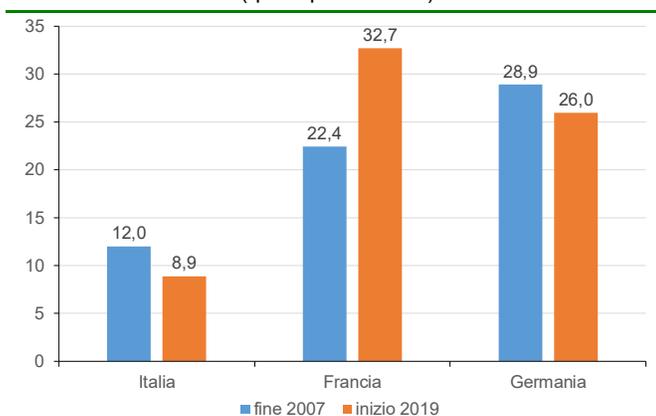


Capitalizzazione: Italia, Francia e Germania su totale eurozona (quota percentuale)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Abi

L'**andamento dei mercati azionari** è influenzato da numerosi fattori fra cui la crescita economica, con cui si riscontra una relazione positiva nel medio/lungo periodo. Mercati azionari e crescita economica negli Stati Uniti e nell'Area euro si sono mossi in modo sincrono dal 2000 al 2007; differente la situazione dopo la crisi del 2007/2009. I Paesi che hanno reagito meglio alla recessione hanno visto i listini azionari salire vistosamente; maggiori invece le difficoltà registrate dai mercati nei Paesi dell'Area euro, soprattutto in Italia. **Posto pari a 100 il valore degli indici azionari** ad inizio 2007, il Dax è dodici anni dopo a 170 punti, il Cac a 95 ed il FtseMib a 50 punti.

Analogo il trend evidenziato dalla crescita economica: tra il 2007 ed il 2018 in media d'anno la Germania è cresciuta dell'1,5%, la Francia dell'1,0% e l'Italia ha segnato un -0,2%.

Rispetto a prima della crisi economica del 2008 si sono modificate le **quote di capitalizzazione** di alcuni Paesi europei sul totale dell'Area euro: tra il 2007 ed il 2019 la Francia è salita al 33% dal 22%, la Germania scesa dal 29% al 26% e l'Italia dal 12% al 9%.

n. 18

03 giugno 2019



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Economia reale e mercato azionario: alcuni Paesi a confronto

A. Mastrotta  alessandra.mastrotta@bnlmail.com

L'andamento dei mercati azionari è influenzato da una serie di fattori che si estrinsecano su più livelli: globale, nazionale, aziendale. Nonostante numerosi elementi diversi dalla semplice crescita economica nazionale influenzino l'andamento del mercato azionario, i dati evidenziano come nel medio/lungo periodo sia possibile trovare una relazione positiva tra queste due grandezze. I mercati azionari e la crescita economica negli Stati Uniti e nell'Area euro, pur con intensità diverse, si sono mossi in modo abbastanza sincrono dal 2000 al 2007; la differente risposta alla crisi del 2007/2009 ha separato i percorsi. I Paesi che hanno reagito meglio alla recessione, come gli Stati Uniti, hanno anche visto i listini azionari salire vistosamente, in un trend avviato nel 2009 che non si è ancora concluso. In termini di capitalizzazione di borsa, il mercato azionario statunitense, anche per effetto dei massimi registrati dai listini nella fase di ripresa, vale oltre due volte il Pil.

Maggiori sono state le difficoltà per i Paesi dell'Area euro, soprattutto per l'Italia che ha vissuto una seconda fase recessiva: alcuni listini azionari, come il Cac e il FtseMib, non hanno ancora battuto i massimi toccati ad inizio 2000. Posto pari a 100 il valore degli indici azionari ad inizio 2007, il Dax è dodici anni dopo a 170 punti, il Cac a 95 ed il FtseMib a 50 punti. Analogo il trend evidenziato dalla crescita economica: tra il 2007 ed il 2018 in media d'anno la Germania è cresciuta dell'1,5%, la Francia dell'1,0% e l'Italia ha segnato un -0,2%.

Per meglio cogliere la complessità delle interrelazioni fra crescita, performance degli indici e dimensioni del mercato azionario, basta osservare l'andamento delle quote di capitalizzazione di alcuni Paesi europei sul totale dell'Area euro: tra il 2007 ed il 2019 la Francia è salita al 33% dal 22%, la Germania scesa al 26% dal 29% e l'Italia dal 12% al 9%. Anche osservando il grado di concentrazione del mercato emergono alcune interessanti peculiarità. Le prime cinque aziende sul mercato azionario più grande, quello statunitense, pur essendo dei "colossi" a livello mondiale, rappresentano meno del 10% dell'intera capitalizzazione della Borsa di New York, una quota più bassa della capitalizzazione complessiva della piazza azionaria di competenza rispetto alle prime cinque aziende quotate su mercati meno evoluti. In Italia il valore di borsa delle prime cinque aziende del FtseMib rappresenta il 35% della capitalizzazione della piazza di Milano.

Economia reale e mercati azionari, due facce della stessa medaglia?

Dal 2000 e fino ad oggi l'economia dei principali Paesi ha registrato fasi più o meno lunghe ed accentuate di crescita e rallentamento ed attraversato anche una crisi recessiva nel biennio 2007–2009. Nello stesso lasso di tempo, i principali indici azionari hanno espresso movimenti di forte calo e successiva ripresa: quest'ultima è risultata particolarmente intensa su alcuni listini, tanto da comportare in molti casi nel corso del biennio 2017-18 un reiterato aggiornamento dei massimi storici.

Sul fronte delle prospettive economiche, nonostante alcuni segnali di accelerazione congiunturale, negli Stati Uniti le aspettative sono per un possibile rallentamento, mentre ci si interroga su quanto possa essere duraturo il moderato ritmo di sviluppo evidenziato per l'Area euro dai dati più recenti. Il perdurare di questa situazione potrebbe comportare una modifica del tasso di sviluppo medio degli ultimi anni che è

coinciso con il movimento rialzista dei principali indici azionari. Visto che sembra sussistere una relazione positiva fra l'andamento dell'economia e gli indici azionari, alla luce dell'ipotesi di un rallentamento ci si può chiedere se il calo rispetto ai massimi storici segnati nel 2018 dai principali indici azionari possa rappresentare una correzione significativa del trend di lungo periodo oppure no.

L'interrelazione fra l'andamento dell'economia reale di un Paese ed il suo indice azionario è complessa ed articolata: da un lato si è portati ad ipotizzare una relazione positiva molto semplicistica (crescita economica significa imprese in salute, incremento degli utili e quindi valutazioni azionarie in crescita), dall'altro le quotazioni risentono anche di altri fattori che si estrinsecano su più livelli: globale, nazionale, aziendale. Fra i primi annoveriamo il trend mondiale di crescita e liquidità, le aspettative sulle politiche monetarie delle Banche centrali nonché un certo grado di correlazione fra mercati che indirizza i flussi di investimento e disinvestimento contemporaneamente nella stessa direzione. Sul fronte nazionale vi sono, oltre all'andamento economico del Paese, la situazione politica in senso lato e la composizione settoriale degli indici che può essere più o meno vulnerabile a movimenti avversi nella crescita economica. I diversi listini possono vedere la prevalenza di comparti più stabili (ad esempio i beni di consumo) rispetto ad altri più soggetti alla congiuntura economica (prodotti ciclici come industriali, auto, materie prime), e rendere più o meno labile il legame fra economia reale ed indici azionari. A Wall Street la maggiore rapidità con cui il Dow Jones (listino industriale) ha rinnovato i massimi storici del 2000 rispetto al Nasdaq (comparto tecnologico) è la prova di come la differente composizione dell'indice risponda in modo diverso all'andamento della stessa economia.

Andamento dei principali indici azionari

(Numero indice; gennaio 2000 = 100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Bloomberg

Ed infine, il livello aziendale: all'interno del tessuto economico specifico dei Paesi, influiscono sulla quotazione azionaria dei singoli titoli il settore di appartenenza, le strategie adottate per lo sviluppo dell'impresa, la dimensione media della stessa, gli assetti societari prevalenti nel Paese e le forme di finanziamento alternative, la capacità di generare utili. Nel caso di realtà aperte all'internazionalizzazione e delle multinazionali, influisce il fatto che gli utili siano prevalentemente collegati alle attività, e quindi all'andamento economico, di Paesi terzi rispetto a quello in cui l'azienda è quotata.

Non mancano quindi buoni motivi per ritenere non stringente il legame positivo fra l'andamento delle economie reali e gli indici azionari; tuttavia è possibile osservare come nel periodo dal 2000 ad oggi i due trend (economico e borsistico) sembrano rispondere spesso a questa logica.

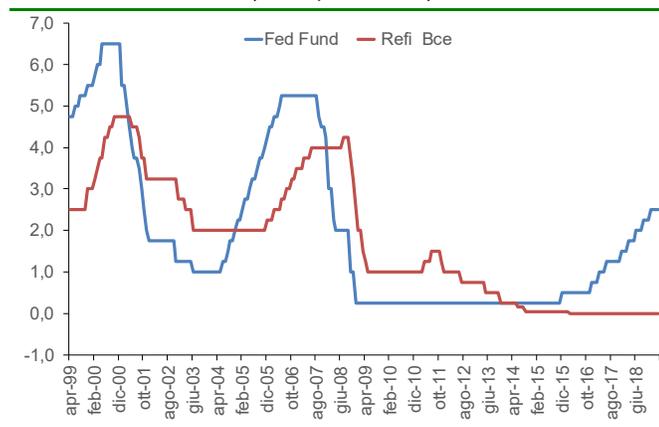
Il contesto economico dal 2000 ad oggi

Sono passati quasi vent'anni dall'avvio del nuovo millennio, un periodo caratterizzato in campo economico e finanziario da avvenimenti molto importanti. Sul fronte economico, il 2000 si è aperto con la prosecuzione di un ciclo di crescita a livello mondiale, frenato da avvenimenti di rilevanza storica: dalla crisi politica internazionale che ha fatto seguito all'attentato alle torri gemelle del settembre 2001, alla crisi finanziaria innescata nel 2007 dai mutui sub-prime statunitensi e seguita l'anno successivo dal fallimento di Lehman Brothers. Una catena di eventi che nel 2009 ha portato all'unica recessione dell'economia globale dagli anni '80 ad oggi.

Il recupero è stato difficile e non omogeneo: mentre negli Stati Uniti si cercava, con successo, di riprendere la strada della crescita con la Federal Reserve pronta ad intervenire con un orientamento di politica monetaria sempre più accomodante, nell'Area euro solo a fine 2009 si scopriva la reale situazione finanziaria della Grecia, giunta sull'orlo del fallimento. Il timore di contagio attraverso i mercati ha messo a dura prova anche la tenuta economica e finanziaria di altri Paesi: i PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) che in successione, con la sola eccezione dell'Italia, hanno fatto ricorso al sostegno dell'Unione europea. A partire dal 2011 questa crisi ha portato alcuni Paesi dell'Area euro ad una seconda fase recessiva, che ha visto i PIIGS esprimere tassi di crescita negativi per due o tre anni, ma che ha toccato anche Francia e Germania che hanno frenato vistosamente rispetto agli anni precedenti.

Tassi ufficiali Federal Reserve e Bce

(valori percentuali)



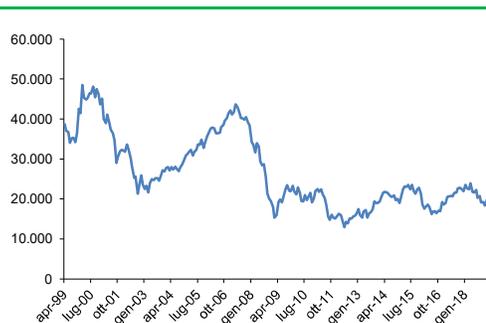
Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Bloomberg

A causa dello sfasamento temporale della crisi economica scoppiata negli Stati Uniti rispetto a quella propagatasi solo successivamente nell'Area euro, la risposta delle Banche centrali ha avuto tempistiche differenti. A partire da settembre 2007 la Fed ha iniziato a ridurre rapidamente i tassi ufficiali dal 5,25% arrivando a 0,00%-0,25% a dicembre 2008. La Bce ha invece deliberato il primo calo nell'ottobre del 2008, dopo

che a luglio dello stesso anno aveva aumentato il tasso di rifinanziamento al 4,25%; il movimento ribassista terminato nel maggio del 2009 ha spinto lo stesso tasso all'1,0%. A livello globale, in termini di politica monetaria la grave crisi economica seguita da una ripresa incerta ha comportato un allentamento senza precedenti. I tassi ufficiali e di mercato sono arrivati e rimasti su valori storicamente bassi ed in numerosi casi inferiori allo zero per un periodo molto prolungato che nell'Area euro non si è ancora concluso; nel contempo si è assistito ad una massiccia immissione di liquidità sui mercati. La Fed ha mantenuto il valore obiettivo dei fed fund allo 0,00%-0,25% per sette anni (da fine 2008 a fine 2015) e solo a dicembre 2015 ha dato avvio al ciclo dei rialzi, in risposta alla forte ripresa economica del Paese: oggi i fed fund si collocano al 2,25%-2,50%. È seguito l'allentamento monetario della Bce che, a fronte di una crescita economica meno favorevole, nei mesi tra aprile ed ottobre 2011 aveva tentato una riduzione del ciclo di espansione monetaria, però subito rientrato. Il tasso di rifinanziamento è tornato all'1,0% di inizio anno ma da allora ha ripreso a scendere ed a marzo del 2016 è stato fissato allo 0,0%; alla stessa data il tasso sui depositi presso la Banca centrale, che aveva toccato lo 0,0% già a giugno 2014, è sceso al -0,40%, livello a cui si trova ancora oggi. La politica estremamente accomodante seguita dalla Bce ha fornito sostegno ad una ripresa economica disomogenea tra i Paesi dell'area, ripresa che in questi ultimi mesi ha dato qualche segnale di rallentamento.

Indice FtseMib

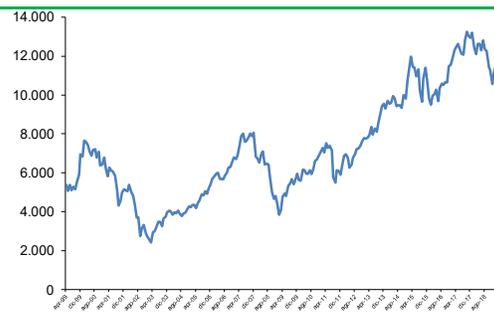
(andamento dal 1999, dati mensili)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Bloomberg

Indice Dax

(andamento dal 1999, dati mensili)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Bloomberg

Il mercato azionario dal 2000 ad oggi

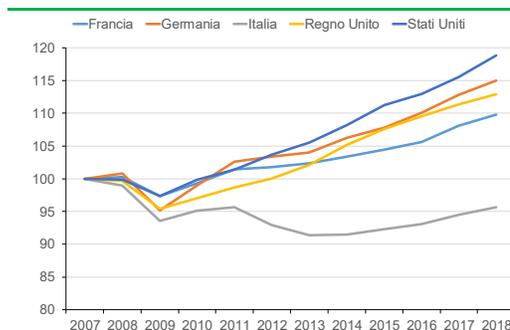
Parallelamente all'evoluzione dello scenario macro, a partire dal 2000 il mercato azionario ha seguito un andamento caratterizzato da ampie fluttuazioni. I movimenti dei listini, sia rialzisti che ribassisti, sono stati quasi senza precedenti per dimensione e forza. Negli anni '90 la diffusione di internet e la comprensione di tutte le potenzialità ad esso connesse avevano avuto come corollario il fortissimo interesse per il settore tecnologico da parte degli investitori: le quotazioni dei titoli azionari collegati a questo mondo (noti come "dotcom") avevano registrato rialzi che avevano spinto i principali listini a ripetuti miglioramenti dei massimi storici. Con l'avvio del 2000 quella che in seguito è stata riconosciuta come un'enorme bolla speculativa si è rapidamente sgonfiata; la correzione sulle principali piazze azionarie è durata all'incirca un biennio. A partire dal 2002/2003 le quotazioni hanno iniziato a recuperare; il trend positivo è durato fino al 2007, data in cui la crisi finanziaria avviata dai mutui subprime statunitensi ha bruscamente interrotto il ciclo rialzista. Le vicende successive, fra cui il

fallimento di Lehman Brothers, hanno spinto nuovamente al ribasso i titoli azionari in un movimento terminato nel 2009; la seguente fase di recupero, culminata nel 2018, prosegue ancora oggi.

Sebbene sia possibile evidenziare movimenti di fondo comuni ai principali mercati azionari, (2000–2002/3 ribasso; 2002/3–2007 rialzo; 2007–2009 ribasso; 2009–2018 rialzo) gli indici dei vari Paesi li hanno seguiti con diversa intensità: alcuni listini hanno uguagliato i record di inizio millennio già tra il 2006 ed il 2007 (Dax e Dow Jones), altri hanno impiegato più tempo (per il Nasdaq si è dovuto attendere fino al 2015), altri infine non li hanno ancora raggiunti (Cac e soprattutto FtseMib).

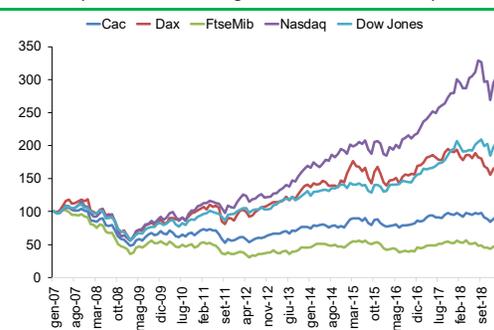
L'andamento dei principali listini internazionali nel ventennio considerato ci consente di cogliere meglio le peculiarità registrate dai vari mercati. Ad inizio 2000 il Nasdaq aveva superato i 5mila punti, la successiva correzione l'ha ridimensionato fino ai 1.100 punti del 2002 con un calo che ha sfiorato l'80%; tra il 2002 ed il 2007 una lenta ripresa ha assorbito il 40% della perdita originaria dal 2000, ma con la crisi finanziaria il Nasdaq è tornato a scendere portandosi nel 2009 vicino ai valori minimi del 2002. Da allora si è avviato un lungo trend rialzista, ma ci sono voluti altri sei anni per uguagliare i livelli massimi di inizio 2000. Questo ritardo rispetto al Dow Jones è dovuto al fatto che il Nasdaq è un indice composto dai principali titoli tecnologici ed informatici quotati a Wall Street e quindi più di tutti ha risentito dello sgonfiarsi della bolla speculativa di inizio 2000. Il trend di crescita tuttora in atto non è stato intaccato dalla correzione ribassista dell'estate scorsa: a maggio 2019 l'indice presenta un valore che supera del 50% il massimo di inizio 2000.

Andamento del Pil
(numero indice 2007 = 100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Fondo Monetario Internazionale

Andamento dei principali indici azionari
(numero indice gennaio 2007 = 100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Bloomberg

In Europa il Dax aveva raggiunto un massimo storico di 8mila punti prima dello scoppio della bolla "dotcom" e nei tre anni successivi registrato un calo del 70%, ma già nel 2007 era tornato sui massimi storici precedenti; la successiva crisi del 2007–2009 ha cancellato gran parte dei recuperi e più che dimezzato il valore dell'indice sceso sotto i 4mila punti. Da allora, ha preso avvio una lunga marcia rialzista che l'anno scorso ha portato il Dax al nuovo record storico oltre i 13.500 punti. La correzione ribassista di poco più di un anno fa, leggermente superiore al 20%, è stata successivamente assorbita in parte ed oggi il Dax si colloca intorno ai 12mila punti.

L'indice di Milano ha seguito il destino degli altri listini solo fino al 2007–2009: la bolla speculativa del "dotcom" lo aveva spinto fino ai 50mila punti; da qui il FtseMib aveva

perso quasi il 60% portandosi appena sopra i 20mila punti nel 2002 e nel 2003. Con la successiva reazione rialzista, il FtseMib è riuscito ad assorbire quasi tutte le perdite ed a riportarsi a poco più del 10% sotto i massimi di sempre, ma tra il 2007 ed il 2009 è sceso sotto i 12.500 punti con una perdita del 70% in poco meno di due anni. A partire da allora il FtseMib ha seguito una strada che lo ha allontanato dai movimenti condivisi dai principali listini. Nella scelta di asset allocation le vicende nazionali sulle prospettive di crescita oltre che di crisi politica e finanziaria hanno sopravanzato quelle internazionali che spingevano gli altri listini sempre più in alto. È venuta quindi a mancare una spinta rialzista per la piazza di Milano il cui indice ha risentito della crisi sui debiti sovrani che ha visto l'Italia fortemente coinvolta. Il FtseMib fino al 2012 è rimasto in prossimità dei valori più bassi già toccati nel 2009 riavvicinandosi ai 12mila punti; solo a partire da allora è iniziato il recupero delle quotazioni. Tuttavia, anche dopo il 2012 si sono confermate le difficoltà a mantenere un andamento analogo a quello delle altre piazze azionarie. A differenza di quanto accaduto per gli altri listini, praticamente tutti proiettati al rialzo e spesso in grado di rinnovare ripetutamente i massimi storici, il FtseMib non ha evidenziato alcun trend di lungo periodo, con valori ancora oggi confinati prevalentemente tra i 18mila ed i 22mila punti. In termini percentuali si tratta di una forchetta di recupero tra il 50% e l'80% dai minimi di sette anni fa, ma in realtà il valore centrale della fascia rappresenta solo il 40% dei massimi del 2000.

I dati evidenziano quindi come il trend positivo degli indici azionari iniziato nel 2009 sia stato più disomogeneo rispetto a quanto accaduto in precedenza. Al di là dei movimenti di breve periodo, che possono dare indicazioni meno univoche, osservando il trend di base degli ultimi dieci anni si nota che le piazze azionarie dei Paesi che si sono ripresi prima e meglio dalla crisi economica hanno beneficiato maggiormente della crescita globale e del contesto di tassi di interesse storicamente sui minimi, in uno scenario in cui il prolungarsi dell'atteggiamento estremamente accomodante delle Banche centrali era dovuto all'assenza di pressioni inflazionistiche a livello mondiale. L'acquisto di titoli obbligazionari in quantità massicce da parte delle principali Banche centrali, con il conseguente forte aumento della liquidità in circolazione, ha fatto il resto.

Secondo i dati del Fondo monetario internazionale, la crescita media annua del Pil reale nel periodo compreso tra il 2007 ed il 2018 è stata dell'1,9% negli Stati Uniti, dell'1,5% in Germania, dell'1,0% in Francia e del -0,2% in Italia. Ciò può spiegare perché proprio il Dow Jones e il Dax abbiano ritoccato anche in modo significativo i precedenti massimi storici segnati nel 2007, mentre il Cac ha faticato di più a recuperare i ribassi del periodo della crisi finanziaria e solo ora si trova vicino ai valori del 2007; per contro, la piazza di Milano è in ampio ritardo rispetto alle altre. L'Italia non ha riassorbito la doppia recessione che l'ha colpita e nel primo trimestre del 2019 il Pil è ancora 5 punti percentuali inferiore rispetto al livello toccato prima della crisi; analogamente il FtseMib si mantiene molto lontano dai massimi toccati nel 2007, per non parlare di quelli ancor più elevati di inizio 2000.

Economia reale e mercati azionari: ordini di grandezza

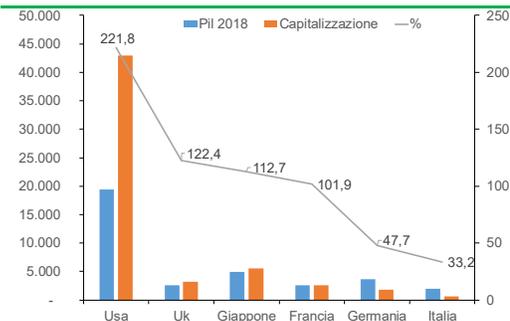
Il differente peso assunto su ogni mercato dagli elementi diversi dal quadro macro (quali ad esempio: dimensioni delle aziende, assetti societari prevalenti, forme di finanziamento alternative) determina nel tempo situazioni di base che possono portare a differenze strutturali anche significative fra i vari Paesi. Un interessante indicatore è costituito dalla dimensione del mercato azionario di un Paese rispetto al Pil. Per meglio capire le peculiarità dei diversi mercati, si sono messi in relazione il livello di capitalizzazione di alcune tra le principali piazze azionarie mondiali, calcolato a fine

febbraio 2019, e l'ammontare del Pil nel 2018 dei rispettivi Paesi di appartenenza degli indici (entrambi espressi in dollari).

Differenti situazioni balzano agli occhi: da un lato i paesi (Stati Uniti e Regno Unito) con i mercati finanziari più evoluti, dove sono numerosi i fondi assicurativi e pensionistici che investono una quota più rilevante del loro patrimonio in prodotti azionari; dall'altro, quelli pur avanzati in termini di economia reale ma con un settore finanziario meno sviluppato (Germania e Italia) in cui gli stessi soggetti, fondi assicurativi e pensionistici, oltre ad avere un minor peso in termini di asset, assumono scelte più prudenti. Ne consegue che il mercato azionario a Wall Street capitalizza più di due volte il Pil degli Stati Uniti e la piazza di Londra vale oltre il 120% del Pil del Regno Unito; per contro, il rapporto fra capitalizzazione e Pil si colloca su valori inferiori al 50% in Germania ed in Italia è ancora più basso: il controvalore delle azioni quotate rappresenta un terzo del Pil.

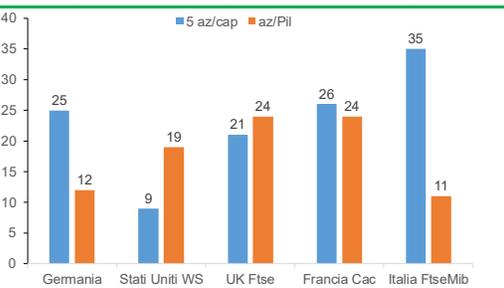
Pil e mercato azionario

(Pil e capitalizzazione mld Usd scala sx; capitalizzazione su Pil % scala dx)



Peso delle prime cinque aziende sui relativi mercati e Paesi

(valore % su capitalizzazione e Pil)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Fmi e Bloomberg

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Fmi e Bloomberg

In particolare, il confronto fra Regno Unito e Germania, con il Pil del primo Paese che è poco più del 70% del secondo ma la cui capitalizzazione azionaria è 1,7 volte quella tedesca, evidenzia come l'ammontare della capitalizzazione del mercato azionario non sia spiegata solo dalla dimensione dell'economia reale del Paese.

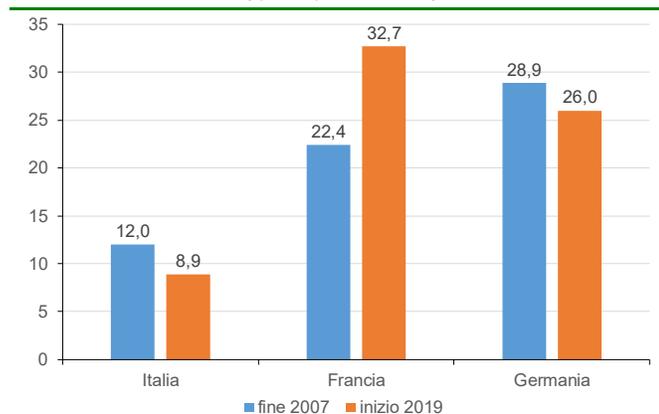
A prima vista può apparire come un paradosso, ma le prime cinque aziende sul mercato azionario più grande, quello statunitense, pur essendo dei "colossi" a livello mondiale, rappresentano una quota bassa della capitalizzazione complessiva della piazza azionaria di competenza rispetto alle prime cinque aziende quotate su mercati meno evoluti. Microsoft, Amazon, Apple, Google e Facebook valgono insieme poco meno del 10% dell'intera capitalizzazione della Borsa di New York, pari all'incirca al 20% del Pil statunitense; per contro, in Italia il valore di borsa delle prime cinque aziende del FtseMib rappresenta il 35% della capitalizzazione della piazza di Milano e poco più del 10% del Pil italiano.

Ciò è riconducibile essenzialmente a due ragioni: l'ovvia maggiore numerosità delle aziende presenti sui listini dei mercati azionari più sviluppati e il fatto che su questi siano più numerose le imprese di grandi dimensioni, mentre sui mercati azionari meno sviluppati sono in genere quotate poche aziende molto grandi ed un numero più ampio di quelle di medie dimensioni, in un movimento circolare di causa-effetto. Emblematico in tal senso il caso di Nokia, che da solo rappresenta all'incirca il 10% della capitalizzazione della borsa finlandese.

I processi di trasformazione in ambito finanziario richiedono tempo, tuttavia in un orizzonte temporale esteso i cambiamenti possono essere anche significativi. I dati Abi che illustrano l'andamento delle quote dei mercati azionari di Italia, Francia e Germania sul totale della capitalizzazione dell'eurozona mostrano come in poco più di 10 anni la borsa di Parigi, che attualmente rappresenta circa un terzo della capitalizzazione europea, abbia visto un aumento della propria quota, pari a 10pp a fronte di una riduzione di circa 3 punti percentuali sia per la Germania che per l'Italia. La quota italiana, pari al 9%, nel medesimo arco temporale è diventata un terzo di quella tedesca (26%) mentre nel 2007 era pari ad oltre il 40%.

In Italia il tessuto economico come noto è formato da un gran numero di piccole e medie imprese, spesso a carattere familiare, tradizionalmente restie alla quotazione in borsa sia per i costi da affrontare sia perché il passaggio viene spesso vissuto come una riduzione della propria autonomia gestionale a fronte di vantaggi ritenuti non sufficienti a passare ad un nuovo modello di management.

**Capitalizzazione: Italia, Francia e Germania su
totale eurozona**
(quota percentuale)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Abi

Negli ultimi anni si sta cercando di incentivare nel segmento delle Pmi lo sviluppo dell'investimento azionario, lavorando sia sul lato dell'offerta che su quello della domanda. Dal lato delle imprese, all'interno di Borsa Italiana è operativo il programma Elite che offre ad aziende selezionate anche la quotazione azionaria come una delle possibilità tra una serie di strumenti alternativi per finanziare la crescita; inoltre con la Legge di bilancio 2018 si prevede un credito d'imposta del 50% sui costi di consulenza sostenuti per la quotazione, valido per un triennio. Dal lato degli investitori, sono stati introdotti alcuni strumenti di investimento vincolati ad indirizzare una parte dei fondi raccolti in aziende quotate su listini azionari italiani diversi dal FtseMib. Va tuttavia osservato che le iniziative intraprese in questi ambiti presentano ancora una dimensione molto limitata e saranno necessari tempi molto lunghi perché abbiano un impatto significativo sull'impostazione strutturale del mercato azionario. Le attuali scelte ed i comportamenti sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta appaiono oggi molto radicati e le grandezze in campo sono ancora troppo ridotte (valga l'esempio del mercato AIM, su cui confluiscono quasi tutte le nuove aziende quotate, che rappresenta attualmente una percentuale non superiore al 5% della capitalizzazione di Borsa italiana).

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com