

15. I MERCATI FINANZIARI

Nel 2008 anche in Italia i mercati azionari e obbligazionari sono stati investiti dalla crisi finanziaria internazionale. L'indice generale della borsa si è dimezzato, le aspettative sugli utili delle società quotate hanno subito un drastico ridimensionamento, i premi per il rischio sulle obbligazioni private e sui titoli di Stato e la volatilità dei corsi azionari e obbligazionari sono aumentati considerevolmente. In ottobre, dopo un ulteriore deterioramento della fiducia degli investitori connesso con il dissesto della banca d'investimento statunitense Lehman Brothers, le autorità dei paesi industriali hanno concordato una serie di misure di sostegno ai sistemi finanziari, attuate nei mesi successivi (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari* e il capitolo 16: *Le banche*).

La caduta dei valori della borsa italiana è stata di entità analoga a quella registrata negli altri paesi dell'area. La correzione dei corsi azionari ha riflesso sia un marcato peggioramento degli utili, correnti e attesi, sia l'aumento del premio per il rischio azionario, in un contesto caratterizzato da elevata incertezza e dalla riluttanza degli investitori a esporsi a rischi finanziari. La tendenza calante delle quotazioni si è interrotta da metà marzo dell'anno in corso, sulla scia di indicazioni di un miglioramento delle condizioni delle grandi banche internazionali e, successivamente, di segnali di attenuazione della fase recessiva.

I rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani erano pari alla fine del 2008 al 4,3 per cento, in lieve calo rispetto a un anno prima. Tra il settembre 2008 e lo scorso gennaio il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il corrispondente Bund tedesco si è ampliato in misura considerevole, riflettendo soprattutto la marcata preferenza degli investitori per attività ritenute meno rischiose.

I collocamenti netti di titoli di società non finanziarie italiane di grandi dimensioni si sono ridotti significativamente; sono stati pressoché nulli quelli riconducibili a imprese di dimensioni minori. Il marcato aumento delle emissioni nette di obbligazioni osservato nel 2008 è ascrivibile quasi interamente alle banche e alle società veicolo utilizzate per operazioni di cartolarizzazione bancarie.

I titoli pubblici

L'offerta e la domanda di titoli. – Nel 2008 le emissioni nette di titoli pubblici italiani sono più che raddoppiate, a 62 miliardi di euro (26 nel 2007); tale aumento riflette principalmente l'ampliamento del fabbisogno complessivo verificatosi nell'ultimo quadrimestre, connesso con il deterioramento della congiuntura (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). La consistenza di titoli pubblici in rapporto al PIL è tornata a salire e ha raggiunto il 105,8 per cento, livello analogo a quello del 2005.

La vita media residua dei titoli di Stato è diminuita lievemente, a 6 anni e 7 mesi, risentendo dell'aumento delle emissioni sulle scadenze a più breve termine; la durata

finanziaria media è invece aumentata di due mesi, a 4 anni e 9 mesi, come riflesso della riduzione dei tassi di interesse sulle scadenze più brevi. A fronte di rimborsi netti di Prestiti della Repubblica e di CCT, sono state effettuate abbondanti emissioni nette di BOT e di BTP, passate rispettivamente da 6 a 19 miliardi e da 29 a 58 miliardi. Per la prima volta in oltre cinque anni sono stati effettuati, ancorché in misura limitata, collocamenti netti di CTZ.

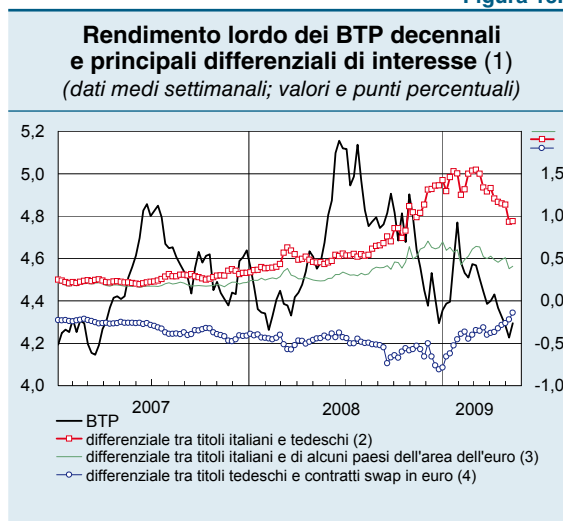
Le Amministrazioni locali italiane hanno continuato a effettuare rimborsi netti di titoli (396 milioni, contro 155 milioni nel 2007), sia pure contenuti, grazie alla marcata riduzione del loro fabbisogno complessivo. La consistenza a fine anno di questi titoli è rimasta prossima ai 35 miliardi, il 2,5 per cento del totale dei titoli del settore pubblico.

Con riferimento alle nuove emissioni delle Amministrazioni locali, la quota rappresentata dalle Regioni, che nel 2007 era pari al 52,6 per cento, è divenuta pressoché nulla; quella delle Province e degli altri enti territoriali è rimasta stabile, intorno al 24,0 per cento, mentre quella dei Comuni è più che triplicata, passando dal 21,8 al 76,0 per cento. La quota di titoli a tasso variabile si è dimezzata al 20,5 per cento dei nuovi collocamenti (42,1 nel 2007). La vita media dei titoli di nuova emissione è pari a 20 anni e 9 mesi, in lieve calo rispetto all'anno precedente (21 anni e 3 mesi).

Le famiglie e le imprese italiane nel complesso hanno effettuato cessioni nette di titoli: gli acquisti netti di BTP sono stati più che compensati dalle vendite nette di BOT, CTZ e CCT. Le banche sono risultate acquirenti netti di titoli a medio e a lungo termine. I fondi comuni, ancora interessati da consistenti deflussi netti di risparmio, hanno ceduto nel complesso titoli di Stato, tramite vendite nette di BOT e CTZ e acquisti netti di CCT e BTP. Gli operatori esteri hanno effettuato ingenti acquisti netti di titoli, in particolare di BOT e BTP; alla fine del 2008 la quota di titoli detenuta all'estero era pari al 53,8 per cento del totale, circa tre punti percentuali in più rispetto a un anno prima.

I tassi di interesse. – Nei primi sei mesi del 2008 i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani a lungo termine sono aumentati di 0,6 punti percentuali. Essi sono successivamente calati, riflettendo la tendenza registrata nell'area dell'euro, in seguito alle attese di riduzione dei tassi di interesse ufficiali e alla forte domanda di titoli di Stato innescata dalle tensioni finanziarie internazionali (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*); alla fine dell'anno il rendimento del titolo benchmark decennale si collocava al 4,3 per cento, 0,3 punti percentuali al di sotto del livello 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 calato della

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 2007 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.

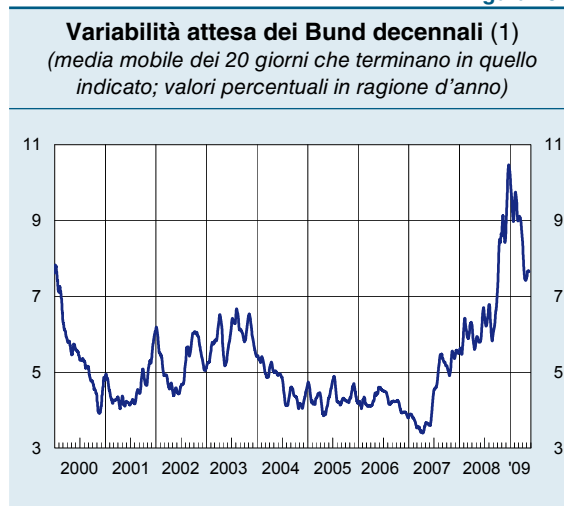
stessa misura, al 2,0 per cento. Nel primo quadrimestre del 2009 i tassi di interesse sui titoli di Stato sono rimasti invariati, pur registrando pronunciate oscillazioni.

Nel 2008 il differenziale di rendimento tra il BTP benchmark decennale e il corrispondente titolo tedesco si è ampliato di oltre un punto percentuale, attestandosi a 143 centesimi alla fine dell'anno (fig. 15.1). Dopo essersi ulteriormente allargato nelle prime settimane del 2009, fino a raggiungere un massimo di 159 centesimi, il differenziale è ridisceso e alla metà di maggio si collocava al di sotto di 100 centesimi. I premi sui credit default swap (CDS) sui titoli di Stato italiani, che riflettono la percezione degli investitori riguardo al rischio di insolvenza dell'emittente, oltre che la propensione degli investitori medesimi a esporsi a tale rischio, tra la metà di settembre e la fine dello scorso gennaio sono aumentati in misura significativa, per poi calare ai livelli registrati a metà ottobre.

In un contesto caratterizzato da elevata incertezza, si è rapidamente e significativamente ampliato lo spread dei titoli emessi dagli altri Stati dell'area dell'euro rispetto ai Bund tedeschi. Tra l'inizio di settembre e la metà di gennaio 2009 l'incremento del differenziale è risultato estremamente eterogeneo tra paesi: esso è stato prossimo ai 60 centesimi per Austria e Paesi Bassi, di circa 90 per Italia, Portogallo e Spagna e superiore ai 200 per Grecia e Irlanda. Si stima che la maggior parte dell'ampliamento dei differenziali rispetto ai Bund tedeschi abbia riflesso un incremento dei premi per il rischio di credito, ascrivibile sia a un generalizzato aumento della percezione, da parte degli operatori, del rischio di insolvenza degli emittenti sovrani, indotto dal peggioramento dei conti pubblici atteso per i prossimi anni, sia a una maggiore avversione al rischio degli investitori, che ha penalizzato maggiormente i prenditori con merito di credito più basso. L'ampliamento dei differenziali sarebbe anche connesso con un aumento dei premi per la liquidità. La liquidità degli scambi di Bund è favorita dalla presenza di un mercato molto sviluppato di contratti futures su quei titoli. Nel caso dei titoli di Stato italiani, l'allargamento degli spread sarebbe in parte riconducibile anche alle difficoltà di operatori come banche e hedge fund, tradizionalmente molto attivi in titoli italiani, che hanno chiuso posizioni.

La volatilità implicita dei tassi a lungo termine in euro, ricavata dai prezzi delle opzioni sui futures sul Bund decennale, ha risentito delle tensioni sui mercati finanziari internazionali; dopo essere rimasta su valori elevati ma stabili nei primi tre trimestri del 2008, dalla metà di settembre è più che raddoppiata, raggiungendo valori massimi storici alla metà di dicembre; nei primi quattro mesi del 2009 si è ridotta riportandosi sui livelli dello scorso ottobre (fig. 15.2).

Figura 15.2



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Volatilità implicita nelle opzioni sui futures quotati all'Eurex.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni nette. – Pur contraendosi nel terzo trimestre, in concomitanza con la fase più acuta della crisi finanziaria internazionale, nel complesso del 2008 le emissioni nette di obbligazioni effettuate da società italiane sono più che raddoppiate rispetto

all'anno precedente, a 204 miliardi di euro (89 nel 2007; tav. 15.1). L'incremento dei collocamenti è riconducibile alle banche (che nella seconda parte dell'anno hanno incontrato difficoltà nel reperimento di fondi sul mercato interbancario) e alle altre società finanziarie (in larga parte rappresentate da società veicolo di emanazione bancaria, attraverso cui sono state effettuate operazioni di cartolarizzazione al fine di disporre di titoli utilizzabili nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema; cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

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
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2008
Banche	60.371	63.928	123.932	544.742	617.874	741.806	47
Altre società finanziarie	12.397	15.029	78.985	164.864	170.472	249.082	16
Società non finanziarie	3.446	10.546	1.215	50.505	60.571	60.741	4
Totale	76.214	89.503	204.132	760.111	848.917	1.051.629	67
<i>Per memoria:</i>							
mercato internazionale (3)	79.791	61.720	104.532	392.628	452.504	553.655	35

(1) Salvo diversa indicazione, la nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società emittente e non della società capogruppo. Sono inclusi solo 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 e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono incluse anche le Medium Term Notes 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 emissioni nette di obbligazioni delle società non finanziarie sono state invece molto contenute, riflettendo il virtuale arresto di questo mercato; nel complesso del 2008 la raccolta netta di fondi sul mercato obbligazionario è stata pari a soli 1,2 miliardi (10,5 nel 2007), concentrata nell'ultimo trimestre dell'anno. L'attività di emissione netta delle imprese si è intensificata nel primo trimestre del 2009 per effetto dei collocamenti effettuati dai gruppi ENI, Finmeccanica e Telecom Italia.

Nel 2008, nel complesso dell'area dell'euro i collocamenti netti di obbligazioni societarie sono lievemente diminuiti, a 627 miliardi (640 nel 2007). Il pronunciato calo delle emissioni delle banche (passate da 285 a 191 miliardi) è stato in parte compensato dall'aumento di quelle delle altre società finanziarie (salite da 326 a 407 miliardi). I collocamenti netti delle società non finanziarie, pari a 29 miliardi nel 2008, hanno segnato un'accelerazione nel primo trimestre del 2009, oltrepassando i 38 miliardi. All'intensa attività di emissione da parte delle imprese nei primi mesi di quest'anno avrebbero contribuito fattori di domanda e di offerta: fra i primi, la possibilità per gli investitori di spuntare rendimenti elevati rispetto ai titoli di Stato, anche su titoli con merito di credito elevato; fra i secondi, i timori di una restrizione del credito bancario, che hanno indotto le imprese ad accumulare attività liquide, nonché la vivace attività di fusione e acquisizione in taluni settori (segnatamente quelli delle automobili e dei servizi di pubblica utilità). Nel 2008 e nei primi mesi dell'anno in corso non vi sono stati collocamenti da parte di emittenti con basso merito di credito.

Il ricorso delle imprese italiane al mercato obbligazionario rimane limitato; la quota sul PIL del debito obbligazionario era pari alla fine del 2008 al 4 per cento, contro il 6 per cento del complesso dell'area. I collocamenti delle imprese italiane, aumentati tra l'avvio della politica monetaria unica e il 2004, sono successivamente ridiscesi rimanendo su livelli modesti. Nella media dell'ultimo decennio circa il 90 per cento delle emissioni lorde è ascrivibile a pochi prenditori di grandi dimensioni, operanti nei settori delle automobili, delle autostrade, dell'energia, delle telecomunicazioni e dell'aerospaziale. Rimane molto limitato e sporadico il ricorso al mercato da parte delle imprese di piccola e media dimensione o con rating ad alto rischio.

Nel 2008 le emissioni nette di titoli garantiti da attività patrimoniali (titoli emessi da società veicolo e *covered bonds*, ovvero titoli garantiti da attività che rimangono nel bilancio del prenditore dei fondi) effettuate da società italiane sono aumentate in misura marcata (77 miliardi, da 14 nel 2007). I collocamenti, concentrati negli ultimi due mesi dell'anno, sono in larga parte riconducibili ai gruppi bancari UniCredit e Intesa Sanpaolo (24 e 18 miliardi di euro, rispettivamente). Tra le operazioni di cartolarizzazione, la quasi totalità ha riguardato cessioni di mutui residenziali (*residential mortgage-backed securities*, RMBS). Si sono ulteriormente ridotte, fino ad annullarsi, le emissioni di CDO (*collateralized debt obligation*, strumenti di debito garantiti da portafogli composti da prestiti, obbligazioni o CDS). Le aziende di credito, autorizzate da maggio 2007 a emettere *covered bonds*, hanno collocato questa tipologia di titoli per un ammontare pari a 6,5 miliardi.

Sulla base dei dati forniti dall'European Securitisation Forum e da Dealogic, nel 2008 in Europa le emissioni lorde di titoli cartolarizzati sono aumentate in misura significativa (da 453 a 711 miliardi di euro) mentre quelle di covered bonds hanno segnato un lieve calo (da 244 a 182). Il 95 per cento delle emissioni di titoli cartolarizzati non è stato collocato sul mercato, bensì trattenuto dalle banche emittenti, al fine di utilizzare i titoli nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema. La quota italiana sul totale delle cartolarizzazioni europee è raddoppiata, passando dal 6 al 12 per cento, mentre quella sul totale dei covered bonds è passata dall'1 al 4 per cento. Le tipologie maggiormente colpite dalla crisi finanziaria sono state quelle dei titoli garantiti da mutui commerciali (commercial mortgage-backed securities, CMBS, passati da 48 a 5 miliardi) e i CDO (scesi da 89 a 48 miliardi); per quest'ultima tipologia di strumenti la contrazione del mercato europeo è stata notevolmente inferiore a quella registrata sugli altri mercati, dove, secondo i dati della Securities Industry and Financial Markets Association, le emissioni complessive si sono praticamente azzerate. Sono invece più che raddoppiate le cartolarizzazioni di mutui residenziali (RMBS).

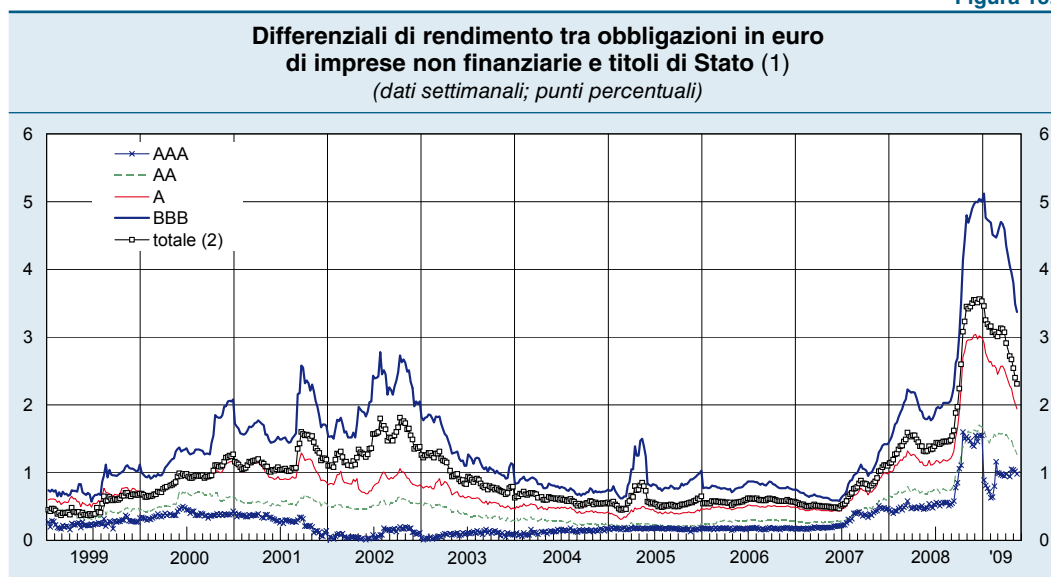
Nel 2008 in Italia sono aumentate in misura significativa le emissioni lorde di carta commerciale che, grazie ai collocamenti dei gruppi bancari Intesa Sanpaolo e UniCredit e delle società ENI ed Enel, hanno raggiunto i 145 miliardi di euro (112 nel 2007). La raccolta delle banche, pari a oltre tre quarti del totale, ha tratto impulso dal perdurare delle difficoltà del mercato interbancario. Nel primo quadrimestre del 2009 le emissioni lorde sono proseguite a ritmi sostenuti (86 miliardi) grazie ai collocamenti effettuati dal gruppo Intesa Sanpaolo.

Il mercato della carta commerciale italiana, dopo avere registrato una marcata contrazione tra il 2002 e il 2005, ha ripreso a crescere, raggiungendo la sua dimensione massima: nel 2008 le emissioni nette sono state pari a 2,2 miliardi, portando lo stock di questi strumenti finanziari a 28 miliardi. La quota italiana sul totale delle emissioni lorde di carta commerciale europea è passata dal 4 al 6 per cento. Il mercato della carta commerciale italiana è caratterizzato dalla presenza di numerose aziende di credito e di poche società non finanziarie, tipicamente quelle di maggiori dimensioni, che hanno accesso anche al mercato obbligazionario privato. Nel 2008 le emissioni sono state denominate principalmente in euro (64 per cento), ma ci sono state anche emissioni in dollari e sterline (19 e 12 per cento, rispettivamente). La scadenza media di questa forma di raccolta di fondi non superava i tre mesi per oltre la metà delle emissioni, e i sei mesi per oltre il 90 per cento.

I rendimenti. – Nel corso del 2008, sui mercati internazionali il costo della raccolta obbligazionaria denominata in euro per le società non finanziarie con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o a Baa3), sia italiane sia estere, è aumentato in media di un punto percentuale, al 6,2 per cento, un livello storicamente elevato che ha un precedente solo nell'agosto del 2000. A fronte di un calo di oltre un punto percentuale dei tassi d'interesse sui titoli di Stato benchmark dell'area, l'incremento è ascrivibile al marcato ampliamento dei premi per il rischio (da 1,1 a 3,5 punti percentuali in media;

fig. 15.3). L'aumento degli spread si è accentuato dalla metà di settembre in seguito al dissesto di Lehman Brothers; esso riflette l'incremento delle aspettative di insolvenza indotto dal progressivo peggioramento del quadro congiunturale e la maggiore avversione al rischio degli investitori. Il rialzo del costo della raccolta obbligazionaria è stato particolarmente ampio per i prenditori con merito di credito più basso (rating inferiore a BBB- o a Baa3), per i quali il rendimento medio dei titoli sul mercato secondario ha raggiunto un massimo storico del 27 per cento. Nel primo quadrimestre del 2009 il costo della raccolta obbligazionaria per le società con elevato merito di credito è calato di un punto percentuale, anche grazie alla ripresa della domanda di questa tipologia di titoli da parte degli investitori.

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).

Dopo il dissesto di Lehman Brothers alla metà del settembre 2008, i governi dei paesi industriali hanno varato una serie di misure a sostegno di banche e altre istituzioni finanziarie, mirate a rafforzare la patrimonializzazione del sistema bancario e la sua capacità di raccolta di fondi sul mercato. Al fine di favorire la ricapitalizzazione delle banche, in Italia il Ministero dell'Economia e delle finanze è stato autorizzato, con il decreto legge 29 novembre 2008 n. 185, a sottoscrivere obbligazioni bancarie speciali emesse da aziende di credito; nei mesi successivi il Ministero ha messo a disposizione di queste ultime anche garanzie pubbliche per l'emissione di obbligazioni (cfr. il capitolo 16: Le banche e il capitolo 19: L'azione di Vigilanza).

Nel complesso dei paesi che li hanno attuati, i programmi di sostegno sembrano avere contribuito a ridurre il rischio di insolvenza delle banche, come indicato dal netto calo dei premi sui CDS delle banche osservato in concomitanza con gli annunci dei programmi. I corsi delle azioni bancarie non hanno, invece, reagito positivamente agli annunci e hanno proseguito a discendere. Questo potrebbe dipendere dal fatto che gli aumenti di capitale sottoscritti dai governi, pur rafforzando la solvibilità delle banche, hanno comportato un effetto di diluizione degli utili per gli azionisti preesistenti.

Fra le misure adottate lo scorso autunno, le autorità dei paesi industriali hanno concesso garanzie pubbliche sulle emissioni di obbligazioni bancarie, al fine di facilitare il rifinanziamento del debito in scadenza. Una caratteristica saliente delle emissioni di obbligazioni garantite effettuate finora è la elevata differenziazione dei rendimenti all'emissione a seconda della banca emittente. Stime econometriche condotte sui dati sezionali di 360 emissioni garantite effettuate in 13 paesi suggeriscono che tale differenziazione è attribuibile in larga misura alle caratteristiche del garante, quali il merito di credito

sovrano, il volume di garanzie messe a disposizione, la tempestività dei rimborsi in caso di mancato pagamento delle cedole o del capitale. Al contrario, le caratteristiche dell'emittente (merito di credito e premi sui CDS) e quelle dell'emissione (scadenza e valuta di denominazione) spiegano, insieme, meno della metà della differenziazione. La preponderanza delle caratteristiche del garante nello spiegare i rendimenti all'emissione potrebbe avere effetti distortivi, poiché le banche relativamente deboli ma con alle spalle un garante solido possono finanziarsi a costi assai inferiori rispetto a quelli sostenuti da banche solide appoggiate da garanti relativamente deboli.

Nel 2008 gli spread dei titoli delle società non finanziarie italiane con elevato merito di credito si sono ampliati di 2,2 punti percentuali, in linea con l'incremento registrato da imprese analoghe di altri paesi dell'area; tra l'inizio di gennaio 2009 e la fine di aprile i differenziali si sono progressivamente ridotti, di circa un punto percentuale. I premi sui CDS sulle principali società non finanziarie italiane hanno registrato un andamento simile a quello degli spread obbligazionari.

Anche i premi sui CDS sulle principali banche italiane nel 2008 hanno registrato ampie oscillazioni in marzo e in settembre a causa dell'inasprirsi delle tensioni finanziarie internazionali. Nell'arco dell'anno essi sono in media aumentati di 0,8 punti percentuali, un aumento tuttavia inferiore di 0,4 punti a quello registrato dai premi sui CDS relativi alle altre banche dell'area dell'euro. Nei primi mesi del 2009 i premi sui CDS sulle banche italiane sono lievemente calati, come riflesso dell'attenuazione delle tensioni sui mercati finanziari; alla fine di aprile essi si collocavano intorno ai livelli toccati lo scorso novembre, in linea con quelli degli altri intermediari dell'area.

L'andamento della crisi finanziaria in corso conferma che il settore finanziario tende ad amplificare le fluttuazioni cicliche dell'economia, ovvero ad avere un effetto prociclico (cfr. il capitolo 19: L'azione di Vigilanza); in particolare, durante una fase recessiva, ciò avviene sia a causa di una diminuzione del valore delle garanzie reali nelle operazioni di finanziamento sia a causa di una riduzione dell'offerta di credito attuata dalle banche al fine di contenere l'aumento del proprio grado di leva finanziaria derivante da perdite di valore degli attivi. La prociclicità è inoltre accresciuta dalla regolamentazione sui requisiti patrimoniali, dai meccanismi di incentivo degli operatori e da alcuni aspetti dell'applicazione della metodologia contabile del fair value.

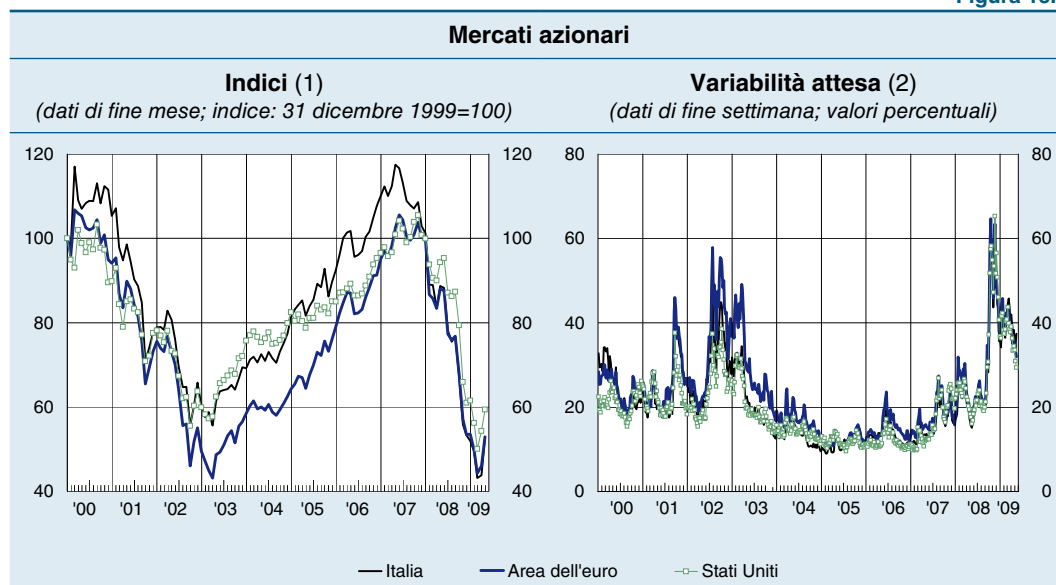
La prociclicità del sistema finanziario potrebbe essere mitigata agendo su vari fronti. L'effetto della regolamentazione sui requisiti patrimoniali potrebbe essere ridotto, ad esempio, richiedendo alle banche di accantonare fondi durante le fasi espansive del ciclo per coprire eventuali perdite nelle fasi recessive. I meccanismi di incentivo degli amministratori dovrebbero remunerare la gestione societaria sulla base della valutazione della redditività nel medio e lungo periodo, che a sua volta dovrebbe essere valutata alla luce del rischio sottostante. Ciò ridurrebbe l'incentivo per i manager a concentrare i propri sforzi sui risultati di breve periodo, un comportamento che tende ad amplificare le fluttuazioni cicliche. Da ultimo, il principio secondo cui un'attività deve essere valutata al valore al quale può essere scambiata sul mercato (cosiddetto fair value) dovrebbe essere applicato solo a strumenti finanziari liquidi; si potrebbero invece introdurre rettifiche di valore, eventualmente solo a fini di vigilanza, per quelli valutati tramite modelli matematico-finanziari (marking to model) o particolarmente illiquidi (cfr. Financial sector pro-cyclicality: Lessons from the crisis, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», n. 44, 2009).

Il mercato azionario

L'andamento delle quotazioni azionarie e delle contrattazioni. – Le quotazioni azionarie ovunque nel mondo hanno registrato nei primi otto mesi del 2008 un ampio calo, che si è poi accentuato bruscamente alla metà di settembre come riflesso dell'inasprimento della crisi finanziaria (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*). Nell'anno, l'indice generale italiano è diminuito del 49 per cento, una misura lievemente superiore a quella osservata nell'area dell'euro (-46 per cento; fig. 15.4).

I corsi, dopo avere subito tra l'inizio del 2009 e la seconda decade di marzo ulteriori e ingenti perdite (dell'ordine del 35 per cento), hanno successivamente segnato un deciso recupero, sulla scia del miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari internazionali; alla metà di maggio il listino aveva interamente recuperato le perdite registrate dall'inizio dell'anno.

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.

Nel 2008 il comparto bancario ha registrato un calo delle quotazioni azionarie del 56 per cento, superiore di circa dieci punti percentuali al resto del listino, principalmente attribuibile a un andamento degli utili correnti e attesi peggiore di quello della media degli altri settori. Tra le società non finanziarie sono state penalizzate quelle maggiormente esposte al deterioramento della congiuntura internazionale: perdite superiori alla media sono state registrate nei comparti delle automobili (-69 per cento), dei beni di consumo (-60) e dei materiali di base (-53). Tutti gli altri principali settori hanno registrato cali superiori al 35 per cento.

La discesa dei corsi azionari è riconducibile sia al forte aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori, sia al progressivo peggioramento degli utili correnti delle società quotate (risultati assai inferiori alle aspettative) e degli utili attesi.

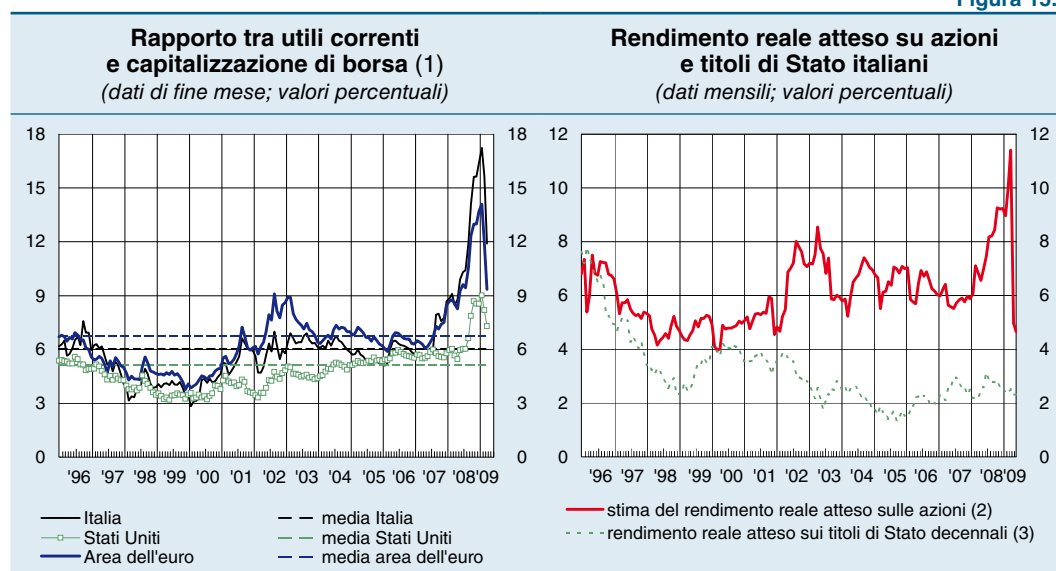
In base a dati preliminari, nel 2008 le società quotate italiane avrebbero conseguito utili inferiori di circa il 7 per cento rispetto al 2007. Tale tendenza flettente caratterizzerebbe anche l'andamento degli utili attesi per il 2009 che, secondo le previsioni raccolte da IBES (Institutional Brokers' Estimate System), hanno registrato un progressivo e marcato deterioramento. Alla fine dello scorso aprile, si prevedeva per il 2009 un calo degli utili di circa il 30 per cento rispetto all'anno precedente. Alla stessa data, le previsioni per le società quotate degli altri principali paesi dell'area indicavano attese di riduzioni superiori al 20 per cento.

Dalla metà dello scorso settembre, in concomitanza con il dissesto di Lehman Brothers, la variabilità dei corsi azionari implicita nei prezzi delle opzioni ha subito un rialzo molto pronunciato, raggiungendo livelli superiori di ben tre volte a quelli di

inizio settembre (fig. 15.4). Nei mesi successivi essa è tornata a scendere, rimanendo comunque su valori storicamente elevati.

Alla fine del 2008 in Italia il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione era pari al 15,6 per cento (7,8 per cento a fine 2007; fig. 15.5). Tale valore, pari a oltre il doppio di quello medio registrato dalla metà degli anni ottanta a oggi, segnala un ridimensionamento delle attese e una maggiore incertezza da parte degli investitori circa le prospettive reddituali delle società quotate. Sulla base del livello dei corsi azionari e delle aspettative sugli utili, sia a breve termine sia a più lunga scadenza, è possibile stimare che nel 2008 il rendimento nominale atteso richiesto dai detentori di azioni sia stato in media pari al 10,2 per cento (7,9 nel 2007), contro un rendimento nominale dei titoli di Stato decennali pari al 4,6 per cento (4,5 nel 2007; fig. 15.5).

Figura 15.5



Fonte: elaborazioni su dati IBES, *Consensus Economics* e Thomson Reuters Datastream.

(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. – L'intensificarsi della crisi finanziaria e l'elevato costo della raccolta di capitale di rischio hanno scoraggiato le operazioni di prima quotazione in borsa. Nel 2008 si sono quotate sul listino italiano soltanto 7 società (32 nel 2007), 5 delle quali su segmenti dedicati alle piccole e medie imprese (4 sul mercato Expandi e una sul Mercato alternativo del capitale). Riflettendo l'esiguo numero di operazioni e la dimensione modesta delle nuove società che hanno fatto ingresso in borsa, il controvalore delle azioni collocate in operazioni di prima quotazione è stato di 143 milioni di euro, contro 4,4 miliardi nel 2007. Le società già quotate hanno invece varato aumenti di capitale per importi consistenti (7,3 miliardi di euro, contro 3,9 nel 2007; tav. 15.2); le operazioni sono state per lo più effettuate da banche, per rafforzare la propria base patrimoniale in un contesto in cui gli investitori premiavano gli intermediari più capitalizzati. Anche nel complesso dell'area dell'euro le operazioni di prima quotazione sono drasticamente diminuite (da 212 nel 2007 a 45), per un controvalore di 4 miliardi di euro (31 nel 2007).

Tavola 15.2

Principali indicatori di borsa (milioni di euro, salvo diversa indicazione)						
VOCI	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Variazione dei corsi (1)	14,9	17,5	13,9	19,0	-8,0	-48,7
Società italiane quotate (numero a fine anno)	271	269	275	284	301	294
di cui: <i>al segmento STAR</i>	40	46	70	75	82	75
Capitalizzazione (2)	487.446	568.901	676.606	778.501	733.614	374.702
<i>in percentuale del PIL</i>	37,5	43,1	49,3	52,8	48,0	24,4
composizione percentuale: (3)						
<i>industriali</i>	23	23	26	29	31	33
<i>assicurativi</i>	12	12	12	10	10	11
<i>bancari</i>	26	25	32	33	30	25
<i>finanziari</i>	4	3	4	4	4	3
<i>servizi</i>	35	37	26	24	26	28
Totale	100	100	100	100	100	100
Emissioni lorde di azioni (4)	8.710	3.197	12.599	6.098	5.441	7.700
di cui: <i>al segmento STAR</i>	26	89	279	290	409	238
Capitalizzazione società di nuova quotazione (5)	1.412	5.999	6.405	12.919	11.178	464
di cui: <i>società estere</i>	..	..	..	..	..	..
di cui: <i>al segmento STAR</i>	..	..	797	3.620	4.243	..
Dividendi distribuiti (6)	17.030	21.849	22.907	28.317	30.625	28.549
Rapporto utili/capitalizzazione (7)	6,4	6,0	5,2	5,9	7,8	15,6
Rapporto dividendi/capitalizzazione (7)	3,4	3,4	3,0	3,2	3,7	8,0
Controvalore degli scambi:						
<i>mercato di borsa (8)</i>	580.703	641.376	893.853	1.078.390	1.513.634	993.511
<i>futures sull'indice S&P/MIB (9)</i>	527.024	467.122	585.445	761.580	954.524	698.258
<i>opzioni sull'indice S&P/MIB (9)</i>	153.998	152.839	209.526	262.312	368.966	268.264
Turnover (10)	123	121	144	148	200	179

Fonte: Borsa Italiana, Mediobanca e Thomson Reuters Datastream.

(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; sono incluse le conversioni di obbligazioni. 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.

Alla fine dello scorso dicembre erano quotate presso Borsa Italiana 294 società italiane (301 alla fine del 2007) e 42 società estere. In seguito al calo delle quotazioni, la capitalizzazione complessiva delle società italiane è scesa nel corso del 2008 da 734 a 375 miliardi di euro, pari al 48 e al 24 per cento del PIL, rispettivamente. Alla fine dell'anno il rapporto fra capitalizzazione e PIL era pari al 32 per cento in Germania, al 49 nei quattro paesi europei del circuito NYSE Euronext (Belgio, Francia, Paesi Bassi e Portogallo), all'82 negli Stati Uniti e all'89 nel Regno Unito.

Il 25 settembre del 2008 Borsa Italiana ha approvato l'istituzione di AIM Italia, un sistema di scambi organizzati dedicato alle piccole e medie imprese. Questo nuovo

listino, con caratteristiche simili a quelle dell'omonimo mercato della borsa di Londra, prevede procedure di quotazione assai semplificate ed è rivolto a una platea di investitori internazionali. All'avvio di questo mercato è associata la soppressione del mercato Expandi, le cui imprese quotate confluiranno nel segmento ordinario del Mercato Telematico Azionario; l'AIM Italia coesisterà invece con il sistema di scambi organizzati MAC, anch'esso dedicato alle piccole e medie imprese ma riservato a investitori istituzionali.