

15. I MERCATI FINANZIARI

Nel corso del 2009 le condizioni dei mercati finanziari italiani sono migliorate, in sintonia con quelle degli altri paesi dell'area; i corsi azionari e quelli delle obbligazioni hanno segnato marcati rialzi, beneficiando del miglioramento del quadro congiunturale nonché del sostegno derivante, in tutte le economie avanzate, dall'abbondante liquidità e dalle misure di sostegno al sistema bancario. La forte domanda di obbligazioni societarie ha favorito un aumento delle emissioni nette da parte delle società non finanziarie italiane di grandi dimensioni, che ha in parte compensato la netta decelerazione del credito bancario.

Da novembre si sono tuttavia acuite le tensioni dovute all'aumento del rischio sovrano nei paesi avanzati, soprattutto nell'area dell'euro. Nei primi quattro mesi dell'anno in corso si sono fortemente deteriorate le condizioni del mercato dei titoli pubblici della Grecia, nonostante i piani di sostegno finanziario annunciati dalla comunità internazionale; l'aumento di volatilità si è esteso ad altri paesi e mercati. Dalla fine di aprile le tensioni si sono accentuate. In più paesi i premi per il rischio sui titoli pubblici sono aumentati in misura significativa; in Italia si è verificato un incremento relativamente contenuto. I mercati azionari e obbligazionari hanno registrato una caduta dei prezzi e un aumento della volatilità, in particolare nel comparto bancario. L'ampliamento degli spread sui titoli pubblici dell'area dell'euro è in parte rientrato dopo l'annuncio, il 10 maggio, di una serie di misure di sostegno da parte dei governi della UE e dell'FMI, tra le quali l'istituzione di un Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria, e della BCE (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Sono rimaste tuttavia elevate le tensioni sui mercati valutari e azionari in tutte le economie avanzate.

Nonostante il miglioramento congiunturale registrato nel 2009, il mercato finanziario italiano rimane caratterizzato da debolezze strutturali rispetto agli altri paesi avanzati: oltre due terzi della capitalizzazione di borsa sono rappresentati da poche società di grande dimensione, in larga misura operanti nei settori finanziario, petrolifero e dei servizi di pubblica utilità; è limitata la presenza di imprese attive nei settori tecnologicamente avanzati; rimane esiguo il numero di operazioni di prima quotazione. Anche il mercato obbligazionario italiano continua a essere prerogativa di pochi gruppi industriali di grandi dimensioni: nonostante gli elevati volumi di emissioni, lo scorso anno si sono affacciati pochissimi nuovi emittenti.

I titoli pubblici

L'offerta e la domanda di titoli. – Nel 2009 le emissioni nette di titoli pubblici sono salite a 86 miliardi di euro, da 62 nel 2008; ciò riflette prevalentemente l'incremento

del fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche e un aumento della liquidità detenuta dal Ministero dell'Economia e delle finanze sul conto corrente di tesoreria (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). Alla fine del 2009 la consistenza di titoli pubblici in rapporto al PIL era salita al 96,8 per cento (dall'88,3 dell'anno precedente), un valore prossimo a quello di dieci anni prima.

La vita media residua dei titoli di Stato è aumentata di 4 mesi, fino a 6 anni e 11 mesi, riflettendo i maggiori collocamenti di titoli a più lunga scadenza. La durata finanziaria media è salita in misura maggiore (di 6 mesi, fino a 5 anni e 2 mesi) anche grazie a un ulteriore, netto calo della quota di CCT sul totale dei titoli di Stato. A fronte di rimborsi netti di titoli con bassa durata finanziaria (BOT e CCT), sono nettamente aumentate le emissioni nette di CTZ (da 1 a 17 miliardi) e di BTP (da 58 a 100 miliardi). Per questi ultimi, le emissioni nette di titoli a 10 anni si sono ridotte da 27 a 11 miliardi, mentre sono saliti in misura marcata i collocamenti netti sulle scadenze più brevi; sono aumentate in misura cospicua anche le emissioni nette di titoli indicizzati ai prezzi al consumo nell'area dell'euro (da 4 a 16 miliardi). I collocamenti netti di Prestiti della Repubblica sono stati sostanzialmente nulli (nel 2008 vi erano stati rimborsi netti per 9 miliardi).

Le Amministrazioni locali italiane hanno continuato a effettuare rimborsi netti di titoli (per 1,4 miliardi di euro, contro 0,4 miliardi nel 2008), a fronte di nuove emissioni pressoché nulle (174 milioni di euro). Alla fine del 2009 la quota di questi titoli sul totale dei titoli pubblici era scesa al 2,3 per cento (dal 2,5 di un anno prima).

Con riferimento al totale dei nuovi collocamenti effettuati dalle Amministrazioni locali nel 2009, circa due terzi sono stati effettuati dai Comuni e un terzo dalle Province; le Regioni non hanno effettuato nuove emissioni, come nell'anno precedente. Si è fortemente ridotta la quota di nuove emissioni a tasso fisso, al 54 per cento (dall'80 del 2008); la vita media all'emissione dei nuovi titoli, ponderata per l'importo collocato, si è ridotta da 27 a 22 anni.

Scoraggiate dal basso livello dei rendimenti a breve termine, le famiglie e le imprese hanno effettuato cospicue cessioni nette di BOT e di CCT (per 65 e 9 miliardi, rispettivamente), solo in parte compensate da nuovi investimenti in BTP e CTZ (per 16 e 6 miliardi, rispettivamente). Le banche sono state acquirenti netti di titoli di Stato (per un totale di 31 miliardi). I fondi comuni sono tornati, nel complesso, a effettuare investimenti netti in titoli di Stato, dopo cinque anni consecutivi di vendite nette; gli acquisti hanno riguardato BOT e CTZ mentre si sono registrate cessioni nette di CCT e di BTP. Gli investitori esteri hanno continuato a effettuare ingenti acquisti netti di titoli di Stato italiani (69 miliardi), concentrati prevalentemente su BOT e BTP. Nel 2009 la quota di titoli pubblici detenuta all'estero sul totale è salita di circa due punti percentuali, al 51 per cento.

I tassi di interesse. – Nel corso del 2009 i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani a dieci anni si sono ridotti. Nei primi sei mesi, hanno oscillato intorno al 4,5 per cento, per poi scendere a livelli di poco superiori al 4,0 per cento da settembre (fig. 15.1). Il calo ha riflesso, da un lato, condizioni estremamente espansive della politica monetaria, che hanno favorito il calo dei rendimenti su tutti i titoli pubblici, dall'altro, fino all'autunno, la riduzione del premio per il rischio sovrano richiesto dagli investitori per detenere titoli di Stato italiani. Alla fine dell'anno il rendimento del titolo benchmark si collocava al 4,1 per cento, in calo di circa 0,2 punti percentuali rispetto a un anno prima. I tassi reali sulla stessa scadenza, desunti dal titolo indicizzato ai

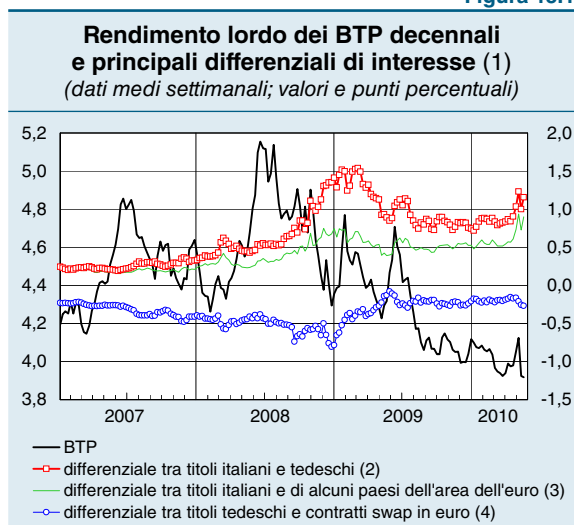
prezzi al consumo dell'area dell'euro, hanno avuto andamenti analoghi ma hanno registrato un calo complessivo maggiore, portandosi fino all'1,8 per cento. Nei primi mesi del 2010 il rendimento del benchmark decennale si è mantenuto attorno al 4,0 per cento, toccando un valore massimo del 4,3 per cento il 7 maggio, sulla scia delle forti turbolenze che hanno interessato i mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro.

Il differenziale di rendimento tra il BTP benchmark decennale e il Bund tedesco aveva raggiunto valori elevati all'inizio del 2009, risentendo dei riflessi della crisi finanziaria globale; si è poi ridotto di 0,6 punti percentuali nei primi sette mesi del 2009 (fig. 15.1). Gli spread sono tornati però a salire dalla fine di aprile di quest'anno, quando i timori circa la sostenibilità delle finanze pubbliche della Grecia e di altri paesi dell'area dell'euro hanno innescato nuove tensioni sui mercati finanziari; dopo aver raggiunto un valore massimo di 155 centesimi di punto percentuale il 7 maggio, quando le turbolenze hanno raggiunto l'apice, nei giorni successivi lo spread del BTP è ridisceso e alla fine della seconda decade di maggio si collocava a 132 centesimi di punto percentuale. I premi sui credit default swap (CDS) sui titoli di Stato italiani a cinque anni, che riflettono la valutazione degli investitori sul rischio di insolvenza dell'emittente, hanno avuto un andamento analogo a quello del differenziale tra il BTP e il Bund decennale, diminuendo nei primi tre trimestri del 2009; tra la metà di ottobre 2009 e la fine della seconda decade di maggio del 2010 essi hanno segnato marcati rialzi, riflettendo l'acuirsi della crisi finanziaria greca; nel complesso, sono più che raddoppiati, portandosi a 160 punti base.

Le tensioni che hanno colpito il debito pubblico greco riflettono l'accresciuta preoccupazione degli investitori per il deterioramento dei conti pubblici che interessa, sia pure in diversa misura, tutte le economie avanzate; la mutata percezione del rischio sovrano ha investito anche le altre economie dell'area dell'euro caratterizzate da un debito pubblico elevato o in rapido aumento.

La volatilità implicita nei tassi di interesse sui titoli di Stato a lungo termine in euro, ricavata dalle opzio-

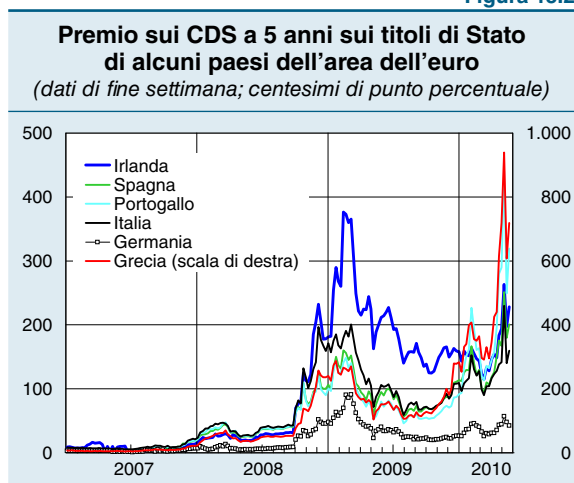
Figura 15.1



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi benchmark. — (2) Differenziale tra il rendimento del BTP e quello del corrispondente titolo Bund. Scala di destra. — (3) Differenziale tra il rendimento del BTP e la media semplice dei rendimenti dei corrispondenti titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro che alla fine del 2009 avevano merito di credito AAA da parte delle principali agenzie (Austria, Finlandia, Francia, Germania e Paesi Bassi). Scala di destra. — (4) Differenziale tra il rendimento del Bund decennale e il tasso swap in euro. Scala di destra.

Figura 15.2



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

ni sui futures sul Bund decennale, che si era portata su valori storicamente elevati alla fine del 2008 dopo il dissesto di Lehman Brothers, è progressivamente scesa nel 2009 e nei primi mesi del 2010, riflettendo l'attenuarsi delle tensioni sui mercati finanziari internazionali; dall'ultima decade di aprile è tornata ad aumentare bruscamente, in connessione con l'accentuarsi della crisi greca, riportandosi sui livelli di un anno prima.

Il 14 settembre sono iniziate le contrattazioni presso il mercato tedesco Eurex di un contratto futures sui BTP decennali, volto a contribuire alla liquidità dei titoli di Stato italiani. Gli scambi sul nuovo contratto sono stati finora modesti: nell'ultimo trimestre del 2009 il numero medio giornaliero di transazioni è stato inferiore all'1 per cento del corrispondente valore per il futures sul Bund decennale.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni nette. – Nel 2009 le emissioni nette di obbligazioni effettuate da società italiane sono diminuite rispetto all'anno precedente, a 137 miliardi (199 nel 2008; tav. 15.1). Il calo dei collocamenti è riconducibile alla significativa riduzione delle emissioni da parte delle banche e delle altre società finanziarie, rappresentate in prevalenza da società di emanazione bancaria.

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
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2009
Banche	63.928	123.655	77.886	617.874	741.806	819.692	54
Altre società finanziarie	12.569	73.171	45.429	166.370	239.164	284.677	19
Società non finanziarie	10.700	1.975	13.926	60.934	61.864	76.029	5
Totale	87.197	198.801	137.241	845.178	1.042.834	1.180.398	78
<i>Per memoria:</i>							
mercato internazionale (3)	62.176	108.057	86.139	572.573	678.209	764.679	50

(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 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 delle società non finanziarie sono invece aumentate in misura marcata, da 2 a 14 miliardi. La ripresa dei collocamenti è riconducibile in gran parte alle consistenti emissioni di Eni, Enel e Telecom Italia (pari complessivamente al 51 per cento del totale delle emissioni lorde); le emissioni nette delle imprese di piccole dimensioni sono rimaste contenute. L'attività di emissione si è mantenuta elevata anche nel primo quadrimestre del 2010, per effetto principalmente dei collocamenti effettuati da Enel e Telecom Italia.

Nel complesso dell'area dell'euro i collocamenti netti di obbligazioni societarie sono rimasti sostanzialmente stabili nel 2009, a circa 620 miliardi di euro. Le emissioni nette hanno registrato una riduzione per le banche (da 193 miliardi nel 2008 a 181 nel 2009) e per le altre società finanziarie (da 394 a 292 miliardi). Le emissioni nette delle società non finanziarie sono invece quadruplicate

rispetto all'anno precedente, raggiungendo i 142 miliardi. Le imprese, in particolare quelle di grandi dimensioni, hanno approfittato del più pronunciato calo del costo dell'indebitamento sul mercato, per assicurarsi finanziamenti a lungo termine e ridurre la loro esposizione al sistema bancario, a seguito anche dell'irrigidimento delle condizioni e dei termini per l'approvazione dei prestiti (cfr. il capitolo 7: La politica monetaria comune).

Secondo dati di fonte Dealogic, nel decennio 2000-09 il ricorso al mercato obbligazionario da parte di società facenti capo a gruppi non finanziari italiani privati è stato molto inferiore a quello delle imprese tedesche e francesi, sia come numero di emissioni (655 miliardi contro 2.440 e 1.393 miliardi, rispettivamente) sia come importo complessivo (205 miliardi, contro 572 e 418 miliardi, rispettivamente). Anche il numero di gruppi emittenti è stato inferiore a quello degli altri due paesi (53, contro 90 e 66 in Germania e in Francia, rispettivamente). Il mercato italiano si è inoltre caratterizzato per la forte concentrazione dei collocamenti: la quota di nuove emissioni effettuate dai primi cinque gruppi è stata pari al 78 per cento, contro il 70 e il 48 di Germania e Francia, rispettivamente. Il numero di piccole emissioni (inferiori ai 50 milioni di euro) effettuate da imprese italiane è stato modesto (il 25 per cento del totale, contro il 44 e il 21 di Germania e Francia, rispettivamente), sebbene in termini di controvalore l'incidenza sia analoga a quella che si registra negli altri due principali paesi dell'area (circa il 2 per cento del totale). Tra il 2000 e il 2009, mentre in Germania e in Francia il numero di gruppi non finanziari che hanno effettuato almeno un collocamento è aumentato, in Italia esso è andato progressivamente riducendosi, toccando un minimo di sei nel 2008.

Indicazioni circa il ritardo strutturale del mercato obbligazionario italiano vengono anche dalla virtuale assenza di nuovi emittenti: in base alle rilevazioni della società Dealogic, tra le circa 200 imprese non finanziarie dell'area dell'euro e del Regno Unito che hanno emesso obbligazioni nel 2009, più di 30 risultano alla loro prima emissione se si considera il decennio 2000-09 (23 nell'area dell'euro e 10 nel Regno Unito); di queste, solo una è italiana. Per gli Stati Uniti, delle circa 400 imprese che hanno emesso obbligazioni nel 2009 ben 126 sono, con riferimento allo scorso decennio, esordienti.

Nel 2009 le emissioni nette effettuate da società italiane di titoli garantiti da attività patrimoniali (titoli emessi da società veicolo e *covered bonds*, ossia titoli garantiti da attività che rimangono nel bilancio del prestatore dei fondi) si sono ridotte di circa un terzo (42 miliardi contro 71 nel 2008). Larga parte dei titoli emessi a fronte delle operazioni di cartolarizzazione, in prevalenza cessioni di mutui residenziali (*residential mortgage-backed securities*, RMBS), è stata utilizzata come attività stanziabili a garanzia delle operazioni di rifinanziamento con la BCE. L'annuncio della BCE del maggio 2009 di un programma di acquisto di *covered bonds*, per un importo pari a 60 miliardi di euro (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*), ha spinto nella seconda parte dell'anno le banche italiane a effettuare emissioni di questa tipologia di titoli, garantiti da mutui residenziali, per 7,5 miliardi di euro (contro 6,5 nel 2008); le emissioni nette sono proseguite a ritmo sostenuto nei primi quattro mesi del 2010.

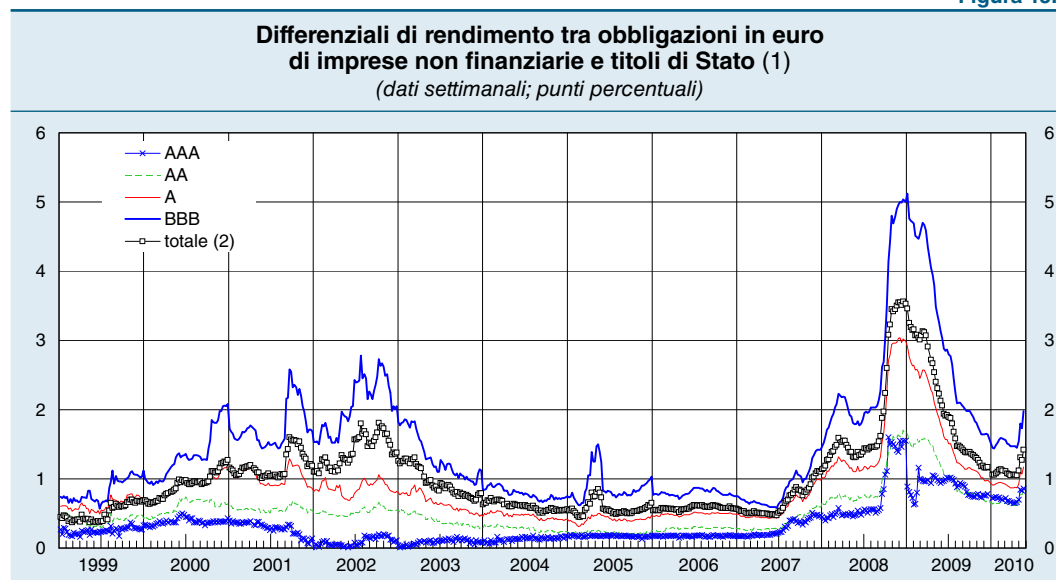
Sulla base dei dati forniti dall'European Securitisation Forum e da Dealogic, nel 2009 in Europa le emissioni lorde di titoli cartolarizzati hanno registrato una considerevole riduzione (da 711 a 414 miliardi di euro) mentre quelle di *covered bonds* hanno registrato un lieve aumento (da 184 a 208 miliardi). Come nel 2008, il 94 per cento delle emissioni di titoli cartolarizzati non è stato collocato sul mercato, bensì trattenuto dalle banche emittenti al fine di poterlo utilizzare come attività stanziabili a garanzia delle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. La quota italiana sul totale delle cartolarizzazioni europee è aumentata, passando dal 12 al 16 per cento, mentre quella sul totale dei *covered bonds* è rimasta invariata al 4 per cento. Nel corso del 2009 sono riprese le emissioni di collateralized debt obligations, CDO (da 48 a 107 miliardi di euro), e, seppure in misura molto contenuta, dei titoli garantiti da mutui commerciali (*commercial mortgage-backed securities*, CMBS, passati da 5 a 16 miliardi); entrambe le tipologie di titoli avevano risentito fortemente della crisi finanziaria. Le emissioni garantite da mutui residenziali (RMBS) che nel 2008 erano aumentate molto, si sono più che dimezzate (da 585 a 239 miliardi).

Nel 2009 in Italia sono aumentate in misura marcata le emissioni lorde di carta commerciale, che hanno raggiunto i 215 miliardi di euro (145 nel 2008), grazie soprattutto ai collocamenti di Intesa Sanpaolo, che ha emesso oltre la metà del volume complessivo, UniCredit, Eni ed Enel.

La quota italiana sul totale delle emissioni lorde di carta commerciale europea è passata dal 6 al 9 per cento. La maggior parte delle emissioni sono state effettuate in euro (77 per cento) e solo una parte minore in sterline (10 per cento) e in dollari (8 per cento). Il 60 per cento circa di questa forma di raccolta ha avuto scadenza inferiore ai due mesi, oltre il 90 per cento non ha superato i sei.

I rendimenti. – Nel corso del 2009, 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 diminuito di circa tre punti percentuali, al 3,6 per cento, un livello che non si registrava dalla seconda metà del 2005, in seguito alla marcata riduzione dei premi per il rischio (da 3,5 a 1,1 punti percentuali in media; fig. 15.3) e del ridotto livello dei rendimenti sui titoli di Stato. Il costo della raccolta obbligazionaria si è fortemente ridotto anche per gli emittenti di titoli più rischiosi (high yield), scendendo dal massimo storico del 27 per cento in marzo al 10 per cento alla fine dell'anno. Tra l'inizio del 2010 e la fine della seconda decade di maggio i rendimenti delle obbligazioni delle società con elevato merito di credito sono calati di oltre mezzo punto percentuale; la diminuzione dei tassi di interesse sui titoli di Stato tedeschi e francesi ha più che compensato la risalita dei premi per il rischio.

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 a 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 a Baa3).

Nel 2009 gli spread dei titoli emessi da società non finanziarie italiane con elevato merito di credito si sono ridotti di 2,3 punti percentuali, in linea con il calo registrato dalle imprese di altri paesi dell'area con analoghe caratteristiche. I differenziali, dopo essere rimasti sostanzialmente invariati nei primi quattro mesi del 2010, nella prime tre settimane di maggio sono saliti di 0,5 punti percentuali, sulla scia del rapido peggioramento delle condizioni dei mercati finanziari.

I premi sui CDS relativi ai gruppi Autostrade, Cir e Finmeccanica, dopo essere diminuiti in misura marcata nel 2009 in linea con le imprese dell'area con analoghe caratteristiche, tra l'inizio del 2010 e la fine della seconda decade di maggio hanno registrato un rialzo superiore a quello medio europeo di settore (132 e 74 centesimi, rispettivamente). Alla fine dello scorso aprile essi si collocavano su valori più

elevati rispetto alla media di settore dell'area dell'euro. Per i CDS relativi ai gruppi Fiat e Telecom Italia i premi hanno invece segnato nel 2009 cali ampiamente superiori a quelli relativi ad analoghe imprese europee, mantenendosi tuttavia anch'essi al di sopra delle corrispondenti medie di settore.

Dall'avvio della crisi finanziaria dell'estate del 2007 si è osservata una progressiva divergenza degli indici che rappresentano gli spread sulle obbligazioni private denominate in euro rispetto ai premi sui CDS rappresentati dall'indice iTraxx Europe. Il diverso andamento è riconducibile in parte alla composizione dei rispettivi indici e in parte alla scelta del tasso d'interesse rispetto a cui sono calcolati gli spread obbligazionari. Una volta depurato dagli effetti di questi due fattori, l'andamento degli spread obbligazionari e quello dei premi sui CDS registra delle differenze significative solo a partire dall'ottobre 2008. Ciò sarebbe verosimilmente ascrivibile all'innalzamento dei premi per la liquidità sul mercato obbligazionario, normalmente caratterizzato da volumi di scambi limitati.

Il miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari si è riflesso positivamente anche sugli spread obbligazionari relativi alle principali banche italiane, che nel complesso del 2009 sono diminuiti di 1,2 punti percentuali, contro un calo di 0,6 punti di quelli delle altre banche europee. Nei primi mesi del 2010 gli spread, dopo essere rimasti pressoché invariati sino alla fine di aprile, sono saliti di 0,4 punti nella prime tre settimane di maggio, sulla scia delle preoccupazioni per il debito pubblico greco.

I premi sui CDS sulle banche italiane, dopo avere raggiunto in media i due punti percentuali all'inizio del marzo 2009 sulla scia della crisi finanziaria internazionale, hanno successivamente iniziato a calare. Nel complesso del 2009 essi sono diminuiti di 0,5 punti percentuali, contro un calo di 0,2 punti registrato dai premi sui CDS relativi alle banche degli altri paesi europei. Nel corso dei primi mesi del 2010 l'acuirsi delle tensioni finanziarie in seguito alla situazione greca ha determinato un nuovo rialzo dei premi sui CDS sulle banche, che è stato pari a 0,8 punti percentuali per gli intermediari italiani e a un punto percentuale per quelli degli altri paesi europei.

Il mercato azionario

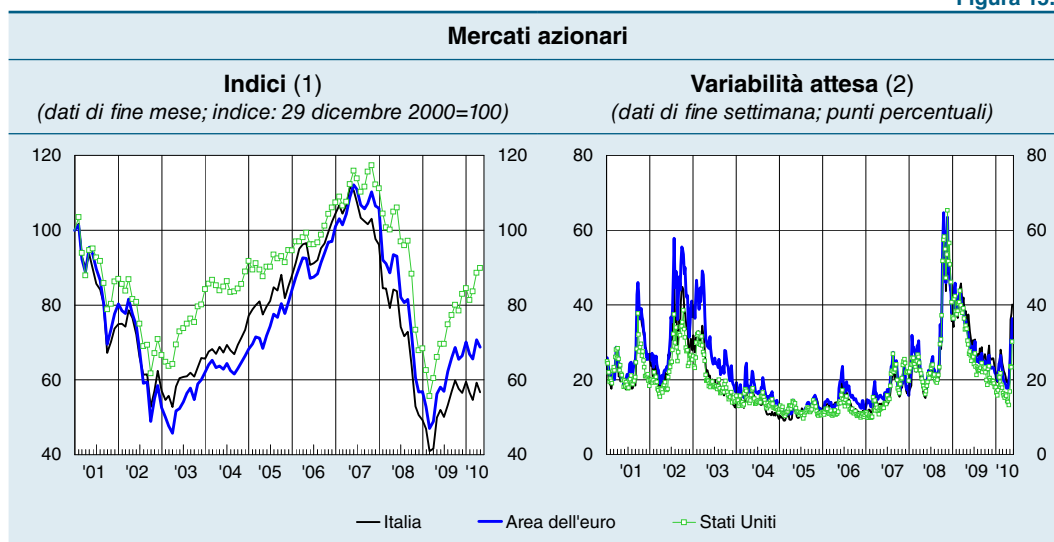
L'andamento delle quotazioni azionarie e delle contrattazioni. – Nel corso del 2009 il progressivo miglioramento delle condizioni del sistema bancario internazionale e il rafforzamento del quadro macroeconomico sia domestico sia mondiale hanno favorito un rialzo dell'indice generale della borsa italiana. Nel complesso dell'anno, l'indice è salito del 21 per cento, pressoché in linea con l'indice delle principali società quotate dell'area dell'euro (fig. 15.4). Tra l'inizio del 2010 e la fine della seconda decade di maggio, i corsi delle azioni italiane sono calati del 16 per cento, sulla scia delle preoccupazioni per i conti pubblici di alcuni paesi dell'area dell'euro e le rinnovate tensioni sui mercati internazionali.

Nel 2009 rialzi superiori a quello dell'indice generale sono stati registrati nel settore dei materiali di base (105 per cento), che ha beneficiato dell'aumento dei prezzi delle materie prime, e nei settori automobilistico (98 per cento), dei beni di consumo (62 per cento), dell'industria pesante (25 per cento), dei servizi (24 per cento) e delle banche (23 per cento). Aumenti delle quotazioni inferiori a quelli dell'indice generale si sono invece registrati nel settore petrolifero (13 per cento), dei servizi di pubblica utilità (6 per cento) e delle assicurazioni (2 per cento). Come negli altri paesi dell'area, è risultato particolarmente penalizzato il comparto delle telecomunicazioni (-4 per cento), sul quale continua a gravare l'elevato livello di debito.

La risalita delle quotazioni nel 2009 è riconducibile prevalentemente a un forte calo del premio per il rischio richiesto dagli investitori, che avrebbe più che compen-

sato l'effetto negativo riveniente dalla diminuzione degli utili correnti e attesi delle società quotate. A sospingere al rialzo i corsi azionari ha contribuito anche il moderato calo dei tassi di interesse a lungo termine.

Figura 15.4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Indice: FTSE Italia 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.

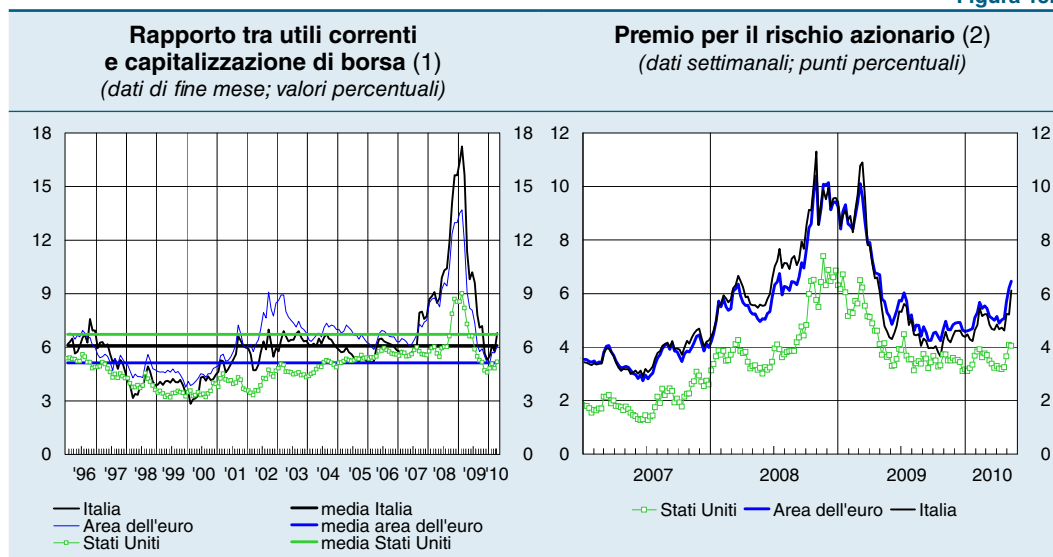
In base a dati preliminari, nel 2009 gli utili per azione delle società quotate italiane sono stati in media inferiori di circa il 42 per cento a quelli del 2008; il calo è stato assai maggiore di quello che gli analisti finanziari si attendevano all'inizio del 2009. Nel corso del 2009 si sono progressivamente ridotte le attese sugli utili del 2010, mentre sono rimaste più stabili quelle per il 2011. Alla fine di aprile del 2010, gli analisti finanziari si attendevano un incremento degli utili pari al 13 per cento per l'intero 2010 e al 28 per cento per il 2011; queste previsioni risultavano inferiori a quelle per le società quotate degli altri paesi dell'area.

La variabilità attesa dei corsi azionari, dopo essersi mantenuta assai elevata nei mesi di gennaio e febbraio, ha poi mostrato una tendenza calante per tutto il resto dell'anno. Alla fine del 2009 essa è ridiscesa a livelli prossimi a quelli medi di lungo periodo. Dopo essere ulteriormente calata tra l'inizio del 2010 e la metà di aprile, la variabilità attesa è poi risalita in misura marcata, risentendo delle tensioni sui mercati finanziari.

Alla fine del 2009 il rapporto fra gli utili correnti delle società quotate italiane e la loro capitalizzazione era sceso al 5,3 per cento, segnando una forte riduzione rispetto a un anno prima (fig. 15.5). Attualmente tale rapporto si colloca poco al di sotto del valore medio registrato dalla metà degli anni ottanta a oggi. Sulla base del livello dei corsi azionari e delle aspettative sugli utili a breve termine è possibile stimare che nel 2009 il premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere azioni sia stato in media pari a 5,7 punti percentuali (7,3 nel 2008), un valore superiore di circa tre punti alla media degli ultimi dieci anni (fig. 15.5).

L'andamento del rapporto fra gli utili correnti delle società quotate e la loro capitalizzazione risente della marcata ciclicità degli utili aziendali. Al fine di ottenere una misura depurata dalle variazioni congiunturali dei profitti, nella letteratura economica si confronta il livello corrente dei corsi azionari a prezzi costanti con la media mobile a dieci anni degli utili a prezzi costanti, che meglio riflette la redditività delle imprese nel medio e nel lungo termine. Alla fine del 2009 il rapporto fra la media mobile degli utili e la capitalizzazione era pari a 9,1 per cento (contro 10,5 a fine 2008), un valore superiore di circa quattro punti percentuali alla media del periodo 1996-2009.

Figura 15.5



Fonte: elaborazioni su dati IBES e Thomson Reuters Datastream.

(1) I valori medi sono calcolati dal gennaio 1990. – (2) Il premio per il rischio è calcolato come differenza tra il rapporto tra utili attesi nei successivi dodici mesi e capitalizzazione corrente e rendimento del titolo di Stato decennale.

L'offerta e la domanda di azioni. – Nonostante la ripresa dei corsi, è rimasto esiguo il numero delle operazioni di prima quotazione in borsa. Nel complesso del 2009 si sono quotate sulla borsa italiana sette società (come nel 2008), sei delle quali su segmenti dedicati alle piccole e medie imprese (due sul Mercato alternativo del capitale, MAC, e quattro sull'Alternative investment market, AIM, Italia). Il controvalore delle azioni collocate in operazioni di prima quotazione è stato di 160 milioni di euro (143 milioni nel 2008). La raccolta di fondi tramite aumenti di capitale da parte di società già quotate, invece, è più che raddoppiata (18,6 miliardi di euro, contro 7,7 nel 2008; tav. 15.2). Una quota elevata di tali fondi (circa il 31 per cento) è stata raccolta dalle banche, che hanno proseguito la tendenza, avviata nel 2008, a intraprendere azioni di rafforzamento della propria base patrimoniale. Anche nel complesso dell'area dell'euro, le operazioni di prima quotazione hanno subito una battuta di arresto, passando da 57 nel 2008 a 34 nel 2009; l'attività di prima quotazione è ripresa in modo sostenuto nel primo trimestre del 2010.

Negli ultimi dieci anni la composizione settoriale del mercato azionario italiano è cambiata solo in misura marginale, restando caratterizzata da una forte incidenza del settore finanziario; in termini di capitalizzazione, la quota delle banche ha oscillato tra il 20 e il 30 per cento, un livello assai superiore a quello tedesco – sceso dal 12 al 5 per cento nello stesso periodo – e a quello francese – salito dal 7 all'11 per cento. Il mercato italiano si caratterizza inoltre per un numero relativamente più elevato di società con elevata capitalizzazione. L'indice normalizzato di Herfindahl-Hirschman segnala che la concentrazione della capitalizzazione del mercato di borsa italiano (5,5 per cento nel passato decennio) è pari a quasi il doppio di quella tedesca e francese (in media compresa tra il 3,1 e il 3,5 per cento); alla fine del 2009 le prime 20 società avevano una capitalizzazione complessiva pari al 75 per cento del totale in Italia, contro il 67 e il 64 per cento in Germania e in Francia, rispettivamente. Oltre la metà della capitalizzazione è relativa a poche grandi imprese petrolifere o di servizi di pubblica utilità, caratterizzate da una quota elevata e stabile di utili distribuiti; rimane estremamente contenuta l'incidenza di imprese innovative, operanti nei settori delle alte tecnologie, farmaceutico e informatico. Le società quotate presso Borsa Italiana, operando prevalentemente in settori tradizionali, risentono meno delle variazioni congiunturali; dopo lo scoppio della bolla tecnologica nel marzo del 2000, il numero di società quotate è rimasto relativamente stabile in Italia, intorno a 300, mentre in Germania e in Francia esso è fortemente diminuito, pur rimanendo su valori ben più alti di quelli italiani (832 e 673, rispettivamente).

Tavola 15.2

Principali indicatori di borsa (milioni di euro, salvo diversa indicazione)						
VOCI	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Variazione dei corsi (1)	17,5	13,9	19,0	-8,0	-48,7	20,7
Società italiane quotate (numero a fine anno)	269	275	284	301	294	291
di cui: <i>al segmento STAR</i>	46	70	75	82	75	72
Capitalizzazione (2)	568.901	676.606	778.501	733.614	374.702	457.126
<i>in percentuale del PIL</i>	43,1	49,3	52,8	48,0	24,3	29,1
composizione percentuale: (3)						
<i>industriali</i>	23	26	29	31	33	37
<i>assicurativi</i>	12	12	10	10	11	9
<i>bancari</i>	25	32	33	30	25	26
<i>finanziari</i>	3	4	4	4	3	2
<i>servizi</i>	37	26	24	26	28	26
Totale	100	100	100	100	100	100
Emissioni lorde di azioni (4)	3.197	12.599	6.098	5.441	7.700	18.628
di cui: <i>al segmento STAR</i>	89	279	290	409	238	97
Capitalizzazione società di nuova quotazione (5)	5.999	6.405	12.919	11.178	464	561
di cui: <i>società estere</i>	51
di cui: <i>al segmento STAR</i>	..	797	3.620	4.243	..	226
Dividendi distribuiti (6)	21.849	22.907	28.317	30.625	39.072	21.309
Rapporto utili/capitalizzazione (7)	6,0	5,2	5,8	7,8	15,6	5,3
Rapporto dividendi/capitalizzazione (7)	3,4	3,0	3,2	3,7	8,0	5,0
Controvalore degli scambi:						
<i>mercato di borsa</i> (8)	641.376	893.853	1.078.390	1.513.634	993.511	645.993
<i>futures sull'indice FTSE MIB</i> (9)	467.122	585.445	761.580	954.524	698.258	418.714
<i>opzioni sull'indice FTSE MIB</i> (9)	152.839	209.526	262.312	368.966	268.264	140.345
Turnover (10)	121	144	148	200	179	155

Fonte: Borsa Italiana, Thomson Reuters Datastream e World Federation of Exchanges.

(1) Variazione percentuale dell'indice FTSE MIB nell'arco 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) Elaborazioni su dati Borsa Italiana fino al 2007. Dal 2008, dati World Federation of Exchanges. – (7) Dato di fine periodo. Valori percentuali. Utili e dividendi correnti. – (8) Società italiane. – (9) Dal giugno 2009 sostituisce il precedente contratto sull'indice S&P MIB. – (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 291 società italiane (294 alla fine del 2008) e 41 società estere. Grazie all'aumento delle quotazioni e alla raccolta di nuovo capitale, la capitalizzazione complessiva delle società italiane è salita nel corso del 2009 da 375 a 457 miliardi di euro, pari rispettivamente al 24 e al 29 per cento del PIL. Alla fine dell'anno il rapporto fra capitalizzazione e PIL era pari al 37 per cento in Germania, al 67 nei quattro paesi europei aderenti al circuito NYSE Euronext (Belgio, Francia, Paesi Bassi e Portogallo), al 106 negli Stati Uniti e al 124 nel Regno Unito.

Dalla fine dello scorso giugno non è più operativo il mercato Expandi; le società ivi quotate sono confluite nei diversi segmenti del Mercato telematico azionario (MTA).

I mercati AIM Italia e MAC offrono alle piccole imprese la possibilità di quotarsi sul mercato di borsa sulla base di requisiti meno stringenti di quelli richiesti per l'accesso al listino principale. È stato istituito il mercato MIV (Mercato degli investment vehicles), dedicato alla quotazione dei veicoli di investimento che hanno come obiettivo la raccolta e l'investimento di capitali in attività mobiliari e immobiliari. Dallo scorso giugno, l'indice S&P MIB delle maggiori società quotate sulla borsa italiana è stato sostituito dal nuovo indice FTSE MIB, che fungerà da sottostante per tutti i contratti derivati sull'indice di Borsa Italiana scambiati sui mercati regolamentati.

