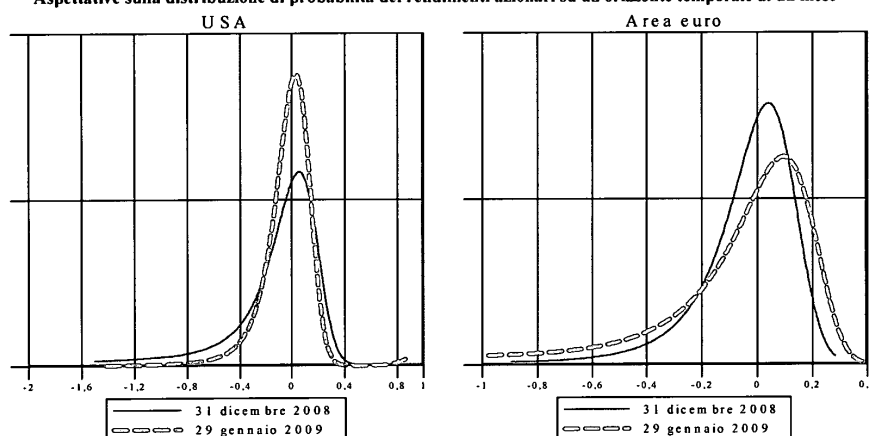


Aspettative sulla distribuzione di probabilità dei rendimenti azionari su un orizzonte temporale di un mese

Fig. 27

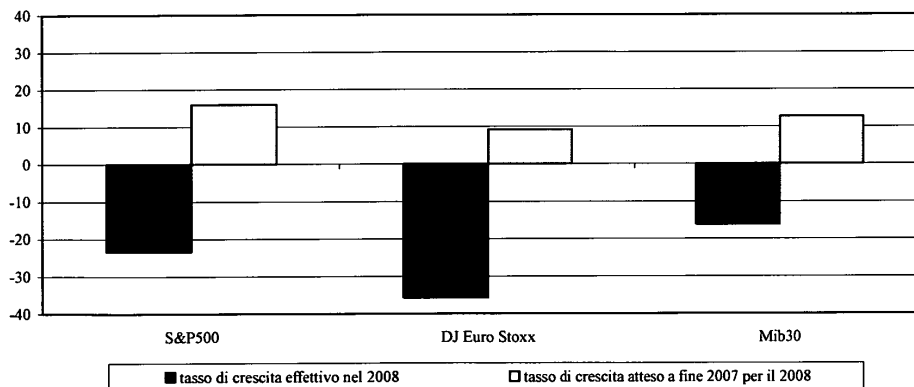


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-Datastream. Le funzioni di densità rappresentate in figura sono state stimate sulla base dei prezzi delle opzioni su indice.

La redditività effettiva delle principali imprese quotate nel 2008 è risultata largamente inferiore alle attese prevalenti a fine 2007. Le società incluse nell'indice S&P500 hanno subito una riduzione degli utili del 23 per cento, quelle europee incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx una riduzione del 36 per cento e quelle italiane incluse nell'indice Mib30 del 16 per cento (Fig. 28).

Crescita effettiva e attesa degli utili societari delle imprese incluse nei principali indici azionari nel 2008 (valori percentuali)

Fig. 28

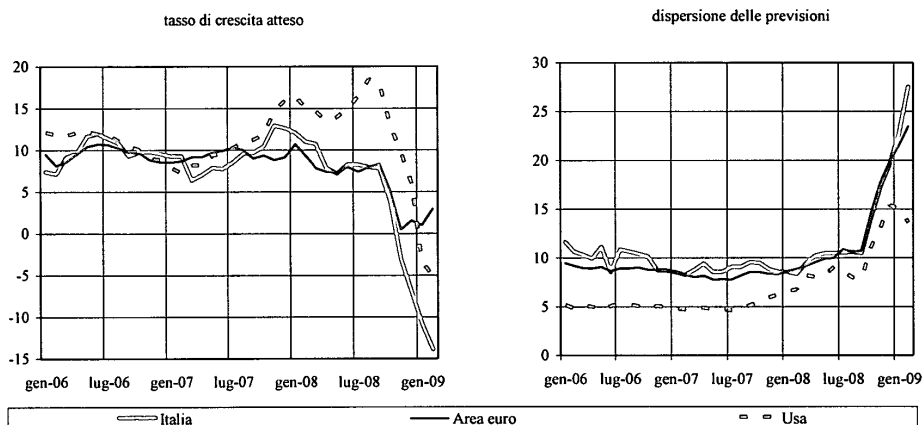


Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sulle previsioni degli utili a 12 mesi (prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito) a fine dicembre 2007 e sull'utile effettivo 2008 (stima a marzo 2009).

Nella seconda metà del 2008, sono peggiorate fortemente le aspettative degli analisti sull'andamento futuro degli utili delle società, soprattutto per le società americane incluse nell'indice S&P500 e per le società italiane incluse nell'indice S&P/Mib ed è aumentato il grado di dispersione delle previsioni (Fig. 29).

Fig. 29

Previsioni degli analisti sugli utili societari
(valori percentuali; dati mensili)

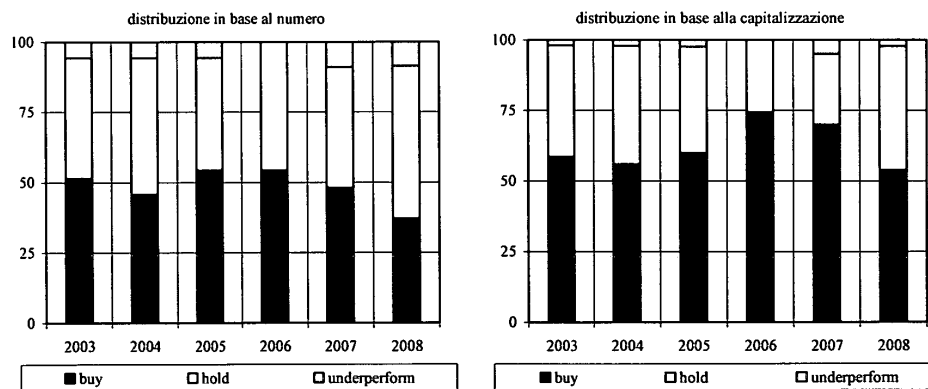


Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sulle previsioni su 12 mesi degli utili prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito. La dispersione è data dal rapporto fra la deviazione standard delle previsioni dei singoli analisti finanziari e la previsione media ed è stata stimata su dati trimestrali. Per ogni trimestre è riportata la media dei tassi di crescita attesi nei singoli mesi.

La distribuzione dei giudizi degli analisti finanziari sulle società italiane incluse nell'indice S&P/Mib ha subito nel 2008 un sensibile peggioramento rispetto al 2007. In particolare, la quota delle società con giudizio "buy" è passata dal 48 al 37 per cento circa, mentre la quota di società con giudizio "hold" è cresciuta dal 43 al 54 per cento circa. Analogamente, il peso in termini di capitalizzazione delle società "buy" è sceso dal 70 al 54 per cento, mentre il peso delle società "hold" è cresciuto dal 25 al 44 per cento circa (Fig. 30).

Fig. 30

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

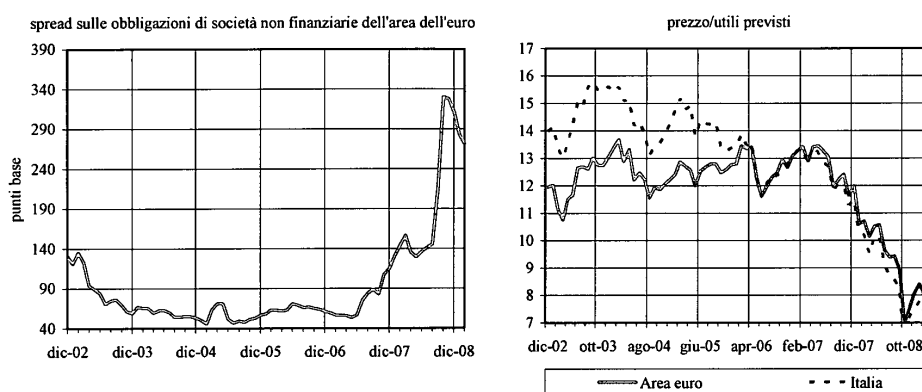


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-IBES sul Consensus degli analisti finanziari. Dati relativi alle società incluse nell'indice S&P/Mib al 31.12.2008. Non sono incluse le società Lottomatica, Parmalat, STMicroelectronic, Terna e Unipol per le quali non sono disponibili serie complete sui dati di Consensus nei cinque anni considerati.

Nonostante la riduzione degli utili societari, la forte contrazione dei corsi azionari ha comportato una significativa riduzione del rapporto prezzo / utili sia per le società quotate italiane che per quelle europee (Fig. 31). Tuttavia, le restrizioni negli standard di concessione dei prestiti da parte delle banche e l'aumento del costo della raccolta obbligazionaria (segnalato dall'incremento degli spreads delle obbligazioni corporate) hanno frenato le operazioni di acquisizione e fusione e di private equity. La discesa dei corsi e il basso livello dei moltiplicatori prezzo/utili e capitalizzazione/patrimonio netto frenano gli aumenti di capitale e la raccolta azionaria. In Italia, in particolare, la differenza fra le risorse raccolte tramite aumenti di capitale e le risorse restituite agli azionisti tramite Opa, dividendi e riacquisti di azioni rimane elevata (Fig. 32).

Rapporto prezzo/utili per azione e spread su obbligazioni di società non finanziarie con rating investment grade¹
(dati mensili; 31/12/2002-27/02/2009)

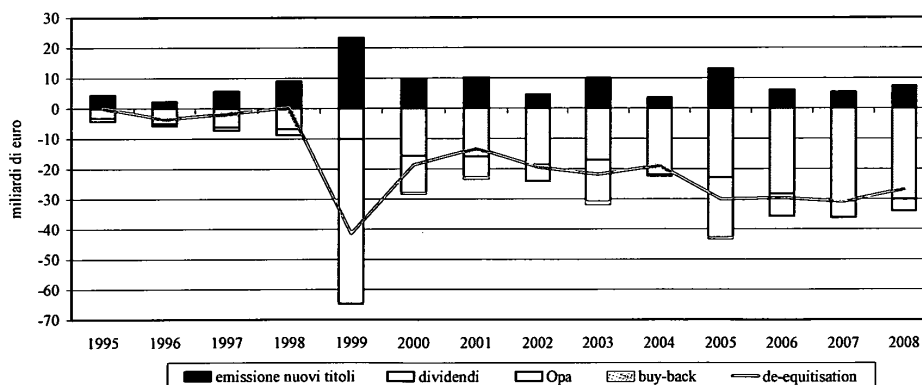
Fig. 31



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 di 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. 32

De-equitisation del mercato italiano



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Borsa Italiana, Consob, Thomson Financial-Datastream. L'indicatore di *de-equitisation* è dato dalla differenza fra le emissioni di nuovi titoli rispetto ai dividendi, alle Opa e ai *buy-back*. I dividendi del 2008 costituiscono delle stime. Per il 2008 manca il dato sui *buy-back*.

Nel 2008 la capitalizzazione delle società domestiche quotate sui mercati Mta/Mtax gestiti da Borsa italiana è diminuita nettamente rispetto al 2007, sia in valore assoluto (da 723 a 368 miliardi di euro; -49 per cento) che in rapporto al Pil (dal 49 al 23 per cento). Inoltre, il Mib storico si è ridotto del 49 per cento (-8 per cento nel 2007) ed è diminuito anche il volume degli scambi (da 1,5 a 1,2 miliardi di euro; -20 per cento). Infine, il numero di società domestiche quotate è sceso da 262 a 251 a fronte di 2 nuove quotazioni e 14 cancellazioni (Tav. 6).

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 (% del Pil)	Scambi di titoli azionari ³	N° società quotate (domestiche)	N° società nequotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Variazione del MIB storico ⁴	Rapporto dividendi – prezzi ⁴	Rapporto utili – prezzi ⁴	Capitalizzazione ³	Scambi di titoli azionari ³	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione ³	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	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	1076	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	—	—	—	—
2008	368	23,2	1156	251	2	14	-49	8,4	13,7	7	1	43	—	—	—	—

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.

Il numero di società ammesse a negoziazione sul segmento Mta International (riservato alle società di diritto estero già quotate su altri mercati regolamentati europei da più di 18 mesi) si è ridotto di un'unità scendendo da 37 a 36.

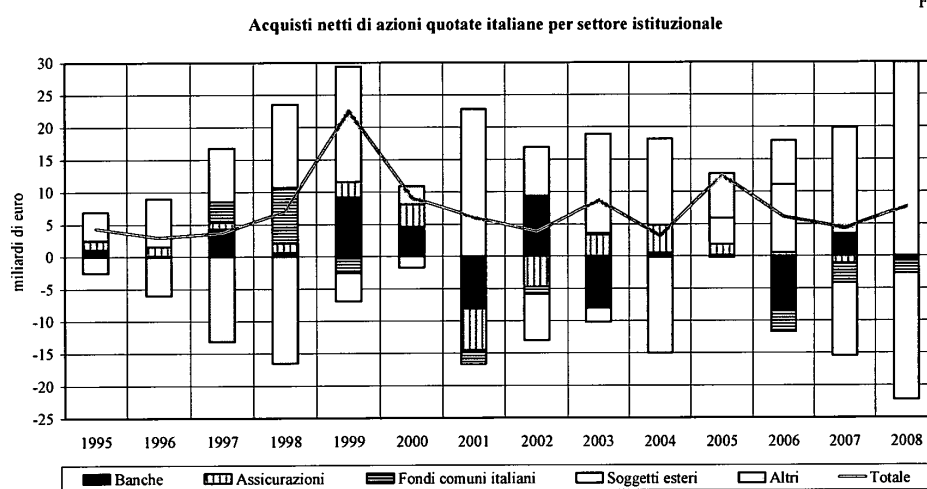
La capitalizzazione del Mercato Expandi è scesa da 11 a 7 miliardi di euro nonostante l'aumento del numero delle società quotate (passate da 38 a 43).

I dati riportati sul Mercato Expandi includono anche il Mercato alternativo dei capitali (Mac), ossia un sistema di scambi organizzati di azioni destinato alle piccole e medie imprese, in cui a fine 2008 risultavano ammesse a negoziazione 4 società (3 a dicembre 2007).

Nel corso del 2008 le emissioni azionarie sui mercati gestiti da Borsa Italiana sono aumentate del 39 per cento da 5,4 a 7,5 miliardi di euro. Tale crescita è dovuta interamente agli aumenti di capitale a pagamento (7,5 miliardi di euro contro 5,1 miliardi di euro nel 2007). L'ammontare delle risorse raccolte tramite Ipo è stato pari, invece, solo a 143 milioni di euro (si veda il paragrafo 4 del precedente capitolo "Le società").

Sulla base dei dati stimati dalla Banca d'Italia, a dicembre 2008, gli acquisti di azioni quotate hanno superato le vendite per 7,7 miliardi di euro (Fig. 33). In particolare, nel 2008 i principali venditori netti sono stati i soggetti esteri (per 19,6 miliardi di euro) e i fondi comuni italiani (per 2,2 miliardi di euro). I dati, tuttavia, sono ancora provvisori per il 2008 e nella categoria residuale "altri" (acquirenti netti per 30 miliardi di euro) sono state inclusi contemporaneamente le banche, gli istituti di previdenza e gli istituti di assicurazione.

Fig. 33



Fonte: Banca d'Italia. Il settore istituzionale "Altri" comprende le famiglie, le imprese, le amministrazioni centrali e locali, la Cassa di Risparmio di Roma e le Sim. Per il 2008 la categoria "Altri" include anche le assicurazioni, gli istituti di previdenza e le banche.

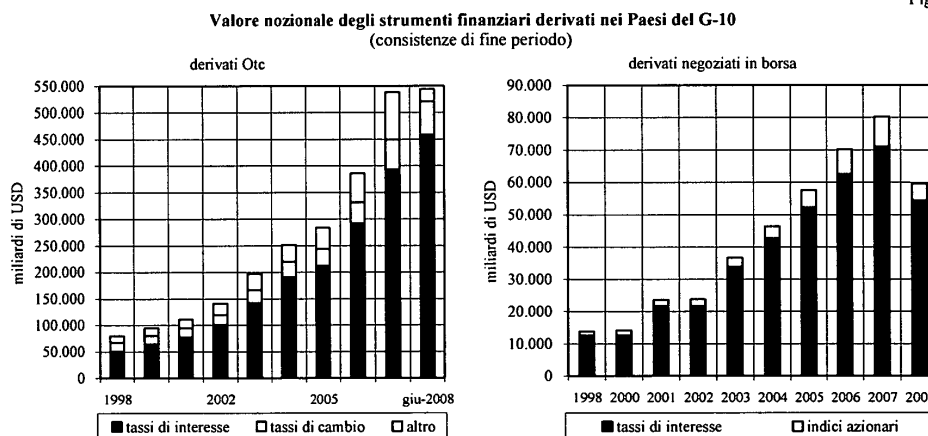
2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati

Nel primo semestre 2008 è cresciuto ancora il controvalore nozionale degli strumenti finanziari derivati non quotati (cosiddetti *over the counter* o Otc), mentre il controvalore nozionale dei derivati quotati è diminuito del 26 per cento rispetto a dicembre 2007 invertendo una tendenza in atto da diversi anni (Fig. 34).

Secondo le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali relative ai paesi del G10, a giugno 2008 il valore nozionale delle consistenze dei derivati Otc ha raggiunto 538.000 miliardi di dollari (contro 545.000 miliardi di dollari a fine 2007; +1,2 per cento). Gli strumenti finanziari derivati su tassi di interesse continuano ad avere un peso preponderante sulle consistenze complessive (84 per cento); aumenta, inoltre, il peso dei derivati Otc sui tassi di cambio (da 10 a 12 per cento).

Il valore nozionale dei derivati negoziati in borsa è sceso da 81.000 a 60.000 miliardi di dollari (-26 per cento) a causa principalmente della dinamica dei derivati su tasso di interesse (scesi da 71 a 54 miliardi di euro; -23 per cento). Ha subito una significativa flessione anche il valore nozionale dei derivati su indici azionari (da 9.200 a 5.100 miliardi di euro circa; -23 per cento).

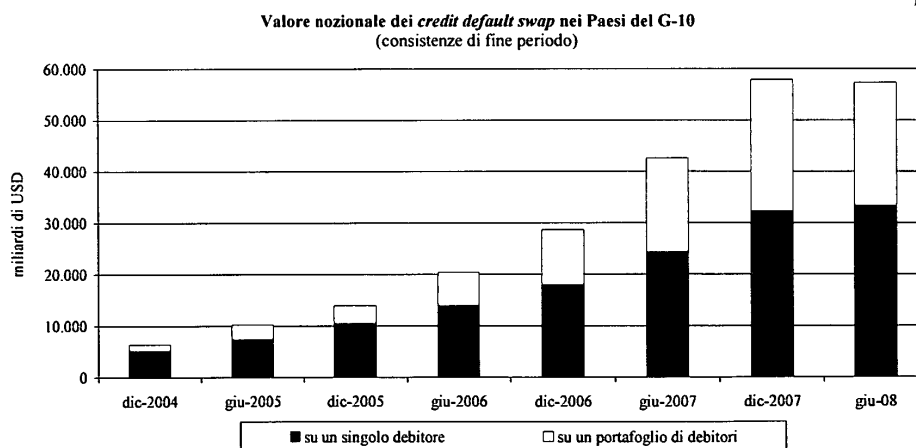
Fig. 34



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

Sempre sulla base delle rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali, nel 2008 il valore nozionale dei derivati sul rischio di credito rappresentati dai contratti di credit default swap (Cds) è lievemente diminuito (-1 per cento), invertendo un trend di crescita in atto da diversi anni (Fig. 35).

Fig. 35



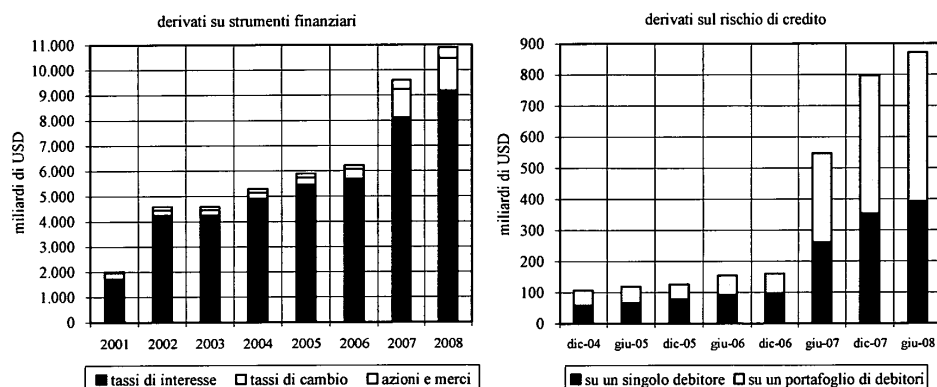
Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Sulla base dell'indagine semestrale effettuata dalla Banca d'Italia relativa all'operatività dei principali gruppi bancari italiani su strumenti derivati, nel primo semestre del 2008 il valore nozionale dei derivati Otc sui tassi di interesse è aumentato da 9.600 a 10.900 miliardi di dollari (+13; Fig. 36).

In particolare, il valore nozionale dei derivati sui tassi di interesse è aumentato del 13 per cento (da 8.100 a 9.200 miliardi di dollari), mentre il valore nozionale dei derivati sui tassi di cambio è cresciuto da 1.100 a 1.300 miliardi di dollari (+16 per cento) e quello sulle azioni e merci del 17 per cento (da 161 a 363 miliardi di dollari). Il valore nozionale dei contratti di credit default swap è cresciuto da 797 miliardi di dollari a dicembre 2007 a 871 miliardi di dollari a giugno 2008 (+9 per cento), contro un tasso di crescita del 45 per cento fra giugno e dicembre 2007 era aumentato del 45 per cento).

Fig. 36

Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati Otc in Italia
(consistenze di fine periodo)



Fonte: Banca d'Italia.

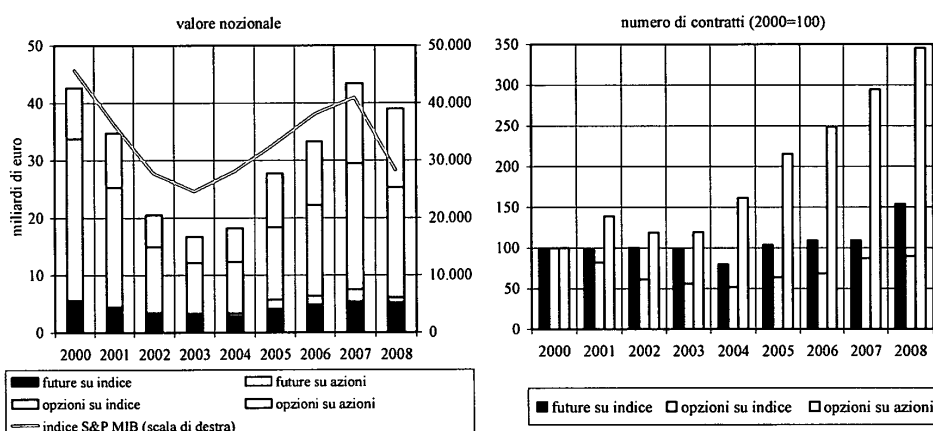
Gli strumenti finanziari derivati cosiddetti *exchange traded* negoziati su mercati regolamentati italiani sono quelli negoziati sul Mercato Italiani dei Derivati (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa e hanno come sottostante esclusivamente indici azionari e azioni.

Nel 2008 il valore nozionale dei contratti aperti (cosiddetto *open interest*) sull'Idem (calcolata come media giornaliera) è diminuito del 10 per cento, passando da 43 a poco meno di 40 miliardi di euro (Fig. 37).

In termini di controvalore medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti è costituita dalle opzioni sull'indice (49 per cento del totale), seguite dalle opzioni su azioni (35 per cento) dai future e minifuture su indice (13 per cento). Rispetto al numero medio dei contratti aperti, le opzioni su azioni continuano a mostrare il tasso di crescita più elevato.

Fig. 37

Valore nozionale e numero delle posizioni aperte in strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem (valori medi giornalieri)



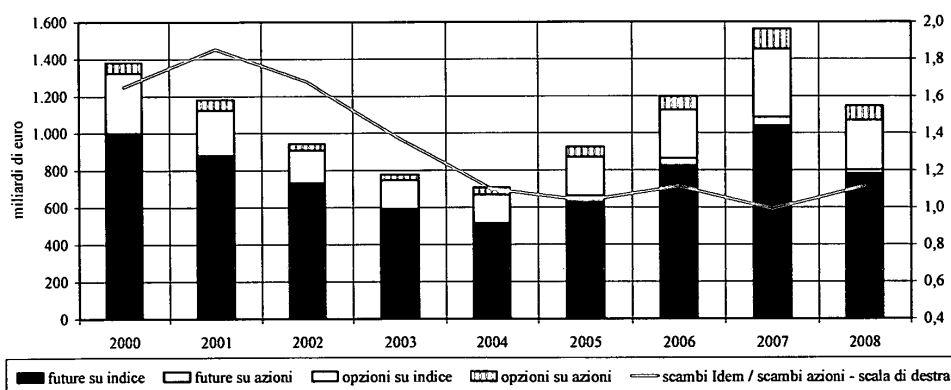
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria "future su indice" include i *minifuture* su indice. I valori annuali dell'indice S&P/Mib sono medie dei dati di fine mese.

Nel 2008 il valore nozionale degli scambi sull'Idem è sceso, rispetto al 2007, da 1.600 a 1.100 miliardi di euro circa (-31 per cento; Fig. 38). E' cresciuto leggermente, invece, il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni (da 1,0 a 1,1).

I volumi più consistenti interessano soprattutto i future su indice (68 per cento del totale); seguono le opzioni su indice (23 per cento del totale), mentre le opzioni su azioni, i minifuture su indice e i future su azioni rappresentano una quota residuale degli scambi.

Fig. 38

Valore nozionale degli scambi su strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem



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

3. Il mercato dei covered warrant e dei certificates

Nel corso del 2008, il controvalore degli scambi sul SeDeX si è ridotto in misura molto consistente, scendendo da 88 a 22 miliardi di euro (Tav. 7). Il numero complessivo di strumenti in circolazione si è ridotto da 4.408 a 3.192 (-27 per cento).

Gli scambi sono alimentati per il 45 per cento dagli *specialist*, gli operatori incaricati di fornire liquidità al mercato, mentre per il 40 per cento dai *trader on line* e per il restante 15 per cento dagli intermediari che effettuano arbitraggi in conto proprio.

Nel 2008, gli emittenti dei titoli sono stati 25 intermediari italiani e stranieri; gli specialist sono stati, invece, 19 dei quali 17 sono anche emittenti dei titoli.

I titoli emessi nel 2008 nell'80 per cento dei casi hanno avuto una scadenza inferiore ai 12 mesi. Tra le nuove tipologie di covered warrant emessi si ricordano i cash collect (caratterizzati da una cedola con componente aleatoria dipendente dall'andamento del prezzo del sottostante) e alcuni covered warrant di tipo esotico con prezzo espresso in funzione del valore nominale anziché in termini di parità.

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
2008	3.192	6.148	7.364	22

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 2008 è continuato a diminuire il peso dei *covered warrants plain vanilla* sul totale degli strumenti in circolazione (dal 64 al 54 per cento circa; Tav. 8), che restano, comunque, gli strumenti più diffusi. Il numero di emissioni dei *certificate investment*, invece, è cresciuto da 1.016 a 1.149 unità, con un peso pari al 36 per cento sul totale degli

strumenti in circolazione. *Certificate leverage* e *covered warrants* esotici/strutturati, il cui numero di emissioni ha subito una riduzione rispetto al 2007, hanno acquisito un peso ancora più marginale sul totale degli strumenti finanziari negoziati sul SeDeX.

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

Tav. 8

Segmento e categoria	2006		2007		2008	
	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	3.548	76,3	2.839	64,4	1.728	53,8
Esotici	142	3,1	154	3,5	108	3,38
<i>Certificates</i>						
Leverage	276	5,9	399	9,0	215	6,74
Investment	681	14,7	1.016	23,0	1.149	36,0
<i>Totale</i>	<i>4.647</i>	<i>100</i>	<i>4.408</i>	<i>100</i>	<i>3.192</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*); si rileva che il 67 per cento circa dei *covered warrants* plain vanilla call emessi nel 2008 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 per cento al prezzo di mercato sottostante). Per gli strumenti put emessi nel 2008, il 34 per cento risultava deep out of the money al momento dell'emissione (ossia emesso con un prezzo di esercizio inferiore dell'8 per cento al prezzo di mercato del sottostante; Tav. 9). A causa della contrazione dei mercati finanziari, i *covered warrants* put emessi deep in the money hanno rappresentato una quota delle emissioni (22 per cento) più alta rispetto ai *covered warrants* call deep in the money (8 per cento).

L'analisi condotta sulla categoria *leverage certificate* mostra un netto incremento di strumenti revocati prima della scadenza (63 per cento dei titoli emessi contro il 47 per cento nel 2007). 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 sul 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 sul capitale investito. In particolare i *leverage bull/long* hanno rappresentato l'86 per cento dei *certificate* emessi.

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)	67,06	90,46
da 8% a 4% (out of the money)	10,32	2,63
da 4% a 0 (at the money)	8,06	1,86
da 0 a -4% (in the money)	6,34	2,01
< -4% (deep in the money)	8,21	3,04
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Put		
< -8% (deep out of the money)	33,79	6,54
da -8% a -4% (out of the money)	10,60	2,98
da -4% a 0 (at the money)	19,10	3,64
da 0 a 4% (in the money)	14,27	3,89
> 4% (deep in the money)	22,25	82,9
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

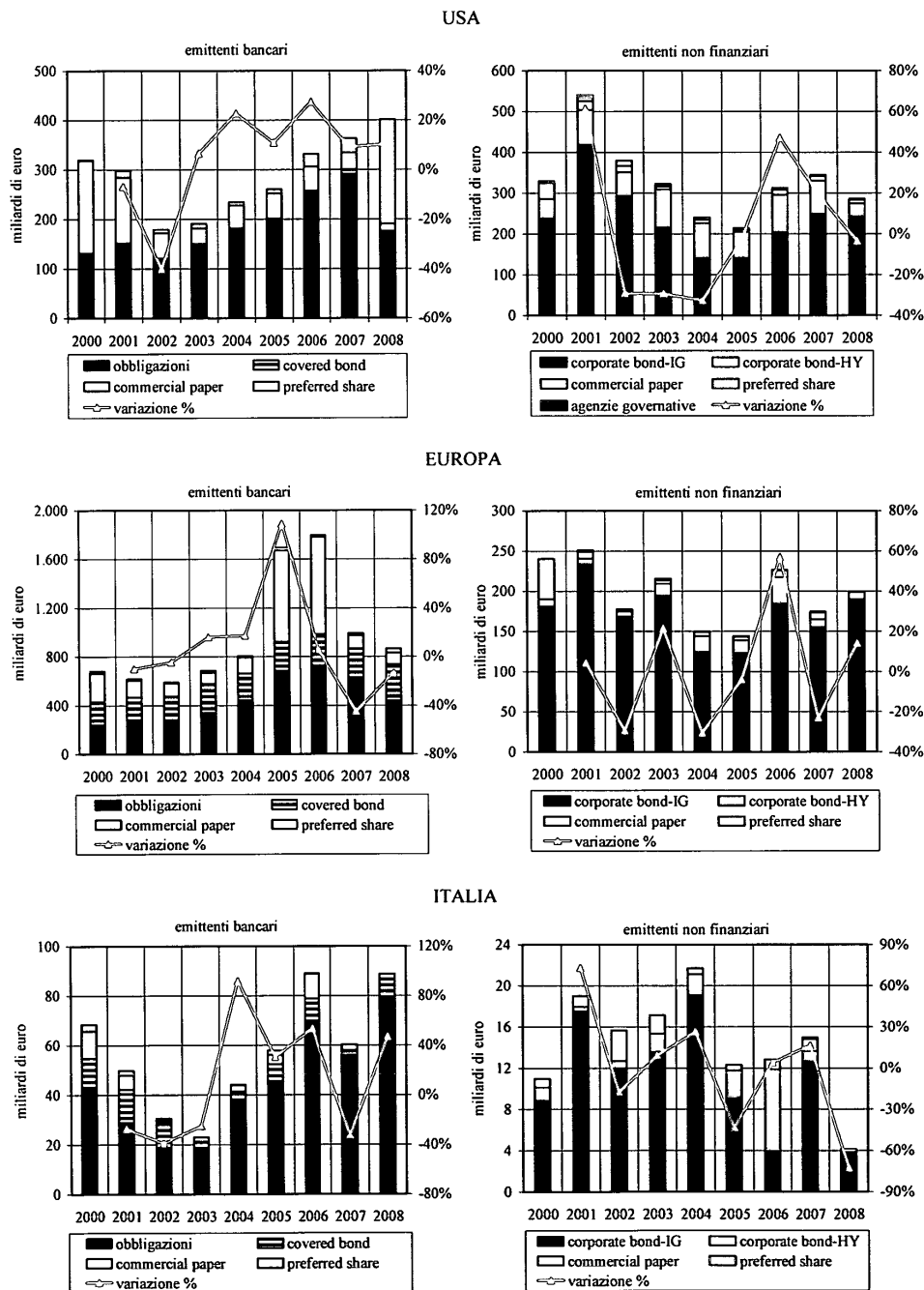
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del *covered warrants*. ² Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2008. ³ Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2008.

4. Il mercato obbligazionario

Nel 2008 le emissioni obbligazionarie di emittenti privati (finanziari e non finanziari) sono state caratterizzate negli Usa e in Europa da dinamiche differenti. Negli Usa l'ammontare delle emissioni di titoli bancari è cresciuto da 363 miliardi di euro nel 2007 a 401 miliardi di euro nel 2008 (+10 per cento) a causa principalmente del forte aumento delle *preferred share* (da 29 a 211 miliardi di euro circa; Fig. 39); sono diminuite, invece, le emissioni di obbligazioni (-40 per cento) e *commercial papers* (-58 per cento).

Fig. 39

**Emissioni obbligazionarie presso investitori istituzionali
(variazioni percentuali annuali)**



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

In Europa le emissioni di titoli bancari si sono ridotte, invece, del 13 per cento circa, poiché l'incremento delle *preferred share* (da 18 a 33 miliardi di euro) non è riuscito a compensare la contrazione dell'ammontare delle obbligazioni (da 631 a 438 miliardi di euro; -31 per cento) e dei *commercial paper* (-14 per cento).

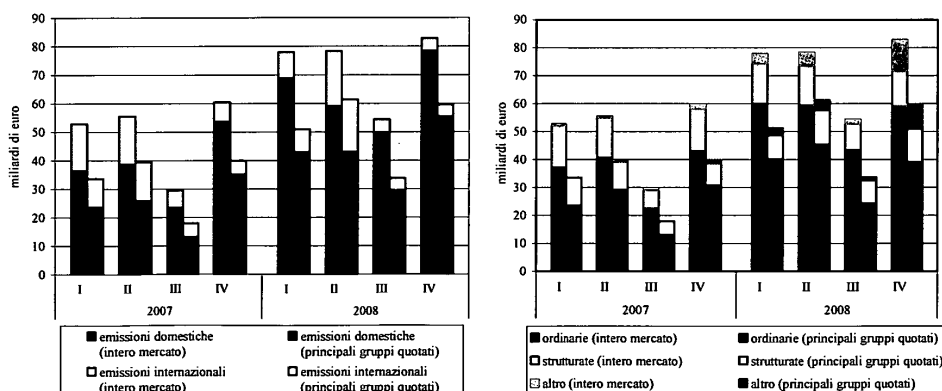
Negli Usa le emissioni di titoli di emittenti non finanziari si sono ridotte del 17 per cento, a causa principalmente della diminuzione delle obbligazioni *high yield* (da 80 a 31 miliardi di euro; -61 per cento) e dei *commercial paper* (da 12 a 9 miliardi di euro; -26 per cento). In Europa le emissioni di titoli di emittenti non finanziari sono, invece, aumentate da 174 a 199 miliardi di euro (+14 per cento) in virtù principalmente dell'incremento delle obbligazioni *investment grade* (salite da 155 a 189 miliardi di euro; +22 per cento).

La dinamica dei collocamenti obbligazionari e di emittenti italiani è risultata diversa da quella registrata in Europa. Infatti, le emissioni di titoli bancari sono cresciute da 60 a 89 miliardi di euro, registrando un incremento (+47 per cento) superiore a quello rilevato negli Usa. Si sono ridotte drasticamente, invece, le emissioni di società non finanziarie (-72 per cento), essendo diminuite le emissioni di *investment grade* (da 12 a 3,9 miliardi di euro; -69 per cento) e di *commercial paper* (da 1,1 miliardi di euro a 240 milioni di euro circa; -79 per cento), mentre non si sono registrate emissioni di obbligazioni *high yield* e di *preferred share*.

Considerando l'ammontare complessivo delle emissioni di titoli bancari presso gli investitori istituzionali e presso gli investitori retail, le emissioni obbligazionarie di Banche italiane collocate sul mercato domestico sono aumentate da 152 a 256 miliardi di euro (+72 per cento). Sono aumentati i volumi delle obbligazioni bancarie ordinarie (da 143 a 222 miliardi di euro; +55 per cento), mentre hanno subito un lieve calo le emissioni di titoli strutturati (da 52 a 51 miliardi di euro; Fig. 40).

Fig. 40

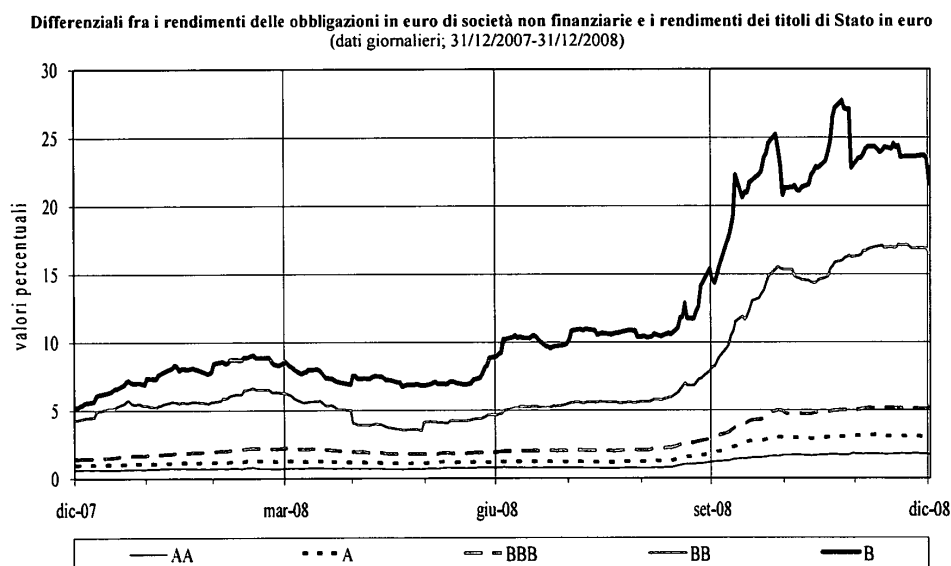
Emissioni obbligazionarie di banche italiane



Fonte: elaborazioni su dati Dealogic e sui prospetti informativi.

La crisi ha comportato un netto peggioramento della qualità del credito del settore *corporate* (si veda §3 del precedente Capitolo “Le società”) e una crescita degli *spread* fra i rendimenti delle obbligazioni e quelli dei titoli di Stato, soprattutto per quanto riguarda le società non finanziarie con *rating* speculativo. A dicembre 2008 tali differenziali erano pari al 16 per cento per gli emittenti con rating BB (contro 4,3 per cento a fine 2007) e al 22 per cento per quelli con rating B (5 per cento circa a fine 2007; Fig. 41).

Fig. 41



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

Con riferimento ai mercati secondari, gli scambi di obbligazioni sui mercati regolamentati italiani sono diminuiti da 2.512 a 1.636 miliardi di euro; -35 per cento circa). Sono diminuiti i volumi sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts) passando da 1.665 a 873 miliardi di euro (-48 per cento), mentre è ritornato sui livelli del 2005 il volume degli scambi su Bondvision. Crescono, invece, gli scambi sul mercato Tlx (da 25 a 63 miliardi di euro) e sul Mot (da 149 a 177 miliardi di euro; +19 per cento, Tav. 10).

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	Totale
2000	2.020	—	..	154	..	—	2.174
2001	2.324	18	12	136	1	—	2.491
2002	2.205	100	24	159	2	—	2.490
2003	2.160	176	23	142	4	2	2.507
2004	1.949	339	31	147	4	8	2.478
2005	1.596	448	19	123	—	7	2.193
2006	1.634	555	17	122	—	13	2.341
2007	1.665	664	9	149	—	25	2.512
2008	874	522	1	177	—	63	1.636

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 cartolarizzazioni

La crisi finanziaria e le tensioni sul mercato dei mutui *subprime* hanno determinato una drastica riduzione delle emissioni di cartolarizzazioni collegate a mutui negli Usa (da 636 a 115 miliardi di euro; -82 per cento); le altre cartolarizzazioni hanno subito anch'esse una riduzione, ma di entità più lieve (da 1.053 a 854 miliardi di euro; -19 per cento Fig. 42).

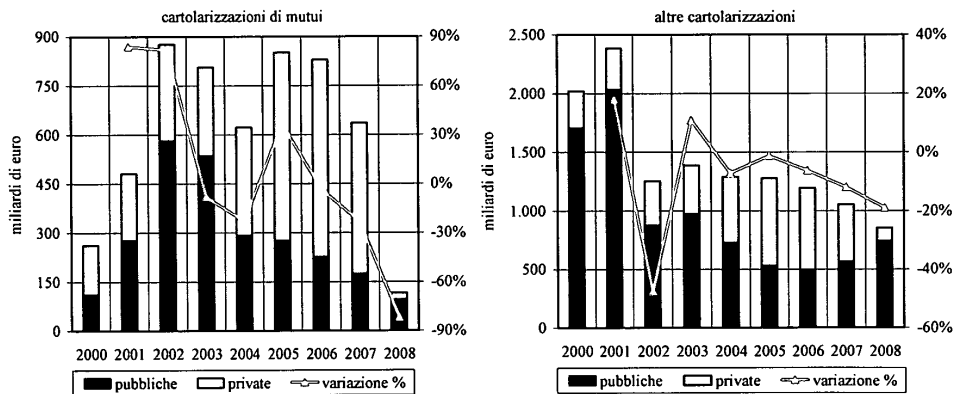
La forte contrazione delle emissioni di cartolarizzazioni su mutui negli Usa è riconducibile in parte alle revisioni al ribasso del rating assegnato ai prodotti strutturati. Sulla base di dati diffusi da Fitch, la differenza fra downgrades e upgrades ha raggiunto un picco di 10.355 nell'ultimo trimestre del 2008 (Fig. 43). Le revisioni al ribasso dei rating si sono accompagnate a una drastica riduzione del valore dei titoli cartolarizzati, all'aumento delle perdite sui mutui (in rapporto al totale dei mutui in essere) e alla crescita del tasso di incidenza degli avvii di procedure esecutive (Fig. 44).

In Europa, invece, le emissioni di cartolarizzazioni su mutui sono cresciute da 324 nel 2007 a 490 miliardi di euro nel 2008, nonostante le revisioni al ribasso dei rating (soprattutto nell'ultimo trimestre del 2008; Fig. 43). Tali titoli, nella maggioranza dei casi, sono stati riacquistati dalle stesse banche al fine di detenere strumenti utilizzabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con la Banca Centrale Europea. In Italia le emissioni di cartolarizzazioni su mutui si sono quasi quadruplicate salendo da 16 a 56 miliardi di euro. Le emissioni di altre cartolarizzazioni sono scese, invece, da 14,6 a 13,5 miliardi di dollari (-7,2 per cento).

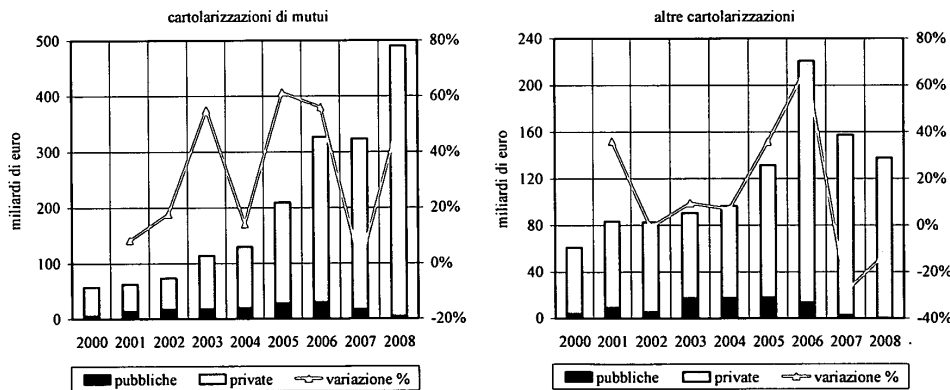
Fig. 42

Emissioni di cartolarizzazioni
(variazioni percentuali annuali)

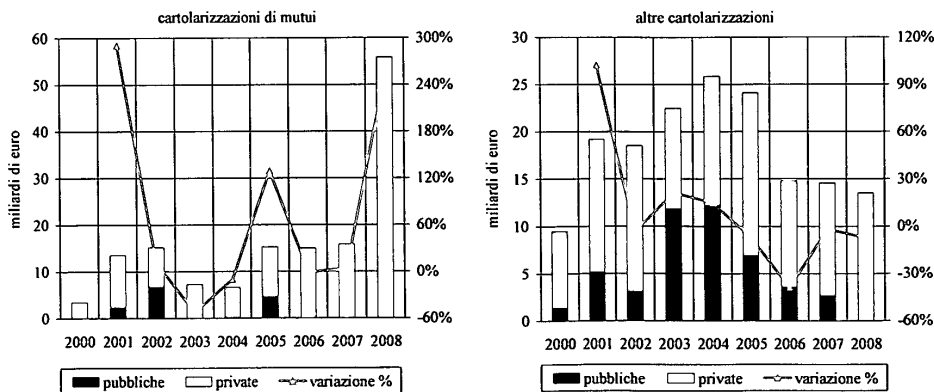
USA



EUROPA



ITALIA



Fonte: Dealogic.