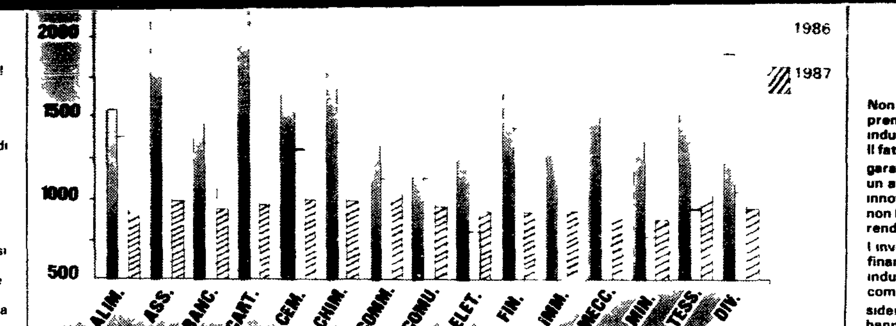
Anche ora che la Borsa si è raffreddata e i prezzi delle azioni sono scesi, c è più di un dubbio sulla capacità del mercato di esprimere i valori di equilibrio dell impresa nel lungo periodo Per valutare il mercato da questo punto di vista, si può ricorrere a diversi indicatori In ogni caso i confronti internazionali vanno presi con le pinze perché diversi sono i metodi di contabilità applicati nei differenti Paesi per determinare l utile Molti esperti ritengono che molti titoli siano tuttora sopravvalutati Nel grafico a destra la capitalizzazione dei diversi settori



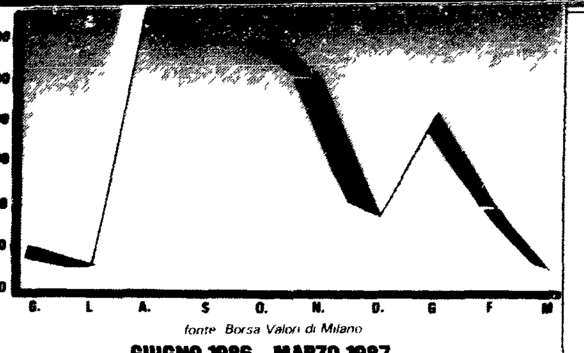
Non sempre il mercato premia le strategie industriali di lungo periodo Il fatto che un impresa garantisca per il futuro un attività di profonda innovazione tecnologica non basta di per sé a rendere attraente l investimento per la finanza Interi settori industriali, come le comunicazioni acqua e gas siderurgia metallurgia hanno una capitalizzazione di Borsa inferiore ai mezzi propri (capitale sociale, riserve, utile netto d'esercizio) Si tratta di comparti soggetti a profonde ristrutturazioni e in cui è prevalente l investimento pubblico Ciò significa che molte imprese vengono lasciate in un circolo vizioso: devono guadagnare prima di avere risolto i problemi finanziari in una situazione in cui il mercato non aiuta la ristrutturazione e forse nemmeno i programmi di sviluppo

Il prodotto dell'economia italiana è cresciuto del 2,7 % ma non di più. Attriti e lentezze nell'approfittare del contro shock petrolifero hanno impedito migliori risultati. Interessante l'andamento degli investimenti aumentati solo dell' 1,2 %. Per metà riguardano le costruzioni, macchine e attrezzature più 10 % (ma bisogna togliere l'aumento dei prezzi), nei trasporti sono stati investiti 13 mila miliardi (auto-moto veicoli), secca diminuzione degli investimenti nei mezzi di trasporto pubblico La disoccupazione è aumentata

IL CONTO ECONOMICO DELLE RISORSE E DEGLI IMPIEGHI

(in miliardi di lire correnti)

Aggregati	1985	1986
RISORSE		
Prodotto int. lordo prezzi/mercato	805 754	894 362
Importazioni di beni e servizi	184 443	162 192
TOTALE	990 197	1 056 554
IMPIEGHI		
Consumi finali interni	639 192	700 587
— delle famiglie	504 927	553 104
— collettivi	134 265	147 483
Investimenti lordi	181 647	189 162
— investimenti fissi lordi	170 429	179 904
— variazione delle scorte	11 218	9 258
Impieghi interni	820 839	889 749
Esportazioni di beni e servizio	169 358	166 805
TOTALE	990 197	1 056 554



Messa sotto pressione per mesi mentre si diffondevano false notizie sull uscita dei libici dal capitale l azione Fiat ha conosciuto il proprio momento di gloria nelle settimane cruciali nelle quali, a fine estate l affare stava andando realmente in porto Protagonista del pompaggio del valore del titolo la stessa Casa torinese la quale ha comprato attraverso l Ifil milioni di azioni Fiat sul mercato con il preciso scopo di «sostenere» il titolo il quale in seguito abbandonato al proprio destino una volta che l affare era stato fatto ha cominciato l inesorabile cammino a ritroso

Il fenomeno della finanziarizzazione Non c'è un criterio strettamente economico per giudicare la composizione ottimale della miscela produzione-finanza, ma sono possibili conflitti. Il caso di Londra: primato della City e declino industriale

na Un alto servizio del debito e un basso valore delle esportazioni significa che questi Paesi devono intraprendere la strada obbligata di ridurre il debito contraendo il reddito nazionale e le importazioni, ma queste sono le esportazioni dei Paesi industrializzati

Il *quarto fenomeno* e dato dagli effetti deleteri della «reaganomics» che ha portato gli Usa ad un tale disavanzo di bilancia dei pagamenti per cui non potendo conseguire il pareggio solo attraverso lo strumento della svalutazione per gli effetti inflazionistici che ne deriverebbero, si trovano di fronte alla scelta o di attuare una politica fiscale deflazionistica o di proteggere l industria nazionale con barriere tariffarie in entrambi i casi gli effetti sul resto del mondo sarebbero di segno senz altro deflazionistico

Infine il quinto fattore *di deflazione* e dato dalla mancanza di volonta dei Paesi strutturalmente in attivo, come il Giappone e la Germania di attuare una politica nettamente espansiva per i timori inflazionistici a torto o a ragione ad essa legati e dalla preferenza per le politiche neomercantilistiche di attivo di bilancia

PIU IN generale poi va ricordato che in tutti i Paesi industrializzati i bilanci dello Stato sono peggiorati per effetti congiunturali (una bassa dinamica del reddito porta con se un alta dinamica di alcune uscite e una bassa dinamica delle entrate) e per la accresciuta erogazione dei servizi dello stato sociale che e stato finanziato in disavanzo per non appesantire gli elettori con gravami fiscali considerati inaccettabili E quindi si e venuta a creare una diffusa ostilita nei confronti della tradizione (keynesiana) manovra di bilancio

D altro lato l elemento che sembra avere una valenza fortemente dinamica in questo decennio le radicali innovazioni di processo e di prodotto indotte dal la rivoluzione tecnologica che consentono elevate crescite di redditi e profitti in non pochi settori non hanno una generale valenza espansiva per il fatto che la stessa rapidita di penetrazione di nuovi prodotti e processi rende incerte le previsioni sulla domanda e sulla rapidita di obsolescenza delle tecniche e accorcia il periodo presunto di «pay-off» Queste cose scoraggiano investimenti estensivi e ampliamento della base produttiva

Ora, per tornare alla Borsa, tanto piu un Paese e aperto ai movimenti di capitale e tanto piu le Borse sono integrate e tanto piu l'effetto interno di uno shock deflazionistico che derivi dall'estero sara robusto Per questo io credo fuori posto e fuori tempo tutto l'attivismo liberista che sembra pervadere in questi tempi governi, università e giornali

La Borsa puo essere veicolo di instabilita non solo nel senso descritto sopra. Un sistema economico ove una certa distribuzione del reddito implica per le imprese un determinato rapporto di finanziamento esterno se si finanzia completamente attraverso il sistema bancario può essere inefficiente per il fatto che il risparmio delle famiglie prima di giungere all'impresa passa attraverso uno o piu intermediari Tuttavia e piu robusto, rispetto ad un sistema che per ipotesi si finanzi tutto direttamente attraverso la Borsa, per almeno due ragioni Se i singoli istituti bancari non sono sottoposti a compiti che non sono di loro natura (come la politica industriale o meridionalistica o di sostegno all occupazione) si può dire che gli istituti bancari così come l impersonale mercato azionario, hanno come criterio di scelta la performance economica delle imprese finanziate

MA I CRITERI di giudizio che banche e Borsa danno delle imprese sono diversi Le banche conoscono personalmente i loro clienti e spesso rispetto alla Borsa sono piu interessate alla sopravvivenza e all'allargamento dell attivita di queste sul mercato e vedono gli utili come frutti futuri di questi risultati la Borsa invece e piu attenta agli utili immediati Le imprese che si finanziano in Borsa per non rischiare una caduta degli utili, e quindi del valore del titolo, e rischiare di subire quindi delle scalate, sono spesso costrette ad accorciare il loro orizzonte temporale e non compiere investimenti dal lungo periodo di rientro Inoltre i singoli istituti di credito sanno che se escono precipitosamente da una situazione rischiosa l'impresa puo peggiorare al punto tale che la totalita del credito puo divenire inesigibile, mentre un tale ragionamento non e fatto dal singolo azionista. il frazionamento del debito delle imprese porta ad un comportamento dei propri finanziatori che meno le aiuta nelle fasi di difficolta I teorici della allocazione ottima ragionano sempre come se il sistema sia sempre in equilibrio e non abbia andamento oscillatorio come ha invece in realta

A PROPOSITO di allocazione ottima c e un ultimo punto da considerare, la cosiddetta «finanziarizzazione» che si può definire il rapporto tra attivita produttiva di beni e servizi non finanziari (chiamiamola industria) e attivita finanziaria in generale (chiamiamola finanza) Non c e nessun criterio strettamente economico per giudicare la composizione ottima della miscela Le due attivita possono essere reciprocamente funzionali ma possono diventare conflittuali Dal punto di vista smithiano del benessere della nazione e la attivita finanziaria che deve essere ancillare a quella che produce beni e servizi utili agli individui Molti grandi economisti mostrarono il ruolo importante che ebbero le banche nel decollo industriale (ad esempio Adam Smith descriveva il fenomeno in Scozia e Gerschenkron nel Nord Italia) Sempre nell'ottica della reciproca funzionalita (e ancillarita delle attivita finanziarie a quelle produttive) la tradizione inglese del pensiero di Keynes sostiene che e l'offerta di attivita finanziarie ad adeguarsi alla domanda di attivita finanziarie che deriva dalle imprese non finanziarie (endogeneita della finanza)

Tuttavia il capitale non e solo strumento di produzione fisica diretta ed indiretta, ma e anche, come ci insegnava Marx, rapporto di produzione e di potere E così può accadere che la finanza, vista nella sua accezione di «potere» puo entrare in conflitto con l'industria (in senso lato) L esempio piu noto e il conflitto che ha opposto la City all industria britannica circa la politica valutaria da richiedere al governo In Italia il «conflitto» tra i due settori non si manifesta in questo modo (Si noti che «industria» e «finanza» sono due categorie astratte, giacche in concreto delle persone fisiche o delle istituzioni possono essere e spesso sono, contemporaneamente operanti in entrambi i campi) Una delle cause del successo industriale nel lungo periodo di Giappone, Germania e Italia credo che possa essere ricercato nel peso, nella considerazione e nel rispetto che nella societa hanno avuto tecnici ed ingegneri (cosa che certo non si trova in misura paragonabile in Gran Bretagna dove uno puo diventare Lord se e un fisico ma difficilmente se e un «engeneer» che significa ingegnere o anche lavoratore metalmeccanico) Ora il boom delle attivita finanziarie degli anni Ottanta modifica questa cultura con effetti perniciosi sulla destinazione delle menti piu capaci e delle volonta piu energiche

LAVORARE dentro o intorno a piazza degli Affari e piu «pulito» implica minori conflitti aziendali tra lavoratori e datori di lavoro e offre maggiori miraggi di rapidi guadagni del lavoro nell industria Ma la ragione principale del successo risiede nei minori rischi dell introduzione di innovazioni Un invenzione di nuovi titoli di credito da intermediare puo essere piu o meno redditizia, ma difficilmente può portare al fallimento di chi si e spinto troppo avanti nella innovazione Non così nell industria dove spesso i grandi guadagni sono fatti dagli imitatori dopo un periodo di sperimentazione dell innovazione fatta da altri che hanno corso seri rischi anche di un completo fallimento La differenza e che l innovazione industriale una volta introdotta porta benefici alle imprese e al resto del l'economia sotto forma di salari maggiori e/o maggiori esportazioni e quindi maggiore occupazione

L innovazione finanziaria invece porta i suoi benefici in termini di maggiori profitti quasi esclusivamente a chi innova, attraverso una redistribuzione del reddito anziche una crescita del reddito Ora negli anni Ottanta una situazione monetaria generalmente tesa in tutto il mondo industrializzato (che si e manifestata dal 1979 in elevati saggi dell'interesse reale e monetario) ha accelerato i processi di innovazione finanziaria e ha allargato le quote di reddito e occupazione del settore finanziario

Una conseguenza di ciò e l indebolimento degli «animal spirit» industriali e una maggiore propensione ad indirizzare «imprenditorialita» nella finanza Una volta di piu il caso della Gran Bretagna e illuminante Londra e forse ancora la principale piazza finanziaria del mondo ma le esportazioni nette dei servizi della City sono ben poca cosa rispetto alle importazioni nette dei prodotti di un industria in declino tecnologico e con una debole carica innovativa ed imprenditoriale

Ges.fi.mi.
Fondi di investimento
Sforzesco e Visconteo
presenta

Capolavori Impressionisti
dei Musei Americani

Soprintendenza per i Beni Artistici e Storici, Milano
Soprintendenza per i Beni Artistici e Storici, Napoli
Comune di Milano
Pinacoteca di Brera
5 marzo - 3 maggio 1987
Catalogo Electa

di A. Pollio Salimbeni

Nardozzi: meno soldi su più titoli e sistema di controlli per salvaguardare efficienza e concorrenza

I quattro punti deboli di un mercato in ascesa

Lo stato di grazia degli ultimi due anni ha modificato solo in parte le debolezze strutturali del mercato borsistico L'afflusso di risparmio in Borsa e le conseguenti strabilianti *performances* delle imprese nella raccolta di capitale di rischio non costituiscono elementi di reale e duraturo sviluppo del mercato se non vengono eliminati i suoi punti deboli scarso spessore (un mercato e spesso quando la reazione ad acquisti o vendite di titoli in termini di prezzo e relativamente bassa) e piccola dimensione del mercato secondario, alta concentrazione sia della capitalizzazione che della contrattazione in pochi grandi gruppi che controllano il grosso del mercato Il quadro fornito da Giangiacomo Nardozzi, ordinario di economia all'università di Firenze e docente alla Bocconi di Milano è piuttosto controcorrente e si fonda su questa considerazione il sistema finanziario italiano si e sempre dimostrato molto capace a fornire quattrini alle imprese, molto meno ad assicurare la loro efficienza

Professor Nardozzi, in un suo recente saggio lei afferma, riferendosi all'esperienza americana, che gli interessi strategici delle imprese vengono sacrificati da una Borsa efficiente per sostenere i corsi nel breve periodo Anche le banche e gli investitori istituzionali opererebbero, nonostante quanto comunemente si pensi in questa direzione

Piu il mercato si avvicina alla perfezione cioè alla efficienza nel recepire e trasmettere l'informazione tanto piu e miope guarda ai risultati di breve, brevissimo periodo, mentre lo sviluppo industriale deve basarsi su logiche di medio-lungo periodo Questa e un osservazione che, da un po di tempo si ritrova di frequente sulla stampa americana ma e per lo piu ignorata da noi Se un'impresa decide un programma importante di investimenti ha, ovviamente, bisogno di capitali Sa qual è il segnale che arriva ad un mercato efficiente? Che l indebitamento aumentera e che i dividendi non saranno generosi Allora il prezzo dell'azione scende perche non hanno importanza le probabilita di successo del piano di investimenti, che potra dare i suoi frutti dopo qualche anno, ma il rendimento prevedibile nel brevissimo termine Ecco che viene punita un'impresa che ha la vista lunga In senso contrario un'impresa che riesce a tirar fuori plusvalenze dal bilancio viene premiata Si pensa c'e del buono da prendere

Questo avviene in un mercato perfetto Ma quanto è perfetto il mercato italiano? Lei ha parlato di «trappola dimensionale»

Certamente il mercato italiano e molto lontano dalla perfezione di quello americano Dovremmo cercare di perfezionarlo, questa e una via obbligata, pur essendo consci dei suoi limiti Noi siamo troppo abituati a guardare alla Borsa solo come luogo di raccolta di capitale, cioe come mercato primario o come strumento di articolazione finanziaria e produttiva delle imprese attraverso scorpori, acquisizioni fusioni Dovremmo vedere la Borsa piu come mercato cioe come luogo in cui si trattano titoli rappresentativi dei beni capitali per renderli liquidi sulla base di valutazioni che permettono un certo controllo dell'operato di imprenditori e *managers* E il mercato secondario che conta, non quello primario della raccolta di capitale

Il boom degli ultimi due anni ha cambiato molte cose rispetto al passato Ma il fatto nuovo non e la conseguenza del *boom*, cioè la raccolta delle imprese I fatti importanti sono il successo dei fondi di investimento, la maggiore presenza ed efficacia dell'azione della Consob, rivoluzionaria nella nostra storia, l'interesse degli investitori stranieri che presumibilmente rimarra al di la della congiuntura Questi sono progressi ma rimane inadeguata la dimensione del mercato secondario e un mercato che ha poco «fondo» le quantità trattate giornalmente cadono troppo velocemente con la flessione dell'indice di Borsa

Una volta ridimensionata la funzione del sistema finanziario al servizio dell'accumulazione del capitale trionfa l economia di carta?

Da qualche anno si osserva a livello internazionale una tendenza precisa La finanza si impone ormai in sè e per se, come settore «produttivo» del terziario avanzato verso il quale tendono le economie sviluppate Questo e un dato di fatto con il quale bisogna fare i conti e credo che sarebbe sciocco per l'Italia non adeguare il proprio mercato a questa tendenza Ma cio non significa che l'economia di carta non desti preoccupazione per un economista ne che possiamo affidare al solo mercato la funzione di controllo finanziario della efficiente conduzione delle imprese Vedo gravi problemi di instabilita finanziaria, a livello mondiale

F pero difficile sostenere che la Borsa non sia servita in Italia, ai grandi gruppi per rastrellare denaro da aggiungere agli abbondanti profitti

Si, questo e vero Le imprese hanno raccolto l anno passato circa 14 000 miliardi in Borsa e questa raccolta e andata soprattutto a favore di pochi grandi gruppi Ma, come dicevo questa non e una grande novita per chi conosce storia della nostra Borsa Sotto il profilo del rapporto tra imprese e Borsa e invece importante notare che oggi le imprese sono interessate al mercato azionario anche dal lato del controllo del risparmio che affluisce I gruppi Fiat Montedison De Benedetti partecipano alla intermediazione finanziaria attraverso societa di gestione fondi Hanno abbondanza mezzi da investire e questo e un fatto eccezionale dovuto al circolo virtuoso che si e venuto a creare tra impresa della profittabilita e euforia di Borsa Inoltre per le imprese la gestione della ricchezza finanziaria delle famiglie e un mercato con grandi prospettive [illegible]

[illegible]

Non c un po astratto questo modello rispetto strozzature esistenti in Italia

[illegible]

Chi controlla i nostri soldi? Gran lite tra Ciampi e Piga

di Renzo Stefanelli

La Commissione per le societa e la borsa (Consob) e la Banca d Italia litigano sul chi e come vigilare le operazioni del mercato del credito finanziario I parlamentari sono chiamati ad arbitrare il conflitto Le motivazioni appaiono quasi incomprensibili al pubblico C e qualcuno che vigila meglio dell'altro?

Gli scopi della vigilanza sono fare in modo che chi offre al pubblico azioni, titoli o qualunque altro strumento finanziario informi in modo esauriente sulla natura dell'operazione, evitare che la massa di «carta finanziaria» offerta superi le possibilità e rompa l'equilibrio del mercato in un certo periodo, assicurarsi che chiunque gestisce denaro altrui, agendo come intermediario finanziario, operi in modo corretto

La prima vigilanza e affidata alla Consob la seconda alla Banca d'Italia, la terza praticamente esiste solo per le compagnie di assicurazioni (ed e affidata all'Isvap) e le Banche (Banca d'Italia) ma la maggior parte degli attuali operatori vi sfugge largamente Banca d'Italia e Consob litigano per l'attribuzione del terzo tipo di vigilanza, quello dei controlli sull'operato degli amministratori Nel litigio si inseriscono i «liberalizzatori» per i quali sarebbe sufficiente il primo tipo di vigilanza l'informazione

L'informazione ha un ruolo essenziale ma e un costo Vedramola all'opera, allora, questa teoria Caso dell'emissione di azioni di risparmio nominalmente privilegiate ma in realtà gravate di un sovrapprezzo che distrugge la clausola del diritto a una remunerazione garantita La condizione dell'informazione era rispettata bastava fare un po' di conti La violazione della clausola del privilegio era implicita andava dedotta Chi doveva rendere esplicita la caratteristica di quei titoli? Questa domanda posta all'inizio dell'anno ad alcune delle societa emittenti come quelle del Gruppo De Benedetti aspetta ancora una risposta

Altro caso l'emissione delle azioni «libiche della Fiat avvenne a un prezzo che sta in un certo rapporto con la situazione patrimoniale della società. Nei mesi successivi il mercato ha ridotto del 25% quel prezzo Bastava leggere il bilancio per rendersene conto quindi la clausola dell'informazione era potenzialmente soddisfatta Nella pratica una parte cospicua degli acquirenti non si e mostrata molto informata E che sorpresa ritrovare fra i «non informati» i «professionisti del denaro di alcuni fondi comuni d'investimento

Sono casi nei quali sarebbe stato utile qualche «consiglio» dell'organo di vigilanza sul merito delle emissioni O almeno la richiesta di un «supplemento di informazione»

Non occorre tornare per questo a un mercato amministrato attraverso rigide autorizzazioni per ogni operazione Occorre però creare meccanismi che facciano scattare qualche penalizzazione per chi sfrutta le zone d'ombra Cio appare tanto piu necessario nel momento in cui si moltiplicano le forme e i soggetti di intermediazione

Fra i tre tipi di sorveglianza e i tre diversi organi vigilanti e necessario che uno e uno solo possa comprendere l'insieme degli operatori per alcuni requisiti di carattere generale La Banca d'Italia ritiene di avere una tale funzione Poiche pero si trincera nella difesa dell'attuale «legge bancaria» in cui molti degli attuali operatori e strumenti non sono previsti (perche prodotta quando non esistevano) l'efficacia dei suoi argomenti e iniziative resta molto limitata

Si concede alla Banca d'Italia la facolta non ancora realizzata di controllare le societa di leasing (locazione finanziaria) e factoring (sconto di carta commerciale) in quanto sostituti del credito bancario Concessione di scarso significato in un mercato dove un gran numero di altri operatori — in aumento continuamente in cerca di innovazioni — sviluppano il credito in nuove forme

Nei mercati internazionali viene osservata da qualche tempo la funzione di destabilizzazione valutaria — quindi della moneta e del credito — realizzata tramite la creazione e circolazione di titoli trattati nelle borse valori L'inserimento dell'Italia in questi mercati gia abbastanza avanzato crea condizioni analoghe Conoscenza tempestiva dei flussi e delle caratteristiche delle operazioni in modo da avere un quadro unitario della dinamica del mercato sono essenziali Fra i tre controllori la Banca d Italia e nella migliore posizione per sviluppare questa capacita di governo del mercato ma per farlo ha bisogno di una legge-quadro che regoli tanto il mercato del credito che quello finanziario La legge bancaria non basta piu

La Consob e l Isvap hanno gia troppo da fare nelle rispettive aree per esercitare in modo efficace le funzioni loro attribuite ma potenziabili con aggiornamenti legislativi

La sorveglianza comporta dei costi per chi la fa (organi pubblici) e per i vigilati Pare naturale che i potenziali violatori delle regole di mercato non desiderino quel costo Cio che spinge i tesorieri delle multinazionali a chiedere piena liberta nel commercio delle valute ad esempio non e una tesi politica ma soltanto la semplice espressione del loro specifico interesse Il governo valutario non e nel loro interesse ma in quello del 99% degli operatori economici che hanno bisogno appunto di un cambio valutario il piu possibile stabile e prevedibile

Dal punto di vista del 99% quindi la vigilanza e un investimento Il rendimento si puo contare tanto in termini di efficienza del mercato che di perdite evitate agli investitori che incappano negli abili manovratori dell arma dell informazione