

I CORSI DI MERCATO DELLE AZIONI BANCARIE

1. Il tema dell'analisi dei corsi delle azioni bancarie, e in particolare la formazione di quelli delle banche popolari, quotati al mercato ristretto e anche al terzo mercato, è divenuto di moda a partire dall'ultimo trimestre del 1981, allorché quei corsi cominciarono a declinare, dopo avere per altro raggiunto livelli da molti commentatori giudicati troppo alti.

Va innanzi tutto precisato che la formazione dei corsi dei titoli bancari quotati, sia pure al ristretto o al terzo mercato, inerisce a pacchetti di assoluta minoranza; il che, per le banche popolari cooperative, è in ogni caso sempre l'ipotesi da prendere in considerazione, dato il confine di possesso massimo per ogni azionista.

L'investitore in pacchetti di assoluta minoranza deve quindi badare solo ai frutti che potrà trarre dal collocamento di risparmi nei valori di cui si tratta, essendo nullo di fatto il peso che potrà esercitare nella formulazione delle politiche e delle scelte di gestione della data banca.

Chi compra azioni ha come termine di raffronto di convenienza l'investimento obbligazionario; al presente, data la situazione di instabilità della moneta, un buon termine di raffronto potrebbe essere rappresentato dai CTR.

Un titolo a reddito fisso non garantisce il capitale nell'ipotesi di moneta che si svilisce; un titolo con cedole indicizzate impone un reinvestimento di tutta o gran parte della cedola per conservare il capitale; un titolo «reale» pareggia ogni anno, nella correzione in aumento del valore nominale, la perdita di potere di acquisto della moneta.

Non mi pare dubbio che l'acquirente di un'azione miri, oltre ai dividendi, a vedere almeno conservato il valore investito nel tempo; l'azione, per il risparmiatore, dovrebbe essere un titolo «reale». Potrebbe dirsi, in altre parole, che l'azionista attende una variazione dei corsi, all'aumento,

almeno pari alla perdita di valore della moneta. Poiché chi opera per investimento in titoli azionari agisce in un'ottica di medio periodo, la variazione minima attesa dei corsi va riguardata in tale proiezione temporale. Purché, è ovvio, gli acquisti iniziali non siano fatti a prezzi talmente alti, da rendere, comunque sia, impossibile, o altamente improbabile, il verificarsi delle attese. Il punto è, dunque, che il risparmiatore non accetti, al momento iniziale del suo investimento, un frutto, in termini di dividendo, rapportato al prezzo pagato, troppo basso rispetto a possibili avvenimenti futuri.

2. È osservazione comune che in un dato momento il rapporto fra l'ultimo dividendo pagato e il corso di una azione (saggio di rendimento del mercato) diverga anche rimarchevolmente da un titolo all'altro. È ovvio che ciò non è frutto di un errore del mercato, ma dipende dalla dinamica futura dei dividendi, correlata anche con distribuzioni gratuite di azioni e dalla prospettiva di poter sottoscrivere altre azioni a condizioni particolarmente vantaggiose.

Si prescinda da quest'ultima circostanza. Consideriamo, come esempio, le azioni delle Assicurazioni Generali. Chi le avesse comprate al prezzo massimo del 1976 (L. 48.400 cd.) le avrebbe in carico, dieci anni dopo, per effetto degli aumenti gratuiti del capitale, a L. 5.190 cd. Dato che la lira si è deprezzata nel frattempo di 3,75 volte, occorre ammettere che il valore capitale è stato preservato, giacché il moltiplico del numero di azioni è 6,22 volte tenendo in considerazione che ora circolano azioni di nominali L. 2.000 anziché come all'inizio, di nominali L. 3.000. Il monte dividendi distribuito si è moltiplicato di oltre 9 volte con un saggio medio di accrescimento del 25% all'anno. Quindi: (a) i dividendi sono aumentati a velocità molto maggiore dell'inflazione (media dell'inflazione nel decennio: 14,13%, media di variazione dei dividendi: 25%); (b) l'autofinanziamento, che ha consentito gli aumenti gratuiti di capitale, è stato in media del 20%. Ciò chiarisce perché i corsi del 1976 (massimo) potevano giudicarsi convenienti in un'ottica di medio periodo ancorché prospettassero all'istante un saggio di rendimento dell'1%.

La combinazione: dinamica dei redditi distribuiti e variazione del netto patrimoniale per autofinanziamento, dà la spiegazione dei corsi azionari nel tempo. Il mercato può sovraquotare o sottoquotare per qualche tempo, ma nell'arco di un decennio queste oscillazioni *overshooting* si correggono.

Occorre ora chiedersi quale debba essere la politica dei dividendi e dell'autofinanziamento di una banca, affinché l'azionista di assoluta minoranza possa raggiungere i propri obiettivi di investimento. Da detta politica deriva il saggio di rendimento del mercato e quindi il corso dell'azione.

3. Nell'ultimo decennio possiamo distinguere due periodi: il primo di inflazione tendenzialmente crescente, grosso modo dal 1976 al 1981, e il secondo con inflazione tendenzialmente decrescente, dal 1982 al 1986. Nel primo periodo, le banche attuarono importanti aumenti di capitale misti, con discreti sovrapprezzi per le azioni a pagamento e, dal più al meno, poterono gestire una politica di dividendi indicizzati sopra 100, ossia variabili in aumento in termini reali. Tale politica proseguì con minore elasticità nella seconda parte del decennio, allorché gli aumenti di capitale risultarono assai meno graditi dall'azionariato e i mercati quotarono corsi cedenti.

Il 1981 sembra segnare una svolta nelle prospettive di redditività delle banche. Le flessioni dei corsi innalzarono i saggi di rendimento, ma gli aumenti di capitale, divenendo possibili con sovrapprezzi inferiori alla proporzione delle riserve rispetto al capitale sociale, sembrarono incidere a medio termine sulle capacità di autofinanziamento.

La banca, come ogni altra impresa, deve almeno conservare il capitale proprio in termini reali. In rapporto al totale degli attivi, le aziende di credito hanno modeste poste rivalutabili per adeguamento monetario, forse il 3 o 4 per cento del totale di bilancio. La conservazione del capitale proprio può ottenersi con autofinanziamento, ovvero con nuovi conferimenti da parte dei soci. Questi confermerebbero una capacità adeguata di autofinanziamento solo se inferiori agli utili distribuiti.; qualora eccedessero tale grandezza, si avrebbe il sintomo contrario, solo giustificabile con un alto grado di espansione dell'attività aziendale.

Se il rapporto capitali propri/capitali altrui fosse giudicato soddisfacente in un dato momento, dato che lo sviluppo in termini reali dei mezzi amministrati non è, nel settore bancario, molto alto, o almeno non lo è stato nell'ultimo decennio, la conservazione del rapporto in discorso dovrebbe essere possibile con il solo autofinanziamento. I nuovi conferimenti di espansione, per mantenere il rapporto capitali propri/capitali altrui non avrebbero dovuto, pertanto, essere molto rilevanti. In ogni caso, la redditività dovrebbe essere tale da pareggiare le occorrenze di conservazione

del patrimonio, dato lo svilimento monetario, e di remunerazione del medesimo. Torna la deduzione che, nel ramo produttivo in esame, qualora si preferisca perseguire la politica di variazione del patrimonio netto con i nuovi conferimenti, questi, in un arco di tempo medio, non dovrebbero eccedere gli utili distribuiti. I quali ultimi, a loro volta, dovrebbero essere indicizzati sopra cento.

Nella prima parte dell'ultimo decennio credo che i nuovi conferimenti abbiano nettamente ecceduto gli utili distribuiti e che tale situazione non si sia forse ancor oggi del tutto riequilibrata. Gli aumenti dei corsi, in genere *overshooting* fino al 1981, hanno scontato una redditività che non si è prodotta nell'ultimo lustro, nel quale pure bisognava tutelare il valore reale di quei conferimenti.

Le banche svizzere, che operano in uno schema di vigilanza prudenziale, debbono quasi ogni anno chiedere nuovi conferimenti ai soci. Per questi ultimi il reinvestimento dei dividendi appare mediamente sufficiente. Là il sistema bancario cresce in termini reali, in una condizione di stabilità monetaria.

4. Nello schema di ragionamento precedente, in assenza di nuovi conferimenti, la dinamica dei dividendi, prescindendo per ora dall'inflazione, è data dall'autofinanziamento (nell'ipotesi che gli utili reinvestiti non fruttino meno dei capitali precedenti), dal *leverage* dei capitali altrui (invero, in Italia, non alto in presenza di una severa disciplina della riserva obbligatoria e di più o meno manifesti vincoli di portafoglio), da un incremento dei ricavi netti per provvigioni e commissioni, più alto dell'incremento dei così detti costi operativi. A ben vedere, però, gli utili netti tirano prevalentemente a crescere nella proporzione dell'autofinanziamento netto. Sia M_d il monte dividendi; esso crescerà, a parità di politica di ritenzione degli utili, di $(1 + i_a)$, ove i_a è il saggio di autofinanziamento da utili netti. Solo se $i_a > i_{sm}$, ossia il saggio di autofinanziamento supera quello di svilimento monetario, i dividendi potranno essere indicizzati sopra cento.

Gli utili netti si scompongono in dividendi e autofinanziamento. Il saggio di profitto i_p (rapporto fra utili netti e capitale di bilancio) è uguale, per definizione, alla somma del saggio di dividendo i_d più il saggio di autofinanziamento i_a .

Il valore di un'azione può essere calcolato moltiplicando il valore contabile di una azione per

$$\frac{i_d (1 + i_a)}{i_c - i_a} = \frac{\text{saggio di dividendo atteso}}{\text{saggio di capitalizzazione} - \text{saggio di autofinanziamento}}$$

ove il saggio di capitalizzazione è il frutto percentuale desiderato dal mercato per un investimento azionario, in ipotesi di assenza di autofinanziamento.

Lo stesso risultato si ottiene con l'espressione:

$$\frac{d (1 + 1_a)}{i_c - i_a}$$

ossia ponendo a numeratore l'ammontare del dividendo unitario, anziché il saggio di dividendo. Tanto più è alto, in termini reali, l'autofinanziamento, tanto più può essere basso il saggio di rendimento all'istante, giacché i dividendi possono crescere in termini reali (indicizzazione sopra cento).

Si supponga che al presente il frutto mediamente desiderato dal mercato per un investimento azionario sia il 12 ovvero il 13 oppure il 14 o ancora il 15 per cento, e che in media il credito di imposta pareggi gli oneri fiscali per l'azionista. Possa il dividendo variare da 1000 a 3000 lire, passando da un saggio di autofinanziamento pari al 10 per cento a un saggio di autofinanziamento nullo.

La seguente tabella è significativa.

dividendo unitario	saggio di autofinanziamento i_a	Valore azione			
		$i_c = 0,12$	$i_c = 0,13$	$i_c = 0,14$	$i_c = 0,15$
1000	0,10	55.000	36.667	27.500	22.000
1200	0,09	43.600	32.700	26.160	21.800
1400	0,08	37.800	30.240	25.200	21.600
1600	0,07	32.240	28.533	24.457	21.400
1800	0,06	31.800	27.257	23.850	21.200
2000	0,05	30.000	26.250	23.333	21.000
2200	0,04	28.600	25.422	22.880	20.800
2400	0,03	27.467	24.720	22.473	20.600
2600	0,02	26.520	24.109	22.100	20.400
2800	0,01	25.709	23.567	21.754	20.200
3000	—	25.000	23.077	21.429	20.000

La tabella dimostra, innanzi tutto, che al decrescere dell'autofinanziamento con aumento del dividendo unitario corrisponde una diminuzione del valore delle azioni. Il dividendo, in futuro, non potrà, infatti, crescere in termini reali. Chi ha cercato di contrastare la caduta dei prezzi di mercato negli ultimi anni a spese dell'autofinanziamento avrebbe dunque errato. L'uso del condizionale si impone, giacché potrebbero dipoi mutare le situazioni esterne di mercato.

Se supponiamo che il dividendo di 1000 corrisponda al 5% del valore contabile di ogni azione (capitale sociale più riserve diviso il numero delle azioni in circolazione), e supponiamo ancora che il saggio di inflazione sia pari all'8%, sia ha chiara l'evidenza che il valore dell'azione aumenta quanto più il saggio di autofinanziamento supera quello di svilimento monetario e, soprattutto, quanto più si abbassa il saggio di capitalizzazione. Quest'ultima circostanza si congiunge alla prima, come dimostra in modo evidentissimo il caso sopra ricordato delle Assicurazioni Generali.

Un saggio di profitto del 15% e un saggio di autofinanziamento del 10% trascinano all'ingiù il saggio di capitalizzazione, giacché appare concreta la possibilità di una indicizzazione dei dividendi sopra cento. Tale variazione diviene a medio termine inevitabilmente sotto cento, allorché il saggio di autofinanziamento è più basso di quello di inflazione. A questi punti, la correzione dei corsi avviene all'ingiù in seguito all'aumento del saggio di capitalizzazione, il quale cresce quanto più i dividendi si prospettano, a medio termine, indicizzati sotto cento. Non si può dimenticare che se il saggio di autofinanziamento è inferiore a quello di inflazione, il riparto degli utili significa di fatto distribuzione di capitale. La correzione con nuovi conferimenti potrebbe risultare inadeguata o addirittura dannosa, se il saggio di profitto non sarà in grado di consentire un successivo congruo autofinanziamento conservando la politica dei dividendi.

L'inadeguatezza dell'autofinanziamento può, infatti, essere compensata con aumenti di capitale a pagamento, i quali, se effettuati con sovrapprezzo, come sovente è avvenuto, soprattutto nella prima parte dell'ultimo decennio, riescono ad avere un «effetto di leva» per la successiva politica dei dividendi, giacché possono prospettare un saggio di remunerazione immediato delle nuove azioni nettamente inferiore al saggio di interesse corrente. Ma se dipoi tale ultimo saggio scendesse, scemerebbe l'effetto sopra

ricordato, e la politica degli aumenti di capitale non si dimostrerebbe valida alternativa a quella dell'autofinanziamento.

5. L'ultima osservazione induce a fermare l'attenzione su altri due punti. Il primo: gli effetti dell'inflazione, con la sua mutevole velocità, sui corsi delle azioni bancarie; il secondo: le nuove strategie operative delle banche.

I titoli bancari hanno fruito di quotazioni crescenti allorché la velocità dell'inflazione aumentava, nonostante tale circostanza significasse progressivo peggioramento dell'economia delle imprese e quindi della qualità del portafoglio prestiti. Saggi di inflazione crescenti significano, infatti, possibilità di fare affidamento su un «effetto di leva» di nuovi conferimenti di capitale, che possono essere lanciati con sovrapprezzi, perché la politica dei dividendi è agevolmente indicizzata sopra cento, anche in virtù del fatto che il movimento all'insù dei saggi di interesse è più pronto per quelli attivi negoziati dalla banche.

Simili circostanze, indubitato favorevoli *pro tempore*, invertono segno allorché la velocità dell'inflazione flette. Ancora una volta i saggi attivi sono più pronti nel movimento, che però è all'ingiù. Occorrerà un minore saggio di autofinanziamento, data la minore cadenza dello svilimento monetario, ma anche il saggio di profitto diminuirà. Chi avesse fondato la propria politica più sugli aumenti di capitale che sull'autofinanziamento, vedrà sempre più ardua una politica di dividendi indicizzati, ancor più se indicizzati sopra cento. La conseguente possibile incapacità di adeguato autofinanziamento inciderà sul corso delle azioni.

L'*optimum*, se così si può dire, è di poter congiungere, quando l'inflazione sale, una politica di autofinanziamento adeguata con una politica di aumenti di capitale con sovrapprezzo che abbia «effetto di leva» sugli utili distribuibili. È politica che, negli ultimi lustri, è riuscita a poche istituzioni creditizie.

Se l'inflazione fosse nulla, il saggio di autofinanziamento potrebbe essere pure nullo o, meglio, contenuto, dati gli obblighi per le riserve legali e statuarie. Il saggio di profitto non potrebbe essere molto più alto del saggio medio di interesse corrente.

I dividendi non dovrebbero più essere indicizzati, ma potrebbero variare in modo discontinuo, ogni qualche anno, giovandosi dell'effetto dell'autofinanziamento.

Dovrebbe essere preoccupazione di immagine di ogni banca di non

ridurre, non ostante la flessione a zero del grado di svilimento della moneta, la misura assoluta dei dividendi unitari. Questa considerazione induce a riflettere sul «saggio reale di dividendo», rapportato al valore patrimoniale che va conservato con l'autofinanziamento. Tale «saggio reale», se facciamo riferimento all'esperienza dei CTR, potrebbe oscillare fra il 4 e il 6 per cento, tendendo verso il valore inferiore, se sarà possibile negli anni successivi una indicizzazione sopra cento, e al valore superiore, se sarà possibile solo l'indicizzazione. In tali casi la caduta a zero della velocità dell'inflazione non dovrebbe comportare la riduzione dei dividendi unitari.

Insisto su questo ultimo punto, poiché credo che il mercato ristretto abbia manifestato in questi ultimi anni una flessione *overshooting*, nel timore che i dividendi bancari, diminuendo l'inflazione, si indicizzino sotto cento o addirittura possano, in un futuro di medio termine, nell'ipotesi che lo svilimento monetario venga annullato, flettere in misura assoluta. Non poche istituzioni creditizie, invero, palesano un saggio di autofinanziamento inferiore a quello di inflazione.

6. Poiché alle banche non è lecito scommettere su una futura ripresa dell'inflazione, che anzi devono cooperare per il risultato opposto, è evidente che allo svilimento monetario calante debbano rispondere con un incremento di efficienza, punto sul quale, invero, le autorità monetarie da qualche tempo richiamano l'attenzione.

Tale aumento di efficienza operativa deve avvenire in un contesto in cui dovranno concretarsi: la «rivoluzione» nel sistema dei pagamenti, passando dalla moneta scritturale a quella elettronica; un nuovo sviluppo del processo di *securitization* delle imprese; inevitabili movimenti alla concentrazione nell'ambito del sistema creditizio; una caduta del peso dell'intermediazione bancaria nel quadro complessivo delle attività finanziarie.

Sarebbe sciocco pensare che azionisti e risparmiatori ignorino le alee connesse con le quattro circostanze testé elencate, tanto più che conoscono il principale gravissimo ostacolo a che esse si concretino, permettendo al sistema creditizio di tenere il passo con la competizione internazionale e restando aperto al mercato monetario mondiale. Tale ostacolo è un immane debito pubblico, che cresce con indicizzazione sopra cento, senza che nessun segnale concreto faccia sperare in una qualche possibilità di arrestarne l'aumento. Le esigenze di classamento delle nuove emissioni

statali trascinano vincoli amministrativi sulle banche, disordine nel sistema dei saggi di interesse e di rendimento, ostacoli ai movimenti internazionali dei capitali, freni alla *securitization* delle imprese, impacci alle innovazioni nei sistemi dei pagamenti, e via numerando. La situazione dei pubblici bilanci è condizione di grave incertezza per il realizzarsi di politiche di maggiore efficienza delle banche.

L'esplosione della borsa, ma non dei corsi delle azioni bancarie, dimostra che risparmiatori e speculatori puntano sulla *securitization* delle imprese e sull'aumento dei profitti collegati con la flessione dei saggi di interesse, del costo dell'energia e con l'aumento delle produzioni. Detta *securitization* sta concretandosi per mezzo di intermediari non bancari, mentre le banche sono pubblicamente criticate di non ostacolarla, inducendo i risparmiatori ad acquistare, prima e sopra tutto, valori pubblici.

La cautela all'acquisto di azioni bancarie da parte dei risparmiatori non è dunque, del tutto ingiustificata.

7. La risposta vincente passa dall'accettare, da parte del sistema bancario, un discreto grado di disintermediazione.

Non si può giudicare fisiologico che un quaranta per cento circa dei depositi, tutti a vista, sia collocato in valori mobiliari con una vita media tra i quattro e i cinque anni. Se il sistema operasse con crediti a imprese di simile durata, non mancherebbero preoccupazioni in ordine al suo grado di liquidità. I titoli pubblici sembrano liquidabili sul mercato secondario, ma ciò è vero solo per quantità relativamente piccole rispetto alla loro circolazione complessiva. I portafogli bancari dei valori di cui si tratta hanno quindi un discreto grado di immobilizzo, che le banche hanno accettato solo perché sospintevi da vincoli amministrativi.

Inoltre, la *securitization* delle imprese dovrebbe addurre a una minore futura dinamica dei prestiti bancari.

I bilanci delle aziende di credito possono ritrovare elasticità solo in un processo di disintermediazione, e anche in un processo di netta distinzione fra depositi moneta e depositi tempo. Tale seconda alternativa pare ostacolata da una cadenza dell'inflazione ancora troppo alta e da un sistema di saggi di interesse che trova troppo ravvicinati i valori a medio e lungo termine e quelli a breve. Il sistema fiscale è, come è noto, un altro ostacolo.

La disintermediazione è il prezzo utile per gestire il nuovo: la *securitization* delle imprese e la «rivoluzione» nel sistema dei pagamenti, facendo

dipendere il complessivo classamento dei valori mobiliari, pubblici e privati, dalle preferenze delle famiglie.

La disintermediazione è, tuttavia, anche profondo cambiamento: organizzativo; di coordinazione lucrativa e finanziaria di gestione; di struttura, infine, di ricavi e di costi. In un aspetto occorrono nuove capacità professionali, in altro aspetto deve aumentare la distanza fra il «margine di intermediazione» e il «margine di interesse», secondo una terminologia d'uso. Il capitale proprio delle aziende di credito diverrà, a mio parere, ancora più una grandezza strategica e la banca dovrà sapere gestire partecipazioni in molteplici campi del così detto parabancario e del *merchant banking*.

8. Il nuovo non è mai senza rischi. Occorre quindi accettare che il saggio di capitalizzazione espresso in sintesi dal mercato sia alquanto alto, poiché le prospettive hanno qualche grado di incertezza in più rispetto al passato.

I grandi cambiamenti nei sistemi economici sono collegati con profondi mutamenti nei sistemi informativi.

Quando le notizie viaggiavano alle medesime velocità delle merci, gli scambi erano sui beni presenti e gli operatori erano naturalmente orientati al rialzo. La possibilità che le notizie giungano più rapidamente dei beni permette la vendita di beni futuri e di operare anche al ribasso. L'informatica permette oggi non solo di disporre di informazioni in tempo reale ma di elaborarle in brevissimo tempo per adottare decisioni razionali.

L'informatica e il «maneggio» delle informazioni saranno nuovi pilastri del *management* in tutti i campi, anche in quello bancario. Si tratta di nuove condizioni operative, incompatibili con sistemi di vincoli, per di più instabili e modificati, come in Italia, solo per le esigenze del Tesoro. «L'uomo tanto può quanto sa», ci assicurò Socrate. I «lacci» e i «lacciuoli», tanto più se mutevoli, equivalgono a ignoranza e, dunque, a impotenza.

Credo che il mercato abbia a lungo considerato l'attività bancaria proficua perché protetta e che la tema ora, come condannata a non perseguire condizioni ottimali di efficienza, perché eccessivamente regolamentata e costretta a fungere da compensazione di scelte governative non coerenti con la stabilità della moneta.

9. Congiurerebbero, dunque, a non rendere «di moda» i titoli bancari: la flessione dei saggi di interesse; le prospettive della disintermediazione, su-

bita e non gestita; il costo dell'innovazione, sia tecnologica sia informatica, che spinge a processi di concentrazione; un sistema vincolistico agevolmente eludibile da intermediari finanziari non bancari; le tuttora persistenti enormi difficoltà all'internazionalizzazione del nostro sistema finanziario.

Ho svolto le precedenti considerazioni soprattutto con riferimento alla formazione dei corsi di pacchetti azionari di assoluta minoranza.

I pacchetti di maggioranza, nel nostro Paese, si negoziano tuttora secondo un criterio singolare: il valore economico complessivo dell'azienda sarebbe pari al capitale netto di bilancio, rettificato da plusvalenze e minusvalenze potenziali, più un valore di avviamento, proporzionato all'ammontare della raccolta da clienti.

Non è questa la sede di discutere su un criterio in uso, che, a mio parere, si dimostrerà in futuro sempre meno appropriato. Vorrei però sottolineare che la «percentuale» di avviamento non può essere indipendente dal grado di inflazione e dal grado di velocità di crescita dei depositi. L'avviamento è valore che chi lo paga dovrebbe potere ammortare in un relativamente piccolo numero di anni (cinque per il nostro legislatore civile). Esso, in ogni caso, non può essere un multiplo molto alto del profitto netto. In una prospettiva di inflazione decrescente e di disintermediazione, credo che la «percentuale» di avviamento dovrebbe essere espressa in valori più contenuti rispetto al recente passato.

Se è vero che i pacchetti di maggioranza valgono più di quelli di minoranza, o se è vero, come è per le banche popolari, che è impossibile negoziare pacchetti di maggioranza, pare ozioso discutere sul livello dei corsi delle azioni bancarie, ragionando come se si trattasse di negoziare quote di controllo.

10. Il *price earning ratio* espresso dal mercato sarebbe indicativo del giudizio che il mercato stesso dà sulle prospettive di indicizzazione sopra cento del dividendo e sulla capacità di autoespansione per autofinanziamento dell'impresa.

I mercati finanziari quotano prezzi oscillanti per l'intreccio delle domande e delle offerte e per l'ampliarsi o il restringersi dell'orizzonte economico degli operatori. Quando tali ultime circostanze si manifestano rilevanti, i mercati finanziari vivono periodi di euforia e di panico.

L'esperienza di medio periodo, tuttavia, indica valori medio normali

del *price earning ratio*. I valori del rapporto di cui si tratta per le banche italiane, sono aumentati fino al settembre 1981 e sono poi diminuiti fino al luglio 1985, per tornare dipoi a crescere.

I ragionamenti precedenti dimostrano che il comportamento dei mercati non è stato irrazionale come segno di variazione. La graduale ripresa dei corsi degli ultimi dieci mesi potrebbe indicare qualche migliore valutazione della capacità delle banche di migliorare l'efficienza operativa. Ma permangono non pochi motivi di incertezza per il prossimo futuro delle aziende di credito.

Al presente, il saggio di capitalizzazione medio del mercato è intorno al 12%. Esso può scendere solo se migliorano le prospettive di autofinanziamento, in termini reali. Non credo che i titoli bancari saranno prossimamente oggetto «di moda», a meno che l'euforia che da un anno e mezzo investe i mercati di borsa prosegua oltre ogni razionale aspettativa e si diffonda «per simpatia» a qualsiasi tipo di titolo azionario. Se il movimento al rialzo proseguirà, potremmo avere fluttuazioni *overshooting*.

Credo però che le aziende di credito assai si gioverebbero di un'informazione ai soci trimestrale, quanto ad andamento della gestione, e di una contabilità per l'inflazione, affinché le politiche dei dividendi, dell'autofinanziamento e degli aumenti di capitale possano essere lette come altrettanti disegni di medio-lungo periodo.

TANCREDI BIANCHI