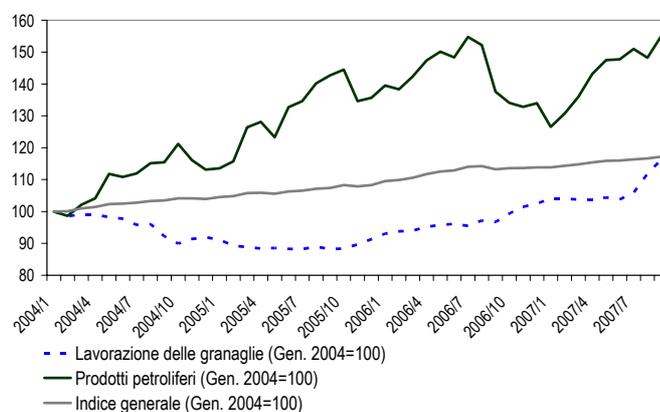


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Italia, prezzi alla produzione: l'indice generale e alcune sue componenti



Fonte: elaborazioni BNL su dati Istat

Editoriale - Nel primo semestre del 2007 i consumi delle famiglie italiane sono cresciuti più del reddito disponibile. *Ceteris paribus*, lo sbilancio crea le premesse per un abbassamento della **propensione al risparmio** che potrebbe scendere quest'anno al di sotto del 12%. I riflessi della difficile congiuntura economica appaiono ripercuotersi sull'andamento dei depositi bancari delle famiglie la cui crescita annua scende a zero alla metà del 2007. Aumenta invece la consistenza dei titoli pubblici detenuti dai residenti: ad agosto, l'ammontare dei BOT cresce del 23% rispetto a un anno prima.

Pag. 4 - Le rinnovate tensioni del comparto energia e i rincari delle materie prime non-oil spingono in alto la dinamica dei **prezzi alla produzione** e minacciano di penalizzare ulteriormente la competitività delle imprese esportatrici. Con un aumento mensile dello 0,5% a settembre, il tasso di crescita su base annua accelera dal 2,1% di agosto al 3,5% di settembre. Nel solo mese di settembre, la componente "energia" dei prezzi industriali è cresciuta del 2,1%. Su altro fronte, tra giugno e settembre l'indice dei prezzi alla produzione relativi alla lavorazione delle granaglie è salito di oltre il 10%.

38

2007

9 novembre 2007

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

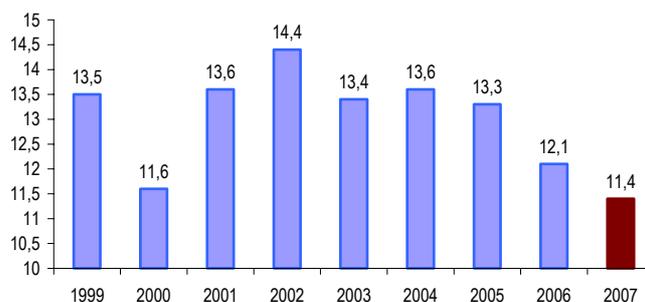
Banca Nazionale del Lavoro - Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

 **BNL**
Gruppo BNP PARIBAS

Editoriale: Il ritorno del BOT people

Fig. 1 – Propensione al risparmio
(val. %)



Fonte: Istat e previsioni Servizio Studi BNL

Nei primi sei mesi del 2007 la crescita annua dei consumi delle famiglie italiane, al netto dell'inflazione, si è spinta poco sopra il 2% mentre l'aumento del reddito disponibile si è fermato intorno all'1%. Lo sbilancio negativo tra le due poste, se confermato nei prossimi mesi, rischia di tradursi in una nuova flessione della propensione media al risparmio degli italiani. Già nel 2006, nel calcolo compiuto dall'ISTAT, il rapporto tra risorse non consumate e reddito era sceso al 12,1% rispetto al 13,3% del 2005. Ceteris paribus, l'ulteriore abbassamento potrebbe condurre il valore della propensione al risparmio intorno all'11,5% nel 2007: si tratterebbe del livello più basso dall'inizio del secolo.

La prospettiva di un rallentamento della crescita generale e di un peculiare appesantimento della situazione economica delle famiglie si accompagna ad alcuni cambiamenti nelle forme di investimento del risparmio e di allocazione della ricchezza. Sono movimenti visibili nell'evoluzione di poste rilevanti quali i depositi bancari e i titoli a custodia presso le banche. Una tendenza alla decelerazione da alcuni mesi interessa i depositi bancari. Le statistiche più recenti indicano un tasso annuo di crescita della posta in questione che scende dal 6-7% di fine 2006 al 4% della scorsa estate. Dopo esserne stata per alcuni anni al di sopra, la crescita dei depositi bancari si allinea all'incremento del PIL nominale che viaggia su ritmi di meno del 2% di crescita reale e un po' più del 2% in termini di inflazione. Il punto più interessante è, però, un altro. Dietro un'espansione dei depositi totali del 4% all'anno c'è una crescita zero dei depositi delle famiglie e una ben più tonica espansione dei depositi delle imprese produttive e delle società finanziarie.

Cos'è che fa decelerare i depositi bancari? Di certo, il rallentamento dell'economia e, soprattutto, la debole espansione dei redditi famigliari. Ma, oltre a questo, a moderare la preferenza per la liquidità c'è anche un elemento ulteriore: la riapertura dei differenziali di rendimento tra titoli pubblici e conti bancari.

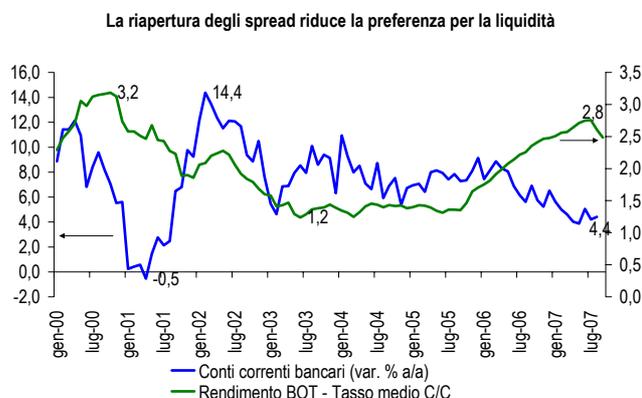
Stante la lunga stagione di bassi tassi di interesse a livello europeo e globale, per quasi tre anni il differenziale lordo di tasso tra BOT e conti correnti bancari è rimasto ad un livello storicamente molto basso, intorno a 1 punto percentuale. A partire dalla fine del 2005 il trend è mutato e il divario tra i rendimenti è progressivamente salito sino a punte prossime ai 3 punti percentuali nel corso degli ultimi mesi. Le tensioni dei mercati successive allo sviluppo della crisi americana dei sub-prime hanno ulteriormente aumentato la capacità di attrazione esercitata dai titoli pubblici sotto il profilo della sicurezza dell'investimento oltre che per l'aspetto dell'aumentato rendimento. Il combinato disposto dei vari fattori è un insieme di investimenti del risparmio dove recuperano spazio BOT e BTP mentre decelera la crescita dei depositi bancari. Cresce del 23% l'ammontare dei buoni del Tesoro in custodia delle banche nei dodici mesi terminanti ad agosto 2007. Vanno bene anche i BTP e le

obbligazioni bancarie, le cui consistenze detenute da parte di residenti crescono nell'ordine del 10% l'anno.

Di fronte al rallentamento dell'economia e alle incertezze dei mercati, i risparmiatori italiani tornano ad essere un po' più "BOT-people". Del resto, come indicano da quasi un quarto di secolo i risultati del rapporto annuale curato da BNL e Centro Einaudi, la ricerca della sicurezza è da sempre al vertice della graduatoria delle determinanti delle scelte di investimento dei risparmiatori. Dopo la sicurezza, viene il rendimento di breve periodo, mentre più in basso tra le priorità dei risparmiatori si collocano la liquidità dell'investimento e il rendimento che si ottiene nel lungo periodo. Lentamente, la grande arca del risparmio si sta muovendo per riposizionarsi al meglio nelle nuove correnti.

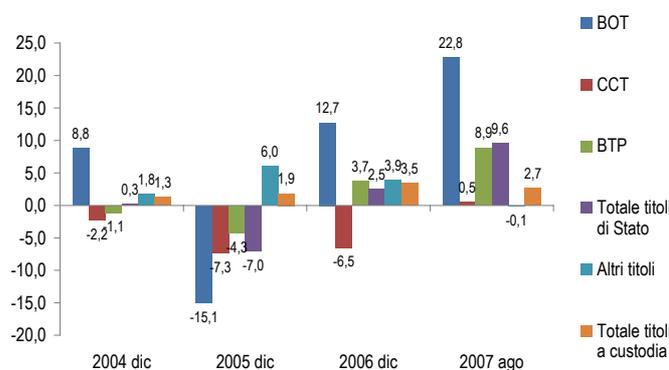
Giovanni Ajassa

Fig. 2 – Crescita dei conti correnti bancari e differenziale di tasso tra BOT e conti correnti



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

Fig. 3 – Titoli a custodia presso le banche
(var. % su dodici mesi)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

Salari, inflazione, struttura delle imprese: cosa cambia in Italia?

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

Prosegue moderata la dinamica salariale a settembre. Le retribuzioni orarie sono aumentate dello 0,2% m/m, con la crescita su base annuale ridottasi dal 2% di agosto all'1,8%. Negli ultimi sette anni l'incremento reale delle retribuzioni orarie è risultato pari a meno del 2%.

Le rinnovate tensioni del comparto energia hanno alimentato la crescita dei prezzi alla produzione. L'indice generale è risultato in aumento dello 0,5% m/m a settembre. Nel confronto con l'anno precedente l'incremento è stato pari al 3,5%.

L'inflazione al consumo ha bruscamente accelerato ad ottobre. La crescita annuale dell'indice dei prezzi al consumo è passata dall'1,7% del mese precedente al 2,1%, il valore più alto dal settembre dello scorso anno.

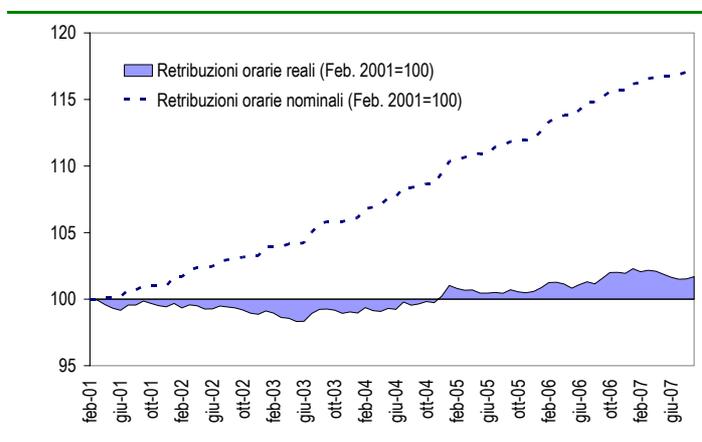
In Italia operano 4,3 milioni di imprese con una dimensione media pari a 3,8 addetti. Al crescere della dimensione aumenta la produttività del lavoro. Il valore aggiunto per addetto nelle imprese che impiegano oltre 250 addetti è pari a 60,6 mila euro contro i 26,5 mila delle microimprese (1-9 addetti).

Rimane modesta la crescita dei salari reali

L'indice delle retribuzioni orarie è cresciuto a settembre dello 0,2% rispetto al mese precedente. Il settore degli alimentari, bevande e tabacco e quello dei pubblici esercizi e alberghi hanno registrato i maggiori incrementi (rispettivamente +2,7% e +2,2%). Su base annuale i salari orari riferiti all'intera economia sono cresciuti dell'1,8%, in rallentamento dal +2% di agosto. Rispetto a settembre del 2006 gli aumenti più significativi sono stati rilevati nel settore dell'energia elettrica, gas e acqua (+5,1%) e in quello delle attività radiotelevisive (+4,4%). I salari sono, invece, risultati invariati nel confronto con l'anno precedente in tutte le attività della pubblica amministrazione e nel comparto delle forze dell'ordine.

La dinamica salariale continua ad essere frenata dalla lentezza delle procedure di rinnovo dei contratti. A settembre solo il 37,3% dei lavoratori occupati dipendenti considerati nell'indagine, pari al 35,3% del monte retributivo complessivo, avevano un contratto di lavoro in vigore. Sebbene tale valore risulti superiore a quello rilevato nel mese precedente (27,2%) si rimane su livelli non soddisfacenti. 7,7 milioni di lavoratori dipendenti risultano avere il contratto scaduto a settembre. A livello settoriale si va dal 100% dei contratti in vigore nell'agricoltura e nell'edilizia al 2,9% del credito e assicurazioni. Nel caso di assenza di rinnovi nei prossimi mesi, la quota dei contratti collettivi in vigore, espressa sempre in termini di incidenza sul monte retributivo complessivamente osservato, si ridurrebbe a gennaio al 16,1%.

Le retribuzioni orarie in Italia



Fonte: elaborazioni BNL su dati Istat

In Italia, negli ultimi anni la dinamica delle retribuzioni è apparsa debole e non in grado di sostenere adeguatamente i consumi. Dall'inizio del 2001 i salari orari sono cresciuti in termini nominali di oltre il 15%. Al netto dell'inflazione la performance risulta ancora più deludente. Le retribuzioni orarie reali sono cresciute in più di sei anni di meno del 2%. Secondo le elaborazioni dell'Istat, sulla base delle sole applicazioni previste nei contratti in vigore alla fine di settembre, nell'intero 2007 i salari orari nominali registrerebbero un incremento pari al 2,1%.

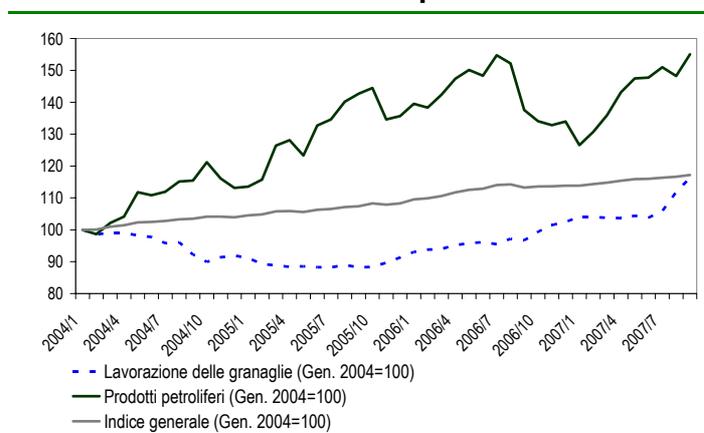
Dalle materie prime nuove tensioni sui prezzi alla produzione

I prezzi alla produzione sono aumentati a settembre dello 0,5% nel confronto con il mese precedente. Su base annuale la crescita ha accelerato dal 2,1% di agosto al 3,5%.

A settembre, l'indice generale è stato trainato dal robusto incremento del comparto energia (+2,1% m/m). Nel settore dei beni strumentali i prezzi alla produzione sono, invece, rimasti invariati rispetto ad agosto mentre in quello dei beni intermedi è stata rilevata una lieve contrazione (-0,1%).

Nel periodo gennaio-settembre l'aumento medio su base annua dei prezzi alla produzione è stato pari al 3,1%, a fronte del 5,6% registrato nell'intero 2006. Nei primi tre trimestri dell'anno, l'incremento dei prezzi alla produzione è stato contenuto dal raffreddamento dell'energia il cui relativo indice è cresciuto in media dell'1,4%, dal +16% dello scorso anno. Nel confronto tra gennaio-settembre 2007 e il corrispondente periodo del 2006 l'incremento più elevato è stato rilevato nel comparto dei beni intermedi (+5,5%) mentre in quello dei beni di consumo e in quello dei beni strumentali l'incremento è stato di poco superiore al 2%.

Italia, prezzi alla produzione: l'indice generale e alcune sue componenti



Fonte: elaborazioni BNL su dati Istat

L'analisi della dinamica dei prezzi alla produzione per settore merceologico evidenzia alcuni elementi di criticità. All'interno del settore dei beni alimentari i prezzi alla produzione relativi alla lavorazione delle granaglie sono aumentati in maniera significativa. Fissato come base il mese di gennaio del 2004, si nota come il relativo indice, dopo essere sceso di circa il 10% nel biennio 2004-2005 è gradualmente risalito tornando verso la fine del 2006 sui valori di inizio 2004. A causa delle tensioni sui mercati delle materie prime, la crescita dei prezzi ha, però, subito una brusca accelerazione nel corso degli ultimi mesi. In tre anni i prezzi alla produzione in questo segmento sono cresciuti di oltre il 15% ma la gran parte di questo rincaro è stata registrata negli ultimi tre mesi. L'indice è passato da 103,8 di giugno a 116,2 di settembre. Tali pressioni hanno spinto verso l'alto i prezzi alla produzione dell'intero settore dei beni alimentari aumentati a settembre dell'1% m/m e del 6% a/a.

Preoccupazioni provengono anche dal comparto dell'energia. I prezzi alla produzione dei prodotti petroliferi raffinati, dopo la fase di graduale riduzione sperimentata nell'ultima parte del 2006, hanno ripreso a salire. Il relativo indice, considerato sempre ponendo gennaio

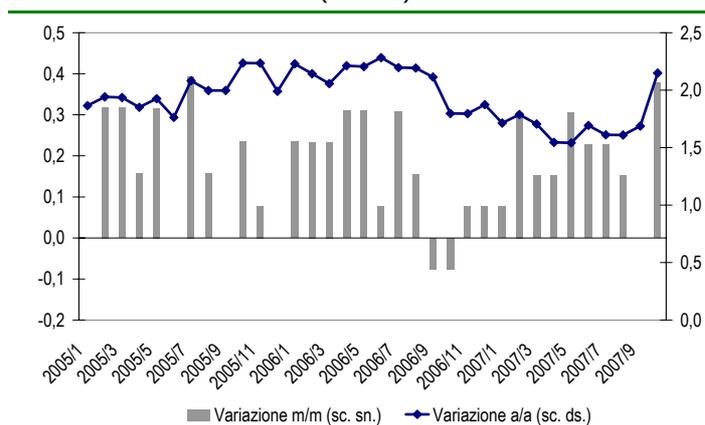
2004 come base, ha raggiunto a settembre il livello record degli ultimi tre anni, con un incremento del 55,1% rispetto all'inizio del 2004. Il costante e robusto apprezzamento del petrolio potrebbe rafforzare queste rinnovate tensioni sui prezzi alla produzione del comparto energia il cui raffreddamento era stato alla base del calo dei prezzi alla produzione sperimentato nel corso dei primi mesi del 2007.

Brusca accelerazione dell'inflazione al consumo ad ottobre

L'inflazione ha registrato ad ottobre una brusca accelerazione. La variazione congiunturale dell'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC) è stata pari al +0,4%, la più alta da luglio del 2005. Sull'indice generale hanno pesato i rincari delle tariffe energetiche, derivanti dagli adeguamenti trimestrali di energia elettrica e gas, e dei carburanti. Tra i diversi capitoli che compongono l'indice complessivo i maggiori incrementi rispetto a settembre sono stati rilevati nel comparto dell'abitazione, acqua, elettricità e combustibili (+0,7%) e nei prodotti alimentari e bevande analcoliche (+0,8%). Quest'ultimo comparto è stato probabilmente influenzato dalla componente lavorata che sta incorporando gli aumenti registrati nei mercati delle materie prime. Una riduzione dei prezzi rispetto al mese precedente è stata, invece, rilevata nei servizi sanitari e spese per la salute (-0,2%) e nelle comunicazioni (-0,8%).

L'inflazione al consumo in Italia

(var. %)



Fonte: elaborazioni BNL su dati Istat

Su base annuale l'inflazione misurata dal NIC è passata dall'1,7% di settembre al 2,1%, il valore più alto degli ultimi dodici mesi. I maggiori rincari tendenziali sono stati rilevati nei prodotti alimentari (+3,4%) e nei trasporti (+3,4%). Rimane sensibile la riduzione dei prezzi nel comparto comunicazioni (-9,9% a/a).

L'incremento dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato è risultato più intenso di quello rilevato dal NIC. L'aumento rispetto a settembre è stato pari allo 0,8%. L'inflazione annuale è passata dal +1,7% al +2,3%, rimanendo comunque stabilmente al di sotto di quella relativa all'intera area dell'euro (+2,6%).

La presenza di tensioni inflazionistiche viene confermata anche dalla dinamica dei prezzi al netto dei fattori stagionali. L'indice elaborato dall'ISAE ha mostrato un'inversione di tendenza. L'aumento in termini annualizzati è passato dal +2% di settembre al +2,6%. Negli ultimi mesi del 2007 si potrebbe, pertanto, verificare un ulteriore aumento del tasso d'inflazione.

Rimane immutata la struttura delle imprese italiane

Nel 2005 in Italia operavano circa 4,3 milioni di imprese dell'industria e dei servizi di mercato occupando 16,3 milioni di addetti e producendo 634 miliardi di valore aggiunto, pari al 4,7% in più di quanto realizzato l'anno precedente. I dati contenuti nell'ultima rilevazione effettuata dall'Istat relativa all'anno 2005 non hanno segnalato significativi cambiamenti

nella struttura del sistema delle imprese italiane. Rimangono prevalenti le microimprese con una dimensione media pari a circa 3,8 addetti (5,9 nell'industria e 3,1 nei servizi). Rispetto al 2004 le microimprese, quelle con meno di 10 addetti, sono aumentate di 92 mila unità e rappresentano il 94,9% del totale occupando quasi la metà degli addetti. Le imprese con 250 e più addetti sono solo 3.200 ma producono quasi un terzo del valore aggiunto complessivo.

Nel 2005 la produttività nominale del lavoro, misurata dal valore aggiunto per addetto, è cresciuta dai 37,9 mila euro dell'anno precedente a 38,8 mila. Sebbene in valore assoluto l'industria rimanga il settore con la più alta produttività (49,3 mila euro per addetto), nel confronto con il 2004 il miglioramento più ampio è stato rilevato nelle costruzioni (+6%). Il dato relativo ai servizi è cresciuto moderatamente avvicinandosi ai 35 mila euro per addetto. Analizzando la scomposizione per dimensione aziendale rimane evidente la stretta correlazione tra dimensione e produttività. Il valore aggiunto per addetto aumenta al crescere del numero degli addetti impiegati: si va dai 26,5 mila euro delle microimprese (1-9 addetti) ai 60,6 mila delle grandi (250 e oltre).

I dati sulla struttura delle imprese hanno confermato la moderata dinamica salariale che caratterizza l'economia italiana. La retribuzione lorda per dipendente è aumentata di solo l'1,9% rispetto al 2004 risultando pari a 21,4 mila euro. La situazione salariale risulta molto eterogenea dal punto di vista dimensionale. Un dipendente di una grande impresa guadagna circa il 70% in più di un dipendente di una microimpresa (26,6 mila euro a fronte di 15,4 mila). Le differenze appaiono meno evidenti a livello settoriale: si va dai 18,3 mila euro in media delle costruzioni, ai 20,4 dei servizi fino ad arrivare ai 23,8 dell'industria in senso stretto.

Nonostante la debole dinamica salariale il costo orario del lavoro è cresciuto del 4,5%, da 17,6 euro a 18,4. Anche in questo caso risultano significative le differenze a livello dimensionale. In una microimpresa si spendono 13,1 euro per un'ora di lavoro a fronte dei 23,4 necessari in un'impresa con oltre 250 addetti.

La redditività delle imprese, misurata dall'incidenza dei profitti lordi sul valore aggiunto si è ridotta dal 30,2% del 2004 al 29,5%. Il dato complessivo è stato penalizzato dalla deludente performance dei servizi che ha compensato il significativo miglioramento delle costruzioni. L'industria in senso stretto rimane il settore che consegue i migliori risultati (35,5%). Anche la redditività delle imprese aumenta al crescere della dimensione. La grande impresa raggiunge risultati pari a circa il doppio di quelli conseguiti da una microimpresa (rispettivamente 37,8% e 18,8%).

All'interno del comparto manifatturiero il 27,6% del fatturato proviene dalle esportazioni. Le imprese operanti nella fabbricazione di macchine e apparecchi meccanici manifestano la maggiore propensione all'esportazione con il 46,5% delle vendite totali effettuate all'estero. L'industria del legno è, invece, quella che presenta l'incidenza minore del fatturato esportato sul totale (10,6%). Le imprese di maggiori dimensioni si caratterizzano per un peso dell'export superiore alla media (35,5%). Al contrario, nelle microimprese il fatturato proveniente dall'estero rappresenta solo l'8,6% del totale. All'interno del manifatturiero, le imprese esportatrici conseguono in media risultati migliori delle concorrenti focalizzate sul solo mercato interno. Grazie anche ad una maggiore produttività (54,8 mila euro di valore aggiunto per addetto contro 33,1 mila) la redditività delle imprese esportatrici risulta pari al 34% a fronte del 25,3% delle non esportatrici. L'analisi per classe dimensionale evidenzia, però, come la maggiore performance media delle imprese esportatrici derivi dai migliori risultati conseguiti dalle più piccole. Sia nella classe 50-249 addetti che in quella con oltre 250 addetti la redditività delle non esportatrici risulta, infatti, maggiore grazie anche ad una più elevata produttività che raggiunge i 69,2 mila euro per addetto nelle grandi imprese.

La disaggregazione dei dati per ripartizioni territoriali evidenzia come le regioni del Nord ovest abbiano prodotto nel 2005 il 36,8% del valore aggiunto complessivo, a fronte del 24,2% del Nord est, del 21,8% del Centro e del 17,2% del Mezzogiorno. Le imprese del Nord ovest sono risultate quelle con la produttività più elevata: il valore aggiunto per addetto è stato pari a 42,5 mila euro, ben al di sopra dei 29,6 mila del Mezzogiorno. Il Nord ovest è risultata anche la ripartizione territoriale con il costo del lavoro per dipendente più elevato (32,4 mila euro contro i 30,6 del Centro, i 29,6 del Nord est e i 24,5 del Mezzogiorno).

Crisi americana dei sub-prime: tre mesi dopo

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

La crisi del mercato dei mutui subprime statunitense ha determinato una serie di tensioni sui mercati internazionali degli strumenti di credito strutturato collegati direttamente a questa categoria di mutui. Alla metà di ottobre gli indici relativi a tranche di mortgage-backed securities, solitamente molto liquidi, venivano scambiati con sconti tra il 30 e il 70 per cento rispetto al valore nominale. Le turbolenze si sono poi estese anche ad altri segmenti del mercato determinando un generalizzato aumento dei premi per il rischio e una generale riduzione della liquidità.

La crescente incertezza circa l'entità e la distribuzione delle esposizioni ai mutui subprime ha generato un "flight to quality", che si è manifestato in un aumento della domanda di titoli di Stato, più accentuato sulle scadenze brevi, e di liquidità. Il differenziale fra i tassi del mercato monetario delle operazioni garantite e quelli delle operazioni non garantite si è ampliato. Nell'area dell'euro sulla scadenza dei tre mesi il differenziale tra l'euribor e l'eurepo ha superato ad ottobre i 70 punti base, mentre da inizio anno ad agosto si era mantenuto inferiore ai 10 punti base.

Le banche italiane hanno risentito in misura minore rispetto a quelle di altri paesi della crisi dei mutui subprime. Dall'indagine periodica sul credito dell'Eurosistema condotta dalla Bce emerge che in Italia i criteri di erogazione dei prestiti alle famiglie, sia per l'acquisto di abitazioni sia per altre finalità, non hanno subito variazioni significative. L'indagine mostra inoltre la tendenza ad adottare una maggiore cautela nella concessione di prestiti, soprattutto per le società di grande dimensione.

La crisi dei mutui subprime negli Usa e il modello "originate to distribute"

I principali protagonisti delle recenti turbolenze sui mercati internazionali sono stati i mutui subprime tradizionalmente offerti a persone che non arrivano ad avere uno score adeguato per accedere ai mutui tradizionali. Nel 2006 questa tipologia di mutui per l'acquisto di abitazioni negli Stati Uniti ha costituito circa il 20% delle erogazioni totali di mutui. La diminuzione dei prezzi delle abitazioni e il ciclo di rialzo dei tassi americani hanno in poco tempo messo in difficoltà le famiglie, specie quelle che avevano accesso mutui a tasso variabile, le cui rate in un arco di tempo relativamente breve sono significativamente aumentate determinando quindi un elevato indice di insolvenza.

L'aumento delle insolvenze ha comportato in poco tempo una riduzione della liquidità: la possibilità di vendere e acquistare strumenti finanziari senza provocare forti escursioni dei prezzi è diminuita in modo repentino. In poco tempo attività ritenute liquide, rappresentative non solo di prestiti subprime, ma anche di mutui ragionevolmente sicuri, sono rimaste immobilizzate nei bilanci degli operatori e non hanno potuto essere rifinanziate con il credito a breve, la cui disponibilità si è rapidamente ridotta. Un rischio limitato di insolvenza, o così valutato dalle agenzie di rating, è stato amplificato in modo esponenziale da un rischio di liquidità, che nessuno aveva scontato nei prezzi. In altre parole un eccesso di liquidità (inteso come abbondante disponibilità di prestiti a basso costo) si è trasformato in un basso livello di liquidità, nel senso che gli operatori hanno trovato difficoltà a vendere i titoli in portafoglio senza provocare significative riduzioni del loro prezzo.

Il meccanismo con cui la crisi dei subprime si è propagata è legato a un approccio che negli ultimi anni è stato utilizzato da molti intermediari bancari, quello di originare i prestiti e poi distribuirne il rischio. Questo modello di gestione, attraverso l'utilizzo di prodotti strutturati, consente alle banche di cedere parte del rischio ad altri operatori i quali, pur non essendo intermediari finanziari, di fatto si trovano a partecipare al mercato del credito. In un sistema così articolato la distribuzione del rischio di credito fra soggetti non bancari e il frazionamento dell'onere legato alle insolvenze dovrebbero comportare dei benefici in termini di riduzione degli effetti sistemici e di aumento della liquidità degli strumenti di credito. Esistono tuttavia dei costi come la riduzione del monitoraggio del debitore, prima operato dalle banche, e una sostanziale difficoltà di conoscere in quali portafogli siano confluiti i

rischi. In particolari condizioni di mercato i costi associati a questi strumenti possono divenire elevati, al punto da diventare fattori di instabilità finanziaria.

I principali strumenti del credito strutturato

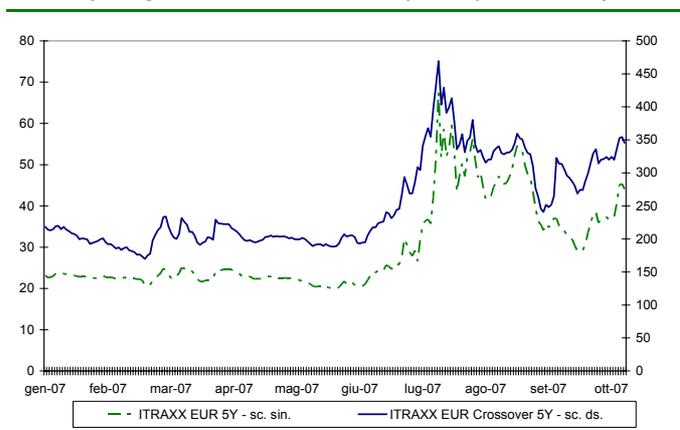
Nel modello "originate to distribute", il processo di distribuzione del rischio avviene attraverso emissioni di particolari strumenti strutturati, i più utilizzati sono: le Asset-backed securities (ABS), i Credit default swap (CDS) e le Collateralized debt obligation (CDO).

Le Asset backed securities (o ABS) sono strumenti finanziari, emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, del tutto simili alle normali obbligazioni; come queste pagano al detentore una serie di cedole a scadenze prefissate per un ammontare determinato sulla base di tassi di interesse fissi o variabili. La particolarità che distingue le ABS dai comuni bond risiede nella stretta correlazione esistente tra pagamento delle cedole/rimborso delle obbligazioni a scadenza con le somme incassate dai crediti ceduti (sia interessi, sia rimborso del credito a scadenza). Proprio per lo stretto legame di cui sopra, vi sono tuttavia degli elementi di rischio. In particolare, il rimborso delle ABS potrebbe venire meno, in tutto od in parte, nel momento in cui si verificasse il mancato incasso dei crediti a sostegno dell'operazione e solitamente l'ammontare dei crediti ceduti e posti in garanzia è superiore al valore nominale delle obbligazioni emesse.

Ad esempio una banca che abbia una serie di mutui di varia natura ed abbia bisogno di liquidità potrebbe smobilizzare questi crediti attraverso una *securitisation*. La banca creerà un "veicolo" ad hoc (*special purpose vehicle* o SPV) cui conferirà i crediti in questione e le garanzie date dai diritti sulle ipoteche relative ai mutui. Lo SPV emetterà obbligazioni con valore nominale inferiore a quello di tali crediti e pagherà le cedole con le rate dei mutui che gli verranno pagate¹.

Premi annuali sui CDS, indice ITRAXX Europe

(dati giornalieri; centesimi di punto percentuale)



Fonte: Datastream

Un altro strumento utilizzato per trasferire il rischio di credito è il credit default swap (CDS). Si tratta di un contratto con il quale il detentore di un credito (protection buyer) si impegna a pagare una somma fissa periodica, in genere espressa in basis point rispetto a un capitale nozionale, a favore della controparte (protection seller) che, di converso, si assume il rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento di default futuro ed incerto. La somma periodica che il creditore paga è in genere commisurata al rischio e alla probabilità di insolvenza del soggetto terzo debitore.

Una terza tipologia di strumenti derivati molto utilizzati sono quelli che appartengono alla categoria delle CDO (Collateralized Debt Obligation). Si tratta di strumenti di debito emessi a valere su un portafoglio di attività eterogenee fra loro: obbligazioni, strumenti di debito, titoli

¹ Il caso della cartolarizzazione dei mutui è il più frequente, solitamente in questo caso si parla di MBS: *mortgage backed securities*.

in generale. Le CDO possono essere a loro volta classificate in diversi gruppi di attività che differiscono in base alla tipologia di titoli presenti nel pool sottostante. Si hanno così le CBO (Collateralized Bond Obligation), con sottostante un portafoglio obbligazionario oppure le CMO (Collateralized Mortgage Obligation), con sottostante un pool di prestiti/mutui.

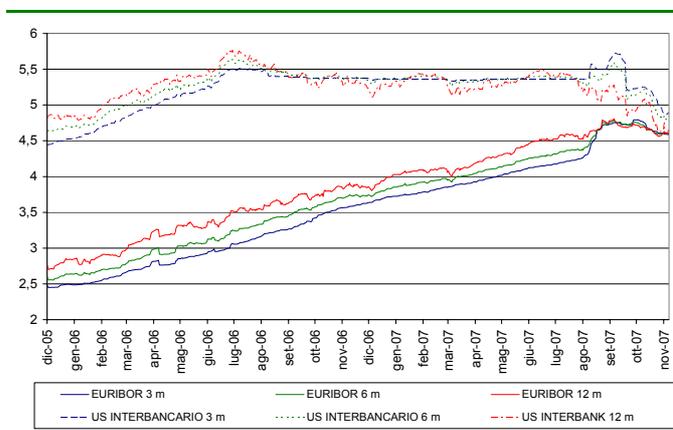
Gli strumenti inclusi nel portafoglio differiscono per il grado di rischio e per la qualità dell'emittente; naturalmente, quanto più il portafoglio sottostante è composto da strumenti a basso merito creditizio tanto più elevato è il tasso di interesse associato alle CDO.

Attraverso la presenza di questi strumenti nei portafogli di molti investitori istituzionali, la crisi originatasi nel segmento dei mutui residenziali si è presto estesa anche ad altri settori del mercato del reddito fisso, causando un aumento generalizzato della percezione della rischiosità dei crediti. La perdita di fiducia nel sistema dei rating ha reso evidente al mercato la complessità dei prodotti strutturati, che rappresentavano ormai quote considerevoli dei portafogli di molti investitori; i loro mercati sono divenuti illiquidi, accrescendo ulteriormente la difficoltà di stabilirne il valore. I premi per l'assicurazione contro il rischio di insolvenza dei principali emittenti privati di obbligazioni sono aumentati in misura considerevole. Tra giugno e agosto l'indice iTRAXX² "investment grade", che indica il premio annuo medio pagato sui Credit Default Swap più trattati sul mercato europeo, è salito da 19 a 56 punti base e ai primi giorni di novembre era ancora a 44. L'analogo indice statunitense, il CDX, è aumentato da 33 a 80 punti base tra giugno ed agosto e a inizio novembre è ancora superiore a 60. Anche gli indici dei CDS sugli emittenti ad elevata rischiosità (i cosiddetti indici Crossover) hanno registrato forti incrementi sia in Europa sia negli Usa, indipendentemente dal grado di esposizione diretta ai mutui subprime.

Il Governatore della Banca d'Italia ha sottolineato in un recente intervento³ come alla metà di ottobre gli indici relativi a tranche di mortgage-backed securities, solitamente molto liquidi, venivano scambiati con sconti tra il 30 e il 70 per cento rispetto al valore nominale e come si stia approssimando la scadenza di volumi significativi di carta commerciale.

Tassi di interesse interbancari: Usa e Area euro

(Valori %, dati giornalieri)



Fonte: Datastream

Anche i differenziali di rendimento tra le obbligazioni societarie e i titoli di Stato hanno registrato andamenti analoghi a quelli dei premi sui CDS. L'aumento degli spread è stato molto più marcato sulle obbligazioni di emittenti appartenenti al settore finanziario rispetto a quelli del settore non finanziario.

L'illiquidità dei mercati dei prodotti strutturati ha generato tensioni anche sul mercato monetario. La crescente incertezza circa l'entità e la distribuzione delle esposizioni ai mutui

² Uno dei modi per analizzare la percezione del rischio implicito nei bond societari è dato dall'andamento dell'indice ITRAXX sul rischio di credito. Questo indicatore misura la commissione che un investitore deve pagare per assicurarsi dall'insolvenza di un paniere di società caratterizzate da un certo rating.

³ "Giornata Mondiale del Risparmio del 2007: Intervento del Governatore", ACRI, 31 ottobre.

subprime ha generato un "flight to quality", che si è manifestato in un aumento della domanda di titoli di Stato, più accentuato sulle scadenze brevi, e di liquidità. La preferenza per strumenti "privi di rischio" ha creato tensioni sui mercati monetari, in particolare sull'interbancario, dove le autorità monetarie hanno effettuato ripetuti interventi di immissioni di liquidità e sul mercato delle *Asset Backed Commercial Paper*⁴, dove l'impossibilità di effettuare una raccolta ha indotto molti emittenti ad attingere alle linee di credito delle banche. Ciò ha determinato da un lato un marcato calo dei rendimenti dei titoli di stato, specie negli Stati Uniti, dall'altro un rialzo dei tassi sul mercato interbancario a breve termine, più accentuato nell'area dell'euro: l'euribor a tre mesi tra l'inizio di giugno e la fine di agosto è aumentato di circa 60 punti base da 4,10 a oltre 4,70 e a inizio novembre è rimasto prossimo a 4,60. In seguito alla turbolenza dei mercati monetari anche i differenziali fra i tassi del mercato monetario delle operazioni garantite e quelli delle operazioni non garantite si sono ampliati. Il differenziale fra l'euribor (privo di garanzia) e i tassi su depositi dotati di garanzia (quali l'eurepo, indice per i contratti pronti contro termine del settore privato) è aumentato marcatamente. In ottobre il differenziale fra l'euribor a tre mesi e il corrispondente eurepo ha superato i 70 punti base, mentre da inizio anno ad agosto tale differenziale si era mantenuto inferiore ai 10 punti base.

Effetti limitati per le banche italiane

Secondo l'ultima indagine periodica sul credito dell'eurosistema condotta dalla Banca centrale europea⁵, nel terzo trimestre del 2007 a seguito delle turbolenze finanziarie le banche dell'eurozona hanno segnalato un inasprimento dei criteri per la concessione di prestiti a favore delle imprese, in particolare per quelle di grandi dimensioni. Anche per quanto riguarda i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, si registra un inasprimento dei criteri di concessione del credito, dopo un lieve allentamento netto nel trimestre precedente. Tali effetti sono risultati meno accentuati in Italia.

La Banca d'Italia, attraverso l'attività di vigilanza ha constatato un'esposizione diretta dei maggiori gruppi bancari italiani al settore dei mutui subprime statunitensi molto limitata; nessun gruppo ha segnalato di aver erogato prestiti verso controparti americane con basso merito di credito. Anche con riferimento a rischi indiretti, il sistema bancario italiano non sembra aver subito perdite significative rispetto alle sue dimensioni patrimoniali. A ciò hanno contribuito tra le altre cose il forte rilievo dei depositi fra le fonti di raccolta, la contenuta esposizione ai mercati e ai prodotti finanziari degli Stati Uniti e un livello adeguato di capitalizzazione.

Dall'indagine sul credito della Bce emerge inoltre come le banche italiane riportino che i criteri di erogazione dei prestiti alle famiglie, sia per l'acquisto di abitazioni sia per altre finalità, non hanno subito variazioni significative in seguito alla crisi dei mutui sub-prime. L'indagine mostra inoltre la tendenza ad adottare una maggiore cautela nella concessione di prestiti, soprattutto per le società di grande dimensione nonché per il finanziamento di operazioni di fusione e acquisizione.

⁴ I commercial paper sono titoli di debito con scadenza non superiore a 270 giorni che vengono emessi da banche e imprese sia per soddisfare temporanei bisogni di liquidità sia per raccogliere strutturalmente finanziamenti a tassi più favorevoli di quelli bancari. Tra i commercial paper particolare importanza è rivestita dagli Asset Backed Commercial Paper, titoli garantiti da panieri di attività finanziarie che vengono emessi attraverso apposite società veicolo. Secondo alcune recenti stime della Banca dei Regolamenti Internazionali, il valore complessivo degli ABCP nel mondo ha raggiunto i 1.500 mld di Usd a fine marzo 2007. Il 75% è originato negli Stati Uniti, mentre il resto è riconducibile quasi totalmente all'Europa.

⁵ "The Euro Area Bank Lending Survey", European Central Bank, October 2007.

Le previsioni sui prezzi

PREZZI AL CONSUMO													
EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	100,7	100,9	101,5	102,2	102,5	102,6	102,4	102,5	102,5	102,6	102,6	103,0	102,2
2007	102,5	102,8	103,5	104,2	104,5	104,6	104,2	104,3	104,8	105,3	105,4	105,7	104,3
2008	105,1	105,3	105,9	106,7	107,0	107,1	106,8	106,9	107,0	107,3	107,3	107,6	106,7
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	-0,5	0,3	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2
2007	-0,6	0,2	0,7	0,7	0,2	0,1	-0,3	0,1	0,4	0,5	0,1	0,3	0,2
2008	-0,6	0,2	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,3	0,1	0,1	0,3	0,0	0,3	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	2,4	2,3	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	2,2
2007	1,8	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6	2,7	2,6	2,1
2008	2,5	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,1	1,9	1,8	1,8	2,2
ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2005=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	100,3	100,2	101,4	102,3	102,5	102,7	102,1	102,2	102,9	103,7	103,8	103,9	102,3
2007	102,8	102,9	104,1	104,7	105,2	105,4	104,7	104,5	105,4	106,2	106,3	106,4	104,9
2008	105,3	105,4	106,6	107,4	107,7	107,9	107,6	107,3	108,0	108,2	108,3	108,4	107,3
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,3	-0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
2007	-1,1	0,1	1,2	0,6	0,4	0,2	-0,6	-0,2	0,8	0,8	0,1	0,1	0,2
2008	-1,1	0,1	1,2	0,7	0,3	0,2	-0,3	-0,3	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,6	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
2007	1,9	2,1	2,1	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	2,3	2,4	2,4	2,0
2008	2,4	2,4	2,4	2,5	2,4	2,4	2,7	2,6	2,5	1,9	1,9	1,9	2,3
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	128,4	128,7	129	129,4	129,8	129,9	130,3	130,5	130,4	130,3	130,4	130,5	129,8
2007	130,6	131,0	131,2	131,4	131,8	132,1	132,3	132,6	132,6	133,1	133,3	133,4	132,1
2008	133,5	133,9	134,2	134,5	134,9	135,1	135,4	135,7	135,7	135,8	135,9	136,1	135,1
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1
2007	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,4	0,1	0,1	0,2
2008	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1
2007	1,7	1,8	1,7	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	1,7	2,1	2,2	2,2	1,8
2008	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,0	2,2

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

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.