

15. I MERCATI FINANZIARI

I mercati finanziari italiani, caratterizzati fino allo scorso luglio da condizioni distese, hanno risentito nella restante parte del 2007 delle tensioni mondiali innescate dal mercato dei mutui ipotecari *subprime* statunitensi (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*); le condizioni dei mercati sono ulteriormente peggiorate nel primo trimestre del 2008 e hanno mostrato segni di miglioramento tra aprile e maggio.

Nell'anno i corsi azionari delle società italiane sono diminuiti, risentendo soprattutto di una crescita degli utili inferiore alle attese. I titoli del comparto bancario hanno riflesso le turbolenze sui mercati internazionali, in linea con quanto osservato negli altri paesi dell'area.

I tassi di interesse dei titoli di Stato italiani a lungo termine sono aumentati di mezzo punto percentuale. Il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il corrispondente Bund tedesco si è ampliato in misura significativa in seguito a una generalizzata ricomposizione dei portafogli verso attività ritenute meno rischiose.

La maggiore incertezza, unita al ridimensionamento delle prospettive di crescita dell'economia italiana, si è riflessa dall'estate in un incremento di mezzo punto percentuale del differenziale di rendimento tra le obbligazioni delle società non finanziarie italiane e i titoli di Stato, in linea con l'aumento registrato da analoghi titoli degli altri paesi dell'area. Sono aumentate le emissioni nette di obbligazioni di imprese italiane in tutti i comparti nonostante un marcato rallentamento nel terzo trimestre; sono rimaste nulle le emissioni delle imprese di piccola e media dimensione, molto contenute quelle delle imprese con basso merito di credito o prive di rating.

I titoli pubblici

L'offerta e la domanda di titoli. – Nel 2007 le emissioni nette di titoli pubblici italiani si sono fortemente ridotte, a 26 miliardi di euro (38 nel 2006), grazie al calo del fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). La consistenza in rapporto al PIL alla fine dell'anno è scesa di oltre un punto percentuale, all'85,9 per cento.

La vita media residua dei titoli di Stato è salita lievemente, a 6 anni e 8 mesi; la durata finanziaria media è invece scesa di un mese, a 4 anni e 7 mesi, a causa del rialzo dei tassi di interesse su tutte le scadenze. A fronte di rimborsi netti di CTZ e di Prestiti della Repubblica, sono state nulle le emissioni nette di CCT e positive quelle di BOT e di BTP. Le emissioni di questi ultimi sono calate da 47 a 29 miliardi; per la prima volta dalla loro introduzione, sono stati effettuati rimborsi netti di BTP decennali, per 3 miliardi. Sono invece cresciute le emissioni nette di BTP trentennali

e di BTP indicizzati ai prezzi al consumo nell'area dell'euro (rispettivamente, da 8 a 10 e da 12 a 16 miliardi).

Le Amministrazioni locali italiane hanno pressoché azzerato le emissioni nette di titoli (contro i 7 miliardi nel 2006), grazie alla forte riduzione del loro fabbisogno complessivo. La consistenza di fine anno di questi titoli si è mantenuta a 35 miliardi, pari al 2,7 per cento del totale dei titoli del settore pubblico.

Con riferimento alle nuove emissioni delle Amministrazioni locali, la quota delle Regioni è scesa dal 75,4 al 53,6 per cento, quelle di Province e Comuni sono salite, rispettivamente, dal 6,8 al 23,8 e dal 17,7 al 21,9 per cento. I titoli a tasso variabile hanno rappresentato il 43,2 per cento dei nuovi collocamenti (48,0 nel 2006). La vita media dei nuovi titoli è pari a 21 anni e 2 mesi, in lieve calo rispetto all'anno precedente (21 anni e 11 mesi).

Una recente indagine condotta dal Ministero dell'Economia e delle finanze sui bilanci degli enti territoriali ha evidenziato che questi ultimi utilizzano diffusamente gli strumenti derivati (cfr. il capitolo 13: La finanza pubblica); alla fine del 2007 vi avevano fatto ricorso 559 enti, tra cui 18 Regioni, 44 Province e 50 Comuni capoluogo di regione, per un valore nozionale complessivo pari a oltre 35 miliardi di euro. Tale ammontare non tiene conto né di eventuali ammortamenti in corso né di duplicazioni derivanti dalla rinegoziazione di precedenti operazioni.

Le famiglie e le imprese italiane nel complesso hanno effettuato ingenti acquisti netti di BTP e di BOT e vendite nette di CTZ. Le banche hanno investito in titoli a medio e a lungo termine, mentre hanno ceduto titoli a breve. I fondi comuni, interessati da cospicui deflussi netti di risparmio, hanno realizzato forti vendite nette di CCT e di BTP e sono tornati ad acquistare BOT e CTZ. Il saldo delle transazioni in titoli di Stato italiani da parte degli operatori esteri è stato lievemente negativo, per effetto di forti disinvestimenti in BTP. Alla fine dell'anno la quota di titoli detenuta all'estero era pari al 50,9 per cento del totale, all'incirca due punti percentuali in meno rispetto all'anno precedente.

I tassi di interesse. – Nei primi sei mesi del 2007 i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani a medio e a lungo termine sono aumentati, in linea con la tendenza rilevata nell'area dell'euro, sospinti da un favorevole andamento della congiuntura e da attese di incrementi dei tassi di interesse ufficiali (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Nel secondo semestre i rendimenti sono scesi, come riflesso della riallocazione di portafoglio innescata dalle tensioni finanziarie internazionali e dal deterioramento del quadro macroeconomico; alla fine dell'anno il rendimento del titolo benchmark decennale si collocava al 4,6 per cento, mezzo punto percentuale al di sopra di un anno prima (fig. 15.1). Il tasso di interesse reale, desunto dal titolo decennale indicizzato ai prezzi al consumo dell'area dell'euro, è salito di 0,3 punti percentuali, al 2,3 per cento. Nel primo quadrimestre del 2008 i tassi di interesse sui titoli di Stato sono lievemente diminuiti.

Tra l'estate del 2007 e la fine dell'anno il differenziale di rendimento tra il BTP benchmark decennale e il corrispondente titolo tedesco si è ampliato di 12 centesimi di punto percentuale, attestandosi a 35 centesimi a fine dicembre (fig. 15.1). Il differenziale si è ulteriormente allargato nei primi mesi del 2008 fino a raggiungere a marzo un picco di 65 centesimi di punto percentuale; esso è in seguito ridisceso e alla metà di maggio si collocava a 42 centesimi. Un andamento simile è stato registra-

to dai premi sui *credit default swaps* (CDS) sui titoli di Stato italiani, che forniscono un segnale circa la probabilità assegnata dagli operatori all'insolvenza dell'emittente.

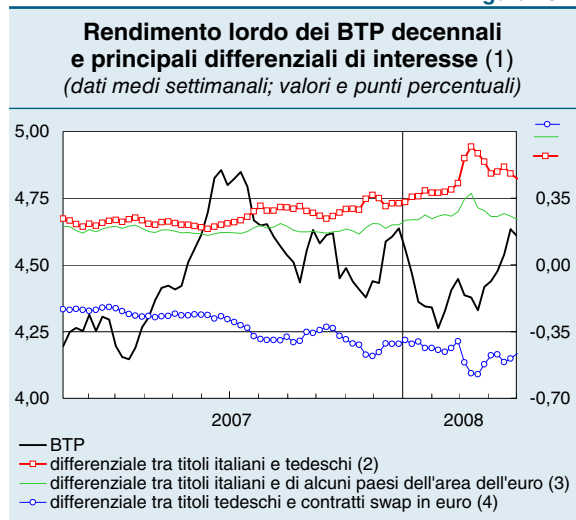
Tra l'inizio dello scorso agosto e la fine di aprile 2008 le tensioni sui mercati finanziari e il connesso aumento dell'avversione al rischio degli investitori hanno provocato una ricomposizione dei portafogli verso i titoli di Stato più liquidi e con merito di credito maggiore, come il Bund tedesco, determinando un ampliamento dei differenziali di rendimento tra tali attività e quelle relativamente meno liquide o con merito di credito inferiore, come i titoli di Stato italiani e quelli degli altri paesi dell'area (cfr. Bollettino economico, n. 52, 2008, p. 38). In questo arco temporale i differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato di Italia, Spagna, Grecia e Portogallo, da un lato, e il rendimento del Bund tedesco, dall'altro, hanno registrato rialzi di entità simile. Tale fenomeno riflette un generalizzato incremento, a livello globale, del premio per il rischio di credito richiesto dagli investitori; questi ultimi avrebbero effettuato una ricomposizione dei portafogli verso i titoli di Stato tedeschi che, grazie anche all'esistenza di un mercato dei contratti futures, sono anche caratterizzati da un maggior grado di liquidità.

La volatilità implicita dei tassi a lungo termine, ricavata dai prezzi delle opzioni sui futures sul Bund decennale, ha riflesso le tensioni sui mercati finanziari; dalla scorsa estate essa è salita rapidamente, toccando nel gennaio 2008 i valori elevati registrati nel 2003 (fig. 15.2).

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni nette. – Nel 2007 l'attività di collocamento ha avuto un andamento sostenuto nonostante un marcato rallentamento nel terzo trimestre, in concomitanza con le fasi iniziali delle turbolenze finanziarie internazionali; nel complesso dell'anno le emissioni nette di obbligazioni delle società italiane sono salite a 90 miliardi (77 nel 2006; tav. 15.1). Nel quarto trimestre hanno segnato un forte recupero le emissioni nette delle banche e delle altre società finanziarie e sono riprese anche quelle delle socie-

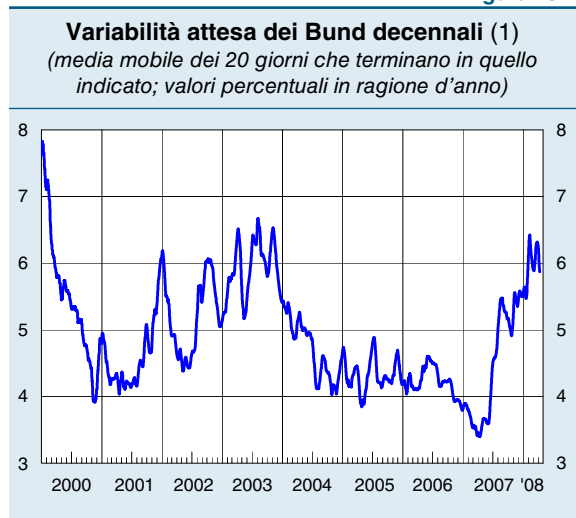
Figura 15.1



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi benchmark. – (2) Differenziale tra il BTP e il corrispondente titolo Bund. Scala di destra – (3) Differenziale tra il BTP e la media semplice dei corrispondenti titoli di Stato di tre paesi dell'area dell'euro che nel 2006 hanno registrato un avanzo di bilancio (Finlandia, Paesi Bassi e Spagna). Scala di destra – (4) Differenziale tra il Bund decennale e il tasso swap in euro. Scala di destra.

Figura 15.2



Fonte: Bloomberg.

(1) Volatilità implicita nelle opzioni sui futures quotati all'Eurex.

tà non finanziarie, soprattutto per effetto dei collocamenti di Enel, impegnata nell'acquisizione della società elettrica spagnola Endesa. Non ci sono stati invece collocamenti da parte di piccole e medie imprese.

Tavola 15.1

Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese italiane (1) (valori nominali; milioni di euro)							
VOCI	Emissioni nette (2)			Consistenze			in % del PIL
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2007
Banche	41.502	60.371	63.904	484.370	544.742	617.849	40
Altre società finanziarie	27.951	13.156	15.985	154.531	167.666	174.238	11
Società non finanziarie	777	3.455	9.709	46.134	49.609	58.839	4
Totale	70.230	76.982	89.598	685.035	762.017	850.926	55
<i>Per memoria:</i>							
mercato internazionale (3)	48.869	71.382	67.848	440.403	509.090	571.867	37

(1) Salvo diversa indicazione, la nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società emittente e non della società capogruppo. Sono inclusi i soli titoli con durata all'emissione superiore all'anno. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (3) Dati di fonte BRI. La nazionalità è quella della società capogruppo e non quella della società emittente. Sono incluse anche le Medium Term Note con durata all'emissione inferiore all'anno. Il mercato internazionale è costituito da obbligazioni che vengono collocate anche presso investitori residenti in paesi diversi da quello dell'emittente.

Le turbolenze che hanno colpito i mercati finanziari dall'estate del 2007 hanno fortemente penalizzato le emissioni lorde di obbligazioni ad alto rischio (high yield) da parte di società non finanziarie residenti nell'area dell'euro; queste, concentrate nella prima parte dell'anno, non hanno superato i 7 miliardi di euro, contro i 21 del 2006 (nello stesso periodo i collocamenti di titoli con elevato merito di credito sono passati da 168 a 111 miliardi). Nel 2007 l'unica emissione italiana di titoli con rating high yield è stata effettuata in giugno da Fiat, per un importo pari a 1 miliardo. Sul mercato statunitense le emissioni nette di obbligazioni ad alto rischio si sono pressoché annullate nella seconda metà dell'anno. Secondo Moody's il tasso di insolvenza degli emittenti high yield a livello globale salirebbe nel corso del 2008 dallo 0,9 al 5,4 per cento.

Dall'agosto del 2007 le turbolenze finanziarie internazionali hanno innescato un aumento generalizzato dei premi per il rischio, in particolare quelli sui titoli garantiti da attività patrimoniali, che si è riflesso in un forte rallentamento dei collocamenti di questa tipologia di strumenti nel terzo trimestre (cfr. il capitolo 20: *Gli intermediari e l'impatto della turbolenza finanziaria*). Nel complesso dell'anno le emissioni nette di obbligazioni da parte di società italiane a fronte di operazioni di cartolarizzazione sono rimaste invariate, a 37 miliardi, concentrandosi tuttavia nella prima parte dell'anno. Tra di esse, la quota più elevata ha riguardato cessioni di mutui residenziali (*residential mortgage-backed securities*, RMBS) da parte delle banche, mentre sono rimasti molto contenuti i collocamenti di titoli da parte di enti del settore pubblico e quelli di CDO (*collateralized debt obligation*, strumenti di debito garantiti da portafogli composti da prestiti, obbligazioni o CDS). Non ci sono state emissioni di *covered bonds* (titoli garantiti da attività che tipicamente rimangono nel bilancio del prestatore di fondi) nonostante il completamento, nel maggio 2007, dell'iter normativo di attuazione della legge 14 maggio 2005, n. 80, che permette anche alle banche italiane con adeguati requisiti patrimoniali di emettere questa tipologia di titoli.

Sulla base dei dati forniti da European Securitisation Forum e da Dealogic, nel 2007 in Europa le emissioni lorde di titoli garantiti da attività patrimoniali (cartolarizzazioni e covered bonds) sono lievemente calate rispetto al massimo storico dell'anno precedente; le operazioni di cartolarizzazione sono salite, da 481 a 497 miliardi di euro, mentre si sono ridotti i collocamenti di covered bonds, da 206 a 178 miliardi. La quota italiana sul totale delle cartolarizzazioni europee è diminuita dall'8 al 7 per cento. Nella seconda parte dell'anno le turbolenze finanziarie hanno influito molto negativamente sui collocamenti in Europa di cartolarizzazioni di mutui commerciali (commercial mortgage-backed securities, CMBS) e su quelli di CDO; in entrambi i casi i volumi si sono dimezzati rispetto al primo semestre. Sono rimaste invece sostenute le emissioni di cartolarizzazioni di mutui residenziali (RMBS). La forte contrazione del mercato europeo dei CDO, coincisa con ripetute revisioni al ribasso del merito di credito di questi strumenti da parte delle principali agenzie di rating, è in linea con quella osservata sul mercato internazionale nel suo complesso; secondo i dati della Securities Industry and Financial Markets Association relativi all'intero mercato globale, nel corso del 2007 le emissioni lorde di CDO hanno registrato una progressiva contrazione, passando dal massimo storico di 360 miliardi di dollari toccato nella prima parte dell'anno a 140 miliardi nella seconda metà; nel primo trimestre del 2008 le emissioni lorde sono state pari a soli 12 miliardi di dollari.

Nonostante le turbolenze finanziarie iniziate nell'estate del 2007, in Italia i collocamenti di carta commerciale sono raddoppiati a 83 miliardi di euro, principalmente per impulso dei gruppi bancari Unicredit e Intesa Sanpaolo e delle società Enel e ENI. La raccolta delle banche è stata più sostenuta nella seconda parte dell'anno, sospinta dagli accresciuti costi della raccolta a più lungo termine e dal protrarsi delle tensioni sul mercato interbancario.

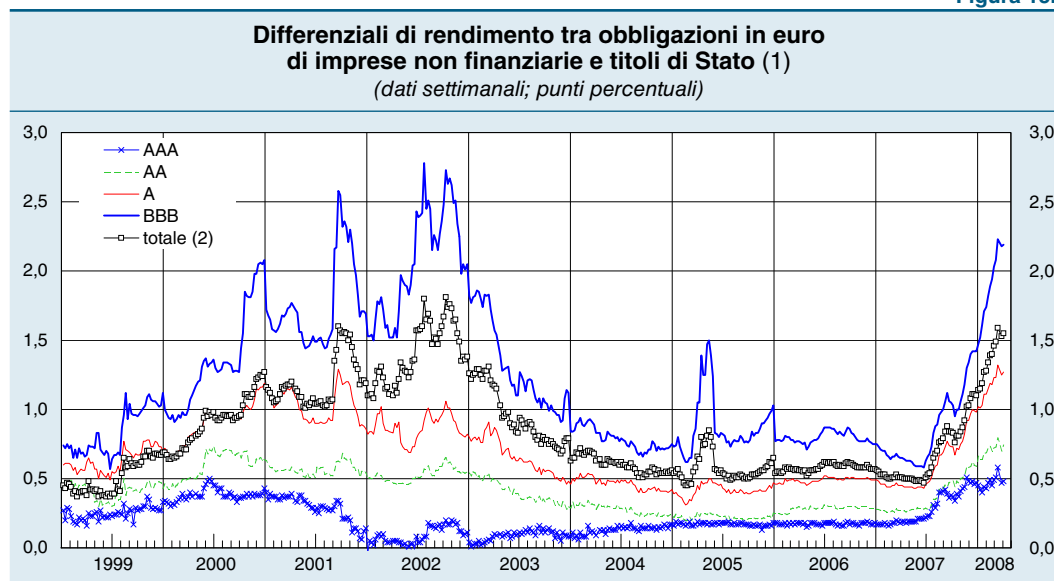
Secondo i dati di Dealogic, dopo la forte espansione registrata l'anno precedente, nel 2007 le tensioni sui mercati finanziari hanno indotto gli emittenti di carta commerciale residenti nell'area dell'euro a effettuare rimborsi netti per 170 miliardi di euro (contro emissioni nette per 360 miliardi nel 2006); alla fine dell'anno le consistenze erano calate a 424 miliardi, riconducibili prevalentemente a banche e, in misura minore, a società non finanziarie e ad Amministrazioni pubbliche. Nel confronto internazionale, il mercato dell'area dell'euro è di dimensioni assai inferiori a quelle del mercato interno statunitense, nel quale alla fine dello scorso anno le consistenze si commisuravano a 1.300 miliardi di euro. Nei primi mesi del 2008 il mercato dell'area dell'euro ha continuato a risentire delle tensioni sui mercati finanziari: alla fine di aprile le consistenze erano ulteriormente scese, a 377 miliardi.

I rendimenti. – Nel complesso del 2007 il costo della raccolta obbligazionaria denominata in euro sui mercati internazionali per le società non finanziarie con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o a Baa3), sia italiane sia estere, è aumentato di un punto percentuale, al 5,3 per cento. L'aumento è dovuto, oltre che al generale incremento dei rendimenti privi di rischio, all'ampliamento (da 0,6 a 1,1 punti percentuali) degli spread nei confronti dei corrispondenti titoli di Stato, verificatosi nella seconda metà dell'anno come riflesso delle tensioni sui mercati del credito e del deterioramento del quadro macroeconomico; l'incremento del premio richiesto dagli investitori è stato assai marcato per i titoli high yield (fig. 15.3). Nel primo quadrimestre di quest'anno gli spread dei titoli con elevato merito di credito sono ulteriormente saliti di mezzo punto percentuale.

Gli spread dei titoli delle società non finanziarie italiane sono rimasti in linea con quelli dei titoli con analoghe caratteristiche di imprese di altri paesi dell'area; i premi sui CDS sulle principali società non finanziarie italiane hanno avuto un simile andamento. Le obbligazioni del gruppo Fiat hanno continuato a registrare per tutto il 2007 differenziali di rendimento assai inferiori a quelli di altri titoli high yield; nell'aprile 2008 un'agenzia di rating ha innalzato il merito di credito della società al livello BBB-, il primo della classe con elevato merito di credito. Nei primi mesi del 2008 sono saliti in misura notevole i premi sui CDS e gli spread sui titoli emessi da Telecom Italia;

questi ultimi sono stati declassati da un'agenzia di rating a causa dell'incertezza sulle prospettive finanziarie e reddituali dell'emittente.

Figura 15.3



Fonte: Merrill Lynch.

(1) Obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese non finanziarie residenti in paesi il cui debito a lungo termine in valuta estera ha rating non inferiore a BBB- o Baa3. I differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi di durata corrispondente. - (2) Obbligazioni con elevato merito di credito (ossia con rating non inferiore a BBB- o Baa3).

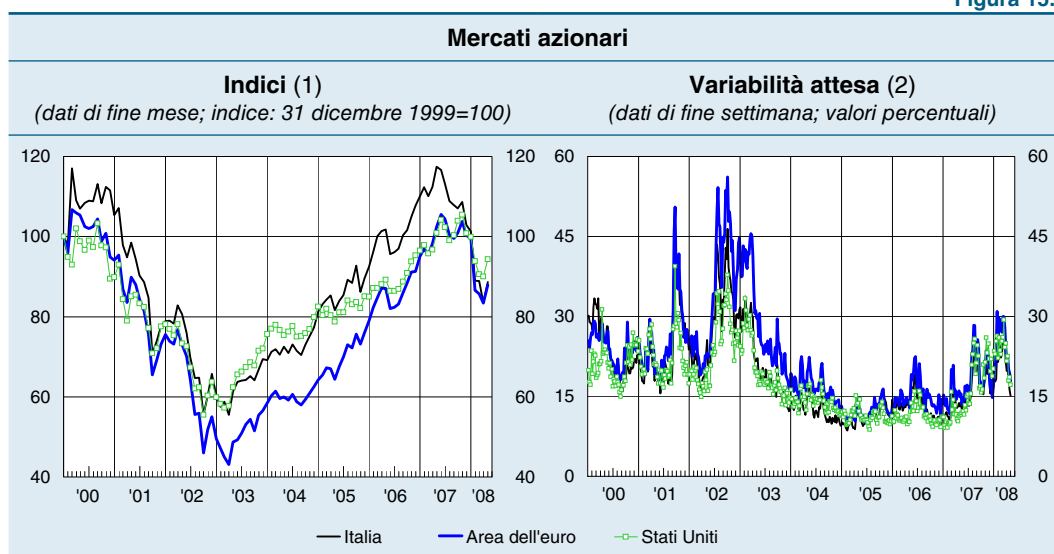
I premi sui CDS sulle principali banche italiane sono rimasti invariati nella prima metà del 2007, per poi aumentare di circa 0,3 punti percentuali nella restante parte dell'anno, in linea con l'analogo incremento registrato nel resto dell'area dell'euro. Nel primo quadrimestre del 2008 i premi sui CDS sulle banche italiane, dopo essere rapidamente aumentati fino alla metà di marzo come riflesso dell'acuirsi delle tensioni finanziarie internazionali culminate con il salvataggio della banca d'investimento statunitense Bear Stearns (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*), sono successivamente ridiscesi, collocandosi alla metà di maggio su valori lievemente superiori a quelli di inizio anno, ma al di sotto di quelli degli altri intermediari dell'area.

Il mercato azionario

L'andamento delle quotazioni azionarie e delle contrattazioni. - Alla fine dello scorso anno le quotazioni azionarie delle società italiane erano scese del 15 per cento rispetto ai valori massimi storici del maggio 2007, contro una diminuzione del 6 per cento registrata da quelle delle maggiori società dell'area dell'euro (fig. 15.4). I corsi, dopo essere ulteriormente calati nel primo trimestre del 2008 in concomitanza con l'acuirsi delle turbolenze finanziarie e con l'indebolimento della congiuntura internazionale, sono in parte risaliti dalla fine dello scorso marzo, riflettendo il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari mondiali; tra l'inizio dell'anno in corso e la prima metà di maggio l'indice della borsa italiana è comunque sceso dell'11 per cento. È proseguita la tendenza, in atto da alcuni anni, ad adottare una generosa politica dei dividendi: nella media del 2007 il rapporto tra questi ultimi e gli utili societari complessivi è stato pari al 55

per cento (come l'anno precedente), un livello di oltre 15 punti percentuali superiore a quello relativo alle altre società dell'area dell'euro.

Figura 15.4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Indice: Mib storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. – (2) Volatilità implicita nelle opzioni sugli indici delle principali borse.

Nella borsa italiana sono aumentate le quotazioni dei titoli del settore automobilistico e di quello dei servizi di pubblica utilità (del 15 e del 5 per cento rispettivamente), sospinte dai risultati ottenuti da Fiat ed Enel; i corsi delle compagnie petrolifere sono rimasti nel complesso invariati. Hanno invece registrato deprezzamenti consistenti i titoli dei settori dei servizi (-24 per cento), dei materiali di base (-19 per cento), delle telecomunicazioni (-12 per cento) e delle banche (-13 per cento); in quest'ultimo caso l'andamento dei corsi azionari è stato in linea con quello osservato nel resto dell'area, mentre negli altri comparti esso è risultato sensibilmente peggiore. Per la prima volta negli ultimi quattro anni, il rendimento delle azioni del listino STAR (-15 per cento), riservato a società di media capitalizzazione che rispondono a elevati requisiti in termini di informazione e governo societario, è stato inferiore a quello dell'indice generale.

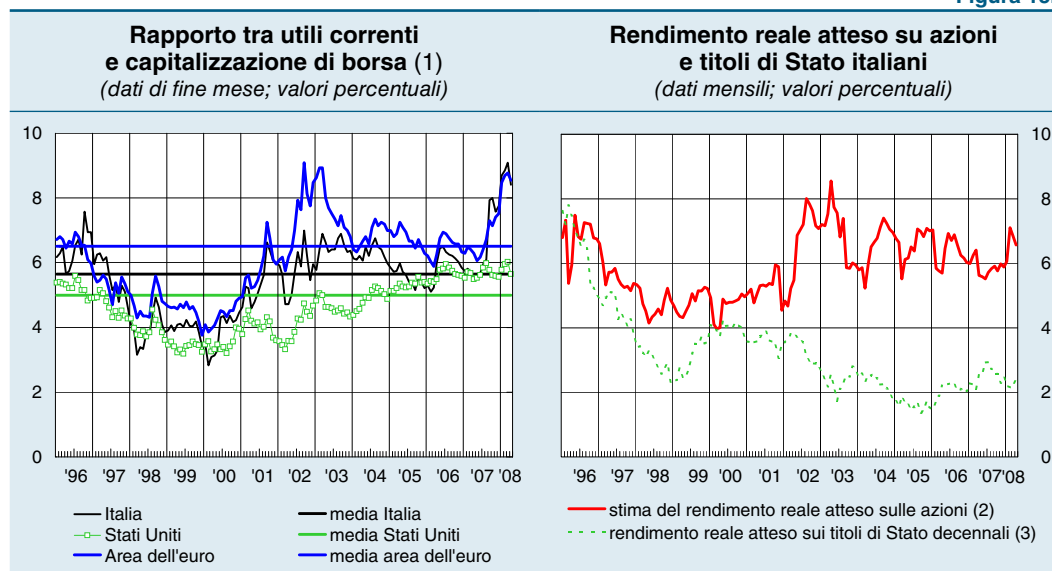
Le quotazioni dei titoli italiani sono state penalizzate dall'andamento degli utili correnti delle società quotate, che sono risultati inferiori alle aspettative degli analisti. Nell'ultimo trimestre dell'anno gli analisti finanziari hanno rivisto al ribasso gli utili attesi per le società italiane per il 2008 e il 2009, mentre hanno alzato le previsioni per il resto dell'area.

La variabilità dei corsi delle società italiane, implicita nei prezzi delle opzioni sull'indice di borsa, ha registrato, come nell'area dell'euro, una netta tendenza al rialzo dalla scorsa estate, portandosi a fine anno su valori superiori alla sua media di lungo periodo (fig. 15.4).

Alla fine del 2007 in Italia il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione (7,8 per cento, contro 5,9 dell'anno precedente; fig. 15.5) si collocava ampiamente al di sopra del livello medio registrato dalla metà degli anni ottanta a oggi: ciò segnala una grande cautela da parte degli investitori nel valutare le prospettive di crescita delle società quotate. Nella media del 2007 il rendimento reale atteso dell'investimento in azioni,

stimato sulla base delle previsioni di crescita degli utili, è rimasto invariato al 6,1 per cento, mentre il rendimento reale atteso dei titoli di Stato decennali è lievemente aumentato (dal 2,2 al 2,5 per cento). Il premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere azioni, rimasto pressoché invariato nel 2007, è aumentato rapidamente nel primo trimestre dell'anno in corso in seguito all'estendersi delle tensioni finanziarie internazionali a tutti i comparti del mercato azionario.

Figura 15.5



Fonte: elaborazioni su dati IBES, Consensus Economics e Thomson Financial.

(1) I valori medi sono calcolati dal gennaio 1990. – (2) Il rendimento reale atteso è stimato come differenziale fra il tasso di rendimento implicitamente utilizzato dagli investitori per scontare i dividendi futuri attesi e le aspettative di inflazione di lungo periodo rilevate da Consensus Economics. Le variabili di borsa si riferiscono all'indice MSCI per l'Italia. – (3) Differenza tra il tasso d'interesse sui titoli di Stato a 10 anni e le aspettative di inflazione di lungo periodo.

L'offerta e la domanda di azioni. – Le turbolenze finanziarie non hanno rallentato le operazioni di prima quotazione alla borsa italiana, che sono proseguite a ritmo sostenuto nel corso dell'intero 2007, anche se il controvalore medio dei collocamenti è diminuito. Sul listino principale si sono quotate 32 nuove società (contro 21 nel 2006), di cui 10 sul segmento STAR e 11 sul mercato Expandi (dedicato alle piccole e medie imprese). Il controvalore delle azioni collocate in operazioni di prima quotazione è stato di 4,4 miliardi di euro (4,8 nel 2006), mentre le società già quotate hanno raccolto mediante aumenti di capitale 3,9 miliardi (5,1 nel 2006). Nell'area dell'euro le operazioni di prima quotazione sono salite a 212 (da 202 nel 2006) per un controvalore di 31 miliardi (34 nel 2006).

Secondo i dati di Thomson Financial, nel 2007 le banche commerciali e le banche d'investimento dell'area dell'euro hanno più che dimezzato le emissioni azionarie, passate a 12 miliardi di euro dai 28 dell'anno precedente. Pur in presenza di un accresciuto fabbisogno di capitale connesso con l'aumento dell'attivo patrimoniale e con le ingenti svalutazioni nel portafoglio titoli, le banche sono state riluttanti a effettuare operazioni di aumento di capitale in una fase di rialzo della volatilità delle quotazioni e di incertezza sull'entità del deterioramento dei coefficienti patrimoniali. Nel primo trimestre del 2008 si è registrato un aumento significativo delle emissioni azionarie delle banche dell'area, ammontate a circa 7 miliardi di euro (5 nel periodo corrispondente del 2007); queste sono risultate comunque assai inferiori ai volumi di emissioni effettuate negli Stati Uniti, che hanno superato l'equivalente di 24 miliardi di euro (erano state di circa 30 miliardi nel 2007).

Alla fine dello scorso dicembre erano quotate presso Borsa Italiana 300 società italiane (284 alla fine del 2006; tav. 15.2). Nonostante i nuovi collocamenti di azioni, la capitalizzazione totale delle società italiane è scesa, a causa del calo delle quotazioni, da 779 a 734 miliardi di euro (pari al 53 e al 48 per cento del PIL rispettivamente); il rapporto tra capitalizzazione e PIL era pari al 59 per cento in Germania, al 103 nei quattro paesi del circuito Euronext (Belgio, Francia, Paesi Bassi e Portogallo), al 140 nel Regno Unito e al 144 negli Stati Uniti.

Tavola 15.2

Principali indicatori di borsa (milioni di euro, salvo diversa indicazione)						
VOCI	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Variazione dei corsi (1)	-23,7	14,9	17,5	13,9	19,0	-8,0
Società italiane quotate (numero a fine anno)	288	271	269	275	284	300
di cui: <i>al segmento STAR</i>	41	40	46	70	75	81
Capitalizzazione (2)	457.992	487.446	568.901	676.606	778.501	733.614
<i>in percentuale del PIL</i>	36,3	37,5	43,1	49,3	52,8	48,0
composizione percentuale: (3)						
<i>industriali</i>	25	23	23	26	29	31
<i>assicurativi</i>	11	12	12	12	10	10
<i>bancari</i>	22	26	25	32	33	30
<i>finanziari</i>	3	4	3	4	4	4
<i>servizi</i>	39	35	37	26	24	25
Totale	100	100	100	100	100	100
Emissioni lorde di azioni (4)	3.894	8.710	3.197	12.599	6.098	4.413
di cui: <i>al segmento STAR</i>	264	26	89	279	290	409
Capitalizzazione società di nuova quotazione (5)	5.142	1.412	5.999	6.405	12.919	11.178
di cui: <i>società estere</i>	2.067	..	..	..	..	..
di cui: <i>al segmento STAR</i>	..	..	..	797	3.620	3.881
Dividendi distribuiti (6)	18.650	17.030	21.849	22.907	28.317	30.625
Rapporto utili/capitalizzazione (7)	5,9	6,4	6,0	5,2	5,9	7,8
Rapporto dividendi/capitalizzazione (7)	3,8	3,4	3,4	3,0	3,2	3,7
Controvalore degli scambi:						
<i>mercato di borsa</i> (8)	572.940	580.703	641.376	893.853	1.078.390	1.489.868
<i>futures sull'indice S&P/MIB</i> (9)	673.836	527.024	467.122	585.445	761.580	954.524
<i>opzioni sull'indice S&P/MIB</i> (9)	176.513	153.998	152.839	209.526	262.312	368.966
Turnover (10)	109	123	121	144	148	197

Fonte: Borsa Italiana, Mediobanca e Thomson Financial.

(1) Variazione percentuale dell'indice Mib storico nel corso dell'anno. – (2) Valore di fine periodo. Società italiane. – (3) I dati non includono il mercato Expandi. – (4) Il valore delle emissioni è dato dal prodotto tra il numero di azioni emesse e il loro prezzo di emissione. Società italiane. – (5) Somma del valore della capitalizzazione di ciascuna società alla data di collocamento. – (6) Dati Mediobanca fino al 2003. Dal 2004, elaborazioni su dati Borsa Italiana. – (7) Dato di fine periodo. Valori percentuali. Utili e dividendi correnti. – (8) Società italiane. – (9) Dal settembre 2004 sostituisce il precedente contratto sull'indice Mib30. – (10) Rapporto percentuale tra controvalore annuo degli scambi e capitalizzazione media dell'anno. Società italiane.

Lo scorso novembre è stata recepita la direttiva CE 21 aprile 2004, n. 39 (MiFID – Markets in Financial Instruments Directive).

Il recepimento della MiFID nell'ordinamento giuridico italiano, sopprimendo l'obbligo di concentrazione degli scambi su mercati regolamentati, consente agli intermediari finanziari di costruire piattaforme di negoziazione alternative. Tra le disposizioni più significative, vi sono quelle relative alla trasparenza e al dovere per l'intermediario di garantire all'investitore il migliore risultato possibile del proprio ordine (cosiddetta best execution).

È cresciuto da 21 a 35 il numero di società quotate sul segmento di Borsa Italiana MTA International, dedicato ad azioni di emittenti di diritto estero ad alta capitalizzazione e già negoziate in altri mercati regolamentati. Nella prima metà del 2007 sono iniziate le contrattazioni sul Mercato alternativo del capitale (MAC), un sistema di scambi organizzati riservato esclusivamente agli investitori istituzionali che offre alle piccole e medie imprese procedure di quotazione semplificate e un alleggerimento degli obblighi di informazione al mercato; alla fine dell'anno risultavano quotate su tale mercato 3 società. È proseguita la forte crescita del mercato degli *exchange-traded funds* (ETF, cfr. il capitolo 16: *Gli investitori istituzionali*).

Lo scorso ottobre è stata portata a termine la fusione tra Borsa Italiana e il London Stock Exchange Group, la società che gestisce la borsa di Londra; il gruppo risultante dalla fusione si colloca al primo posto in Europa per capitalizzazione totale delle società quotate e volumi di scambio (cfr. il capitolo 19: *I sistemi di negoziazione e di regolamento dei titoli*). Nella prima fase dell'integrazione i due mercati di borsa verranno gestiti autonomamente; la struttura organizzativa del gruppo prevede una progressiva fusione di alcune attività, tra cui i sistemi informativi e quelli di regolamento degli scambi, con l'obiettivo di ottenere maggiori efficienze ed economie di scala.