

L'Andamento del mercato

Nel biennio 1997-98 la *performance* di Borsa Italiana è stata molto positiva, sia per gli scambi sia per l'andamento dei corsi, grazie a fattori di carattere congiunturale e strutturale. Riguardo alle motivazioni congiunturali, la perdurante tendenza al ribasso dei tassi di interesse ha esercitato un potente fattore di stimolo al maggior orientamento della ricchezza finanziaria delle famiglie verso l'investimento azionario. Per ciò che concerne le ragioni di carattere strutturale, i risultati sono stati resi possibili, e in molti casi favoriti, dall'innovazione delle modalità di negoziazione, dall'evoluzione del diritto societario e dal processo di privatizzazione.



GLI SCAMBI DI STRUMENTI FINANZIARI AZIONARI

Il controvalore degli scambi di azioni italiane quotate in Borsa ha registrato una crescita notevolissima nel periodo in esame: la media giornaliera del controvalore è più che raddoppiata nel 1997 rispetto all'anno precedente, attestandosi a 1.344 miliardi di lire; nel 1998 gli scambi medi giornalieri, pari a 3.233 miliardi di lire, hanno addirittura superato di 2,4 volte quelli registrati nel 1997. Il controvalore complessivo degli scambi di azioni italiane è stato nel 1998 pari a 818.000 miliardi di lire, contro i 337.000 miliardi di lire del 1997; se si tiene conto anche delle azioni estere, degli scambi di blocchi e di quelli di spezzature, nonché degli scambi di azioni quotate avvenuti fuori mercato, si raggiunge un controvalore di 878.000 miliardi di lire nel 1998, rispetto ai 354.000 miliardi di lire del 1997. Nel 1998 il mercato azionario italiano si è attestato al terzo posto fra i paesi dell'area euro, preceduto da Germania e Francia, e al quinto posto a livello continentale, dopo anche Regno Unito e Svizzera.

- L'accresciuta liquidità del mercato di Borsa ha reso meno importanti i circuiti di scambio "laterali": l'incidenza degli scambi eseguiti all'esterno del sistema telematico (blocchi e "fuori mercato") rispetto a quelli eseguiti sul mercato si è infatti drasticamente ridotta. Ad esempio, se nel 1994 gli scambi *off-exchange* avevano un'incidenza del 7,7% rispetto a quelli effettuati sul sistema telematico, nel 1997 sono scesi al 4,3% e nel 1998 si sono attestati al 4,5%.
- Il rapporto fra controvalori scambiati e capitalizzazione di Borsa - *turnover velocity* - è stato pari al 107% nel 1998 contro il 68,5% del 1997; tale velocità di rigiro dei titoli quotati

Nel biennio 1997-98 il volume degli scambi azionari è continuamente aumentato, raggiungendo e mantenendo livelli record

rende Borsa Italiana una delle Borse più liquide a livello internazionale, preceduta da Regno Unito e Germania e seguita da Francia e Stati Uniti.

- La distribuzione delle azioni quotate per classi di liquidità degli scambi e quella delle giornate di Borsa in base al controvalore giornaliero danno la misura del *break* strutturale avvenuto nel periodo in esame, con apice nel 1998: le Tavole 9 e 10 mostrano uno spostamento netto e uniforme della distribuzione verso le classi caratterizzate da scambi più elevati. In particolare, nel 1998 oltre il 35% dei titoli ha scambiato in media più di 500 milioni di lire al giorno e meno di un quarto delle sedute ha visto scambi per controvalore complessivo inferiore a 2.500 miliardi di lire.

**TAVOLA 9 - BORSA ITALIANA
RIPARTIZIONE DELLE SEDUTE SECONDO IL VOLUME DI SCAMBI DI AZIONI**

Anno	Controvalore giornaliero (miliardi di lire)															
	0-50	50-100	100-200	200-300	300-400	400-500	500-600	600-700	700-800	800-900	900-1 000	1000-1 500	1500-2 000	2000-2 500	2500-3 000	oltre 3 000
1993	-	-	7	45	87	59	37	16	2	2	-	-	-	-	-	-
1994	-	-	-	3	24	32	48	33	27	15	13	46	9	2	-	-
1995	-	-	-	20	31	62	54	36	16	12	7	10	2	-	-	-
1996	-	-	2	14	40	55	42	28	27	10	8	18	6	2	-	-
1997	-	-	-	-	1	3	13	13	18	17	24	83	47	20	6	6
1998	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	13	54	62	120

Dalla Tavola 9, che riporta la distribuzione delle sedute secondo il controvalore scambiato, risulta come l'aumento del volume di scambi sia da ricondurre, soprattutto nel 1998, a un aumento dell'operatività "normale" più che alla presenza di alcune sedute o di alcuni periodi eccezionali, come si era verificato in passato. Se si usa come misura di dispersione il rapporto fra la differenza fra scarto interquartile (terzo e primo quartile) e la mediana, risulta come, nel 1998 rispetto al 1997, gli scambi siano stati meno dispersi sui livelli più elevati. Infatti, tale rapporto era pari al 42,9% nel 1998 e al 62,8% nel 1997, il che sta a indicare come la parte principale degli scambi sia stata molto più omogenea nel 1998 che nel 1997.

- La concentrazione degli scambi sui principali titoli continua ad essere elevata, ma in riduzione (vedi Tavola 11): le cinque azioni più attive hanno rappresentato il 37,3% degli

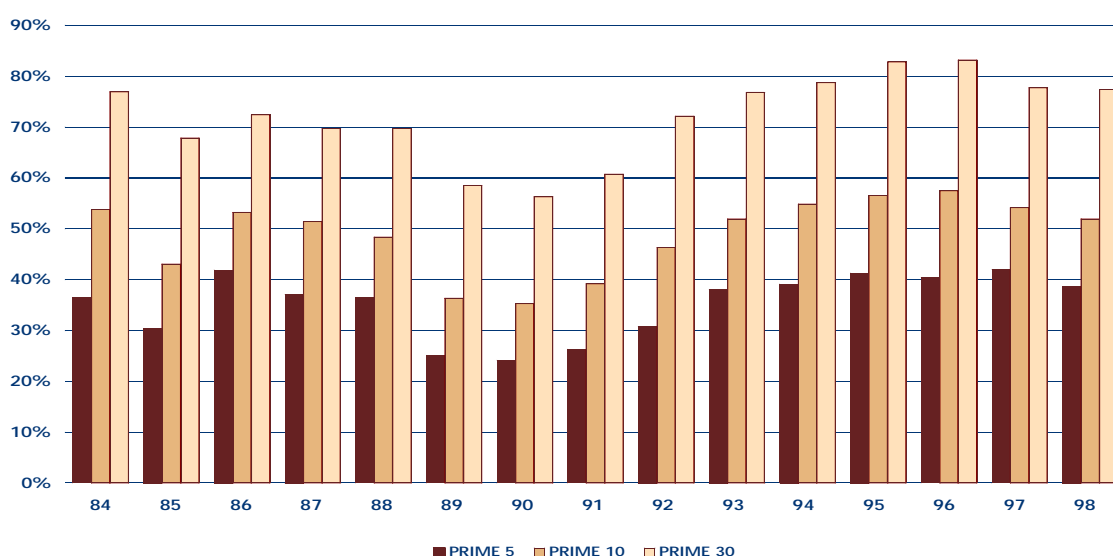
**TAVOLA 10 - BORSA ITALIANA
DISTRIBUZIONE DELLE AZIONI QUOTATE IN CLASSI DI LIQUIDITA'**

Classi di controvalore medio giornaliero (lire)	Percentuali sul totale del numero di azioni e del controvalore relativi a ogni classe											
	1993		1994		1995		1996		1997		1998	
	Azioni	Scambi	Azioni	Scambi	Azioni	Scambi	Azioni	Scambi	Azioni	Scambi	Azioni	Scambi
oltre 5 miliardi	5.1	65.6	8.6	79.3	7.3	78.9	8.3	80.7	13.8	88.1	10.4	81.1
da 1 a 5 miliardi	11.7	24.3	14.1	14.7	11.5	14.7	10.4	12.7	15.6	8.1	13.4	11.7
da 500 a 1.000 milioni	7.9	4.7	7.5	2.2	6.2	2.3	8.3	2.9	11.3	2.0	11.6	3.5
da 100 a 500 milioni	22.5	4.0	28.8	3.2	23.2	3.2	22.0	2.9	25.7	1.6	29.9	3.1
da 50 a 100 milioni	12.5	0.7	11.6	0.4	9.7	0.4	10.0	0.4	8.0	0.1	12.5	0.4
da 10 a 50 milioni	25.3	0.5	15.7	0.1	20.9	0.3	18.7	0.2	14.1	0.1	12.8	0.1
inferiori a 10 milioni	12.3	0.04	10.5	0.02	17.4	0.04	16.9	0.03	7.6	0.01	6.9	0.01
senza scambi	2.6	-	3.0	-	3.8	-	5.3	-	4.0	-	2.4	-

scambi complessivi nel 1997 e il 34,1% nel 1998; le prime dieci il 55,3% nel 1997 e il 53% nel 1998 e le prime trenta l'81,7% nel 1997 e il 77,9% nel 1998. La riduzione della concentrazione è un fenomeno sicuramente positivo in quanto implica che la maggiore liquidità del mercato ha interessato un numero più ampio di azioni. Tale indicazione è confermata dal fatto che i titoli compresi nell'indice Mib30 hanno ricoperto una quota pari al 76,2% degli scambi nel 1998 contro il 78,5% nel 1997; i titoli compresi nell'indice Midex, in cui sono presenti i titoli di società di medie dimensioni, hanno invece rappresentato il 6,9% degli scambi nel 1998, rispetto al 5,8% del 1997.

TAVOLA 11 - LE AZIONI PIU' ATTIVE

% del controvalore totale



- Per quanto riguarda la concentrazione temporale degli scambi, si è registrata una positiva tendenza a una migliore distribuzione dell'attività su tutti i giorni di Borsa aperta, con riferimento sia alla minore importanza di giornate caratterizzate da scambi eccezionali per ragioni di tipo tecnico (la concentrazione delle scadenze di contratti derivati e la conseguente operatività indotta "artificialmente" sul mercato *cash*), sia alla miglior distribuzione degli scambi per periodi ciclici.
 - ◆ Riguardo al primo aspetto, gli scambi effettuati nelle giornate di scadenza dei contratti futures e di opzione sull'indice hanno rappresentato solo il 3% degli scambi complessivi nel 1998, contro il 5% nel 1997; inoltre, gli scambi mediamente effettuati nei giorni di scadenza dei contratti futures sono stati pari nel 1998 a circa il 74% in più rispetto alla media giornaliera, mentre nel 1997 gli scambi dei giorni di scadenza dei contratti derivati erano pari a oltre il triplo. Infine, se nel 1997, ordinando in senso decrescente le giornate in base al volume di scambi sul mercato *cash*, le giornate di scadenza dei contratti futures ricoprivano la prima, la seconda, la quarta e la ventitreesima posizione, nel 1998 tali giornate erano al terzo, sedicesimo, ventesimo e trentanovesimo posto.

- ◆ Nel corso del 1998 sono risultati molto attivi i primi mesi dell'anno e, in particolare, marzo e aprile, con una media giornaliera rispettivamente pari a 5.166 e a 5.490 miliardi di lire, mentre nei mesi estivi l'attività è stata relativamente più moderata, con una media giornaliera pari a 2.873 miliardi di lire nel periodo giugno-agosto, rispetto a una media annua di 3.237 miliardi di lire. Al contrario, nel 1997 sono stati i mesi centrali dell'anno a distinguersi per maggiori volumi di attività: nel periodo giugno-settembre 1997, la media giornaliera degli scambi è stata pari a 1.594 miliardi di lire, da confrontare con una media generale dell'anno pari a 1.345 miliardi di lire. A dimostrazione di come la crescita della liquidità abbia interessato anche titoli minori, si può osservare che circa la metà delle azioni quotate ha fatto registrare scambi tutti i giorni di Borsa aperta, mentre solo l'11% delle azioni quotate non ha scambiato in oltre la metà dei giorni di Borsa aperta.

Nel biennio 1997-98, i corsi delle azioni trattate sul mercato azionario italiano hanno attraversato una fase di eccezionale crescita, che si è prolungata senza soluzioni di continuità da inizio 1997 ad aprile 1998, mese in cui si è toccato, a quota 25.647, il massimo storico dell'indice Mib

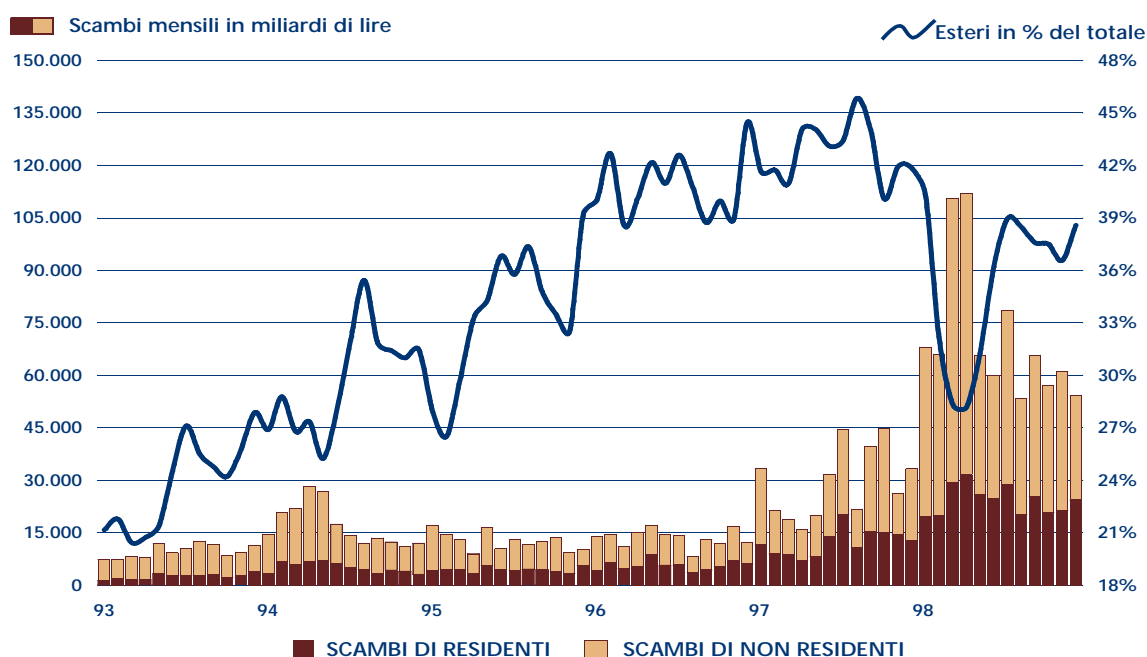
- Nel 1998 gli scambi di blocchi di azioni quotate sono risultati in aumento in cifra assoluta rispetto al 1997; la loro incidenza rispetto agli scambi complessivi registrati in Borsa è tuttavia aumentata solo marginalmente, passando dal 4,2% nel 1997 al 4,4% nel 1998. La dimensione media delle transazioni su blocchi è risultata in crescita, passando da 9.200 miliardi di lire nel 1997 a 11.600 miliardi di lire nel 1998; in realtà il tasso di crescita è coerente con quello medio dei corsi azionari. Nel periodo esaminato, la struttura del mercato telematico azionario e il suo livello di liquidità hanno consentito di fare fronte a transazioni unitarie anche di rilevante ammontare, senza contraccolpi in termini di liquidità e di erosione di prezzo.
- In sensibile aumento anche gli scambi di warrant, che si sono attestati a 9.500 miliardi di lire nel 1997 e a 18.400 miliardi di lire nel 1998. Anche in questo caso si tratta di un effetto di maggior liquidità del mercato, soprattutto in considerazione del fatto che l'aumento degli scambi si è verificato a fronte di una sensibile riduzione del numero di warrant quotati. In aumento significativo, soprattutto nel corso del 1998, gli scambi di obbligazioni convertibili, passati dai 3.000 miliardi di lire del 1997 ai 6.200 miliardi di lire del 1998. Nel 1998 hanno fatto il loro debutto sul mercato italiano i *covered warrants*, con risultati estremamente positivi, dato che gli scambi complessivi sono ammontati a 4.630 miliardi di lire, con una media giornaliera pari a 32 miliardi di lire.
- Pur nella sua progressiva marginalizzazione di cui la riduzione del numero di società quotate è testimonianza, il Mercato Ristretto ha beneficiato del crescente interesse verso l'investimento borsistico e ha visto più che triplicare gli scambi del 1998 rispetto al 1997, per un ammontare pari a 4.300 miliardi di lire.
- Infine, come si nota dalla Tavola 12, gli investitori esteri, che tendono a movimentare il portafoglio più velocemente rispetto a quelli nazionali, hanno aumentato la loro partecipazione sul mercato italiano. Infatti, a fronte di un peso sul totale della capitalizzazione intorno al 15% in entrambi gli anni, la quota sugli scambi totali originata dall'estero è stata pari al 42% nel 1997 e al 34% nel 1998.

L'ANDAMENTO DEI PREZZI

L'indice Mib Storico ha chiuso il 1998 a quota 23.035, con un rialzo del 41% rispetto a fine anno precedente. Il biennio 1997-98 ha evidenziato una successione di rialzi sostanzialmente senza soluzione di continuità, se si eccettua l'autunno 1998, in coincidenza con la crisi internazionale scatenatasi in occasione delle difficoltà finanziarie della Russia. Tra la fine del 1996 e la fine del 1998, il valore medio dei corsi azionari delle azioni quotate in Borsa è più che raddoppiato: l'indice Mib Storico era pari a 10.332 il 31 dicembre 1996 e a 23.035 il 30 dicembre 1998. Il rialzo dei corsi è stato lievemente maggiore nel 1997 (+58,2% nel corso dell'anno) rispetto al 1998 (+41,0%). Nei due anni considerati, i maggiori rialzi del 1997 si sono concentrati nei mesi di gennaio (+14%) e settembre (+13%), nonché nel bimestre giugno-luglio (+10% e +11%), mentre nel 1998 molto positivi sono stati i mesi di gennaio (+11%), marzo (+21%) e novembre (+13%), con una flessione dei corsi concentrata quasi integralmente nel periodo agosto-settembre (-14% e -11%). Nel luglio 1997 l'indice Mib Storico ha superato il precedente massimo storico che risaliva al maggio 1986; il 7 aprile del 1998 l'indice Mib Storico ha raggiunto quota 25.647, record massimo di tutti i tempi.

- Dal punto di vista dei tre macrosettori, nel 1997 sono stati particolarmente brillanti Servizi (+72%) e Finanziari (+71%). Con riferimento ai settori, le *performances* più positive sono state realizzate dai comparti Trasporti-Turismo, Servizi Finanziari (entrambi +99%) e Banche (+95%). Nel 1998 i macrosettori con maggior crescita sono stati ancora Finanziari (+55%) e Servizi (+45%); i settori maggiormente dinamici sono invece stati Elettronici (+114%), Media (+69%) e Trasporti-Turismo (+62%).
- Nel periodo esaminato è anche aumentata la volatilità degli indici azionari, interrompendo un trend che aveva caratterizzato gli anni immediatamente precedenti il 1997 (vedi Tavola 13). La differenza fra massimo e minimo dell'indice Mib Storico nel 1998 è stata pari al 54,1% (25.647 il 7 aprile contro 16.639 il 2 gennaio), mentre nel 1997 era del

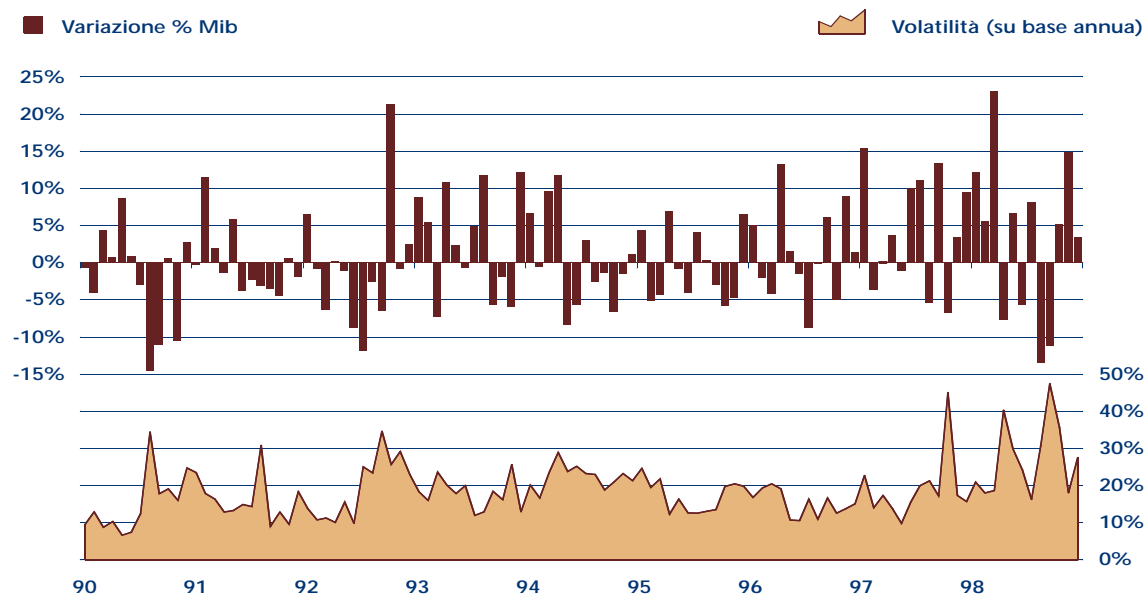
TAVOLA 12 - OPERATIVITA' DEGLI INVESTITORI ESTERI



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e Uic

59,6% (16.341 il 31 dicembre contro 10.237 il 2 gennaio). La deviazione standard dell'indice, in rapporto alla sua media annua, è stata pari all'11,4% nel 1997 e all'11,0% nel 1998. La deviazione standard annualizzata dei rendimenti giornalieri dell'indice è stata del 21,9% nel 1997 e del 30 % nel 1998. Infine, il numero di sedute con variazioni percentuali dell'indice superiori al 2% è stato pari a 28 nel 1997 e a 99 nel 1998, in notevole aumento rispetto agli anni precedenti.

TAVOLA 13 - RENDIMENTO E VOLATILITA' MENSILE



Il periodo in esame ha testimoniato per Borsa Italiana un importante salto di qualità, soprattutto con riferimento alla liquidità del mercato. Il volume degli scambi raggiunto, per la dimensione e per la regolarità con la quale sono stati mantenuti gli elevati livelli raggiunti è infatti tale da poter essere considerato in gran parte una stabile acquisizione.

La liquidità di Borsa Italiana è stata sicuramente favorita dal basso livello dei costi di transazione e dalla profondità del mercato dei principali titoli. Per quanto riguarda il primo aspetto, analisi comparative dei costi di transazione complessivi delle principali Borse internazionali portano il mercato italiano nelle primissime posizioni. Se infatti i costi di transazione sono misurati tenendo conto di tutte le commissioni e spese mediamente affrontate dagli investitori e del *market impact* che le loro stesse operazioni generano sul prezzo dei titoli, il costo di transazione della Borsa italiana è pari a circa 30 *basis points*, contro una media di quasi 60 *basis points* nei principali mercati internazionali (fonte: *Elkins/McSherry*, 1998). Elaborazioni svolte alla fine del 1997 hanno inoltre evidenziato che sui titoli del Mib30 le condizioni di liquidità del *book* consentono di eseguire transazioni di un miliardo di lire con costi di transazione, in termini di progressivo peggioramento del prezzo di esecuzione, pari a circa 45 *basis points*, mentre per i titoli più liquidi la medesima elaborazione forniva un valore pari a circa 28 *basis points*.