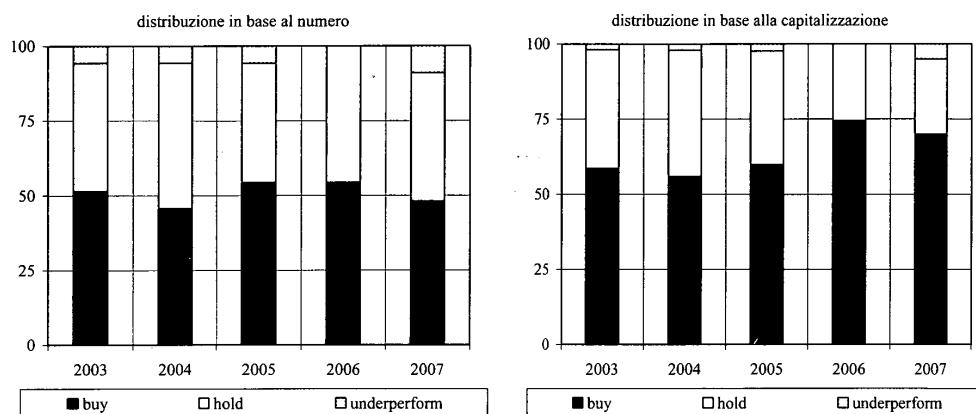


solo 4 (da "hold" a "buy"). Il peso in termini di capitalizzazione delle società "buy" è lievemente diminuito rispetto al 2006 (dal 75 al 70%), mentre quello delle società classificate "underperform", assenti nel 2006, si è attestato al 5%.

Fig. 28

Distribuzione delle società incluse nell'indice S&P/Mib per tipologia di giudizio degli analisti
(valori percentuali; dati di fine periodo)



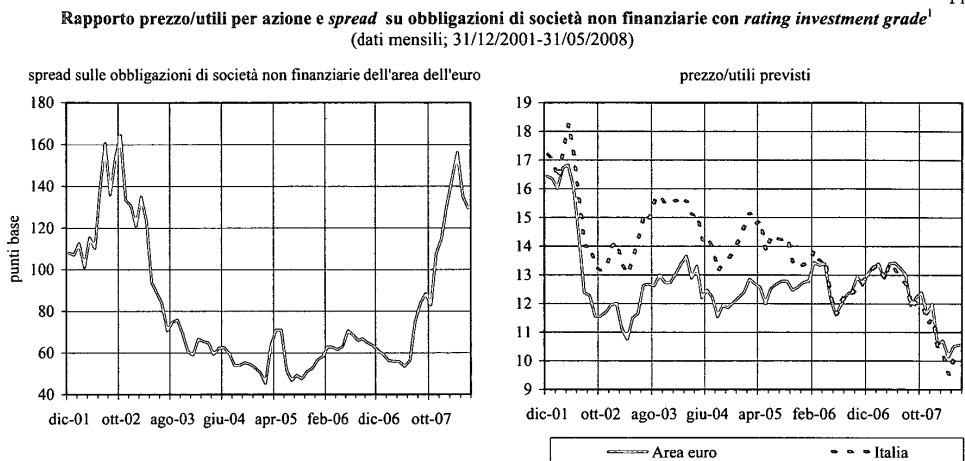
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-IBES sul *Consensus* degli analisti finanziari. Dati relativi alle società incluse nell'indice S&P/Mib al 31.12.2007. Non sono incluse le società Lottomatica, Parmalat, STMicroelectronic, Terna e Unipol per le quali non sono disponibili serie complete sui dati di *Consensus* nei cinque anni considerati.

Le acquisizioni di società quotate tramite debito (operazioni cosiddette di *leverage buy out* o Lbo) hanno determinato, nel corso del 2007, un significativo processo di *delisting* di società quotate. Il fenomeno è stato alimentato, nel periodo precedente alla crisi subprime, dal basso livello degli *spread* sulle obbligazioni e sui prestiti societari e da un rapporto fra prezzi azionari e utili societari relativamente basso (Fig. 29).

La crescita delle operazioni di Lbo e *private equity* potrebbe tuttavia essere scoraggiata dall'incremento del costo della raccolta obbligazionaria, indotto dalla crisi dei mutui *subprime*, e soprattutto dalle possibili restrizioni nell'offerta di credito, determinate dalle difficoltà delle banche di coprire il rischio dei finanziamenti attraverso derivati creditizi e operazioni di cartolarizzazione.

L'andamento del rapporto fra prezzo e utili ha stimolato, oltre alle operazioni di *private equity*, la crescita dei dividendi e delle operazioni di riacquisto di azioni proprie volte a sostenere i corsi azionari. Tali tendenze avevano interessato anche il mercato azionario italiano, dove a partire dalla fine degli anni novanta le risorse restituite agli azionisti tramite Opa, dividendi e riacquisti di azioni proprie hanno sempre largamente superato i mezzi freschi raccolti tramite aumenti di capitale (Fig. 30).

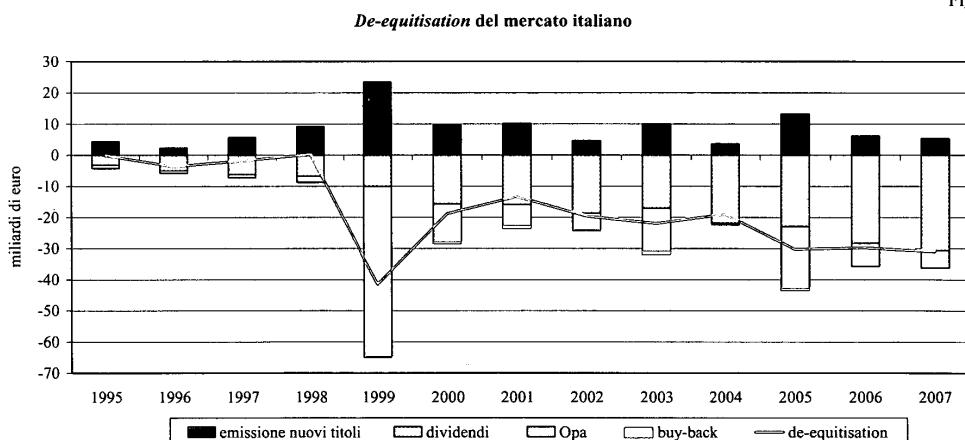
Fig. 29



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-IBES e JP Morgan. ¹ Media ponderata (per la capitalizzazione) del rapporto tra i prezzi dei titoli del Dow Jones Euro Stoxx e del MIB30 e le previsioni degli utili per azione su un orizzonte temporale di 12 mesi.

² Differenziale (in punti base) fra il rendimento di obbligazioni emesse da società non finanziarie con rating compreso tra AAA e BBB e quello dei titoli di Stato dell'area dell'euro.

Fig. 30



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Borsa Italiana, Consob, Thomson Financial-Datastream.

Nel 2007 la capitalizzazione delle società domestiche quotate sui mercati Mta/Mtax gestiti da Borsa italiana è diminuita, rispetto al 2006, sia in valore assoluto (da 768 a 723 miliardi di euro; -6%) che in rapporto al Pil (dal 52 al 49%; Tav. 6). Il Mib storico si è ridotto dell'8% circa (+19% nel 2006). L'aumento della volatilità e dell'incertezza ha favorito l'incremento sia del volume degli scambi (da 1,1 a 1,5 miliardi di euro circa; +36%) che del rapporto fra valore degli scambi e capitalizzazione (da 1,4 a 2,0; +43%). Il numero di società domestiche quotate è cresciuto di 4 unità (da 258 a 262), a fronte di 18 nuove quotazioni (dovute esclusivamente a Ipo) e 14 cancellazioni.

Tav. 6

Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa
(valori monetari in miliardi di euro)

	Borsa ¹								Mercato Expandi ²				Nuovo Mercato			
Capitalizzazione ³									Capitalizzazione ³				Capitalizzazione ³			
Capitalizzazione ³ (% del Pil)									Scambi di titoli azionari ³				Scambi di titoli azionari ³			
Nº società quotate (domestiche)									Nº società nequostrate (domestiche)				Nº società quotate (domestiche)			
Nº società cancellate (domestiche)									Variazione del MIB storico ⁴				Nº società quotate (domestiche)			
Rapporto dividendi – prezzi ⁴									Rapporto utili – prezzi ⁴				Variazione dell'indice NM ⁴			
1996 199 20,3 81 213 14 18 13,1 2,1 6,9 3 .. 31 — — — —																
1997 310 30,2 174 209 14 18 58,2 1,7 4,6 5 1 26 — — — —																
1998 484 44,8 423 219 25 15 41,0 1,6 3,9 4 2 20 — — — —																
1999 714 64,4 503 241 28 6 22,3 1,5 3,4 5 1 17 7 4 6 536 ⁵																
2000 790 67,8 839 237 16 20 5,4 2,1 4,5 6 1 15 22 30 39 -25,5																
2001 575 47,3 637 232 13 18 -25,1 2,8 6,0 5 .. 12 13 21 44 -45,6																
2002 447 35,7 562 231 11 12 -23,7 3,8 5,9 5 .. 13 6 10 44 -50,1																
2003 475 36,6 567 219 9 21 14,9 3,4 6,4 5 .. 11 8 14 41 27,3																
2004 569 42,2 641 219 7 7 17,5 3,4 6,0 5 .. 13 7 19 37 -17,5																
2005 669 47,2 893 257 13 12 13,9 3,0 5,2 7 1 18 — — — —																
2006 768 52,1 1.076 258 17 16 19,0 3,4 6,0 10 2 26 — — — —																
2007 723 49,0 1.510 262 18 14 -8,0 4,1 8,4 11 4 38 — — — —																

Fonte: Borsa Italiana Spa, Thomson Financial. ¹ Dal 2005 Mta/Mtax. ² Dal 2007 sono inclusi i dati del Mac. ³ Dati riferiti alle sole società domestiche. ⁴ Valori in percentuale rilevati a fine anno. ⁵ Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

È salito a 37, per effetto di 16 nuove quotazioni, il numero di società ammesse a negoziazione sul segmento Mta International, nato nel 2006 e riservato alle società di diritto estero già quotate su altri mercati regolamentati europei da più di 18 mesi.

Con riferimento al Mercato Expandi, riservato alle società medio-piccole, si è registrato un aumento della capitalizzazione (da 10 a 11 miliardi di euro) e del numero delle società quotate (passate da 26 a 35, a seguito di 11 nuove quotazioni e 2 cancellazioni); il volume degli scambi è quasi raddoppiato (da 2 a 4 miliardi di euro circa).

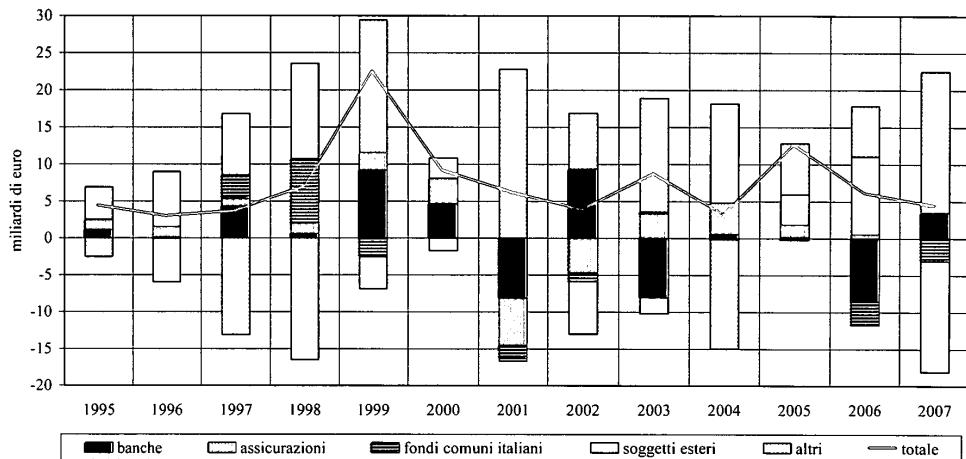
Nel 2007 Borsa Italiana ha istituito il Mercato alternativo dei capitali (Mac), ossia un sistema di scambi organizzati di azioni destinato alle piccole e medie imprese. Nel corso dell'anno sono state ammesse alle negoziazioni 3 società (2 del settore industriale e una del settore delle public utilities).

Nel corso del 2007 le emissioni azionarie sui mercati gestiti da Borsa Italiana sono diminuite del 13%, scendendo da 6,2 a 5,4 miliardi di euro. Tale contrazione è dovuta interamente al calo degli aumenti di capitale a pagamento (4 miliardi di euro nel 2007 contro 5,1 miliardi di euro nel 2006); l'ammontare delle risorse raccolte tramite Ipo, invece, è cresciuto da 1 a 1,4 miliardi di euro.

Sulla base dei dati stimati dalla Banca d'Italia, a dicembre 2007 il valore degli acquisti netti di azioni quotate italiane si attestava a 4,4 miliardi di euro, in calo rispetto all'anno precedente (6,1 miliardi di euro; Fig. 31). I soggetti esteri, che nel 2006 erano stati i principali acquirenti netti di azioni, nel 2007 hanno disinvestito per circa 15 miliardi di euro. Risultano venditori netti anche i fondi comuni di investimento (per 3 miliardi di euro), mentre le banche italiane hanno effettuato acquisti netti per 3,5 miliardi di euro circa.

Fig. 31

Acquisti netti di azioni quotate italiane per settore istituzionale



Fonte: Banca d'Italia. Il settore istituzionale "Altri" comprende le famiglie, le imprese, le amministrazioni centrali e locali, la Cassa depositi e prestiti e le Sim. Per il 2007 la categoria "Altri" include anche le assicurazioni.

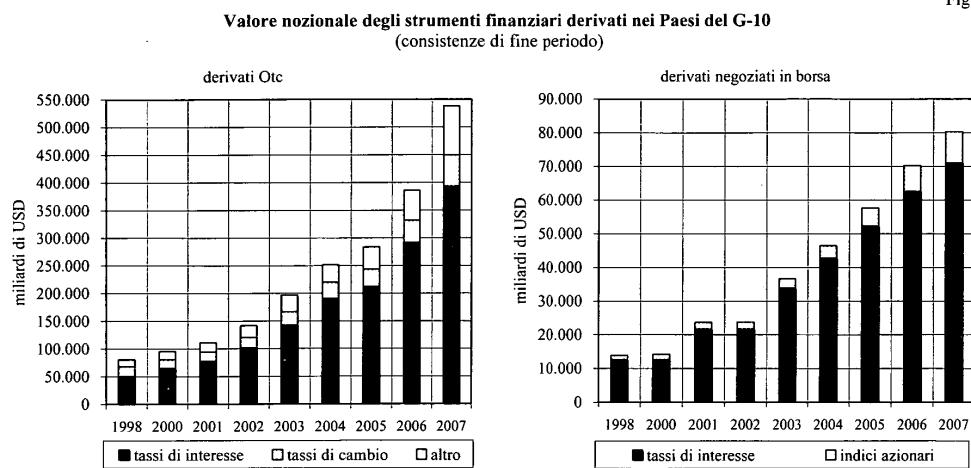
2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati

Nel 2007 è cresciuto in maniera significativa il controvalore nozionale degli strumenti finanziari derivati non quotati (cosiddetti *over the counter* o Otc) e quotati (ossia negoziati in borsa o in circolazione) scambiati sui principali mercati internazionali, confermando una tendenza in atto ormai da diversi anni (Fig. 32).

Secondo le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali relative ai Paesi del G 10, il valore nozionale delle consistenze dei derivati Otc è complessivamente aumentato del 39%, passando da 386.196 miliardi di dollari Usa a fine 2006 a 538.110 miliardi di dollari a dicembre 2007. Gli strumenti finanziari derivati su tassi di interesse continuano ad avere il peso maggiore sulle consistenze complessive (73%); seguono i derivati Otc su tassi di cambio (10%).

Il valore nozionale dei derivati negoziati in borsa è aumentato del 14%, passando da oltre 70.443 miliardi di dollari a dicembre 2006 a 81.000 miliardi di dollari circa a fine 2007. Si è registrato un aumento del valore nozionale dei derivati su indici azionari (da 7.600 a 9.200 miliardi di dollari; +21%), sebbene, in termini di incidenza sulle consistenze totali, il peso degli strumenti finanziari su tassi di interesse rimane preponderante (88%).

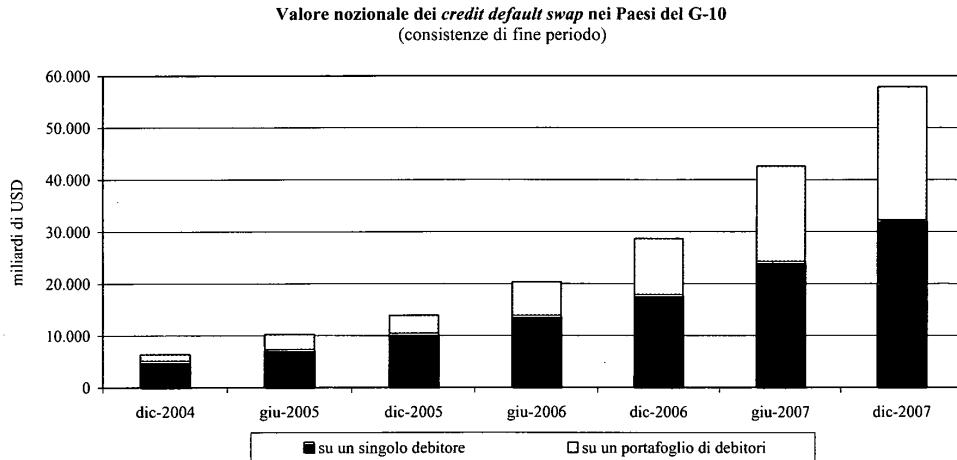
Fig. 32



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I derivati negoziati in borsa su valute non sono riportati poiché costituiscono meno dell'1% dell'ammontare nozionale totale in tutti gli anni considerati.

Sempre sulla base delle rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali, nel 2007 il valore nozionale dei derivati sul rischio di credito rappresentati dai contratti di credit default swap (Cds) si è raddoppiato, passando da 29.000 a 58.000 miliardi di dollari circa (Fig. 33). Risultano lievemente più diffusi i contratti relativi a un singolo debitore, pari a circa il 56% del valore nozionale complessivo.

Fig. 33



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

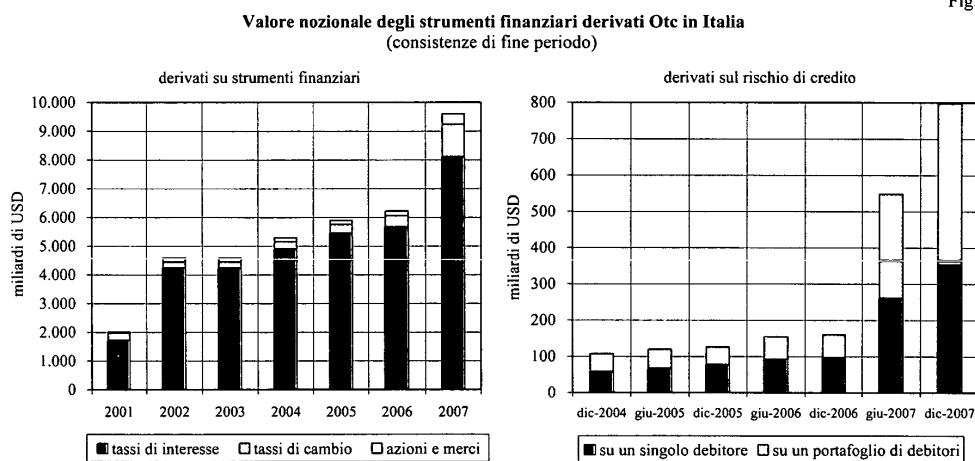
Sulla base dell'indagine semestrale effettuata dalla Banca d'Italia relativa all'operatività dei principali gruppi bancari italiani su strumenti derivati, nell'ultimo semestre del 2007 il valore nozionale dei derivati Otc è passato da 6.200 a 9.600 miliardi di

dollari (+54%; Fig. 34); il forte incremento discende, in parte, dalla modifica del campione dell'indagine, che presenta una copertura più estesa delle consociate estere di gruppi bancari italiani.

In particolare, il valore nozionale dei derivati su tassi di cambio si è quasi triplicato nel corso del 2007 (da 388 a 1.164 miliardi di dollari). Gli strumenti finanziari su tassi di interesse continuano a mantenere un peso preponderante sul valore nozionale complessivo (85%), mentre i derivati su azioni e merci rappresentano una componente residuale.

Il valore nozionale dei contratti di credit default swap è quasi triplicato, passando da 160 a 797 miliardi di dollari circa (Fig. 34). Similmente a quanto emerge a livello internazionale, i Cds su un portafoglio di debitori hanno un peso sul totale tendenzialmente analogo a quello dei Cds su singolo debitore.

Fig. 34

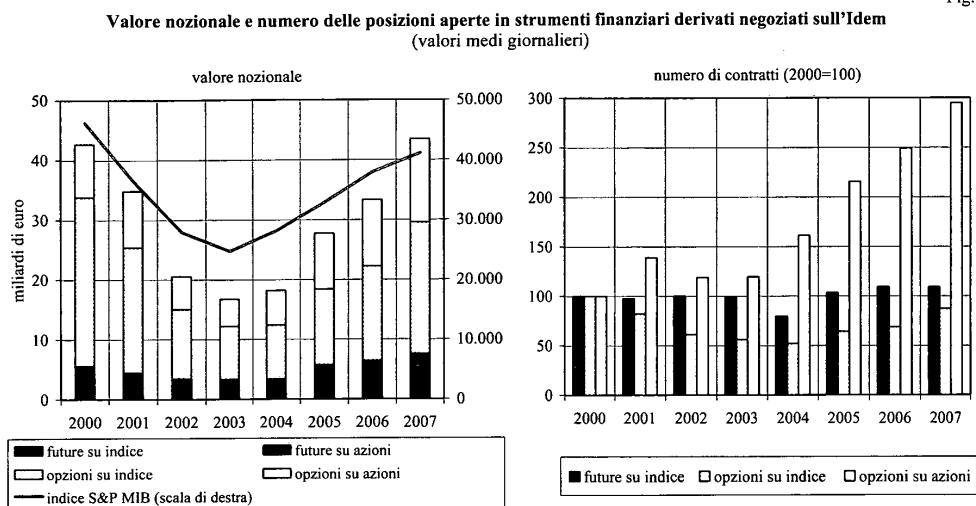


Fonte: Banca d'Italia.

Gli strumenti finanziari derivati cosiddetti *exchange traded* negoziati su mercati regolamentati italiani sono esclusivamente quelli negoziati sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa e hanno come sottostante esclusivamente indici azionari o azioni. Nel 2007 il valore nozionale dei contratti aperti sull'Idem (calcolato come media giornaliera) è cresciuto del 30%, passando da 33 a 43 miliardi di euro circa (Fig. 35).

In termini di valore nozionale medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti è costituita dalle opzioni sull'indice (51% del totale), seguite dalle opzioni su azioni (32%), dai future e minifuture su indice (12%) e dai future su azioni (5%). Considerando, invece, il numero medio dei contratti aperti, le opzioni su azioni hanno mostrato il tasso di crescita più elevato.

Fig. 35

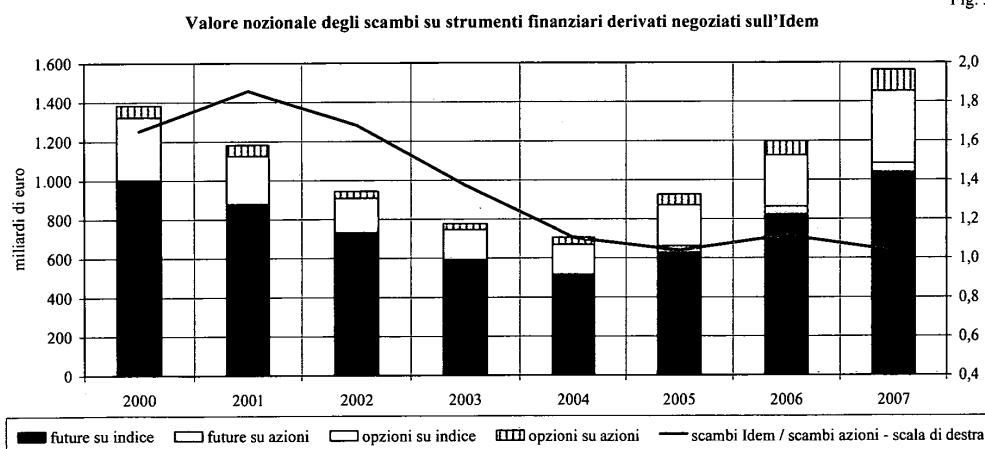


Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria "future su indice" include i *minifuture* su indice. I valori annuali dell'indice S&P/Mib sono medie dei dati di fine mese.

Nel 2007 il valore nozionale degli scambi sull'Idem ha raggiunto circa 1.600 miliardi di euro, con una crescita rispetto al 2006 del 30% (Fig. 36). È diminuito leggermente, tuttavia, il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni (da 1,1 a 1,0 circa).

I volumi più consistenti interessano soprattutto i future su indice (61% del totale); seguono le opzioni su indice (24% del totale), mentre le opzioni su azioni, i minifuture su indice e i future su azioni rappresentano una quota residuale degli scambi.

Fig. 36



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nella categoria "future su indice" sono inclusi i *minifuture* su indice.

3. Il mercato dei covered warrants e dei certificates

Nel 2007 il controvalore degli scambi sul SeDeX (il mercato dei *securitised derivatives* gestito da Borsa Italiana Spa) è stato pari a 88 miliardi di euro (+25% rispetto all'anno precedente; Tav. 7). Il numero di nuove emissioni è rimasto stabile rispetto al 2006 (+0,48%) ed è stato inferiore al numero di emissioni scadute. Si è, quindi, ridotto il numero complessivo di emissioni in circolazione a fine 2007 (-5% rispetto al 2006).

Gli scambi sono stati alimentati per il 50% dagli *specialist*, gli operatori incaricati di fornire liquidità al mercato, le cui controparti sono state prevalentemente *trader on line* e intermediari che effettuano arbitraggi in conto proprio; minore è stata, invece, la partecipazione degli investitori *retail*.

Tav. 7

Covered warrants e certificates quotati sul SeDeX
(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di emissioni			Controvalore degli scambi
	in essere ¹	nuove ²	scadute ³	
1998	122	122	--	3
1999	1.565	1.660	217	14
2000	3.107	3.343	1.801	31
2001	5.866	8.194	5.435	21
2002	3.571	6.668	8.963	18
2003	2.594	4.749	5.726	11
2004	3.021	4.478	4.051	16
2005	4.076	7.253	6.198	49
2006	4.647	7.572	7.001	70
2007	4.408	7.609	7.848	88

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana Spa. ¹ Dati a fine anno. ² Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. ³ Emissioni scadute nel corso dell'anno. Il dato include gli strumenti revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.

Nel 2007, gli emittenti dei titoli sono stati 21 intermediari italiani e stranieri, 18 dei quali specialist sui propri titoli. Considerando inoltre gli intermediari che negoziano strumenti emessi prima del 2007, il numero degli emittenti presenti sul mercato sale a 23.

La metà dei titoli emessi nel 2007 ha scadenza inferiore a 12 mesi e solo il 2% ha scadenza superiore ai 4 anni. In generale i covered warrants hanno vita più breve dei certificates e le scadenze variano dalle 3 settimane di alcuni covered warrants plain vanilla ai 15 anni di diversi certificate investment. Nel 2007, inoltre, sono stati quotati per la prima volta titoli privi di scadenza: si tratta di certificate investment, denominati open end, che attribuiscono all'investitore la facoltà di chiedere il rimborso della somma investita senza attendere la scadenza del titolo (che è, appunto, indeterminata). L'esercizio di questi certificates è consentito, di norma, in periodi prestabiliti.

In termini di numero di emissioni in circolazione a fine 2007, i *covered warrants plain vanilla* continuano a essere gli strumenti più diffusi (64,4% del totale), anche se il numero di emissioni è diminuito del 20% rispetto al 2006 (Tav. 8). Il numero delle emissioni dei *certificate investment* è cresciuto del 49%, portando questa categoria di strumenti finanziari ad avere un peso sul totale pari al 23%. *Certificate leverage* e *covered warrants* esotici/strutturati, nonostante l'incremento del numero delle emissioni, continuano ad avere un peso marginale sul totale degli strumenti finanziari negoziati sul SeDeX.

Tav. 8

Tipologie di *covered warrants* e *certificates* quotati sul SeDeX
(situazione al 31 dicembre)

Segmento e categoria	2005		2006		2007	
	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹
<i>Covered warrants</i>						
Plain vanilla	3.189	78,2	3.548	76,3	2.839	64,4
Esotici	151	3,7	142	3,1	154	3,5
<i>Certificates</i>						
Leverage	290	7,1	276	5,9	399	9
Investment	446	10,9	681	14,7	1.016	23
<i>Totale</i>	<i>4.076</i>	<i>100,0</i>	<i>4.647</i>	<i>100,0</i>	<i>4.408</i>	<i>100,0</i>

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana Spa. ¹ Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Con riguardo alla distribuzione dei covered warrants sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio dell'opzione (cosiddetta moneyness; Tav. 9), si rileva che il 59% circa dei covered warrants plain vanilla call emessi nel 2007 sull'indice S&P/Mib e su azioni italiane era deep out of the money (ossia emesso con un prezzo di esercizio superiore dell'8% al prezzo di mercato del sottostante). Per gli strumenti put emessi nel 2007, il 45% risultava deep out of the money al momento dell'emissione (ossia emesso con un prezzo di esercizio inferiore dell'8% al prezzo di mercato del sottostante). I covered warrants emessi deep in the money, invece, rappresentano una quota esigua delle emissioni (rispettivamente il 9% delle call e il 7% delle put emesse nel 2007).

Anche con riferimento alla moneyness al momento della scadenza, i covered warrants call e put sono risultati prevalentemente deep out of the money. Sono significative, tuttavia, anche le percentuali dei derivati scaduti deep in the money (22% per le call e 29% per le put).

L'analisi condotta sulla categoria leverage certificate mostra un netto incremento di strumenti revocati prima della scadenza (47% dei titoli emessi contro il 37% del 2006). Tali strumenti sono caratterizzati dal meccanismo della barriera o stop-loss che si attiva in caso di andamento sfavorevole del sottostante, determinando l'estinzione del certificate nei casi in cui è stata raggiunta la barriera, con conseguente perdita del capitale investito. La revoca per il

raggiungimento della barriera, il cui valore si trova poco sopra (per i bull/long) o sotto (per i bear/short) lo strike, si traduce per il possessore del certificate in una perdita integrale del capitale investito. I bear/short, che scommettono sul ribasso del sottostante, hanno toccato la barriera più spesso rispetto ai bull/long (49 contro il 39%).

Tav. 9

**Distribuzione dei *covered warrants* quotati sul SeDeX
sulla base del grado di “moneyness” al momento dell’emissione e della scadenza
(valori in percentuale)**

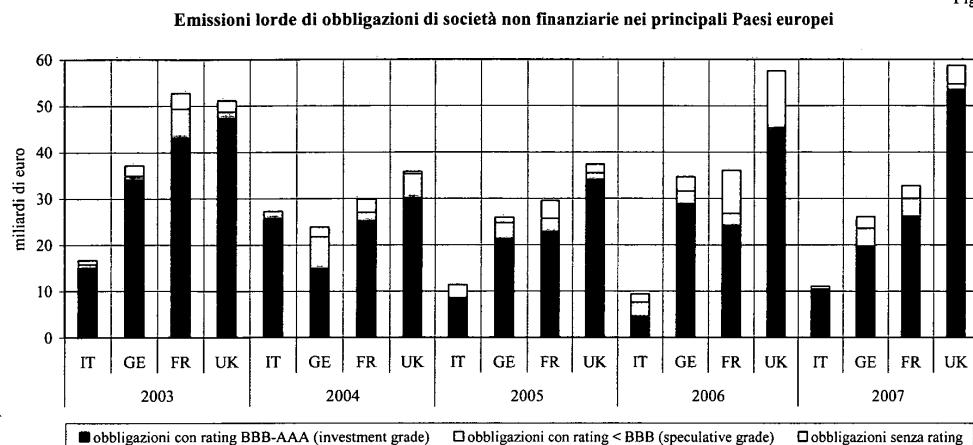
	Grado di moneyness ¹	
	all’emissione ²	alla scadenza ³
Call		
> 8% (deep out of the money)	58,6	50,6
da 8% a 4% (out of the money)	13,7	8,4
da 4% a 0 (at the money)	10,2	8,6
da 0 a -4% (in the money)	8,7	10,2
< -4% (deep in the money)	8,7	22,2
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Put		
< -8% (deep out of the money)	44,6	40,5
da -8% a -4% (out of the money)	19,4	10,3
da -4% a 0 (at the money)	19,0	10,7
da 0 a 4% (in the money)	10,2	9,5
> 4% (deep in the money)	6,8	29,0
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell’emissione o della scadenza del *covered warrants*. ² Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2007. ³ Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2007.

4. Il mercato obbligazionario

Nel complesso, nel 2007 il mercato primario delle obbligazioni di società non finanziarie non ha subito rilevanti riflessi negativi a seguito dello scoppio della crisi legata ai mutui ipotecari *subprime*. In Europa, le emissioni obbligazionarie sono diminuite del 25% in Germania (passando da 35 a 26 miliardi di euro circa) e del 9% in Francia (33 miliardi di euro nel 2007 contro 36 miliardi di euro nel 2006); nel Regno Unito sono rimaste stabili sui 58 miliardi di euro circa, mentre in Italia sono cresciute da 9 a 11 miliardi di euro (+17%; Fig. 37). Si sono però ridotte le emissioni di obbligazioni senza rating (-19% in Germania, -70% in Francia, -67% nel Regno Unito, -72% in Italia).

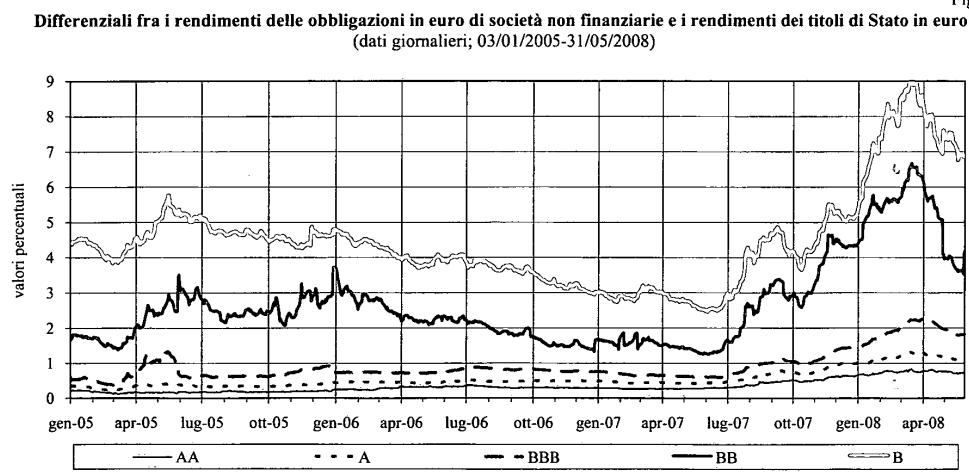
Fig. 37



Fonte: elaborazioni su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato domestico di società di capitali residenti nel paese di riferimento o di società controllate da gruppi con sede nel paese di riferimento.

Se la crisi dei *subprime* non ha avuto rilevanti ripercussioni sui volumi della raccolta sul mercato primario, il peggioramento della qualità del credito degli emittenti e l'aumento della percezione del rischio di credito (si veda il §3 del precedente Capitolo I “Le società”) hanno comportato un aumento dei differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni *corporate* e i rendimenti dei titoli di Stato in euro, soprattutto per gli emittenti con rating speculativo (Fig. 38). Alla fine di maggio 2008 tali differenziali erano pari al 4,1% per gli emittenti con rating BB (1,6% a fine 2006) e al 7% circa per quelli con rating B (3% circa a fine 2006). Coerentemente con l'andamento delle quotazioni dei *credit default swap*, il differenziale fra i rendimenti delle obbligazioni in euro di società non finanziarie e i rendimenti dei titoli di Stato ha raggiunto un picco nel mese di marzo 2008, per poi ridursi nei mesi successivi.

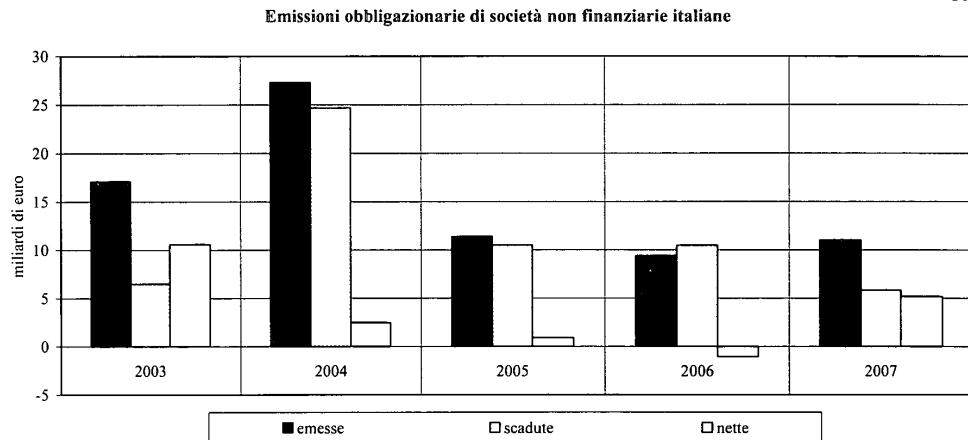
Fig. 38



Fonte: elaborazioni su dati Merrill Lynch e Thomson Financial-Datastream. I rendimenti dei titoli di Stato si riferiscono ai titoli tedeschi.

In Italia, le emissioni obbligazionarie lorde di società non finanziarie sono state pari a 11 miliardi di euro (contro 9,4 miliardi di euro nel 2006), mentre le emissioni nette sono state pari a 5 miliardi di euro (contro -1,1 miliardi di euro nel 2006; Fig. 39). L'incremento delle emissioni di obbligazioni *corporate* è dovuto a consistenti collocamenti di alcune fra le principali *blue chip* italiane ed è riconducibile in parte al finanziamento di importanti operazioni di acquisizione.

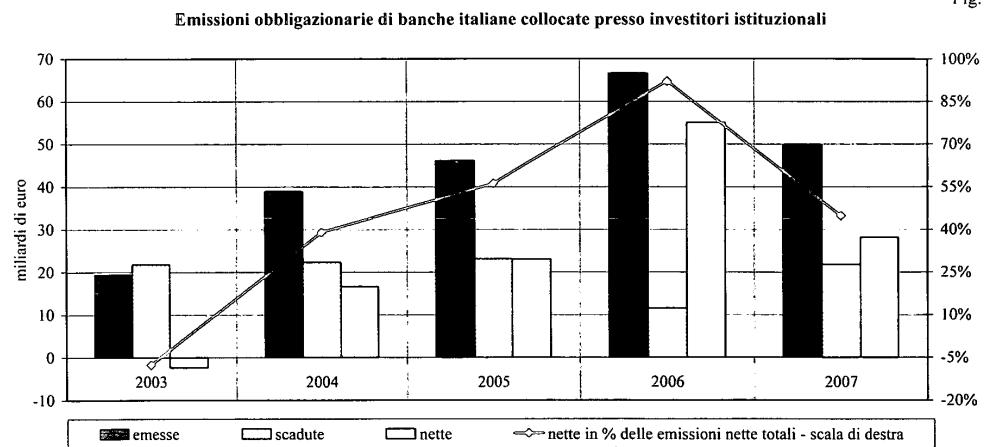
Fig. 39



Fonte: elaborazioni su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato italiano di società di capitali italiane o di società estere controllate da gruppi italiani.

Nel 2007 si è ridotta, invece, la raccolta obbligazionaria delle banche italiane sull'euromercato (attraverso collocamenti riservati a investitori istituzionali). Le emissioni lorde infatti sono passate da 67 miliardi di euro nel 2006 a 50 miliardi circa, mentre le emissioni nette sono scese da 55 a 28 miliardi di euro (Fig. 40).

Fig. 40



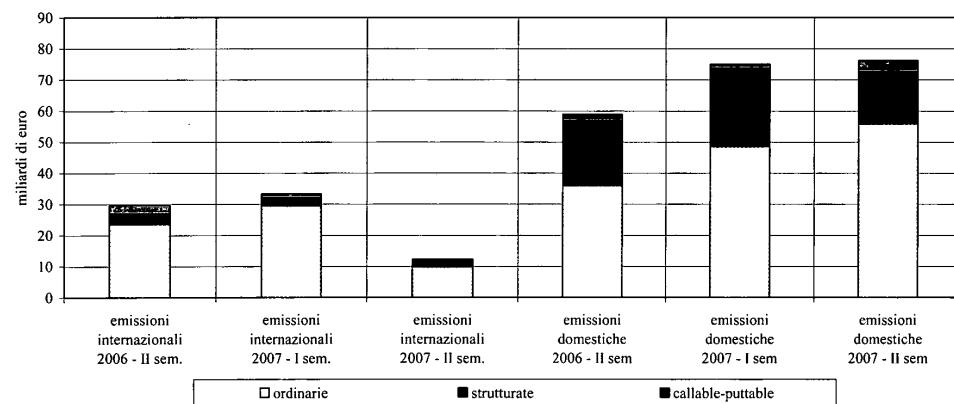
Fonte: elaborazioni su dati Bondware e Banca d'Italia. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte riservate a investitori istituzionali da banche italiane o controllate estere.

Nel secondo semestre 2007 le emissioni obbligazionarie internazionali di banche italiane sono nettamente diminuite rispetto al primo semestre (da 33 a 12 miliardi di euro; -63%), mentre le emissioni domestiche sono lievemente aumentate (da 75 a 76 miliardi di euro, + 1,4%; Fig. 41).

Il peso delle obbligazioni bancarie strutturate sul totale delle emissioni obbligazionarie collocate sul mercato domestico si è ridotto, passando dal 36% nel secondo semestre 2006 al 22% nel secondo semestre 2007. Tale flessione probabilmente è dovuta agli elevati costi impliciti delle obbligazioni con le strutture più complesse (commissioni di "strutturazione"). Le obbligazioni strutturate più diffuse sono le cosiddette linked (con rendimenti legati all'andamento di fondi comuni o indici azionari) e quelle con cedole irregolari crescenti (cosiddette step up). Meno diffuse sono le obbligazioni con strutture più complesse, quali quelle che incorporano opzioni su tassi di interesse o le cosiddette CPPI o constant proportion portfolio insurance (obbligazioni che replicano un portafoglio con pesi variabili composto da un'obbligazione linked e un'obbligazione zero coupon; Fig. 42).

Fig. 41

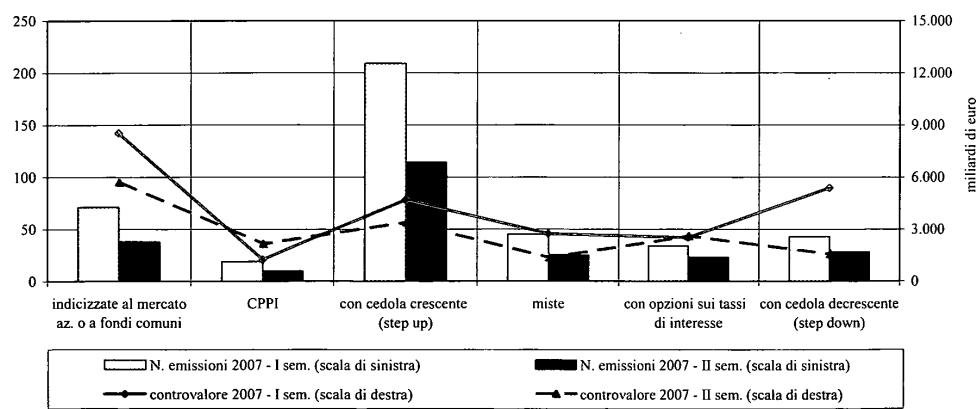
Emissioni lorde di obbligazioni internazionali e domestiche di banche italiane



Fonte: elaborazioni su dati Bondware (per le emissioni internazionali) e prospetti informativi e condizioni definitive (per le emissioni domestiche).

Fig. 42

Emissioni lorde di obbligazioni bancarie strutturate sul mercato italiano



Fonte: elaborazioni su prospetti informativi.

Con riferimento ai mercati secondari, gli scambi di obbligazioni sui mercati regolamentati italiani sono aumentati del 7% (da 2.341 a 2.512 miliardi di euro; Tav. 10). In particolare il volume degli scambi è cresciuto del 20% su Bondvision (da 555 a 664 miliardi di euro), del 22% sul Mot (da 122 a 149 miliardi di euro) ed è quasi raddoppiato su Tlx (da 13 a 25 miliardi di euro). Rimangono stabili i volumi sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), mentre sono in flessione quelli sul Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative (da 17 a 9,2 miliardi di euro).

Tav. 10

Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani¹
(miliardi di euro)

Mts	Bondvision	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot ²	Euro Mot	Tlx ³	Total
2000	2.020	—	..	154	..	—
2001	2.324	18	12	136	1	—
2002	2.205	100	24	159	2	—
2003	2.160	176	23	142	4	2
2004	1.949	339	31	147	4	8
2005	1.596	448	19	123	—	7
2006	1.634	555	17	122	—	13
2007	1.665	664	9,2	149	—	25
						2.512

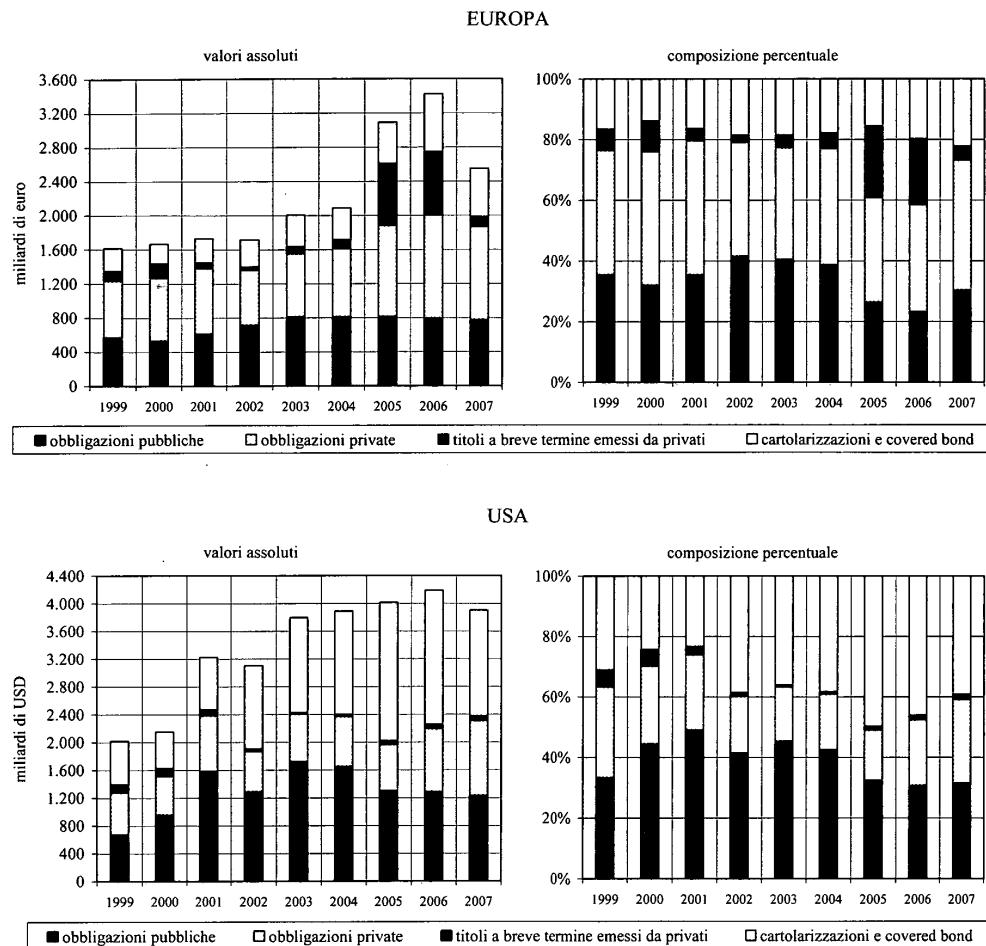
Fonte: elaborazioni su dati Mts Spa, Borsa Italiana Spa e Tlx Spa. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dal 2005 sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMot. ³ Mercato attivo dal 20 ottobre 2003.

5. Il mercato delle asset backed securities e dei covered bonds

Come evidenziato nel precedente §4, la crisi dei mutui *subprime* non ha avuto significative ripercussioni sul volume della raccolta sui mercati obbligazionari; sia in Europa che negli USA, nel 2007 i collocamenti di obbligazioni da parte di imprese private e di soggetti pubblici sono stati di importo simile a quello registrato nel 2006 (Fig. 43). Tuttavia, in Europa si è registrata una brusca contrazione dei collocamenti di titoli a breve termine emessi da banche e altri veicoli di matrice bancaria, spesso indirettamente esposti al mercato delle cartolarizzazioni (come nel caso delle *asset backed commercial paper*); tali collocamenti erano cresciuti in maniera molto intensa nei due anni precedenti, ma le tensioni indotte dalla crisi dei *subprime* hanno reso problematico il rifinanziamento dei titoli in scadenza attraverso nuove emissioni.

Fig. 43

Emissioni lorde di titoli obbligazionari

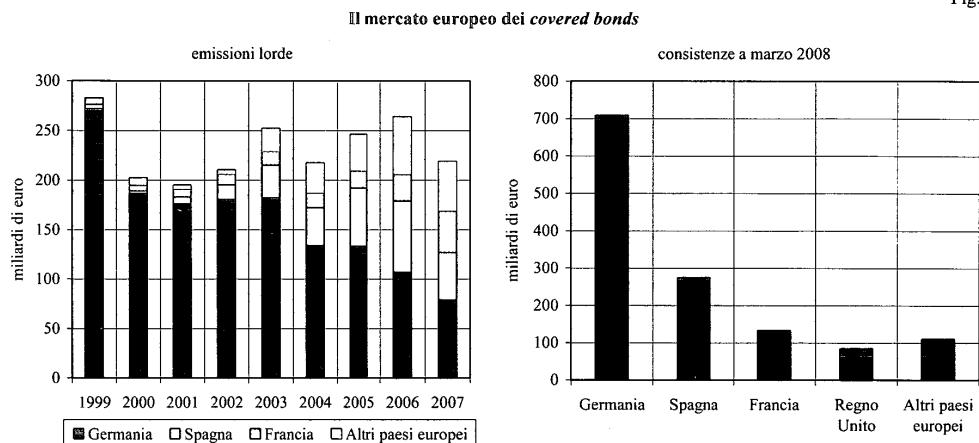


Fonte: elaborazioni su dati Bondware.

Negli USA, invece, si è registrata una significativa riduzione del volume complessivo di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (da circa 1.930 miliardi di dollari nel 2006 a circa 1.530 miliardi di dollari nel 2007; -20% circa).

Per ciò che riguarda l'Europa, nel 2007 le emissioni lorde di *covered bonds* nei principali paesi sono scese da 263 a 219 miliardi di euro (-17%) a causa principalmente della contrazione delle emissioni in Germania (da 107 a 79 miliardi di euro, -26%) e in Spagna (da 72 a 48 miliardi di euro; -33%); le emissioni sono cresciute, invece, del 57% in Francia (da 27 a 42 miliardi di euro; Fig. 44).

Fig. 44

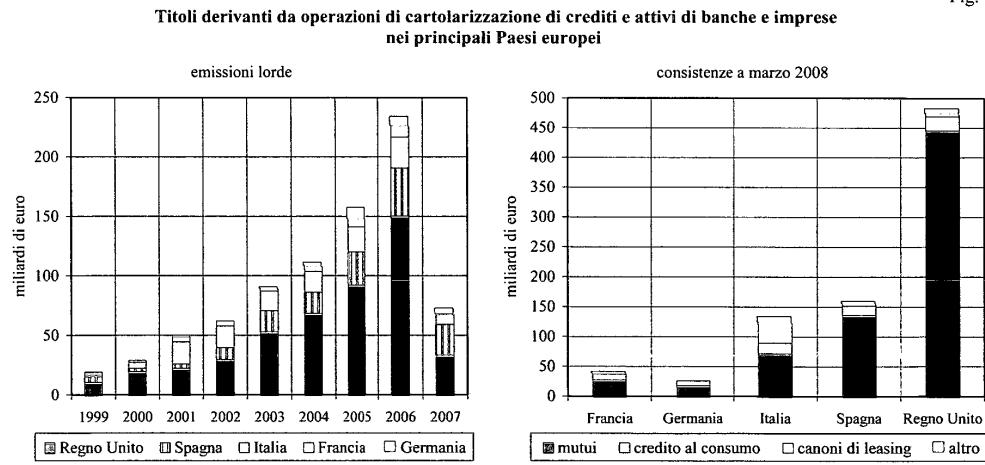


Fonte: elaborazioni su dati Bondware.

A marzo 2008 le consistenze dei covered bonds tedeschi rappresentavano il 54% delle consistenze totali rilevate per i Paesi europei; i titoli spagnoli rappresentavano invece il 21% delle consistenze totali, quelli francesi il 10% e quelli inglesi il 6%.

La crisi dei *subprime* ha avuto un effetto negativo assai più marcato nel mercato delle cartolarizzazioni. Le emissioni lorde di Abs sono infatti fortemente diminuite in tutti i principali paesi europei (Fig. 45); in particolare, nel Regno Unito sono passate da 150 a 33 miliardi di euro (-77%), in Spagna da 40 a 26 miliardi di euro (-36%), in Italia da 26 a 8 miliardi di euro (-70% circa), in Germania da 7 a 4 miliardi di euro (-40%) e in Francia da circa 10 miliardi di euro a 451 milioni di euro (-95%).

Fig. 45



Fonte: elaborazioni su dati Bondware. I dati non comprendono le cartolarizzazioni di crediti del settore pubblico; il paese è quello nel quale ha sede legale la società che cede gli attivi cartolarizzati (cosiddetto *originator*).