase

rating ai Paesi”, a cura di M. Zaninelli, contenuto in questo numero di OM.

particolarmente favorevole, caratterizzata da un'intensa crescita che prosegue tuttora, trainata dalla performance positiva dell'economia mondiale.

Nelle economie emergenti il rialzo degli indici ha coinciso con continui, consistenti afflussi di capitali esteri che hanno permesso alle società di realizzare con successo numerose operazioni di emissioni azionarie⁶ (FIG. 3.4). Particolarmente emblematico è risultato il mercato cinese la cui crescita è stata decisamente rapida e intensa: dal livello minimo del maggio 2005 ad oggi la performance è stata pari al 322%. Tuttavia il forte rialzo dell'azionario cinese si è accompagnato ad accentuati squilibri sia sul fronte valutario che su quello del credito – favoriti dal mantenimento di un cambio pressoché fisso in presenza di ampi avanzi di bilancia dei pagamenti – che lasciano aperta la possibilità di frequenti ripetizioni di episodi di elevata volatilità come quelli già conosciuti alla fine del mese di febbraio, che costituirebbero il preludio dello scoppio di una vera e propria bolla speculativa.

FIG. 3.4: Flussi di capitale nei mercati emergenti (miliardi di dollari)



Fonte: BIS

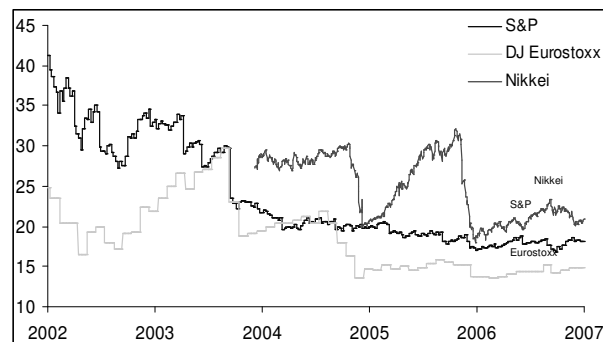
⁶ Cfr. BIS, 77th Annual Report, pagg. 109 e ss.

Il mercato europeo – dopo aver toccato il livello di minimo relativo nel marzo 2003 – ha registrato un incremento del 165%. Anche il mercato giapponese - nonostante le problematiche economico/ finanziarie che l’hanno caratterizzato - ha conosciuto i medesimi ritmi di crescita, guadagnando il 139% dal punto di minimo dell’aprile 2003. Relativamente “meno virtuoso” è quindi apparso il mercato americano che, rispetto al livello minimo dell’ottobre 2002, ha guadagnato “soltanto” il 97%.

Nel corso del 2007 tutte le principali piazze finanziarie mondiali hanno mantenuto il loro andamento al rialzo. Ad alimentare la progressione dei corsi azionari in corso d’anno hanno contribuito numerosi altri fattori tra cui l’aumento degli utili delle società quotate e le numerose operazioni di M&A che si sono succedute su tutte le principali piazze finanziarie. La dinamica degli utili delle grandi imprese ha beneficiato in misura significativa dell’elevata crescita dell’economia mondiale e, in parte, anche delle politiche di contenimento dei costi attuate negli ultimi anni all’interno di diversi settori⁷. Ciò ha permesso alle imprese di corrispondere ai propri azionisti dividendi piuttosto elevati con l’obiettivo di consolidare la fiducia degli investitori. La politica dei dividendi seguita dalle società quotate ha avuto anche un duplice effetto segnale. Da un lato, la distribuzione di una quota relativamente elevata di utili in periodi caratterizzati da forte redditività ha contribuito a diminuire il rischio che gli amministratori possano utilizzare tali risorse per obiettivi diversi dalla massimizzazione del valore d’impresa. Dall’altro, l’incremento della quota di utili distribuita sottoforma di dividendo ha costituito il riflesso della diminuzione della propensione

all’investimento, dovuta alle difficoltà nel reperire progetti di investimento particolarmente redditizi⁸.

FIG. 3.5: Andamento del rapporto P/E (2002 – 2007)



Fonte: Dastream e nostre elaborazioni

In conseguenza di tali andamenti si è venuta a manifestare, nel periodo in esame, una costante riduzione del rapporto P/E (FIG. 3.5). Gli utili (sia effettivi che attesi) sono infatti cresciuti ad un tasso superiore rispetto a quello fatto registrare dai corsi azionari. Nell’ultimo biennio il mercato europeo ha costantemente corretto al rialzo le aspettative circa l’andamento degli utili futuri (EPS). Nel medesimo periodo si è anche osservata una riduzione della variabilità delle stime dagli analisti relativi agli EPS e ai rapporti P/E confermando quindi un elevato grado di convergenza delle aspettative. Più cauto è stato invece l’atteggiamento del mercato americano che nell’ultimo anno ha scontato numerose incertezze riguardo il possibile rallentamento dell’economia ed eventuali manovre correttive di politica monetaria. I P/E attesi dal mercato americano hanno continuato ad oscillare tra i livelli di 17 e 18 e le stime degli analisti hanno alternato revisioni al rialzo e al ribasso. A sostegno dei corsi azionari ha comunque contribuito il fatto che

⁷ Cfr. Banca d’Italia Bollettino Economico n. 45 pag. 94 e BIS, 77th Annual Report, pag. 109.

⁸ Nel quadriennio 1997-2000 (l’ultima fase ciclica di sostenuta crescita dei profitti) la spesa media annua per investimenti delle imprese quotate, in rapporto agli utili, è stata pari al 60%; nel biennio 2003-2004 è scesa al 42%.



i risultati annunciati dalle imprese quotate hanno mostrato che il rallentamento della crescita economica è stato in realtà molto più lieve di quanto originariamente atteso.

Sebbene nella maggior parte dei mercati gli investitori abbiano giudicato complessivamente soddisfacenti le valutazioni e le prospettive dei rendimenti, vi sono state alcune eccezioni. Particolare è stato il caso del Giappone in cui i rapporti P/E sono fortemente saliti durante la seconda metà del 2005 sostanzialmente a causa del rialzo delle quotazioni⁹; a ciò si è accompagnato un aumento della volatilità a testimonianza di più elevato grado di incertezza circa l'andamento futuro dei corsi. Dal 2006 in poi i rapporti P/E sono tornati ad attestarsi su livelli più contenuti spinti, inizialmente, dal crollo delle quotazioni avvenuto nella primavera e, successivamente, dall'annuncio di risultati aziendali particolarmente positivi. Ad accelerare la ripresa del mercato – e la stabilizzazione dei rapporti P/E – ha peraltro contribuito anche l'indebolimento dello yen che nel mese di novembre 2006 ha toccato il livello minimo¹⁰.

L'aumento della remunerazione degli azionisti non è stato indotto unicamente dalla corresponsione dei dividendi, ma ha ulteriormente beneficiato della marcata espansione delle operazioni di riacquisto di azioni proprie nonché di fusione ed acquisizione da parte sia di imprese quotate che di fondi di *private equity*. La dinamica di queste operazioni ha influito positivamente sui corsi azionari poiché ha contribuito ad aumentare il grado di leva nei bilanci delle imprese¹¹.

⁹ Cfr. BIS, 76th Annual Report, pag. 109.

¹⁰ Cfr. BIS, Quarterly Review, marzo 2007, pag. 7.

¹¹ Tali operazioni aumentano il rapporto tra debito e capitale proprio e pertanto contribuiscono a migliorare la redditività del capitale. Prima del 2004 le azioni riacquistate erano in gran parte distribuite ai possessori di *stock option*, pertanto non alteravano la leva finanziaria; solo successivamente i riacquisti hanno

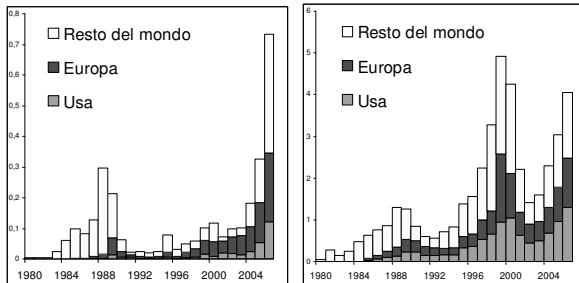
L'incremento della leva finanziaria è stato ulteriormente favorito dalle operazioni di *leveraged buyout*: infatti, già a partire dal 2005 le offerte di acquisto finanziate con capitale di prestito sono salite rapidamente a livelli non più osservati dopo l'ondata di LBO di fine anni Ottanta (FIG. 3.6): nel 2006 il volume delle operazioni di LBO ha toccato i 753 miliardi di dollari¹². Ancora una volta tale attività non ha interessato soltanto gli Stati Uniti, ma anche Europa (soprattutto Germania), Asia e Giappone¹³. In particolare si osserva che, contrariamente al passato, tali operazioni non hanno avuto come oggetto esclusivamente imprese statunitensi: le aziende obiettivo europee hanno rappresentato il 31% del valore annunciato di tutte le operazioni (nel 1988 tale quota era pari al 10%) e una percentuale significativa di operazioni ha riguardato anche società dei mercati emergenti.

cominciato ad essere effettuati per ridurre il capitale e rimborsare gli azionisti. Allo stesso modo anche il pagamento di dividendi straordinari è diventato un mezzo diffuso con cui gli investitori di *private equity* recuperano gli investimenti effettuati. Gli investitori di *private equity* hanno fatto ricorso al debito per finanziare i dividendi a valere sugli utili non distribuiti. [BIS, 76th Annual Report, pag. 106].

¹² Cfr. BIS, 77th Annual Report, pag. 118.

¹³ Le operazioni di riacquisto di azioni proprie realizzate in Italia nel triennio 2003-2005 sono pari allo 0,9% della capitalizzazione di borsa. Tale valore è molto simile a quello osservato nel triennio 1998-2000, pari all'1,1%. Nel 2006 le società comprese nell'indice S&P 500 hanno ritirato azioni per oltre 430 miliardi di dollari, importo nettamente superiore ai livelli, peraltro già elevati, dell'anno precedente. Il volume delle operazioni di fusione e acquisizione da parte sia di imprese quotate che di fondi di *private equity* nel periodo 2004-2005 è passato da 750 a 947 miliardi di euro.

FIG. 3.6: Operazioni di LBO e annunci di fusione e acquisizione dal 1980 al 2006

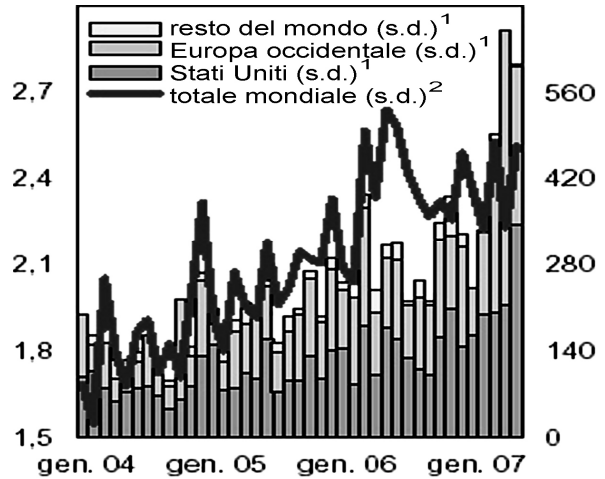


Fonte: BIS

Nota: Operazioni di LBO nella parte sinistra del grafico (valori in migliaia di miliardi di dollari) e annunci di fusione e acquisizione nella parte destra.

La ripresa dell'attività di LBO si iscrive nel contesto del più ampio aumento delle operazioni di fusione e acquisizione (FIG. 3.7). Contrariamente al passato questi eventi hanno avuto effetti positivi sui corsi azionari: infatti, sia le quotazioni delle società obiettivo, sia quelle delle società acquirenti sono aumentate in seguito all'annuncio delle operazioni¹⁴. Tale risultato è probabilmente dovuto al fatto che la maggior parte delle operazioni è stata effettuata mediante l'utilizzo di capitale di debito e, tipicamente, si osserva che le fusioni regolate per contante danno di norma risultati migliori di quelle finanziate con capitale azionario (in quanto, in questo secondo caso, si tende a non sopravvalutare il prezzo dell'impresa acquisita).

FIG. 3.7: Numerosità e controvalore delle operazioni di fusione e acquisizione (periodo 2004 – 2007)



Fonte: BIS.

1. Valore delle operazioni in milioni di dollari (scala sinistra).
2. Numero di operazioni in migliaia (scala destra).

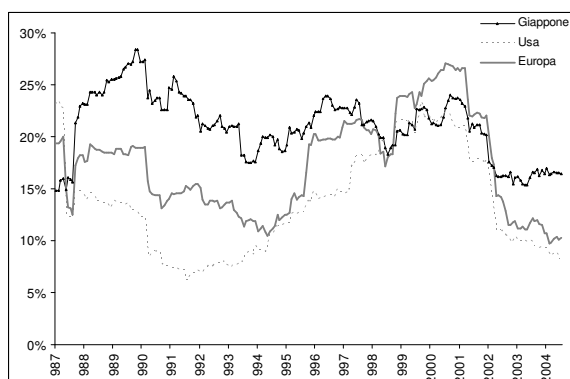
A ridurre il rischio di sopravvalutazione ha contribuito anche il fatto – già evidenziato – che nel periodo considerato i rialzi delle quotazioni si sono rivelati inferiori ai rialzi degli utili attesi, determinando rapporti prezzo/utili che si sono attestati su livelli notevolmente inferiori rispetto alla media storica.

Durante la fase di rialzo dei corsi azionari si è assistito altresì alla riduzione della volatilità. Dalla metà del 2004¹⁵ la variabilità delle quotazioni sui principali mercati è risultata molto bassa rispetto alla media storica degli ultimi 20 anni (FIGG. 3.8 e 3.9); sebbene i livelli raggiunti non abbiano toccato i minimi storici, il tratto distintivo di questa fase è riconducibile al fatto che la volatilità si colloca su livelli modesti contemporaneamente nella maggior parte dei mercati e delle aree geografiche e per un periodo piuttosto prolungato.

¹⁴ In passato, invece, erano soltanto gli azionisti della società bersaglio a beneficiare degli effetti della fusione. [BIS, 76th Annual Report, pag. 108].

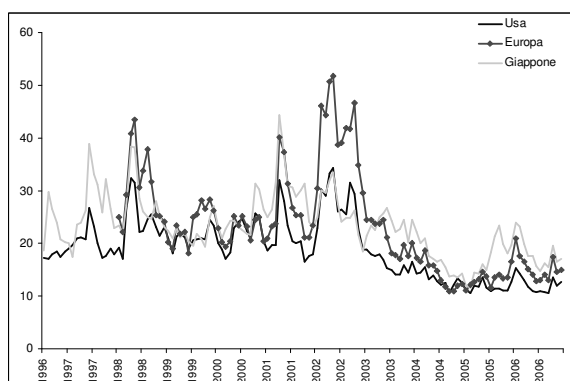
¹⁵ Cfr. Banca d'Italia, Bollettino Economico n. 47, pag. 84.

FIG. 3.8: Andamento della volatilità storica (periodo 1987 – 2007)



Fonte: Datastream e nostre elaborazioni

FIG. 3.9: Andamento della volatilità implicita (periodo 1996 – 2006)



Fonte: BIS

L'andamento della volatilità non è stato nemmeno influenzato in maniera permanente dai diversi shock che hanno interessato alcuni paesi (il rincaro del prezzo del petrolio, il *downgrading* di alcune importanti case automobilistiche americane, le catastrofi naturali e le tensioni geopolitiche) e che, in condizioni normali, avrebbero influenzato l'andamento dei mercati finanziari. La tenuta della volatilità è probabilmente dovuta agli andamenti macroeconomici particolarmente positivi degli ultimi anni, al costante incremento della redditività delle imprese e al rafforzamento della

loro struttura finanziaria, all'introduzione di nuovi strumenti per la gestione dei rischi e al miglioramento della conduzione della politica monetaria¹⁶. Tutti questi fattori, infatti, contribuiscono in maniera diversa a rafforzare il clima di fiducia degli investitori e ad aumentare l'appetito per il rischio.

La diminuzione della variabilità dei corsi ha rispecchiato sia la prolungata fase di espansione dell'economia mondiale, sia la minore variabilità di tale processo di crescita economica, soprattutto per i paesi più avanzati; il costante miglioramento della redditività aziendale e il calo dell'indebitamento hanno reso meno incerte le prospettive di sviluppo delle imprese e, dunque, la valutazione delle attività finanziarie ad esse collegate. La volatilità ha beneficiato anche della accresciuta liquidità dei mercati indotta dall'aumento del volume degli scambi, dal ruolo sempre più importante assunto dagli investitori istituzionali e dall'introduzione di nuovi strumenti per la gestione dei rischi. Anche il comportamento delle banche centrali ha prodotto effetti positivi sulla volatilità dei mercati finanziari; negli ultimi anni si sono notevolmente migliorati, soprattutto in Europa, il meccanismo di conduzione della politica monetaria, la comunicazione tra le istituzioni e il pubblico, la trasparenza dei processi decisionali e delle strategie adottate tanto che le variazioni dei tassi di interesse ufficiali vengono sempre più spesso anticipate dai mercati e assorbite in maniera più graduale¹⁷.

È peraltro opportuno osservare che molti di questi fattori non sono strettamente legati alla congiuntura economica, ma hanno natura

¹⁶ Diversi contributi teorici ed empirici indicano che la volatilità dei mercati finanziari ha un andamento controciclico. Cfr. Banca d'Italia, Bollettino Economico n. 47, pag. 84.

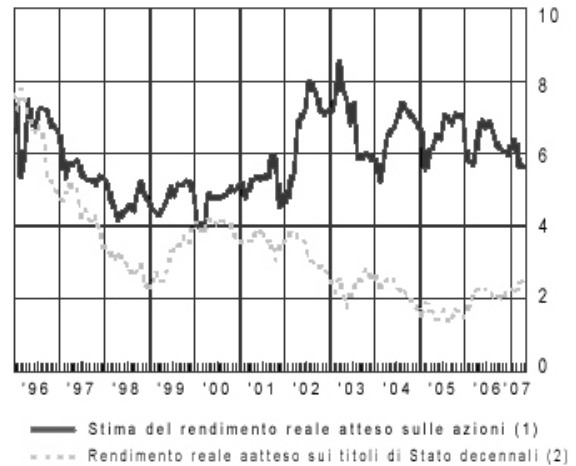
¹⁷ Cfr. Banca d'Italia, Bollettino Economico n. 47, pag. 85.

strutturale; è pertanto probabile che continuino ad avere effetti positivi sulla volatilità anche in futuro.

Il clima di fiducia che ha caratterizzato i mercati negli ultimi anni è riscontrabile anche nella dinamica dei *risk premium* impliciti nei prezzi di mercato. Tale indicatore è dato dalla differenza tra il rendimento atteso delle azioni (misurato dal tasso che eguaglia il valore attuale dei dividendi futuri attesi al livello dei corsi) e quello delle obbligazioni a lungo termine. Nel corso degli ultimi anni il premio al rischio (FIG. 3.10) si è mantenuto su valori piuttosto elevati rispetto alla media storica¹⁸. Tale fenomeno genera a sua volta un meccanismo che si autoalimenta; infatti, nei periodi in cui i *risk premium* risultano elevati si osservano due conseguenze: da un lato l'intensificarsi degli acquisti netti di azioni da parte soprattutto degli investitori istituzionali, dall'altro l'aumento delle operazioni di acquisizione finanziate mediante indebitamento o autofinanziamento¹⁹.

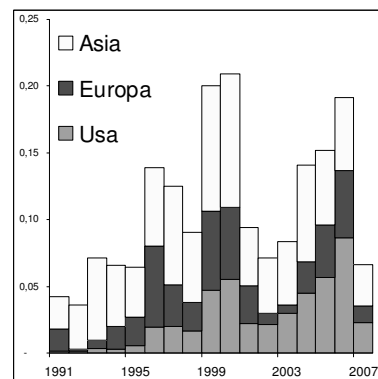
Da ultimo non va dimenticata la forte ripresa dell'attività del mercato primario: durante tutto il periodo di rialzo dei corsi si è infatti osservata una forte ripresa delle operazioni di prima quotazione in borsa (FIG. 3.11). In particolare, nell'area dell'euro, nel 2005 e nel 2006, le operazioni di prima quotazione sono state rispettivamente 99 e 201²⁰.

FIG. 3.10: Rendimento reale atteso su azioni e titoli di stato (periodo 1996 – 2007)



Fonte: Banca d'Italia.

FIG. 3.11: Controvalore delle IPO effettuate nel periodo 1991-2007



Triloni di dollari
Fonte: BIS

¹⁸ Cfr. Banca Imi - IntesaSanPaolo, Investment Trends 07.06.2007, pag. 19.

¹⁹ Cfr. Banca d'Italia, Bollettino Economico n. 45, pag. 95.

²⁰ Cfr Banca d'Italia, Relazione Annuale 2006, pag. 174.

2.2. Le tendenze più recenti

La flessione che per la seconda volta ha colpito la Borsa cinese non sembra aver avuto significativi riflessi nel mercato internazionale dei capitali (TAB. 3.2). Nell'ultimo mese, i rendimenti espressi in euro degli indici delle diverse zone geografiche, sono tutti risultati positivi con una piccola eccezione per l'Italia (0,6%), che tuttavia registra una performance decisamente positiva se valutata a partire dall'inizio dell'anno. La crescita

dell'azionario italiano mercato è stata trainata dal settore industriale, in particolar modo da quello automobilistico (+43,88% da inizio anno) e da quello dei servizi finanziari e della distribuzione; di segno negativo, invece, le *performances* del comparto immobiliare (-2,21%) e dei media (4,02%)²¹.

In Europa l'andamento dei mercati si presenta pressoché simile; continua a migliorare il comparto industriale (in particolare il settore auto), mentre rallentano il comparto bancario (soprattutto i servizi finanziari) dopo una crescita pronunciata nei mesi precedenti e il comparto dei media. In generale in Europa la *sovraperformance* dei settori ciclici sembra indicare la continuazione del buon momento dell'economia.

Al contrario negli Stati Uniti i risultati settoriali non indicano temi chiari, a parte la decisa *sottoperformance* del settore finanziario.

Anche i principali mercati emergenti hanno sperimentato nella prima parte del 2007 un forte rialzo dei corsi azionari: dall'inizio dell'anno l'indice MSCI Emerging Market è cresciuto del 10%²² (FIG. 3.12).

In particolare sono risultati molto elevati gli aumenti dei prezzi in America Latina e nell'Est Europa, le due zone che anche nel medio periodo hanno conosciuto forti incrementi. Anche nei mercati emergenti l'aumento dei corsi azionari è stato sospinto da condizioni macroeconomiche particolarmente favorevoli e da una forte propensione al rischio da parte degli investitori a livello mondiale. A differenza di quanto avvenuto nei mercati sviluppati, in quelli emergenti l'espansione degli utili societari non ha tenuto il

passo con i corsi azionari e i rapporti P/E hanno segnato in brusco incremento²³. Il più chiaro esempio di tale andamento è rappresentato dal già menzionato mercato cinese ove gli elevati livelli raggiunti dai P/E lasciano intravedere chiari segnali di sopravvalutazione

TAB. 3.2: La crescita dei prezzi nei vari mercati e settori azionari a livello mondiale

Mercati	periodo			
	1m	3m	12m	36m
<i>Zone geografiche</i>				
Italia	-0,6	9,7	22,8	66,0
Europa	3,0	12,7	31,6	77,0
Est Europa	6,8	8,4	29,0	161,6
Nord America	4,2	10,1	17,7	31,9
Giappone	2,6	-0,6	9,1	34,8
Asia	4,0	6,7	23,4	63,5
America Latina	12,5	28,9	76,7	266,1
Mondo	3,6	9,9	21,9	47,2
<i>Comparti:</i>				
Tecnologia	5,3	10,7	19,4	17,7
Finanziario	1,2	7,3	18,9	52,0
Medico/Farma.	0,3	4,5	9,3	17,5
Immobiliare	-2,5	-1,1	27,3	93,9
Risorse Naturali	6,9	16,0	41,6	111,4
Reddito fisso	-1,4	-2,7	0,3	8,9

Fonte: Morningstar, valori al 15 giugno 2007. Rendimenti in euro.

Con particolare riferimento al nostro mercato gli analisti prevedono nel prossimo futuro un possibile innalzamento della volatilità generato da due diversi fattori: da un lato l'incremento dei tassi di interesse fissati dalla Banca Centrale e dall'altro il fatto che negli ultimi mesi le

²¹ Cfr. Borsa Italiana, Sintesi Mensili, maggio 2007.

²² Aumenti pari al 37% e 28% sono stati registrati rispettivamente in America Latina e Asia. Cfr. BIS Quarterly Review, giugno 2007, pag. 11 e BIS 77th Annual Report, pag. 116.

²³ Cfr. BIS, 77th Annual Report, pag. 117.



performances delle *mid cap* (notoriamente più variabili) hanno superato quelle delle *blue chips*²⁴.

Le revisioni delle aspettative sugli EPS delle società appartenenti ai diversi comparti rappresentano un indicatore delle aspettative degli operatori circa l'evoluzione futura dei mercati; i settori che hanno ricevuto giudizi positivi sono stati il settore bancario, il settore auto e quello industriale, mentre sono risultati meno profittevoli, in termini di crescita prospettica, l'assicurativo, il comparto delle utilities e quello del retail²⁵.

²⁴ Dati Caboto.

²⁵ Cfr. Dati Banca IMI – IntesaSanPaolo, Investment Trends, giugno 2007.

APPENDICE A.1

Il mercato del future sull'Euribor¹

Da quando l'Euro è diventata la moneta unica dei principali paesi europei sono nati nuovi mercati monetari-finanziari, come l'Euribor² e l'Eonia (Euro OverNight Index Average). Ad essi si sono aggiunti i relativi mercati derivati, specializzati sia nelle scadenze breve e medio-lunga. Tale evoluzione ha reso più facile sia per gli *hedgers* che gli speculatori coprirsi o esporsi in posizioni di rischio, mediante contratti *futures* e opzioni che hanno come "sottostante" gli strumenti del mercato monetario - soprattutto l'Euribor a scadenza 3 mesi o anche l'EONIA.

In particolare, uno strumento molto importante, e in continuo sviluppo, è proprio il *future* sull'Euribor a 3 mesi, un contratto riguardante depositi a tre mesi (del cosiddetto segmento del mercato monetario), di grosso importo (il valore facciale del sottostante di € 1.000.000). Il vantaggio di questo strumento è di consentire a grossi investitori di assumere posizioni sui futuri movimenti dei tassi. Trattandosi di un *interest rate future*, è infatti possibile stabilire preventivamente il prezzo (tasso) su operazioni a tre mesi che avranno esecuzione a data differita.

¹ A cura di G. Barone, C. Rosa e G. Verga

² L'Euribor (Euro Interbank Offered Rate) è un tasso guida giornaliero basato sul tasso d'interesse a cui le banche sono disposte a concedere prestiti non garantiti a altre banche nel mercato monetario all'ingrosso (interbancario) dell'euro. I rendimenti dell'Euribor sono determinati (fixed) dall'European Banking Federation (EBF) approssimativamente alle 10:00 (ora di Londra) di ogni giorno; il suo valore corrisponde a una media "filtrata" dei rendimenti dei depositi interbancari offerti da un gruppo di banche (al momento più di 50), su scadenze che vanno da una settimana a 12 mesi. I rendimenti dell'Euribor possono essere liberamente scaricati da internet nel sito www.euribor.org.

I mercati di quotazione del future sull'Euribor a 3 mesi

I contratti sul *future* dell'Euribor sono due. Il primo, il più liquido, è trattato nell'Euronext Liffe di Londra (London International Financial Futures and Options Exchange): nel momento in cui scriviamo sono quotati 20 contratti, le cui scadenze (*expire date*), intervallate di tre mesi in tre mesi, vanno dal 18 giugno prossimo al 19 marzo 2012 (TAB. A.1).

TAB. A.1: Il future sull'Euribor a 3 mesi: il Liffe

RIC	Nome	Expire Date	Volumi
FEIM7	EURIBOR 3M JUN7	18-Jun-07	54.925
FEIU7	EURIBOR 3M SEP7	17-Sep-07	162.282
FEIZ7	EURIBOR 3M DEC7	17-Dec-07	188.277
FEIH8	EURIBOR 3M MAR8	17-Mar-08	135.095
FEIM8	EURIBOR 3M JUN8	16-Jun-08	92.314
FEIU8	EURIBOR 3M SEP8	15-Sep-08	76.451
FEIZ8	EURIBOR 3M DEC8	15-Dec-08	52.462
FEIH9	EURIBOR 3M MAR9	16-Mar-09	31.466
FEIM9	EURIBOR 3M JUN9	15-Jun-09	8.164
FEIU9	EURIBOR 3M SEP9	14-Sep-09	4.718
FEIZ9	EURIBOR 3M DEC9	14-Dec-09	2.592
FEIH0	EURIBOR 3M MAR0	15-Mar-10	1.804
FEIM0	EURIBOR 3M JUN0	14-Jun-10	287
FEIU0	EURIBOR 3M SEP0	13-Sep-10	132
FEIZ0	EURIBOR 3M DEC0	13-Dec-10	68
FEIH1	EURIBOR 3M MAR1	14-Mar-11	134
FEIM1	EURIBOR 3M JUN1	13-Jun-11	243
FEIU1	EURIBOR 3M SEP1	19-Sep-11	175
FEIZ1	EURIBOR 3M DEC1	19-Dec-11	70
FEIH2	EURIBOR 3M MAR2	19-Mar-12	70

Contratti futures sull'Euribor a 3 mesi quotati nella piazza di Londra (Liffe); volumi = media giornaliera delle ultime 20 sedute; Valori al 4 giugno 2007

L'altro mercato è l'Eurex di Francoforte.

Dal punto di vista tecnico il funzionamento dei due mercati è lo stesso, anche se l'Eurex risulta



meno liquido dell'Euronext-LIFFE, dal momento che il volume di contratti scambiati è inferiore, come si può facilmente notare dalla TAB. A.2.

TAB. A.2 Il future sull'Euribor a 3 mesi: l'Eurex di Francoforte

RIC	Nome	Expire Date	Volumi
FEU3M7	3MTH EURI JUN7	18-Jun-07	1.100
FEU3U7	3MTH EURI SEP7	17-Sep-07	1.276
FEU3Z7	3MTH EURI DEC7	17-Dec-07	413
FEU3H8	3MTH EURI MAR8	17-Mar-08	291
FEU3M8	3MTH EURI JUN8	16-Jun-08	158
FEU3U8	3MTH EURI SEP8	15-Sep-08	213
FEU3Z8	3MTH EURI DEC8	15-Dec-08	64
FEU3H9	3MTH EURI MAR9	16-Mar-09	37
FEU3M9	3MTH EURI JUN9	15-Jun-09	15
FEU3U9	3MTH EURI SEP9	14-Sep-09	25
FEU3Z9	3MTH EURI DEC9	14-Dec-09	18
FEU3H0	3MTH EURI MAR0	15-Mar-10	22

Contratti futures sull'Euribor a 3 mesi quotati nella piazza di Francoforte (Eurex); volumi = media giornaliera delle ultime 20 sedute; Valori al 4 giugno 2007

Le caratteristiche del mercato del future sull'Euribor

I prezzi dei futures sono quotati su base giornaliera e il tasso d'interesse contrattuale corrisponde a 100 meno il prezzo. In ciascun contratto il prezzo si muove di multipli del minimo prefissato di 0,005 (o unità discrete ticks), che, dato il valore facciale del sottostante, corrisponde a un valore di 12,5 euro.

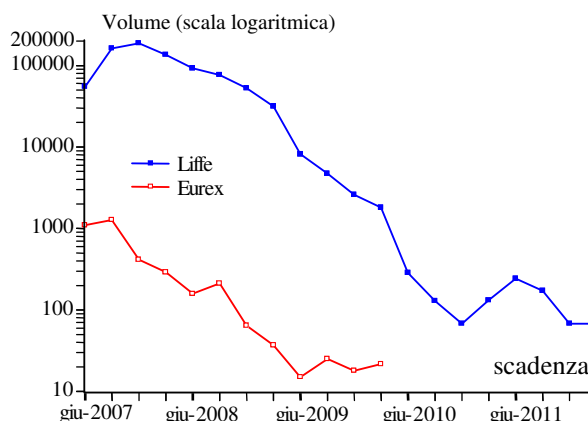
L'ultimo giorno di contrattazione di ogni contratto *future* corrisponde a due giorni lavorativi prima del terzo venerdì del mese di consegna (*delivery month*). La data di consegna (o scadenza) è invece il primo giorno lavorativo dopo l'ultimo *trading day*. Per esempio, se in un certo *delivery month* il terzo venerdì del mese

corrispondesse al giorno 20 e il mercoledì fosse festivo, l'ultimo giorno di contrattazione sarebbe il martedì 17 e la data di consegna il giovedì 19. Se invece non vi fossero giorni festivi intermedi, l'ultimo giorno di contrattazione sarebbe il terzo mercoledì del mese e il giorno di consegna il giovedì. Normalmente, comunque, la scadenza (*expiring day*) va dal 13 al 19 del mese.

I mesi standard di consegna (*delivery*) sono marzo, giugno, settembre e dicembre, detti anche trimestri di scadenza (*quarterly expiries*).

In generale, comunque, la liquidità, misurata dal volume delle contrattazioni, aumenta fino ai 3-6 mesi, poi si riduce (FIG. A.1)

FIG. A.1: Volumi e scadenza del future sull'Euribor



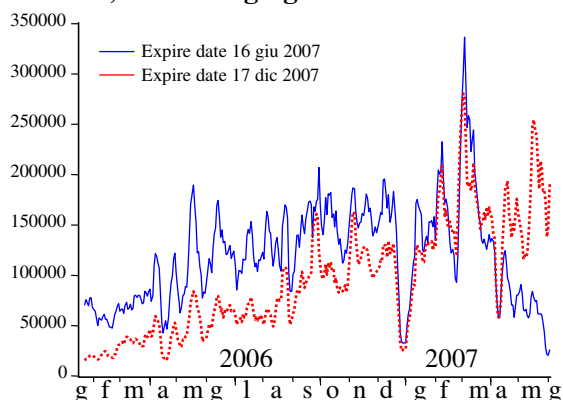
Volumi = media giornaliera delle ultime 20 sedute; valori al 6 giugno 2007

Questo risultato emerge anche dalla FIG A.2 che riporta la media mobile settimanale dell'andamento dei volumi dei contratti con expiry 18 giugno e 17 settembre 2007.

La liquidità è molto ridotta quando la scadenza è molto lontana; questa tende successivamente a crescere man mano che la scadenza si avvicina finché, in prossimità dell'*expiry day*, il volume delle contrattazioni si riduce. Dalla figura si nota infatti che fino al dicembre del 2006 le

contrattazioni erano più numerose sulla scadenza più vicina, poi dal gennaio al marzo di quest'anno i due grafici tendono a sovrapporsi e, infine, a partire da aprile 2007 risulta maggiore il volume sul *future* a scadenza 17 dicembre.

FIG. A.2: Volume delle contrattazioni Euribor, scadenza giugno e dicembre 2007



Liffe; medie mobili di 5 giorni: 17 gen 2006 - 6 giu 2007

Va comunque tenuto presente che oltre alle scadenze tipiche di cui si è detto sopra, vi sono anche contratti *serial expiry* che scadono nei successivi sei mesi di calendario, e, pertanto, non corrispondono alla sequenza dei precedenti trimestri. La loro liquidità è comunque modesta e quindi qui non vengono presi in considerazione.

Profilo settimanale e effetto delle riunioni della BCE sulle transazioni nel mercato del future

Ritornando all'andamento del volume giornaliero degli scambi nel mercato del future sull'Euribor, occorre notare che il suo andamento, oltre a risentire della scadenza, è influenzato anche dal giorno della settimana (le contrattazioni sono più alte dal martedì al venerdì). Inoltre, nei giorni in cui si riunisce il Consiglio Direttivo della BCE, il volume degli scambi e la volatilità delle quotazioni, risultano significativamente più elevati. E questo, soprattutto per quanto riguarda i volumi, vale

specialmente per i contratti con scadenza non eccessivamente lontana (TAB. A.3). La spiegazione che si può dare riguardo all'effetto delle riunioni del Consiglio Direttivo è ovvia. La decisione sul livello del Repo e le informazioni date dal Presidente durante la Conferenza Stampa, se inattese, modificano la conformazione ottima degli investimenti monetari degli operatori, che reagiscono modificando i loro portafogli (elevato volume) e i prezzi dei contratti future. Dal momento che queste informazioni riguardano soprattutto il breve-medio periodo, sono proprio i contratti con questa scadenza a esserne maggiormente influenzati.

TAB A.3: Effetto del giorno della settimana rispetto al lunedì e effetto delle riunioni della BCE su volumi e volatilità dei prezzi

	Scadenza			
	giu 07	set 07	dic 07	mar 08
<i>Volume</i>				
Martedì	0,07	0,05	0,04	0,05
Mercoledì	0,05	0,05	0,05	0,06
Giovedì	0,08	0,06	0,05	0,06
Venerdì	0,04	0,06	0,05	0,06
Riunione BCE	0,21	0,13	0,10	0,07
<i>Volatilità prezzo</i>				
Martedì	0,06	0,05	0,05	0,05
Mercoledì	0,02	0,02	0,03	0,04
Giovedì	0,04	0,05	0,05	0,06
Venerdì	0,05	0,06	0,07	0,07
Riunione BCE	0,12	0,12	0,11	0,09

Nostre elaborazioni su dati Liffe; periodo 17 gen 2006 - 6 giu 2007; valori espressi in % dei valori medi

Liquidità e livellamento delle condizioni di mercato

Data la buona liquidità di molti contratti future sull'Euribor a tre mesi, le operazioni di



arbitraggio fra i diversi contratti e i diversi mercati tendono a portare a un livellamento della convenienza delle relative operazioni. Ne deriva che i prezzi (e i rendimenti) dei *futures* sull'Euribor tendono a muoversi molto velocemente per eliminare ogni possibile discrepanza fra i rendimenti delle diverse alternative.

Un caso in cui quest'affermazione è assolutamente evidente riguarda i contratti uguali quotati nelle due diverse piazze di Londra e Francoforte (TAB. A.4)

TAB. A.4: Confronto fra i prezzi del future sull'Euribor a 3 mesi quotato su piazze diverse (valori seduta 29 Maggio 2007)

Scad.	chiusura		Massimo		Minimo	
	Liffe	Eurex	Liffe	Eurex	Liffe	Eurex
giu 07	95.84	95.835	95.84	95.84	95.835	95.835
set 07	95.63	95.63	95.64	95.64	95.625	95.63
dic 07	95.485	95.49	95.495	95.49	95.48	95.485
mar 08	95.43	95.435	95.445	95.44	95.425	95.435
giu 08	95.42	95.42	95.435	95.435	95.41	95.425
set 08	95.44	95.44	95.46	95.455	95.43	95.445
dic 08	95.465	95.585	95.485	95.6	95.455	95.585
mar 09	95.5	95.5	95.52	95.515	95.49	95.505
giu 09	95.505	95.505	95.52	95.51	95.495	95.51
set 09	95.505	95.505	95.525	95.515	95.5	95.515
dic 09	95.5	95.5	95.515	95.505	95.495	95.505

Nostra elaborazione su dati Liffe e Eurex

I valori della tabella si riferiscono ai dati del 29 maggio scorso, giorno in cui è risultato massimo il numero di scadenze quotate contemporaneamente in entrambi i mercati³. Un'altra indicazione della forte integrazione tra i vari contratti del future sull'Euribor si ricava dalla TAB. A.5, che riporta le correlazioni tra le

variazioni giornaliere dei prezzi di chiusura di alcuni contratti quotati sul Liffe.

TAB A.5: Correlazione tra le variazioni giornaliere dei prezzi dei contratti futures sull'Euribor a 3 mesi (Liffe).

Scad.	2007			2008			
	giu	set	dic	mar	giu	set	dic
giu 07	1.00	0.98	0.94	0.92	0.89	0.87	0.86
set 07	0.98	1.00	0.99	0.97	0.95	0.93	0.92
dic 07	0.94	0.99	1.00	0.99	0.98	0.96	0.95
Mar 08	0.92	0.97	0.99	1.00	0.99	0.98	0.97
giu 08	0.89	0.95	0.98	0.99	1.00	1.00	0.99
set 08	0.87	0.93	0.96	0.98	1.00	1.00	1.00
dic 08	0.86	0.92	0.95	0.97	0.99	1.00	1.00

Nostra elaborazione su dati Liffe; dati giornalieri, periodo 17 gennaio 2006 - 6 giugno 2007

Le correlazioni tra contratti con scadenza relativamente vicina sono elevatissime, e ciò significa che i prezzi si muovono sempre in sintonia e nella stessa direzione. Qualunque fenomeno che determina il movimento del prezzo di un *future* ha un'immediata ripercussione sulla convenienza degli altri contratti che, grazie alla reazione del mercato, vedono un immediato movimento dei loro prezzi nella stessa direzione. Il legame, inoltre, come ci si poteva attendere, è tanto più forte quanto più le scadenze sono vicine e quindi quanto più sostituibili le attività.

Analisi dei prezzi per contratto e per posizione

E' possibile costruire due differenti tipi di serie dei prezzi dei *futures*: per contratto e per posizione. Quanto trattato sinora ha riguardato la prima alternativa: per ogni singolo contratto è stata considerata l'evoluzione giorno per giorno del prezzo e dei volumi

Le serie per posizione sono invece costruite fondendo fra loro i dati di diversi contratti

³ Quanto appare dalla tabella è comunque di validità generale: contratti analoghi hanno prezzi pressoché allineati.

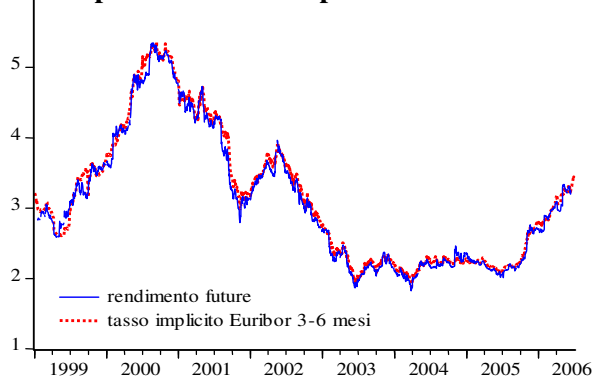
future. In un dato istante, la “prima posizione” è identificata con il contratto con la scadenza più vicina nella sequenza trimestrale; la seconda posizione è rappresentata dal secondo contratto a scadere nella stessa sequenza trimestrale, e così via. D’altra parte, come il nome suggerisce, la serie storica di un contratto inizia alla data di apertura (*opening date*) e cessa alla scadenza del contratto *future*. Il vantaggio di analizzare il comportamento dei prezzi per posizione è quindi quello di poter osservare nel tempo le caratteristiche dei contratti *futures* in relazione al numero di giorni che rimangono prima della scadenza e non in relazione al momento in cui sono stati definiti.

L’omogeneità rispetto alla scadenza è massima quando si considera un cosiddetto *rolling*, cioè quando si considerano le caratteristiche del contratto, qualunque esso sia, i cui giorni mancanti alla scadenza sono il più vicino possibile a un valore prefissato. In questo modo non c’è bisogno di aggiustare i prezzi *future* per il diverso numero di mesi che mancano alla scadenza e si evitano inutili complicazioni durante l’analisi dell’evoluzione del mercato nel corso del tempo. Inoltre, lo studio dei *future* per posizione piuttosto che per singolo contratto è anche giustificabile in base a come funziona il mercato stesso. Infatti, al fine di restare nel mercato, i *traders* che tengono contratti prossimi a una certa scadenza devono spostare la loro posizione in un contratto avente *expiry* immediatamente successiva, non appena la scadenza del contratto in essere si allontana troppo dall’originale. Comportandosi in questo modo, essi però fanno anche sì che i prezzi per posizione risultino sufficientemente omogenei fra loro.

I future con scadenza vicina a tre mesi

Un caso molto interessante di *rolling* riguarda il contratto *future* la cui scadenza è la più vicina possibile a tre-quattro mesi. In questo caso, infatti, la scadenza non è troppo breve e quindi la liquidità è ancora relativamente abbondante; d’altra parte, tre mesi rappresentano un periodo abbastanza breve per ritenere questi contratti rappresentativi dell’evoluzione del mercato monetario. I dati presi in considerazione sono forniti da “*The Institute for Financial Markets*” e si riferiscono al Liffe. Il dataset contiene informazioni particolarmente utili, come i prezzi divisi transazione per transazione (circa 2.500.000 *transaction ticks*), l’istante dell’esecuzione del contratto e il corrispondente volume (quest’ultimo dato è però disponibile solo dal luglio 2003). Il periodo analizzato va dal 1999 al giugno 2006.⁴

FIG. A.3: Rendimento del future sull’Euribor a tre mesi (3 mesi prima della scadenza) e corrispondente tasso implicito dell’Euribor



Nostra elaborazione su dati Liffe; dati giornalieri, periodo 1999-giu 2006; rendimento future = 100-prezzo.

Una prima osservazione (FIG. A.3) riguarda la forte integrazione che emerge tra il mercato del future (Liffe) e quello dell’Euribor, e che rafforza quanto già detto in precedenza a

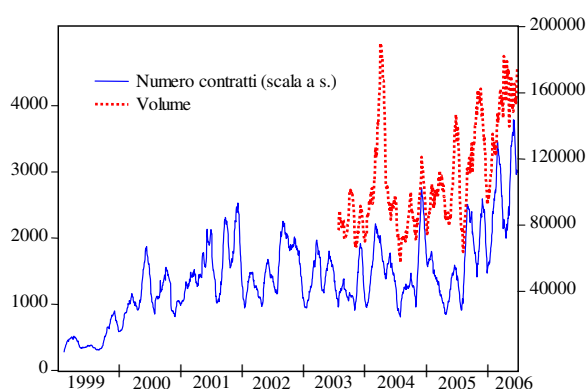
⁴ Quanto prima saranno disponibili i dati fino al giugno 2007, ma la situazione degli ultimi mesi è del tutto analoga a quella qui descritta.

proposito dell'integrazione dei diversi contratti *futures* tra loro. Tre mesi prima della scadenza il rendimento del *future* si sovrappone infatti quasi perfettamente al tasso implicito a 3-6 mesi dell'Euribor: rendimenti che in un ideale mondo "efficiente" sarebbero molto simili lo sono anche nel mondo reale.

L'evoluzione del mercato del future sull'Euribor

Grazie al fatto che con i dati *rolling* si supera il problema dell'eterogeneità della scadenza contrattuale, è possibile anche avere una corretta panoramica dello sviluppo "quantitativo" del mercato del *future* sull'Euribor. Dopo un rapido aumento del numero di contratti avvenuto nel 1999-2000 si è assistito (FIG. A.4) a un autentico boom: a partire dal 2005 in avanti, rispetto al 1999, il mercato è infatti diventato 20 volte più grande, con tutte le conseguenze che ne derivano per la liquidità e la rappresentatività dei suoi prezzi.

FIG. A.4: Evoluzione del numero di contratti e volume nel mercato del future



Nostra elaborazione su dati Liffe; medie mobili mensili dei dati giornalieri, periodo 1999-giu 2006.

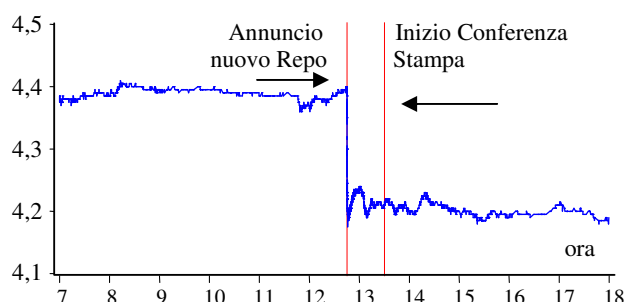
La velocità della risposta dei prezzi del future sull'Euribor alle nuove informazioni

Proprio per la sua liquidità, e quindi per l'elevato numero di operatori presenti sul

mercato, non può sorprendere la velocità con cui i prezzi dei contratti *futures* incorporano le nuove informazioni.

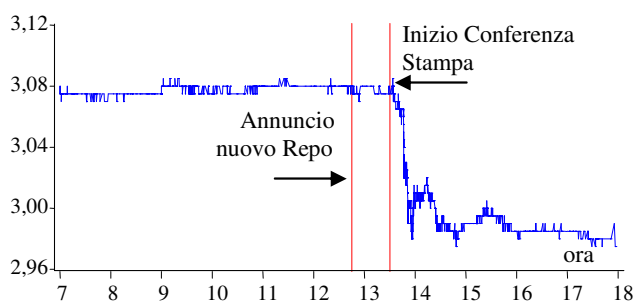
Come si nota dall'esempio della FIG. A.5, che riporta l'evoluzione dei rendimenti, transazione per transazione, del future sull'Euribor nella giornata del maggio 2001, in cui il Repo venne inaspettatamente ridotto di 25 punti base, la reazione del mercato risulta immediata. Alla notizia dell'inatteso abbassamento del Repo è infatti seguito in tempo reale un abbassamento del rendimento del future.

FIG. A.5: Evoluzione del rendimento del future sull'Euribor a tre mesi in seguito a un ribasso inatteso del Repo



Nostra elaborazione su dati Liffe; valori del giorno 10 maggio 2001.

FIG. A.6: Evoluzione del rendimento del future in seguito a un annuncio inatteso nella Conferenza Stampa del Presidente



Nostra elaborazione su dati Liffe; valori del giorno 6 aprile 2006.

Un fatto analogo è avvenuto il 6 aprile 2006. Esso ha però non ha riguardato il valore del

tasso ufficiale, ma il contenuto della Conferenza Stampa del Presidente (FIG. A.6).

Il nuovo livello del Repo era infatti esattamente quello previsto dal mercato, che quindi non ha reagito all'informazione sul tasso ufficiale. Il mercato, però, si aspettava che durante la sua conferenza stampa Trichet avrebbe lasciato intendere che il Consiglio direttivo avrebbe aumentato il tasso ufficiale nella seduta successiva. Questo non solo non è avvenuto, ma il Presidente ha anche esplicitamente dichiarato che tale aumento non era nelle intenzioni della BCE e il mercato ha reagito con una riduzione del tasso del future.

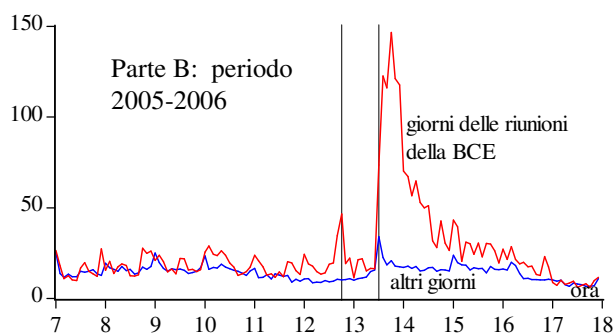
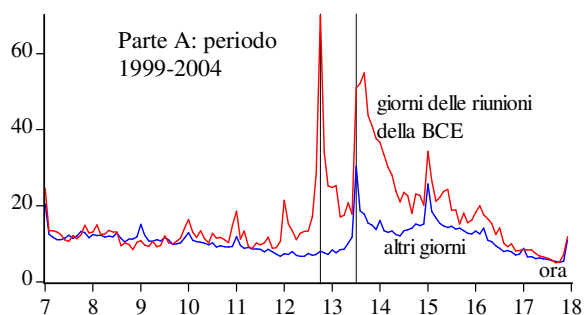
Il risultato di questi esempi è che il prezzo e il rendimento del future sull'Euribor a tre mesi si comportano esattamente come previsto dall'ipotesi dei mercati efficienti: informazioni importanti e inattese hanno una ricaduta immediata sui prezzi. E questo spiega quanto già rilevato in precedenza: nei giorni delle riunioni del Consiglio Direttivo della BCE aumentano sia le transazioni nel mercato dei future sia la volatilità dei prezzi.

La mutata prassi informativa della BCE e la diversa reazione del mercato

Il mutato comportamento della BCE, che da diversi mesi risulta molto più trasparente che nel passato riguardo le sue intenzioni di brevissimo periodo, ha ridotto negli ultimi mesi l'impatto che sul mercato del *future* hanno gli annunci sul nuovo livello del Repo. Il mercato, di fatto, è già al corrente della decisione che viene presa dalla Banca e quindi l'effetto annuncio è nullo. L'unica sorpresa può quindi giungere al mercato dal contenuto della Conferenza Stampa e dal tenore delle risposte che il Presidente dà alle domande dei giornalisti.

Il profilo del numero di transazioni dei giorni delle riunioni della BCE - che è un indicatore del riaggiustamento del portafoglio degli investitori a notizie inattese sulla politica monetaria - si è così fortemente modificato (FIGG. A.7 a e b) nel tempo. Mentre prima l'informazione più rilevante era il nuovo valore del Repo, ora l'informazione più rilevante è diventata la conferenza del Presidente. Del tutto simile all'andamento delle transazioni è anche quello (qui non riportato per motivi di spazio) della volatilità dei prezzi.

FIG. A.7: Il profilo medio giornaliero del numero di transazioni in presenza (a) e in assenza (b) di riunione del Consiglio Direttivo



Nostra elaborazione su dati Liffe; la prima linea verticale indica il momento della comunicazione del nuovo Repo, la seconda l'inizio del discorso del Presidente.



La rilevanza della altre informazioni sui prezzi del future dell'Euribor

Studi recenti ⁵ hanno dimostrato che anche molte “sorprese” macroeconomiche – definibili come la differenza tra un dato macroeconomico e l’aspettativa che gli operatori avevano su quello stesso dato (misurata per esempio da Consensus Forecast) - influenzano non solo la volatilità ma anche la media dei rendimenti dei *futures returns*.

Molto interessante e’ il fatto che i dati macroeconomici americani (come *US nonfarm payrolls, GDP, retail sales, PPI, CPI, initial jobless claims*) esercitino un’influenza maggiore su tutta la struttura dei tassi di interesse europei dei corrispondenti dati macroeconomici europei.

I *survey data* sembrano essere variabili importanti per spiegare l’evoluzione del rendimento del future sull’Euribor. Questo risultato suggerisce che le aspettative circa l’evoluzione dell’economia reale (misurate da *PMI, business climate, consumer confidence, IFO e ZEW* indici per la Germania) giocano un ruolo assai importante nella formazione dei sottostanti tassi di interesse di mercato, o almeno questo e’ quello che indica la sistematica reazione degli operatori a questi indicatori.

La reazione dei prezzi alle sorprese macroeconomiche e’ in media molto veloce, con un salto immediato al momento del rilascio del dato, e una scarsa reazione nei momenti successivi. Tuttavia, la volatilità dei rendimenti risponde in maniera molto più graduale, e l’effetto tende a dissolversi solamente nei 15 minuti successivi all’annuncio: un

comportamento tipico di un mondo di aspettative non perfettamente omogenee.

Nonostante questi legami risultino significativi, la maggior parte della variabilità dei tassi di interesse europei del mercato monetario e del *future* sull’Euribor è dovuta alla condotta della politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea, ed in particolare a quello che dice (in conferenza stampa) e a quello che fa - o meglio, a quello che faceva (decisioni riguardanti il tasso Repo) - piuttosto che alle sorprese macroeconomiche.

Riassumendo...

Il mercato del future sull’Euribor a tre mesi è un mercato liquido e soprattutto efficiente, ben integrato sia al suo interno, sia col mercato monetario dell’euro a pronti. Esso reagisce velocemente alle informazioni che di volta in volta giungono agli operatori.

Oltre a costituire un importante strumento di copertura per il rischio di variazione dei tassi, il future sull’Euribor rappresenta una rilevante fonte di informazione – che si aggiunge alla curva dei rendimenti per scadenza – sulla tendenza futura seguita dai tassi d’interesse. Data la rapidità con cui reagisce alle nuove informazioni rilasciate dalla BCE esso costituisce anche un importante canale a disposizione della Banca Centrale per influenzare i tassi d’interesse.⁶

⁵ Andersson, Hansen, e Sebestyén (2006), Which news move the euro area bond market?, ECB WP 631 e Sebestyén (2006), What drives money market rates? Mimeo, University of Alicante

⁶ Per ulteriori informazioni sul legame fra tassi e breve, mercato dei *futures* e politica monetaria si veda anche: Rosa e Verga (2007), *The impact of central bank announcements on asset prices in real time: testing the efficiency of the Euribor futures market*, CEP Discussion Paper 764, e Rosa e Verga (2006), *On the consistency and effectiveness of central bank communication: evidence from the ECB*, “European Journal of Political Economy”, 23, 146-175.

APPENDICE A.2

L'evoluzione del mercato dei titoli di debito privati in Italia: la considerazione di alcuni aspetti

Successivamente all'introduzione dell'euro il mercato dei titoli di debito privati italiani (con esclusione quindi delle emissioni direttamente riconducibili al Tesoro) mostra alcuni radicali cambiamenti, sia da un punto di vista qualitativo che da un punto di vista quantitativo. Aumenta fortemente la quota dei titoli privati sul totale delle consistenze dei titoli di debito; al tempo stesso si accresce il peso delle emissioni private realizzate sui mercati internazionali; aumenta la componente di titoli privati detenuti dal settore *retail* che, contemporaneamente, riduce la quota detenuta di titoli di Stato; cambia e sta ancora cambiando il quadro normativo di riferimento sia in relazione al venir meno dell'esenzione dall'obbligo di prospetto per le emissioni bancarie sia, e ancor più significativamente, in relazione ai prossimi ulteriori profondi cambiamenti originati dalla entrata in vigore (il 1° novembre 2007) della nuova disciplina sui servizi di investimento (direttiva 2004/39/CE, c.d. MiFID); *last but not least* è prevedibilmente vicina una modifica del regime della fiscalità finanziaria.

Il mercato regolamentato: un problema di rappresentatività

Il mercato Mot a fine maggio 2007 vedeva quotati 295 prestiti per complessivi 62,2 miliardi di euro. L'importo è di poco inferiore all'analogo dato riferito al 31 dicembre 2005, con un numero dei prestiti inferiore di 10 unità. Al 31 dicembre 2001 lo stock quotato ammontava a 71,4 miliardi di euro e i prestiti quotati erano 416.

Se l'aggregato considerato viene circoscritto ai titoli italiani¹, i valori mostrano una leggera crescita rispetto a fine 2005: da 50,2 miliardi di euro si passa a 52,4 miliardi di euro con un incremento del 4,4%². Per poter apprezzare la reale evoluzione nel tempo del grado di rappresentatività del mercato regolamentato italiano rispetto al complesso delle emissioni censite, è però necessario calcolare il rapporto tra titoli italiani quotati e prestiti esistenti³. Calcolando il predetto rapporto, è possibile notare che attualmente risulta negoziabile - su un mercato regolamentato - il 6,2% del totale dei prestiti privati e l'8,6% del totale delle emissioni bancarie (le stesse percentuali erano rispettivamente l'11,4% e il 14% a fine 2001), i valori attuali risultano quindi tra i più bassi tra quelli osservati nell'ultimo trentennio.

Ciò determina il cosiddetto grado di opacità del mercato che discende dalle note caratteristiche dell'operatività dei sistemi di scambi organizzati (SSO) e va valutato alla luce dell'importanza dei titoli di debito privati nei portafogli degli investitori *retail*. Gli SSO sono gestiti quasi esclusivamente da banche e rappresentano il maggior - a volte l'esclusivo - canale di distribuzione per la raccolta via titoli di debito delle stesse; per i titoli per i quali non è stata chiesta la quotazione, l'unica via di negoziazione, successivamente all'originaria sottoscrizione, è rappresentata dal SSO gestito dall'emittente medesimo, il quale definisce

¹ Intendendo convenzionalmente come tali anche le emissioni degli Enti Internazionali (Bei, Birs, Consiglio d'Europa, ecc.), e i prestiti delle banche estere riconducibili a gruppi italiani.

² Rispetto a fine 2001 quando erano quotati titoli italiani per 49,4 mld. di euro la crescita è del 6,1%

³ In particolare, il riferimento va ai dati pubblicati dalla Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Mercati finanziari e, per il riferimento temporale che qui interessa, al n. 34 del giugno 2007 del medesimo Supplemento.



quotidianamente i prezzi di acquisto/vendita dei propri titoli con la conseguenza che il cliente *retail* può negoziare i titoli originariamente sottoscritti solo presso SSO organizzato dallo stesso emittente. Le statistiche di Banca d'Italia⁴ mostrano che i privati detenevano, a fine dicembre 2006, 480,4 miliardi di euro di valore nominale di obbligazioni private su un totale in circolazione di 821,4 miliardi di euro⁵, pari al 58,4%. Più in particolare, con riguardo alle obbligazioni bancarie, la quota detenuta dai privati era pari al 71,5% (434,5 miliardi di euro su 544,7). Alla stessa data, i titoli di Stato nel portafoglio dei privati residenti ammontavano a 170,1 miliardi di euro, pari al 13,7% del totale, con la sostanziale differenza, ai fini della trasparenza dei mercati e delle negoziazioni, che tutti i titoli di Stato sono quotati nei mercati regolamentati (in Borsa Italiana così come in TLX).

La recente adozione dell'obbligo di prospettazione anche per le banche non pare la soluzione più adatta a garantire la trasparenza. La soluzione migliore per l'investitore *retail* non può essere che la negoziazione dei titoli in contesti che garantiscano la trasparenza del *pre* e *post trading*: in altri termini, la quotazione/negoziazione in condizioni di visibilità degli ordini e delle negoziazioni realizzate, così come accade ordinariamente per i titoli azionari. A questo tema gli emittenti si sono mostrati scarsamente sensibili, come mostrano i dati sopra riportati relativi alle consistenze di titoli quotati sul Mot dove è presente, come detto, meno del 10% dei titoli censiti.

⁴ Cfr ancora, Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Mercati finanziari, n. 34, 2007.

⁵ Incidentalmente si tratta di un importo analogo alla capitalizzazione di borsa delle azioni italiane.

Da ciò si deve partire per valutare lo scenario prossimo venturo nel quale, al già ridotto *appeal* dei mercati regolamentati si accompagnerà il moltiplicarsi (formalmente sancito dal riconoscimento contenuto nella direttiva MiFID), dei possibili luoghi di negoziazione, con la prevedibile conseguenza oltre che di un'ulteriore impoverimento della funzione dei mercati regolamentati, di una prevedibile accentuazione del grado di intrasparenza delle negoziazioni su strumenti diversi dalle azioni, ovvero di un'estensione del ricorso agli SSO cosiddetti bilaterali; ciò che corrisponde – nella terminologia della nuova direttiva – alla figura degli internalizzatori sistematici, in contrapposizione ai cosiddetti internalizzatori multilaterali, corrispondenti alla figura dei sistemi multilaterali di negoziazione.

Alcune novità tecniche

Il mercato dei titoli di debito ha evidenziato alcune novità. Di seguito se ne commenteranno brevemente due: una di carattere istituzionale, l'altra riguardante una particolare tipologia di operazione recentemente realizzata da un intermediario straniero sul mercato italiano.

Il Tesoro ha introdotto una novità con riguardo al meccanismo operativo delle aste dei titoli pubblici. In particolare ha fatto ricorso alla possibilità che il prezzo di assegnazione dei titoli proposti in asta sia fissato come media ponderata di prezzi graditi all'emittente. Tale tecnica è stata in particolare adottata con riguardo ai BTP indicizzati all'inflazione europea. In particolare, i decreti di emissione delle *tranche* successive alla prima (ordinariamente collocata per il tramite di consorzi o sindacati), prevedono che il meccanismo di collocamento utilizzato sia quello dell'asta marginale con determinazione *discrezionale del prezzo di aggiudicazione* e

della quantità emessa. L'ammontare collocato, sino all'importo massimo previsto sarà determinato escludendo dall'assegnazione le offerte presentate *a prezzi ritenuti non convenienti sulla base delle condizioni correnti di mercato.*

Ciò può apparire a prima vista in contraddizione con la politica di massima trasparenza nella formazione dei prezzi d'asta perseguita dal Tesoro; in realtà, la nuova previsione, non deve intendersi come arbitrarietà nella formazione dei prezzi bensì come espressione della necessità di evitare assegnazioni a prezzi fuorvianti con riferimento a titoli per i quali non è agevole l'individuazione di prezzi/tassi corretti se non facendo ricorso alle evidenze espresse nei mercati nei quali sono negoziati titoli similari (italiani o di altri paesi dell'U.E.) o *tranche* di titoli del medesimo prestito collocati in epoche precedenti.

Da ultimo, su un altro versante, si richiama l'attenzione su un'operazione, insolita per i nostri mercati obbligazionari⁶, rappresentata da un'Offerta Pubblica di Acquisto (Opa) volontaria. L'operazione, lanciata da Morgan Stanley, si è svolta ai sensi del Testo Unico della Finanza, a valere su 250 prestiti obbligazionari strutturati, originariamente collocati sul mercato italiano (non necessariamente quotati sul medesimo), da 25 emittenti diversi, non solo italiani, per complessivi 41 miliardi di euro.

L'operazione si proponeva di dare la possibilità ai portatori dei titoli, prevalentemente investitori retail che hanno in passato acquistato le obbligazioni da banche, di liquidare anzitempo l'investimento offrendo loro una via di uscita

rispetto ad un mercato nel quale i differenziali tra prezzi in acquisto e in vendita sono ordinariamente più ampi di quelli correnti su titoli obbligazionari non strutturati a motivo della scarsa liquidità che contraddistingue emissioni altamente frammentate, con caratteristiche tecniche scarsamente standardizzate, e di importo unitario relativamente ridotto e tale di per sé di minare la liquidità dei titoli quali quelle oggetto dell'offerta.

Nel complesso l'operazione ha avuto esito deludente per l'offerente: ha visto infatti gli investitori aderire per 3,3 milioni di euro di valore nominale, ripartiti su 63 prestiti, a fronte dei 41 miliardi di euro previsti dal soggetto offerente.

⁶ In passato, nel 1992, un'operazione in parte simile venne lanciata da Lehman Brothers, seppure per cifre più contenute, ma riscosse scarso interesse: venne accolta soltanto per il 4,1% dell'ammontare previsto.