

**Deutscher Investment Trust
Dresdner Bank AG**

**IL MERCATO FINANZIARIO ITALIANO
TRA CONSOLIDAMENTO E INNOVAZIONE**

Milano, 29 ottobre 1990

La struttura del mercato

Il mercato finanziario italiano ha cominciato a svilupparsi a metà degli anni '70, inizialmente nel comparto dei titoli a breve del Tesoro, in un contesto di aumento dell'inflazione e di innalzamento dei tassi di interesse. In quel periodo i depositi rappresentavano la forma di gran lunga prevalente di impiego del risparmio delle famiglie e i prestiti bancari il principale strumento di finanziamento delle imprese.

Gli ampi disavanzi pubblici che si sono susseguiti a partire dagli anni '70 hanno fatto crescere il debito statale; esso si colloca oggi a un livello pari al prodotto interno lordo (PIL) ed è equivalente allo stock dei titoli pubblici della Germania, della Francia e del Regno Unito, globalmente considerati. Inoltre, l'ammontare delle emissioni lorde annue di titoli pubblici supera in Italia il 50 per cento del PIL, contro percentuali comprese fra il 3 e il 10 per cento in ciascuno di questi paesi.

Anche sul mercato dei valori mobiliari privati, la domanda e l'offerta di capitale di rischio sono notevolmente cresciute nel corso degli anni '80, consentendo il

finanziamento di una sostenuta attività di investimento e migliorando la struttura finanziaria delle imprese.

Tuttavia, il ricorso delle imprese al mercato dei capitali ha risentito dell'effetto di spiazzamento provocato dall'ampiezza e dalla continuità della domanda di fondi del settore pubblico. Esso riflette anche la carenza d'investitori istituzionali che alimentino l'offerta di capitale di rischio, nonché la struttura dimensionale delle società italiane, nella quale prevalgono le imprese medio-piccole, controllate da gruppi familiari, che preferiscono finanziarsi soprattutto con il risparmio interno e con il ricorso al sistema creditizio. Due fonti alternative di finanziamento si sono particolarmente sviluppate nel corso degli anni '80: per le grandi imprese, l'emissione di carta commerciale; per quelle medio-piccole, il leasing e il factoring.

Complessivamente, il mercato finanziario italiano è oggi costituito da un vasto comparto di titoli pubblici e da un modesto segmento di titoli privati.

La propensione al risparmio delle famiglie è in Italia particolarmente elevata: nell'ultimo quinquennio essa si è collocata attorno al 21 per cento del PIL, superando ampiamente quella degli altri paesi comunitari. I risparmiatori italiani, che tradizionalmente detenevano la maggior parte delle loro disponibilità finanziarie nella forma di depositi bancari, si sono progressivamente avvicinati ai mercati dei titoli pubblici: tra il 1977 e il 1989 i depositi bancari sono infatti scesi dal 50 al 23 per cento delle attività finanziarie del settore privato, mentre i titoli di Stato sono saliti dal 6 al 22 per cento. Due terzi dei titoli di Stato sono oggi detenuti nei portafogli delle famiglie.

L'obiettivo di mantenere elevato il risparmio e di orientarne l'impiego verso il finanziamento del settore statale e delle imprese è stato perseguito con una politica monetaria che ha comportato elevati tassi d'interesse reali. Questi ultimi, ancora negativi agli inizi degli anni '80, sono cresciuti rapidamente per stabilizzarsi nell'ultimo quinquennio, attorno al 5-6 per cento.

L'accresciuto assorbimento di risparmio da parte del settore pubblico, al quale affluisce oggi, essenzialmente con l'emissione di titoli, circa il 60 per cento del credito totale interno, è alla base della trasformazione avvenuta nel sistema finanziario italiano. Il mutamento è stato assecondato dalle banche, che hanno dovuto ridisegnare il proprio ruolo e la propria funzione d'intermediazione. Esse, infatti, hanno in un primo periodo trasformato depositi in titoli pubblici e successivamente facilitato l'acquisto diretto di titoli da parte del pubblico. Il legame fra Tesoro e risparmiatori si è andato quindi rinsaldando poiché la tradizionale funzione del sistema bancario di ripartizione del rischio e di trasformazione delle scadenze è venuta a perdere, nei confronti di un prenditore di fondi come il Tesoro, gran parte della sua valenza.

In sintesi, le banche hanno visto ridursi la loro quota d'intermediazione del risparmio delle famiglie, ma hanno consolidato la struttura della raccolta, con un forte incremento dei certificati di deposito, e rafforzato la loro capacità di fronteggiare i bisogni di sottoscrizione e regolamento delle transazioni e di custodia dei titoli per conto della clientela. Ciò ha implicato la creazione di nuove professionalità, per disporre delle conoscenze necessarie all'attività di consulenza, di analisi finanziaria degli strumenti e dei portafogli, di gestione dei patrimoni.

La crescita e l'ordinato funzionamento dei mercati

dei titoli sono stati guidati e assicurati dalle Autorità monetarie, al fine di facilitare il finanziamento non monetario del deficit pubblico. Non a caso solo all'inizio degli anni '80, allorché il mercato si è rafforzato, è stato possibile eliminare l'impegno della Banca centrale all'acquisto dei titoli del Tesoro non collocati presso i risparmiatori e gli altri investitori.

Da allora i meccanismi di mercato sono stati ulteriormente affinati, per far fronte alla crescita del disavanzo e del debito e per le strette connessioni fra gestione del debito pubblico e azione di controllo monetario. L'ammontare dei titoli che ogni due settimane giunge a scadenza è talmente elevato che potrebbe creare, qualora non venisse rinnovato, un volume di base monetaria pari o superiore a quello programmato per un intero anno.

Ma la costruzione di un mercato efficiente, trasparente e liquido è stata altresì resa necessaria per evitare che la liberalizzazione dei movimenti di capitali e l'integrazione europea provocassero uscite di capitali sollecitate da carenze di strumenti disponibili e da insoddisfacente funzionamento del mercato nazionale.

Il mercato dei titoli pubblici

Nel corso degli anni '80, la struttura del mercato dei titoli pubblici e quella del mercato monetario si sono consolidate e completate con l'istituzione e l'organizzazione del comparto dei titoli a tasso variabile e di quello dei titoli in ECU, nonché dei mercati telematici dei titoli pubblici e dei fondi interbancari. Sono state, così, offerte nuove e articolate opportunità d'investimento del risparmio e di gestione delle tesorerie.

Inoltre, gli importanti progressi tecnico-organizzativi compiuti nel mercato dei titoli pubblici ne hanno fortemente migliorato l'efficienza. Alcuni di questi, come l'adozione delle aste per le offerte pubbliche delle nuove emissioni e l'organizzazione dei mercati secondari, hanno accresciuto il grado di concorrenza fra gli operatori, abbassato i costi di transazione, migliorato le condizioni di trasparenza e liquidità. Altri invece, meno noti al pubblico, possono essere iscritti nel quadro di una riforma silenziosa che ha garantito, grazie all'impegno costante delle Autorità e del sistema bancario, l'ordinato funzionamento del meccanismo di sottoscrizione, rimborso e circolazione dei titoli. Ciò è tanto più apprezzabile perché avviene in un mercato sul quale transita ogni mese un volume di emissioni lorde pari al 5 per cento del PIL.

Questi risultati sono stati realizzati con l'uso della telematica, nella organizzazione dei mercati, nella diffusione delle informazioni, nella conclusione ed esecuzione dei contratti, e con l'istituzione della gestione centralizzata dei titoli pubblici, che interessa oltre il 90 per cento dei titoli in circolazione. Essa consente di eseguire le operazioni di emissione, contrattazione e rimborso senza scambio materiale dei titoli, quindi con costi e rischi assai contenuti.

La presenza diretta e prevalente delle famiglie nella gestione dei portafogli finanziari è oggi una caratteristica propria del mercato italiano dei titoli pubblici; essa ne determina la struttura sotto più aspetti. Innanzitutto ne fa un mercato al minuto, rivolto agli individui piuttosto che alle istituzioni; fa concentrare la durata dei titoli nell'arco medio-breve, poiché in genere le famiglie, a differenza degli investitori istituzionali, non si muovono in una prospettiva d'investimento di lungo periodo; fa crescere

il mercato primario, a scapito di quello secondario e di borsa. I risparmiatori, contrariamente agli investitori istituzionali che gestiscono il portafoglio in funzione delle aspettative sull'andamento dei tassi d'interesse, generalmente acquistano titoli al momento dell'emissione e li detengono fino alla scadenza.

Questi fattori hanno condizionato i metodi di collocamento e le tipologie dei titoli offerti: il passaggio dalle emissioni a prezzo fisso al metodo dell'asta è stato lento, anche perché i risparmiatori hanno dovuto adattarsi ad assumere decisioni d'investimento nell'incertezza del prezzo di sottoscrizione; per questa stessa ragione, per i titoli a medio e lungo termine è stata adottata l'asta con assegnazione a prezzo unico, piuttosto che quella a prezzi molteplici, la quale stimola maggiormente la concorrenza, ma può ingenerare confusione fra i risparmiatori.

Il forte sviluppo dei BOT, ad esempio, che rappresentano oggi un terzo del totale dei titoli pubblici, è dovuto alla preferenza delle famiglie per titoli di breve durata, senza cedole e con nessun costo di gestione. L'obiettivo di allungare la durata del debito, senza imporre rischi eccessivi agli investitori, ha condotto alla creazione del comparto dei certificati con indicizzazione finanziaria, che costituiscono oggi il più importante segmento (42 per cento dello stock totale dei titoli di Stato), ma anche il più ampio e il più diffuso mercato di titoli indicizzati fra quelli operanti nei principali paesi industriali.

Il consolidamento delle strutture di mercato ha mirato negli ultimi anni a una pluralità di obiettivi: migliorare la liquidità dei titoli, uniformare i parametri di riferimento per i prestiti indicizzati, accrescere i tipi di titoli offerti, per soddisfare tutte le nicchie di preferenze manifestate dagli investitori. L'obiettivo di accrescere la

liquidità del mercato è stato perseguito emettendo prestiti di grande dimensione, che svolgono il ruolo di benchmarks dell'intero settore, e con la creazione nel 1988 del mercato telematico dei titoli pubblici. Si tratta di un mercato "all'ingrosso" sul quale 20 primary dealers offrono in via continuativa il servizio di liquidità sui titoli quotati, assumendo la posizione di acquirenti e venditori a prezzi pubblicizzati sugli screens della rete telematica. Esso ha tonificato il mercato di borsa e ha sostituito quello interbancario basato su transazioni bilaterali, che non conducevano alla formazione di prezzi pubblici.

Gli obiettivi della semplicità e dell'uniformità di caratteristiche dei prestiti sono stati realizzati mantenendo immutati nell'ultimo triennio la durata dei CCT e dei CTE, gli spreads sui tassi di riferimento e la periodicità delle cedole. Nello stesso periodo è stata allargata la gamma dei titoli offerti, emettendo con regolarità BTE, che sono i soli titoli in ECU di durata annuale; CTO, che hanno una durata più lunga dei titoli tradizionali, ma offrono l'opzione di rimborso anticipato; e, più di recente, titoli a tasso fisso di durata settennale, risultati particolarmente graditi agli investitori esteri.

L'allungamento della durata media del debito, che attualmente è di circa 2 anni e mezzo, e lo spostamento di una quota di esso dal comparto indicizzato a quello a tasso fisso sono fra i principali obiettivi della gestione del debito pubblico. Il loro conseguimento consentirà in prospettiva di ridurre il volume dei prestiti in scadenza e quello delle emissioni lorde, con minori vincoli per la politica monetaria e minori tensioni sui tassi di interesse, e di allentare lo stretto legame fra aumenti dei tassi e crescita del disavanzo pubblico, dovuto al debito a breve termine e a quello indicizzato ai tassi.

Il mercato dei titoli privati

Negli ultimi anni il mercato dei titoli privati in Italia ha acquistato spessore, in primo luogo per lo sviluppo del comparto azionario, essendo progressivamente diminuito il ruolo delle obbligazioni private. Tra la metà degli anni '70 e la fine degli anni '80, infatti, le emissioni nette di obbligazioni in rapporto al PIL sono scese dall'1,5 allo 0,3 per cento; la quota delle obbligazioni è ora pari a solo l'1 per cento del passivo di bilancio delle imprese. Il mercato azionario, invece, dopo un periodo di contrazione protrattasi fino all'inizio degli anni '80, ha avuto uno sviluppo accelerato, sia dei corsi sia delle transazioni, tra il 1983 e il 1986. Alla fine del 1989 il rapporto tra la capitalizzazione di borsa e il PIL era pari a sei volte quello del 1977; la capitalizzazione della borsa italiana, nonostante il limitato numero di società quotate, ha raggiunto l'ottavo posto nella graduatoria internazionale.

Lo sviluppo della borsa a metà degli anni '80 è stato preceduto da un insieme di provvedimenti che hanno migliorato la formazione dei prezzi e l'esecuzione dei contratti e incentivato l'ingresso di nuovi operatori. Nei primi anni '80 è stata infatti definita l'informativa minima per accedere al pubblico risparmio ed è stata semplificata la procedura di compensazione e di liquidazione delle transazioni. Inoltre, è stata rafforzata la struttura organizzativa che, a seguito dell'esplosione dei volumi scambiati negli 1985-86, aveva accumulato ritardi nella procedura del settlement; oltre l'80 per cento dei contratti viene oggi liquidato con supporti contabili, essendo i titoli stati accentrati presso la società Montetitoli. L'obiettivo del rafforzamento del mercato ha condotto all'istituzione del mercato ristretto, più adeguato alle esigenze di quotazione

delle azioni delle imprese di medie dimensioni, e alla regolamentazione dei Fondi comuni d'investimento mobiliare.

I Fondi comuni hanno avuto una rilevanza particolare nello sviluppo del mercato mobiliare e di quello azionario in particolare. Essi hanno ampliato il numero degli investitori istituzionali operanti in Italia, rappresentati in precedenza solo dalle imprese di assicurazione e dalle gestioni patrimoniali effettuate dal sistema bancario, arricchito la gamma dei servizi specializzati di gestione del risparmio e orientato gli investimenti delle famiglie verso i titoli azionari. Ciò ha migliorato le caratteristiche di liquidità del mercato di borsa, attivando un circolo virtuoso in cui la crescita della domanda era alimentata dal miglioramento generale delle condizioni operative, che stimolava ulteriori acquisti di azioni. La parallela ripresa dei corsi ha dischiuso nuove possibilità di ricorso al capitale di rischio e ha abbassato i relativi costi. L'ammontare degli scambi di azioni e le emissioni nette da parte delle imprese sono infatti aumentati considerevolmente: tra il 1977 e il 1986 gli scambi annuali sono cresciuti da 1 miliardo a 45 miliardi di dollari; la raccolta annuale di fondi sul mercato azionario è passata dallo 0,2 allo 1,6 per cento del PIL.

La crescita del mercato azionario ha segnato una battuta di arresto nel 1987; a differenza di quanto è accaduto per le principali piazze estere, da noi essa non è stata ancora riassorbita. Le ragioni possono essere ricercate nel mancato completamento della riforma del mercato mobiliare, che lo ha reso meno ricettivo alle innovazioni di processo e di prodotto che si sono affermate all'estero. A ciò si aggiunge il modesto grado di integrazione internazionale del mercato italiano, che ne ha determinato un parziale isolamento dall'evoluzione della domanda estera.

Solo negli anni più recenti investitori e intermediari esteri si sono riavvicinati al mercato finanziario italiano, attratti dalle molteplici opportunità d'investimento, dall'elevatezza dei tassi d'interesse e dalla maggiore stabilità della lira sul mercato dei cambi. Nel 1989 essi hanno effettuato acquisti netti di titoli pubblici per circa 6,5 miliardi di dollari, pari al 3 per cento delle emissioni annuali, e di azioni per 4,8 miliardi di dollari, pari al 30 per cento delle emissioni.

Nell'anno in corso, in particolare, l'adesione della lira alla banda stretta di fluttuazione del Sistema monetario europeo, la definitiva abolizione di ogni vincolo sui movimenti di capitale, la semplificazione delle norme per la quotazione e lo scambio di titoli esteri sul mercato nazionale hanno posto le condizioni di fondo per una maggiore integrazione internazionale del nostro mercato.

La riforma della borsa

Il disegno di legge di riforma della borsa di prossima approvazione da parte del Parlamento prevede la ridefinizione dei soggetti abilitati a operare e delle modalità di negoziazione. Recependo l'esperienza maturata sui principali mercati esteri, il provvedimento introduce la figura del dual capacity dealer, che svolge contemporaneamente attività per conto della clientela (broker) e per conto proprio (dealer) e attribuisce tale compito alle costituite Società di Intermediazione Mobiliare (SIM).

Le innovazioni istituzionali e organizzative di maggiore rilevanza del mercato azionario sono costituite dall'obbligo della concentrazione in borsa delle transazioni; dalla definizione dei criteri organizzativi dei

comparti di titoli derivati (options e futures); dal passaggio da un sistema di formazione dei prezzi alle grida alla contrattazione continua; dalla definizione delle forme di attività che gli operatori professionali possono svolgere (consulenza, intermediazione pura, gestione dei patrimoni); dal collegamento telematico delle diverse borse locali per la costituzione di un mercato nazionale unico.

I principi ispiratori della riforma sono il recupero di efficienza del mercato e la tutela del risparmiatore, nella formazione dei prezzi e nella esecuzione dei contratti di borsa, attraverso l'introduzione di norme che regolino i rapporti fra il pubblico e gli intermediari, in particolare i conflitti di interesse. Altri provvedimenti legislativi in corso di definizione, intesi a migliorare le condizioni di trasparenza del mercato e di difesa dell'investitore, sono le leggi sulle offerte pubbliche di acquisto (OPA) e sul divieto dell'uso delle informazioni riservate (insider trading).

Poiché la solidità del mercato e la difesa dell'investitore hanno un anello naturale negli intermediari, a essi i provvedimenti di riforma dedicano particolare attenzione, richiedendo appropriati requisiti professionali e patrimoniali e prevedendo regole prudenziali. La presenza sul mercato dei titoli di banche e di intermediari non bancari pone il problema del tipo di controllo a cui assoggettarli. Una eventuale differenziazione tra essi può essere un elemento di distorsione della concorrenza e di destabilizzazione dei mercati; crisi che sorgessero nei comparti meno protetti potrebbero infatti propagarsi con effetto domino agli altri comparti.

All'ampliamento della dimensione del mercato e del grado di concorrenza mirano i provvedimenti legislativi di recente approvazione, concernenti la trasformazione delle banche pubbliche in società per azioni, la liberalizzazione

dell'offerta in Italia di quote degli organismi di investimento in valori mobiliari della Comunità, la tutela della concorrenza (anti-trust), nonché il disegno di legge istitutivo dei Fondi comuni chiusi. In particolare, le banche pubbliche, collocando quote del loro capitale sul mercato, contribuiranno all'aumento della domanda di fondi; mentre i Fondi chiusi orientando il risparmio anche verso le imprese non quotate, consentiranno alle aziende di medie dimensioni di ricorrere maggiormente al capitale di rischio. L'interesse degli operatori per questo tipo di intermediari è confermato dalla recente costituzione a Londra di un Fondo chiuso di investimento in società italiane.

Conclusioni

Dal quadro che ho tratteggiato emerge un sistema finanziario in trasformazione, nel quale la tradizionale intermediazione bancaria ha perso di importanza a vantaggio dei mercati monetario e dei titoli pubblici. Questi comparti hanno raggiunto un elevato grado di sviluppo per dimensione ed efficienza, mentre quello azionario necessita di un ulteriore rafforzamento, per soddisfare le esigenze dell'economia e sviluppare un moderno mercato dei capitali.

Esiste un chiaro disegno di assieme, non ancora interamente realizzato, le cui linee portanti sono: il recepimento di una logica di apertura e di armonizzazione internazionali; la priorità e la prevalenza dei meccanismi di mercato nell'allocazione delle risorse; l'irrobustimento delle regole di comportamento e delle infrastrutture che rendono i mercati efficienti; il pluralismo degli intermediari e delle loro forme di specializzazione; una regolamentazione di vigilanza volta ad assicurare condizioni di trasparenza e di stabilità e a consentire il massimo grado

di imprenditorialità degli operatori e di concorrenza tra loro.

Il quadro istituzionale tracciato e le infrastrutture tecnico-organizzative poste in essere rappresentano la cornice entro la quale le scelte degli operatori e la spinta della concorrenza potranno liberamente manifestarsi. Si tratta di un quadro in movimento, seguito con attenzione dalle Autorità, suscettibile di aggiustamenti e completamenti, per i quali le esperienze degli altri sistemi finanziari offrono utili punti di riferimento.

CONSISTENZE DI VALORI MOBILIARI
(composizione percentuale)

ANNI	.TITOLI DI STATO			OBBLIGAZIONI			TOTALE
	B.O.T.	Altri Titoli Di Stato	Totale	Istit. Cred. Sp.	Imprese		
1977	27,5	24,9	52,4	37,4		10,2	100,0
1980	34,4	30,2	64,7	28,7		6,7	100,0
1981	40,5	27,9	68,4	26,1		5,5	100,0
1982	41,6	29,6	71,2	23,1		5,7	100,0
1983	35,3	39,6	75,0	20,0		5,0	100,0
1984	31,6	46,0	77,6	17,8		4,6	100,0
1985	27,9	52,7	80,5	15,3		4,1	100,0
1986	25,0	56,7	81,7	14,0		4,3	100,0
1987	25,0	57,1	82,1	13,6		4,3	100,0
1988	25,8	57,5	83,3	12,9		3,9	100,0
1989	26,8	57,5	84,3	12,3		3,5	100,0

BORSA VALORI DI MILANO - MERCATO AZIONARIO

Anno	Emissioni lorde (1)	Transazioni	Capitaliz- zazione di borsa	Societa' quotate	Rapporto Capital.ne/PIL
	(in miliardi di lire)				numero
1977	357	754	5.616	145	3,1
1980	1.442	7.343	21.901	134	5,6
1981	5.100	12.334	28.149	132	6,1
1982	3.152	3.770	27.737	137	5,1
1983	4.592	5.880	34.806	140	5,5
1984	5.341	7.143	48.181	144	6,6
1985	4.969	26.323	98.933	148	12,2
1986	14.523	66.609	186.698	184	20,8
1987	6.716	41.926	140.723	205	14,4
1988	5.184	41.308	175.802	212	16,2
1989	7.389	53.542	215.200	218	18,1
1990 (2)	11.369	43.176	195.724	225	
media 77-80	1.726	3.152	11.566		4,1
media 81-85	4.631	11.090	47.561		7,1
media 86-89	9.036	49.312	182.830		17,4

(1) compresi gli aumenti gratuiti.

(2) dati al 30 settembre

COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DEL SETTORE PRIVATO
(consistenze di fine periodo)

ANNI	Circolante	Depositi bancari	Depositi postali	Azioni e Fondi Comuni	Titoli di Stato	Altre obbligaz.	Attività su estero	Altre attività	Totale
1977	5.6	50.2	6.8	8.9	6.3	2.1	5.0	15.1	100
1980	4.3	41.1	5.8	22.7	9.5	1.2	4.0	11.4	100
1985	2.7	27.4	3.7	36.0	16.7	1.7	3.6	8.2	100
1986	2.3	23.3	3.4	43.5	15.4	1.5	3.4	7.2	100
1987	2.6	25.6	4.2	33.2	20.3	2.0	3.7	8.4	100
1988	2.7	23.9	3.7	32.9	21.7	2.3	4.2	8.6	100
1989	2.8	22.6	3.7	33.0	22.4	2.4	4.7	8.4	100