

CONFERENZA EUROMONEY

**I mercati dei capitali italiani:
nuove strategie nell'area dell'euro**

Intervento
del Governatore della Banca d'Italia
Antonio Fazio

Roma, 23 novembre 1999

Tra il 1985 e il 1998 la consistenza delle obbligazioni pubbliche e private nelle prime dieci economie industriali è passata dal 90 al 130 per cento del prodotto complessivo degli stessi paesi; la capitalizzazione delle borse dal 30 al 100 per cento. Il ricorso a strumenti derivati è cresciuto a ritmi ancora maggiori: tra il 1990 e il 1997 il valore nozionale dei derivati scambiati su mercati organizzati è salito dal 40 al 200 per cento del prodotto.

Il flusso dei prestiti concessi in favore di operatori non residenti dalle banche dei paesi dichiaranti alla Banca dei Regolamenti Internazionali ha raggiunto nel 1997 i 1.100 miliardi di dollari, pari al 5 per cento del prodotto dei paesi dichiaranti.

L'integrazione dei mercati finanziari, le prospettive di crescita dei paesi emergenti, la trasformazione delle economie in transizione hanno posto le premesse per accrescere l'efficienza nell'allocazione delle risorse a livello globale. Si è attenuato il vincolo costituito dalla carenza di finanza per la realizzazione degli investimenti, soprattutto nei paesi in via di sviluppo.

La sempre maggiore separazione tra i centri di formazione e quelli di utilizzo del risparmio può tuttavia contribuire ad accrescere la rischiosità degli investimenti. Le strategie volte alla massimizzazione del profitto nel breve periodo, comportamenti imitativi degli operatori hanno accentuato la variabilità delle quotazioni. L'ampio ricorso a strumenti derivati, assai utile per il controllo dei rischi finanziari, ha in alcuni casi rafforzato gli effetti negativi di comportamenti speculativi.

Nel nuovo contesto debbono essere valutate con attenzione l'adeguatezza delle politiche economiche nazionali, l'efficienza del sistema finanziario, le condizioni delle imprese prenditrici, l'effettiva destinazione dei fondi. Talora negli anni recenti gli operatori hanno continuato a indirizzare flussi cospicui di risparmio verso economie caratterizzate da profondi squilibri. Questi sviluppi hanno alimentato tensioni, sfociate in crisi finanziarie.

Il sistema finanziario italiano è sempre più integrato nell'economia globale; la partecipazione all'euro rafforza il processo di integrazione. La riconquistata stabilità monetaria ha creato condizioni macroeconomiche favorevoli all'espansione del mercato mobiliare. Rimane da colmare un divario dimensionale con gli altri principali paesi industriali.

Le obbligazioni

A livello globale la riduzione dell'assorbimento del risparmio da parte degli emittenti pubblici ha liberato risorse per il finanziamento degli investimenti produttivi e ha favorito il calo dei tassi di interesse.

In Europa, l'eliminazione del rischio di cambio ha reso particolarmente vigorosa la tendenza alla crescita del mercato dei titoli privati. Nel comparto obbligazionario è fortemente cresciuto il volume delle emissioni effettuate da operatori privati sia sui mercati nazionali, sia sull'euromercato. La maggiore dimensione media dei collocamenti, la standardizzazione delle caratteristiche hanno fornito impulso al mercato secondario. Dal 1998, con l'approssimarsi dell'introduzione dell'euro, le emissioni denominate in ECU sono tornate significative; si è nel contempo ridotta la quota di quelle in dollari.

Nei primi dieci mesi del 1999, in Italia le obbligazioni in euro hanno costituito quasi l'intero ammontare dei titoli emessi. La quota in euro delle emissioni di imprese francesi e tedesche si è mantenuta su livelli inferiori, rispettivamente pari all'86 e al 73 per cento. Nello stesso periodo le obbligazioni collocate sul mercato europeo da residenti in Germania, Francia e Italia sono fortemente cresciute rispetto all'anno precedente. Il fenomeno riflette anche il desiderio degli emittenti di acquisire visibilità nel nuovo comparto. Il ricorso a emissioni di importo molto elevato è stato favorito dalla preferenza dei sottoscrittori per titoli liquidi.

Nel caso delle imprese italiane, il volume delle emissioni è stato sospinto anche dall'esigenza di raccogliere fondi per effettuare operazioni di acquisizione di società quotate. Le emissioni delle imprese italiane sono state effettuate principalmente per il tramite di società finanziarie controllate.

Lo spazio reso disponibile dall'azione di risanamento dei conti pubblici è maggiore in Italia. Le potenzialità di crescita del comparto obbligazionario privato sono rese particolarmente favorevoli dall'efficienza del mercato secondario, nonché dall'apertura di nuovi mercati regolamentati, all'ingrosso e al dettaglio, dedicati ai titoli privati. Un contributo allo sviluppo di questo comparto verrà dall'intensificarsi delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti delle banche.

Il mercato monetario è caratterizzato da elevata funzionalità; la possibilità di scambiare fondi a breve per via telematica consente al nostro mercato interbancario dei depositi di svolgere un ruolo di rilievo nel contesto europeo.

L'organizzazione del mercato secondario dei titoli pubblici è all'avanguardia rispetto alle altre principali piazze finanziarie. Nato per agevolare la gestione del debito pubblico, dal suo avvio l'MTS ha registrato una crescita ininterrotta, che ha portato gli scambi medi giornalieri dai circa 300 miliardi di lire nel 1988 agli oltre 19 mila nei primi nove mesi del 1999.

Il differenziale lettera-denaro si colloca su valori bassissimi: nel 1999 esso è stato pari in media a circa 4 punti base. L'elevata efficienza operativa e la privatizzazione hanno favorito l'apertura internazionale. Sono presenti sul nostro mercato oltre 200 intermediari italiani ed esteri, che operano anche in accesso remoto.

Il modello italiano è stato preso a base della costituzione di numerosi mercati nazionali europei di titoli di Stato.

Le azioni

La capitalizzazione della borsa italiana è aumentata tra il 1994 e il 1999 dal 18 al 50 per cento del prodotto interno lordo. L'analoga quota è del 75 per cento in Francia e del 56 in Germania. Molto elevato è il divario rispetto alla Gran Bretagna e agli Stati Uniti.

Alla fine del 1998 il numero delle società quotate in Italia era di 223, come nel 1994. È migliorata la composizione del listino; molte delle imprese private che hanno fatto ingresso sul mercato operano nel settore industriale e non sono parte di gruppi già presenti in borsa. Nello stesso periodo in Germania le imprese nazionali quotate sono passate da 423 a 740, in Francia da 489 a 754, nel Regno Unito da 2070 a 2399.

Lo sviluppo della borsa italiana risente della diffusa presenza di piccole imprese e dell'ancora limitata propensione alla quotazione da parte delle aziende medie e grandi.

Dal 1994 l'aumento dei corsi è in parte legato al calo dei tassi nominali e reali. L'apporto al mercato delle nuove quotazioni è giunto soprattutto dalle operazioni di privatizzazione.

Il successo delle operazioni di collocamento di imprese pubbliche sul mercato testimonia l'elevato interesse dei risparmiatori italiani per l'investimento borsistico.

In presenza di una offerta ancora limitata, la richiesta di azioni da parte dei risparmiatori italiani ha dato anche luogo a un consistente investimento in titoli esteri. Nel 1998 gli acquisti di azioni estere sono ammontati a circa 24 miliardi di euro; la tendenza si è rafforzata nell'anno in corso: nei primi nove mesi essi hanno raggiunto i 22 miliardi di euro. Ai deflussi ha contribuito in misura rilevante il risparmio che transita attraverso i fondi comuni.

Rimane ancora trascurabile in Italia l'importanza dei fondi pensione a capitalizzazione, che in paesi a più evoluta struttura finanziaria rivestono un ruolo preminente. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito si stima che il portafoglio azionario di questi intermediari rappresenti circa un terzo del mercato borsistico nazionale.

Nel nostro Paese nell'ultimo quinquennio la crescita della borsa è stata favorita da innovazioni normative e da incentivi fiscali. Gli interventi sugli assetti organizzativi del mercato sono stati profondi; essi hanno accresciuto in misura considerevole la liquidità e la trasparenza delle transazioni. Nel 1998 il rapporto tra il controvalore degli scambi e la capitalizzazione è risultato prossimo al 100 per cento.

All'aumento ha contribuito lo sviluppo dei prodotti derivati. Nel 1998 il mercato italiano dei futures su azioni è risultato il secondo in Europa per volume di contrattazioni. Il ricorso ai derivati ha giovato all'efficienza degli scambi a pronti, la cui volatilità giornaliera si è ridotta rispetto alla prima metà del decennio, avvicinandosi ai valori osservati sui mercati più maturi.

La Borsa Italiana ha stipulato un accordo volto a permettere ai suoi aderenti di accedere liberamente alle altre maggiori piazze finanziarie europee; l'interconnessione consentirà a ciascun mercato di sfruttare appieno gli ingenti investimenti in tecnologia effettuati in passato e nel contempo di mantenere un rapporto privilegiato con le imprese nazionali.

Gli investitori esteri detengono poco più del 10 per cento delle azioni quotate; sono più attivi sul mercato dei prodotti derivati, dove prendono parte ad un terzo delle contrattazioni.

Nella nostra borsa è minore, rispetto alle altre, l'incidenza delle imprese non finanziarie. A queste fa capo nella nostra economia oltre il 90 per cento del valore aggiunto al costo dei fattori del settore privato; il loro peso sulla capitalizzazione della borsa italiana era invece del 54 per cento alla fine del 1998. In Germania la percentuale

del valore delle azioni quotate relativa alle imprese non finanziarie è superiore a 70, nel Regno Unito a 75, in Francia a 85.

È invece maggiore, rispetto ai principali paesi, la propensione alla quotazione da parte delle banche italiane, che rappresentano il 27 per cento del mercato, contro valori compresi tra il 10 e il 15 per cento all'estero.

Un contributo all'aumento del numero di aziende italiane quotate potrà venire dal circuito Euro-Nm, riservato alle piccole e alle medie imprese, innovative e con elevate prospettive di crescita. A pochi mesi dalla sua istituzione esso include 330 titoli, trattati congiuntamente su più piazze finanziarie europee, per una capitalizzazione complessiva di 80 miliardi di euro. L'adesione al circuito da parte della Borsa Italiana risale al giugno scorso; le 5 aziende italiane attualmente presenti costituiscono poco meno del 3 per cento della capitalizzazione complessiva.

Conclusioni

Nel sistema finanziario internazionale è fortemente aumentata l'attività degli investitori istituzionali, in grado di utilizzare tecniche operative avanzate e di limitare i costi e i rischi connessi con l'attività di investimento. L'acuirsi della concorrenza talora induce i gestori professionali a perseguire obiettivi con scadenza ravvicinata, contribuendo ad accentuare la varianza delle quotazioni dei titoli intorno ai valori di lungo periodo.

Il venire meno delle segmentazioni provocate dal rischio di cambio favorirà la creazione di un mercato azionario di respiro europeo. Per gli operatori finanziari si dischiude la possibilità di espandere considerevolmente il volume di attività; a essi è affidato il compito di allocare i flussi di risparmio tra i vari paesi.

È necessario in Italia realizzare un sostanziale sviluppo dei fondi pensione.

È sempre più importante una corretta valutazione, oltre che dell'andamento delle economie, dei settori, dei progetti di investimento. L'attenta selezione nell'allocazione dei fondi influenza positivamente l'espansione dell'economia globale.

L'Italia dispone di capacità professionali e imprenditoriali, di risorse di lavoro e di risparmio adeguate a sostenere il confronto con le altre economie nel nuovo, più competitivo contesto europeo e globale.

La diffusione delle piccole imprese può costituire un punto di forza dell'economia italiana in relazione alla capacità di utilizzare nuove tecnologie, di adeguarsi rapidamente al mutare delle condizioni esterne. L'acuirsi della concorrenza richiede tuttavia un forte avanzamento in settori innovativi, che unità operative di grandi dimensioni possono meglio realizzare.

Fondamentale è il contributo che il sistema finanziario può fornire, rendendo disponibili i finanziamenti ai progetti di investimento più meritevoli, contribuendo a fissare all'interno del Paese il risparmio nazionale, ad attrarre quello estero.

Il riassetto in corso del sistema creditizio, la formazione di grandi gruppi bancari forniranno sostegno all'operare e alla crescita delle imprese di dimensioni medie e grandi. Sono queste le imprese che, insieme con il ricco tessuto di piccole aziende, dotate di alta flessibilità e produttività, potranno imprimere un deciso impulso alla realizzazione di un più elevato livello di investimenti, all'introduzione di tecnologie avanzate nell'organizzazione e nella produzione, alla crescita del risparmio e dell'occupazione.