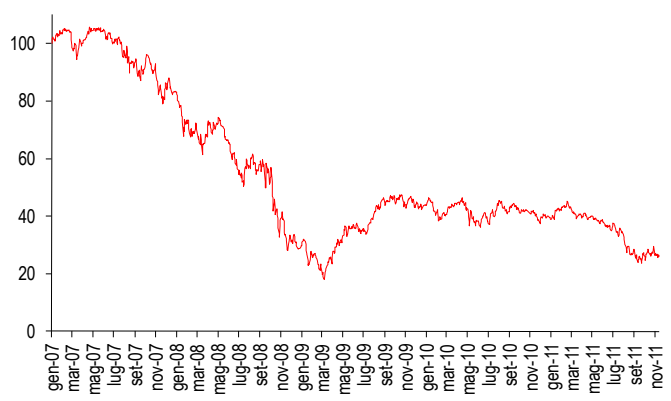


Andamento in Borsa delle banche europee

(indice DJ Stoxx Banks Europa, 1/1/2007=100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Datastream.

Il ridisegno delle regole del sistema finanziario internazionale procede a ritmo serrato ma in modo diseguale. Ancora lontano appare il conseguimento dell'obiettivo di un **"terreno operativo uguale per tutti"**. Le norme di Basilea 2 non risultano ancora applicate in alcuni importanti paesi tra cui gli Stati Uniti. Ritardi si prospettano anche per l'adozione delle norme di Basilea 2.5 e Basilea 3. Dopo aver lungamente condiviso la logica dell'"armonizzazione minima", ora le autorità europee sembrano orientate a far prevalere il principio della "armonizzazione massima".

Le quotazioni delle **materie prime** hanno evidenziato negli ultimi mesi una flessione dei prezzi. La dinamica dell'indice GSCI evidenzia un calo tra maggio e inizio novembre del 13%. Il valore medio registrato dall'indice nei primi 10 mesi del 2011 risulta comunque superiore sia a quello medio annuo del 2010 sia a quello del 2008, anno in cui le quotazioni di molte materie prime hanno raggiunto valori di picco. Le forti dinamiche di sviluppo delle economie emergenti hanno portato all'aumento dell'intensità energetica dei processi produttivi e a un incremento della domanda di beni materiali di riflesso alle modifiche in atto sulla struttura dei loro consumi. Con la ripresa dei corsi sono aumentati tuttavia gli incentivi ad investire sulla tecnologia in modo da minimizzare il consumo di risorse sempre più costose.

46

18 novembre
2011

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

Ancora lontano l'obiettivo di un effettivo *level playing field*

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

Il ridisegno delle regole del sistema finanziario internazionale procede a ritmo serrato ma in modo diseguale. In particolare, ancora lontano appare il conseguimento di un effettivo *level playing field*, espressione con la quale s'intende sottolineare la necessità di evitare che le opzioni e le discrezionalità nazionali impediscano un'applicazione effettivamente unitaria della regolamentazione concordata a livello internazionale.

Le norme di Basilea 2 avrebbero dovuto essere applicate a partire dal 2007. A quasi cinque anni di distanza non è ancora così in 6 paesi su 45. Ritardi si prospettano anche per l'adozione delle norme di Basilea 2.5 e Basilea 3.

Nella predisposizione della direttiva che recepisce Basilea 3 le autorità europee hanno largamente condiviso il principio della "armonizzazione massima", con un evidente allontanamento da quella logica di "armonizzazione minima" che aveva in precedenza ispirato l'azione di Bruxelles e che aveva consentito la formulazione di oltre 150 opzioni e discrezionalità nazionali nel quadro normativo europeo dei requisiti patrimoniali. Se nel processo di approvazione non si determineranno novità non saranno ammesse neppure "deviazioni" di natura virtuosa, cioè requisiti più alti, come prospettato nel progetto di riforma bancaria in discussione nel Regno Unito.

La definizione di un terreno competitivo effettivamente paritario

Il ridisegno delle regole del sistema finanziario internazionale procede a ritmo serrato ma in modo inevitabilmente diseguale, con un più deciso perseguimento di alcuni obiettivi e un minore impegno verso altri. Tra gli obiettivi per cui è rilevabile un ritardo c'è quello del conseguimento di un effettivo *level playing field*, espressione con la quale s'intende sottolineare la necessità di evitare che le opzioni e le discrezionalità nazionali impediscano un'applicazione effettivamente unitaria della regolamentazione concordata a livello internazionale (il cd *single rulebook*).

Chi sostiene l'opportunità di accrescere l'impegno nel perseguimento di questo obiettivo fa spesso riferimento ad alcune circostanze evidenziate con forza nel recente passato: a) le differenze tra le diverse giurisdizioni inducono spesso gli operatori a un'attività di arbitraggio regolamentare che indebolisce l'efficacia dell'intera normativa; b) la presenza di molteplici discrezionalità nazionali complica non poco la gestione e la vigilanza degli operatori bancari con operatività transnazionale (nel caso della Ue si tratta di quasi 50 gruppi titolari di oltre due terzi delle attività bancarie totali); c) in un contesto di crescente integrazione anche il "paese più rigoroso" è comunque esposto al contagio da parte di operatori residenti in altri paesi¹.

Non privi di fondamento però sono anche gli argomenti di chi non ritiene importante il raggiungimento di un *level playing field*. In particolare, raccoglie consensi la tesi secondo cui il conseguimento di questo obiettivo sottovaluterebbe le importanti differenze strutturali nei modelli operativi consolidate nei diversi sistemi bancari (*one size doesn't fit all*). In sostanza, si sostiene che l'obiettivo di un terreno competitivo effettivamente paritario sarebbe più efficacemente perseguito attraverso un sistema di

¹ In un suo recente intervento (20 luglio 2011) Michel Barnier (commissario europeo per il mercato interno e i servizi finanziari) ha così raffigurato la situazione "If one single driver lacks vigilance, or one single rule is not properly implemented, catastrophe can strike everybody".

vincoli opportunamente (seppure limitatamente) differenziati in funzione dei diversi profili gestionali piuttosto che attraverso regole uguali per tutti. Si sottolinea inoltre che l'attività delle autorità ha finora solo sfiorato il tema fiscale, un fattore che direttamente o indirettamente contribuisce non poco a differenziare il contesto operativo nei singoli paesi.

Lo stato di avanzamento del processo di adozione delle regole di Basilea 2, Basilea 2.5 e Basilea 3

Nelle settimane scorse il Comitato di Basilea ha pubblicato² i risultati di un monitoraggio sullo stato di avanzamento della riforma normativa in 45 paesi, di cui 27 aderenti all'Unione europea. Il documento si concentra sui tre momenti essenziali della recente riforma bancaria internazionale:

- le regole di Basilea 2 messe a punto nel giugno 2004;
- la cosiddetta Basilea 2.5 concordata nel luglio 2009;
- il rafforzamento patrimoniale dettato da Basilea 3, accordo che dovrebbe cominciare ad essere adottato a partire da gennaio 2013.

Lo *status* raggiunto da ciascun paese nel processo di adozione di queste novità regolamentari viene graduato su quattro livelli: 1) nessun regolamento (neppure in bozza) ancora predisposto; 2) pubblicata una bozza di regolamento; 3) regolamento approvato; 4) regolamento entrato in vigore.

L'adozione di Basilea 2, prevista a partire dal 2007, risulta completata in 39 paesi su 45; in altri 4 (Cina, Russia, Turchia, Stati Uniti) la fase di applicazione risulta ancora in corso; in un caso (Argentina) si sta ancora predisponendo la bozza del regolamento (fase 1), in un altro (Indonesia) si è giunti alla fase 3. Questi ultimi due paesi dovrebbero completare il processo entro il 2012.

Più articolata la situazione per quanto riguarda le norme di Basilea 2.5 che disegnano sia una diversa considerazione delle operazioni di cartolarizzazione sia un inasprimento del sistema di ponderazione per l'attività di trading. L'applicazione di queste norme dovrebbe cominciare a inizio 2012. A settembre 2011, 4 paesi erano giudicati già pronti alla sua applicazione (Cina, India, Svizzera, Singapore); l'Unione europea ha perfezionato e approvato (ottobre 2010) la necessaria Direttiva per l'applicazione di queste novità normative (CRD3) ma solo alcuni paesi hanno concluso il processo di recepimento; una decina di paesi (alcuni aderenti alla Ue, altri esterni a questa area) non hanno completato il processo di preparazione ma dichiarano di poter essere pronti per la data stabilita. I restanti paesi si trovano ancora nelle prime fasi del processo di adozione oppure si trovano in situazione particolare³.

Per quanto riguarda Basilea 3 solo l'Arabia Saudita risulta aver completato il regolamento attuativo. La Ue ha avviato il processo di adozione delle novità normative mettendo a punto (luglio 2011) una bozza di Direttiva (CRD4); Cina e Sud Africa si trovano in una fase analoga a quella della Ue; gli altri paesi esterni alla Ue sono in una fase più iniziale del processo.

A qualificare come insoddisfacente quanto conseguito con riferimento all'obiettivo del *level playing field* è soprattutto lo stato di adozione delle regole di Basilea 2 negli Stati Uniti. Oltre ad essere avvenuta in ritardo (aprile 2008) e in modo parziale,

² BIS, *Progress report on Basel III implementation*, ottobre 2011.

³ L'Indonesia considera Basilea 2.5 non rilevante per la parte riguardante le cartolarizzazioni perché queste operazioni sono per ora molto rare; sempre per questo tipo di operazioni il Messico ritiene di poter adottare queste novità normative contestualmente all'avvio del processo di adozione di Basilea 3.

l'applicazione delle regole di Basilea 2 ha interessato negli Stati Uniti solo gli istituti molto grandi e attivi a livello internazionale. Diversamente dall'Europa, ove Basilea 2 è imposta a tutte le istituzioni creditizie, negli Stati Uniti ne sono esentate le istituzioni di dimensione contenuta e/o operative solo nel mercato domestico.

Anche in conseguenza di quanto appena detto, per il calcolo della rischiosità dell'attivo le autorità americane hanno consentito solo l'adozione del sistema avanzato, richiedendo un test su un periodo di almeno quattro trimestri consecutivi, periodo estendibile a richiesta degli organi di vigilanza. A fine 2009 solo una delle banche statunitensi obbligate ad adottare Basilea 2 aveva iniziato questo test, con le altre attivatesi solo nel 2010. Di fatto, le autorità di vigilanza statunitensi non hanno completato per nessuna banca il processo di validazione del sistema di valutazione del rischio. Non essendo stato completato il processo di preparazione a Basilea 2, anche per le grandi banche attive a livello internazionale i coefficienti patrimoniali in vigore (e riferiti nei bilanci aziendali) sono quindi ancora quelli di Basilea 1⁴.

Tuttavia, è importante sottolineare che diversamente da altri paesi le autorità di vigilanza statunitensi hanno adottato una clausola di salvaguardia che impedisce che nel passaggio da Basilea 1 a Basilea 2 la dotazione di capitale delle banche possa subire riduzioni⁵.

Andamento in Borsa delle banche europee

(indice DJ Stoxx Banks Europa, 1/1/2007=100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Datastream.

L'approccio non lineare della Ue al problema

Anche per l'Europa sono individuabili discontinuità nel perseguimento dell'obiettivo di un "terreno operativo uguale per tutti".

A fine 2010 il Comitato di Basilea ha pubblicato la versione definitiva della sua proposta di riforma della regolamentazione bancaria (Basilea 3). Per diventare

⁴ Cfr. Eu – Directorate General for Internal Policies, *Us implementation of Basel II: Final rules issued, but no supervisory approvals to date*, ottobre 2011.

⁵ Inizialmente era previsto che il patrimonio minimo richiesto da Basilea 2 non potesse essere inferiore a quanto stabilito *ceteris paribus* da Basilea 1 oltre il 5% nel primo anno, oltre il 10% nel secondo, oltre il 15% nel terzo. Una norma contenuta nel Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act approvato nel luglio 2010 rafforza ulteriormente questa disposizione negando la possibilità che nel passaggio si possa determinare qualsiasi riduzione del patrimonio minimo.

vincolanti per le banche europee le nuove norme dovranno completare un lungo percorso la cui prima fase è il recepimento nell'ordinamento comunitario, un passaggio che assumerà la forma di quarta modifica alla direttiva sull'adeguatezza patrimoniale delle banche e delle imprese d'investimento (CRD4, Capital Requirements Directive). Nel luglio scorso è stata pubblicata una prima bozza di questa direttiva che nei prossimi mesi dovrà ricevere l'approvazione del Parlamento europeo. Successivamente si dovranno attivare le assemblee legislative nazionali per inserire le nuove disposizioni negli ordinamenti nazionali. L'ultima fase del processo vedrà all'opera le autorità preposte al funzionamento del settore bancario (la Banca d'Italia nel caso del nostro Paese) che dovranno procedere all'emanazione della cosiddetta normativa secondaria. L'entrata in vigore delle nuove disposizioni è fissata per l'inizio del 2013.

Nell'Unione europea le nuove regole si applicheranno a tutte le banche, indipendentemente dalla dimensione, dalla categoria di appartenenza e dalla proiezione geografica dell'attività (oltre 8000 istituzioni che in termini di attivo di bilancio rappresentano il 53% del sistema bancario mondiale).

Nel dettaglio, la CRD4 è un documento composto di due parti: una direttiva, per la cui applicazione è necessario il recepimento negli ordinamenti nazionali, e un regolamento che, essendo per sua natura atto di diritto dell'Unione europea, è obbligatoriamente e immediatamente applicabile.

Nella predisposizione della CRD4 le autorità europee hanno largamente condiviso il principio della "armonizzazione massima" nella convinzione che l'uso delle discrezionalità nazionali finisca con il produrre distorsioni competitive e allontana dall'obiettivo di creare condizioni operative uguali tra i diversi paesi dell'Unione. Si tratta di un evidente allontanamento da quella logica di "armonizzazione minima" che aveva in precedenza ispirato l'azione di Bruxelles e che aveva consentito la formulazione di oltre 150 opzioni e discrezionalità nazionali nel quadro europeo dei requisiti patrimoniali.

Questo mutato orientamento nel livello di armonizzazione esclude anche la possibilità di "deviazioni" di natura virtuosa, cioè requisiti più alti (*gold plating*). La scelta ipotizzata nella bozza della CRD4 determina conflitti con le decisioni di alcuni paesi Ue. È questo il caso ad esempio, del Regno Unito ove è iniziato il processo di attuazione delle proposte formulate dalla Commissione Bancaria Indipendente presieduta da John Vickers. In questo progetto di riforma è previsto che l'intermediazione creditizia tradizionale sia nettamente separata dal resto dell'attività bancaria e abbia una dotazione patrimoniale minima più elevata di quella prescritta dalle norme di Basilea 3 (*core Tier 1* pari al 10% dell'attivo ponderato per il rischio rispetto al 7% ipotizzato dalla completa applicazione di Basilea 3).

È tuttavia importante sottolineare che il principio della "massima armonizzazione" adottato nella CRD4 non tocca la tempistica, perché gli Stati membri sono lasciati liberi di anticipare le norme contenute nella direttiva.

Si deve inoltre rilevare che quanto deciso a Bruxelles il 26 ottobre scorso pone di fatto le banche europee in posizione differenziata rispetto al resto del sistema bancario mondiale. In quella sede, infatti, si è stabilito che i 70 maggiori gruppi bancari europei devono costituire una riserva (*buffer*) di capitale che consenta di raggiungere a fine giugno 2012 un coefficiente *core Tier 1* pari almeno al 9%, valutando ai valori di mercato (*Mark to Market*) i titoli sovrani dei paesi Ue detenuti in portafoglio a fine settembre 2011. Questa riserva di capitale viene qualificata come "aggiuntiva, eccezionale e temporanea", cioè rimuovibile quando le tensioni rilevabili nel mercato del debito sovrano saranno state superate. Fino ad allora la sezione europea del

mercato bancario internazionale dovrà operare con requisiti patrimoniali significativamente diversi da quelli richiesti altrove nel mondo.

I nuovi coefficienti patrimoniali

(in punti percentuali)

	oggi	gennaio 2013	gennaio 2015	gennaio 2017	gennaio 2019
requisito minimo per il common equity	2,00	3,50	4,50	4,50	4,50
capital conservation buffer totale common equity più capital conservation buffer	2,00	3,50	4,50	5,75	7,00
requisito minimo per il patrimonio di base (tier 1)	4,00	4,50	6,00	6,00	6,00
requisito minimo per il patrimonio totale	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
requisito minimo per il patrimonio totale più capital conservation buffer	8,00	8,00	8,00	9,25	10,50

Fonte: Comitato di Basilea per la Supervisione Bancaria

Materie prime: una flessione dei prezzi su valori elevati

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

Le quotazioni delle materie prime hanno evidenziato negli ultimi mesi una flessione dei prezzi di riflesso al rallentamento dell'economia mondiale, alle incertezze sulla stabilità del sistema finanziario e all'aggravarsi della crisi dei debiti sovrani in Europa. La dinamica dell'indice GSCI (Goldman Sachs Commodity Index) evidenzia un calo tra maggio e inizio novembre del 13% (da 758 a 665). Osservando un arco temporale più ampio il valore medio registrato dall'indice nei primi 10 mesi del 2011 (672) risulta superiore non solo a quello medio del 2010 (533), ma anche a quello registrato nel 2008, anno in cui le quotazioni di molte materie prime hanno raggiunto valori di picco.

Il prezzo del Brent da febbraio 2011 è tornato a superare stabilmente la soglia dei 100 Usd al barile, ma anche nel comparto dei beni alimentari l'indice GSCI evidenzia come il 2011 presenti in media il valore più elevato degli ultimi otto anni (405), più che doppio rispetto a quello del 2003 e in crescita di oltre il 30% rispetto al valore medio del 2010.

Nonostante gli effetti della finanza sulle quotazioni delle materie prime, nel lungo periodo le determinanti di prezzo appaiono legate in via principale a fattori di domanda e offerta. I paesi BRIC che nel 1991 pesavano complessivamente per il 5,3% del Pil mondiale, nel 2011 sono arrivati al 19% e arriveranno al 23% nel 2016.

Le forti dinamiche di sviluppo delle economie emergenti hanno sortito sui mercati delle commodity alcuni effetti non trascurabili come: a) l'aumento dell'intensità energetica dei processi produttivi legata in alcuni casi all'utilizzo di tecnologie a minore risparmio; b) l'incremento della domanda di beni materiali da parte delle economie emergenti che, nel loro processo di industrializzazione, stanno modificando la struttura dei consumi. Con la ripresa dei corsi sono aumentati tuttavia gli incentivi ad investire sulla tecnologia in modo da minimizzare il consumo di risorse sempre più costose. La realizzazione di un cambiamento tecnologico richiederà comunque tempo prima di evidenziare effetti significativi sulla domanda globale di commodity.

Le quotazioni delle materie prime: un'ottica di lungo periodo

Le quotazioni delle materie prime hanno evidenziato negli ultimi mesi una flessione dei prezzi di riflesso al rallentamento dell'economia mondiale, alle incertezze sulla stabilità del sistema finanziario e all'aggravarsi della crisi dei debiti sovrani in Europa.

Le materie prime nel tempo hanno acquisito una crescente importanza non solo per il ruolo che ricoprono come input produttivi, ma anche per il peso che le loro quotazioni hanno nelle politiche dei prezzi, nella formulazione delle strategie commerciali delle imprese manifatturiere e negli utilizzi come strumenti di investimento. I prezzi delle materie prime sono stati caratterizzati da un graduale aumento nella volatilità che ha interessato oltre agli input energetici anche le commodity di origine agricola, mineraria o alimentare.

Osservando l'evoluzione delle quotazioni attraverso un orizzonte temporale di lungo periodo, a partire dagli anni ottanta, dopo circa un ventennio di prezzi relativamente stabili, si è osservato un aumento considerevole delle fluttuazioni.

Le tensioni sui prezzi originatesi sui mercati di alcune materie prime, in particolare energetiche, a partire dalla metà dell'ultimo decennio si sono estese a una gran parte delle commodity portando a un rialzo generalizzato delle quotazioni che ha raggiunto

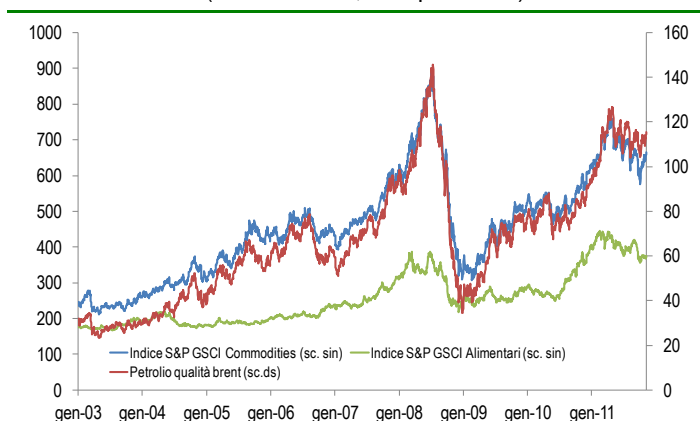
valori di picco nel corso del 2008, prima della forte correzione in concomitanza con l'acuirsi della crisi e dell'inizio di una nuova ascesa delle quotazioni con l'avvio della ripresa globale.

Una lettura di questo percorso può essere effettuata attraverso gli indici S&P per le materie prime. Lo S&P GSCI (Goldman Sachs Commodity Index), uno dei maggiori benchmark utilizzati dagli investitori istituzionali per seguire il mercato delle materie prime, è calcolato tenendo in considerazione 24 commodity ripartite tra i settori: energia, metalli industriali, metalli preziosi, prodotti agricoli e bestiame. L'indice tiene in considerazione principalmente il livello di liquidità dei contratti futures con cui le commodity sono trattate sui mercati finanziari; nel caso in cui un particolare contratto risultasse in un certo arco temporale poco liquido, la materia di riferimento può essere esclusa dal calcolo dell'indice.

Osservando la dinamica dell'indice da inizio 2003, si osserva una crescita considerevole sino al 2008. Il valore medio annuale dell'indice tra il 2003 e il 2007 risulta più che raddoppiato passando da 240 a 500. Nel 2008, anno in cui si registra il valore di picco e il brusco calo delle quotazioni in concomitanza con l'acuirsi della crisi, il valore medio annuale tocca 640, per poi scendere in modo accentuato nel 2009 (427), anno della recessione globale. Nel 2010 con l'avvio della ripresa le quotazioni riprendono a crescere tornando su valori elevati (533 in media d'anno). Nel 2011, nonostante una flessione dell'indice del 13% tra aprile e ottobre, in concomitanza con il rallentamento globale e con l'accentuarsi della crisi del debito sovrano in Europa, in media tra gennaio e novembre 2011 l'indice ha registrato un valore pari a 672, superiore persino a quello registrato nel 2008.

Indici S&P commodities e risorse alimentari e prezzo del petrolio

(numeri indice, Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Nel complesso i prezzi delle materie prime hanno mostrato nel periodo 2003-2011 un andamento crescente, più accentuato per quelle commodity che hanno la Cina come principale mercato di destinazione. Osservando nel grafico l'andamento del prezzo del petrolio è osservabile l'elevato grado di correlazione con l'indice GSCI, per effetto del peso rilevante del petrolio nel paniere (48% del totale nel 2011 di cui il 16% per il petrolio di qualità Brent e il 32% per quello Wti).

Il prezzo del Brent da febbraio 2011 è tornato a superare stabilmente la soglia dei 100 Usd al barile. Le quotazioni attuali oscillano intorno ai 115 Usd al barile, un valore ancora lontano dal picco di 145 Usd registrato a luglio del 2008 ma comunque in aumento del 50% rispetto ai valori di inizio 2010 e del 35% circa rispetto a un anno fa.

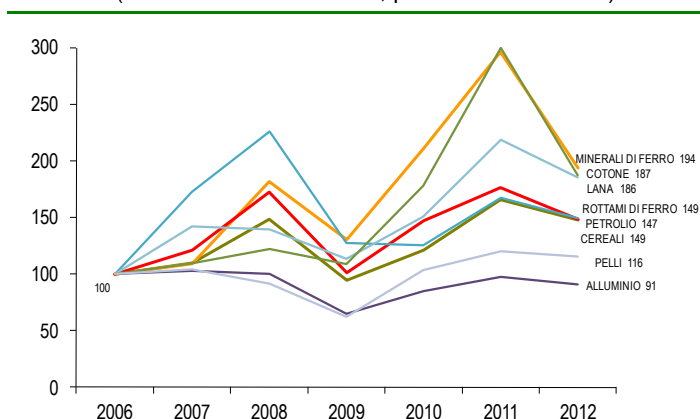
Da inizio anno il prezzo medio del barile di greggio è pari a 112 Usd al barile (valore massimo storico in termini nominali) a fronte dei 79 Usd al barile del 2010 e ai 61,7 Usd al barile del 2009. La crescita appare ancora più accentuata se consideriamo che la quotazione media solo otto anni fa, nel 2003, era pari a 29 Usd per barile.

L'analisi dei fondamentali evidenzia un costante aumento della domanda mondiale di petrolio che nel 2010 ha raggiunto in media gli 86,5 milioni di barili al giorno (mb/g), con un incremento di circa 2,5 mb/g rispetto all'anno precedente. Il contributo maggiore alla crescita è derivato dai paesi emergenti, in particolare dalla Cina. A fronte di questa maggior richiesta di petrolio, si è registrato un aumento complessivo dell'offerta di 1,5 mb/g.

Focalizzando l'attenzione sui beni alimentari è possibile verificare attraverso l'indice S&P GSCI alimentare un andamento in linea con quello dell'indice generale, anche se con una variabilità meno accentuata. I prezzi degli input alimentari hanno comunque toccato il valore massimo degli ultimi otto anni a febbraio 2011 (445), prima di iniziare una graduale flessione che ha portato l'indice sui valori attuali (375). Osservando i valori medi annuali si riscontra come il 2011 presenti il valore più elevato degli ultimi otto anni (405), più che doppio rispetto a quello del 2003 e in crescita di oltre il 30% rispetto al valore medio del 2010.

Prezzi delle commodity

(numeri indice 2006=100, prezzi rilevati in Usd)



Fonte: Prometeia

L'andamento dei prezzi delle materie prime a partire dal 2006, attraverso i valori mensili dei prezzi forniti da Prometeia, mostra come i rialzi nell'ultimo quinquennio siano stati considerevoli per molte commodity. La crescita dei prezzi ha riguardato molte materie prime, in alcuni casi con intensità superiori a quelle registrate dal petrolio.

Ponendo i prezzi del 2006 come base (2006=100), il petrolio nel 2011 ha raggiunto in media quota 168; più accentuati sono risultati gli incrementi per la gomma (217), la lana (219), i metalli preziosi (232), i minerali del ferro (296) e il carbone (238). Come

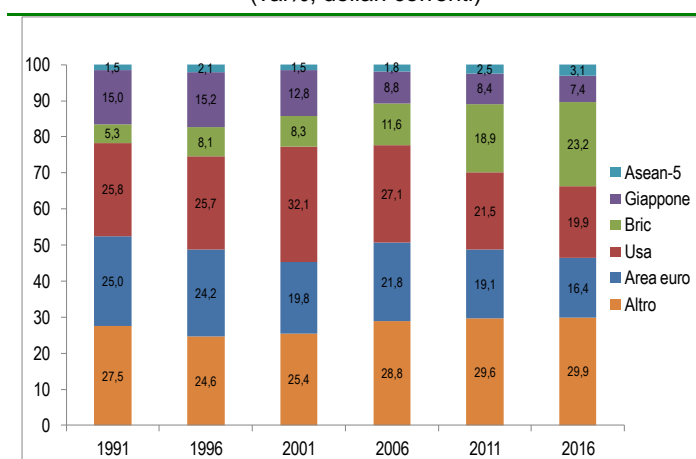
evidenziato nel grafico tuttavia le previsioni dei prezzi per il 2012 delineano aspettative di rientro dei prezzi, meno accentuate per il petrolio (147) rispetto ad altre materie prime, come ad esempio il cotone e i minerali di ferro. Il rame, che tra il 2006 e il 2011 è cresciuto da 100 a 136, è atteso per l'anno prossimo in flessione a 128. Alcuni metalli come lo zinco (67) e l'alluminio (91) presentano invece prezzi inferiori ancora a quelli del 2006.

Il prezzo delle materie prime e l'ascesa delle economie emergenti

L'indebolimento delle prospettive di crescita, accentuatosi nel corso dei mesi estivi del 2011, il deterioramento del clima di fiducia di famiglie e imprese in molte economie avanzate e la crisi dei debiti pubblici in Europa hanno alimentato ribassi generalizzati sui listini delle materie prime. Particolarmente colpiti sono risultati i prezzi delle commodity maggiormente correlate al ciclo industriale, in particolare i metalli. Le indicazioni che provengono dai mercati confermano un indebolimento della domanda dei paesi Ocse di materie prime destinate al manifatturiero, ma anche di un indebolimento ciclico della crescita delle economie emergenti che interessa diverse economie tra cui la Cina.

Peso sul Pil mondiale

(val%, dollari correnti)



Fonte: FMI

Si è registrato inoltre anche un minor interesse per l'investimento finanziario in commodity. Il crescente utilizzo di strumenti finanziari legati alle materie prime nella gestione dei portafogli finanziari sta assumendo un ruolo significativo nell'influenzare i movimenti dei prezzi; specie in condizioni monetarie accomodanti gli effetti possono risultare accentuati.

La Commodity Future Trading Commission (Cftc) suddivide i soggetti che partecipano alle contrattazioni sul New York Mercantile Exchange, il principale mercato mondiale per futures ed options sui prodotti energetici, metalli preziosi e metalli industriali, in due classi: gli operatori commerciali e quelli non commerciali. Rientrano nella prima categoria coloro che operano con finalità di copertura, mentre appartengono alla seconda quelli che effettuano contrattazioni con finalità speculative. Gli operatori non commerciali detengono in genere solo posizioni in futures e diversamente dai primi non possiedono le materie prime sottostanti.

Nonostante il riconoscimento dell'importanza della finanza per le quotazioni delle materie prime, gli studi empirici sulla volatilità dei prezzi non hanno raggiunto risultati univoci in merito alla correlazione tra aumento della volatilità e maggior presenza di operatori finanziari sui mercati.

Nel lungo periodo le determinanti di prezzo appaiono legate in via principale a fattori di domanda e offerta. Rispetto agli anni ottanta e novanta caratterizzati da una certa stabilità delle quotazioni, la crescita globale non evidenzia segni di grande discontinuità: nel decennio 1980-90 il Pil mondiale è cresciuto in media del 3,3%, sceso al 2,9% negli anni novanta e al 2,5% tra il 2000 e il 2010. Ciò che ha caratterizzato questo percorso è il ruolo crescente giocato dalle economie emergenti non solo in termini di contributo alla crescita ma anche di peso economico sul Pil mondiale.

Stati Uniti, Giappone e Area euro, che complessivamente nel 1991 spiegavano i due terzi del Pil mondiale, nel 2011 pesano per poco meno della metà e, secondo le previsioni del Fmi, arriveranno a meno del 45% nel 2016. I soli paesi BRIC che nel 1991 pesavano complessivamente per il 5,3% del Pil mondiale, nel 2011 sono arrivati al 19% e arriveranno al 23% nel 2016.

Per cogliere la portata di questo fenomeno basta pensare che la Cina da sola assorbe ad esempio una quota molto elevata dei minerali non ferrosi (da un minimo del 34% per il nichel al 45% per il piombo), ed è il secondo consumatore mondiale di petrolio con 7,5 milioni di barili al giorno, pari a circa l'8% dei consumi totali.

L'offerta di materie prime nel complesso fatica a sostenere il passo della domanda, alimentata dall'innalzamento dei consumi pro-capite negli emergenti e dall'aumento della popolazione mondiale. Le forti dinamiche di sviluppo delle economie emergenti hanno spostato in parte il baricentro dei consumi di molte materie prime, in primo luogo quelle energetiche. Questo cambiamento ha sortito alcuni effetti non trascurabili:

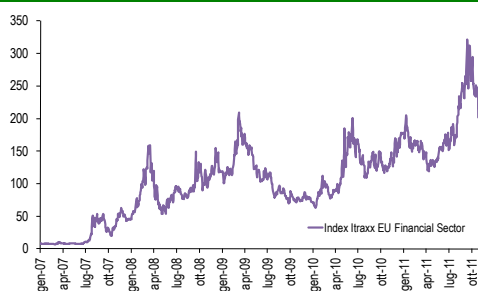
a) un aumento dell'intensità energetica dei processi produttivi legata in alcuni casi all'utilizzo di tecnologie a minore risparmio. La diffusione di processi produttivi a minor contenuto energetico nelle economie avanzate è stata guidata in molti casi da incentivi economici o dalla necessità di osservare rigorose normative, mentre molti paesi emergenti hanno mantenuto normative ambientali meno stringenti, difendendole come un fattore di competitività produttiva.

b) un incremento della domanda di beni materiali da parte delle economie emergenti che, nel loro processo di industrializzazione, stanno modificando la struttura dei consumi con un aumento della domanda di beni ad alto contenuto di materie prime e adottando politiche di investimento in macchinari, attrezzature produttive e mezzi di trasporto.

Il permanere di quotazioni mediamente elevate degli input primari, nonostante le oscillazioni, comporterà un maggior incentivo per l'industria a sviluppare tecnologie e processi caratterizzati da un minore assorbimento di input produttivi. Uno dei fattori di incremento della domanda è legato allo scarso sviluppo nel ventennio 1980-2000 di tecnologie finalizzate al risparmio di materie prime, non solo nei paesi emergenti ma anche in quelli avanzati. La lunga fase di prezzi contenuti e la relativa stabilità degli stessi aveva disincentivato gli investimenti legati al risparmio energetico e allo sviluppo di materiali alternativi. Con la ripresa dei corsi sono aumentati gli incentivi ad investire sulla tecnologia dei processi produttivi in modo da minimizzare il consumo di risorse sempre più costose, tuttavia i tempi di realizzazione di un cambiamento tecnologico su ampia scala richiederanno ancora tempo prima di poter evidenziare effetti significativi sulla domanda globale di materie prime.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

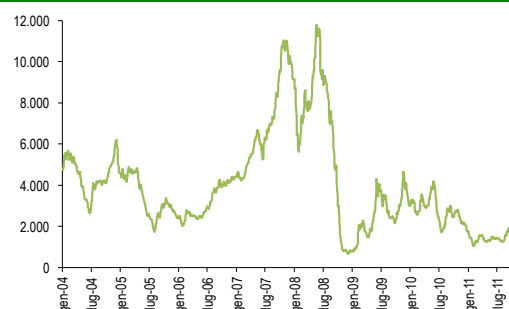
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Datastream

I premi al rischio nell'ultima settimana salgono oltre quota 300 da 280.

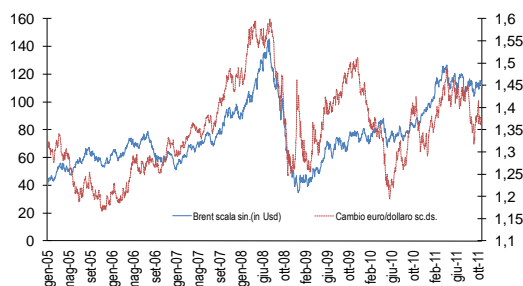
Indice Baltic Dry



Fonte: Datastream

L'indice dei noli marittimi in lieve ascesa a 1.900.

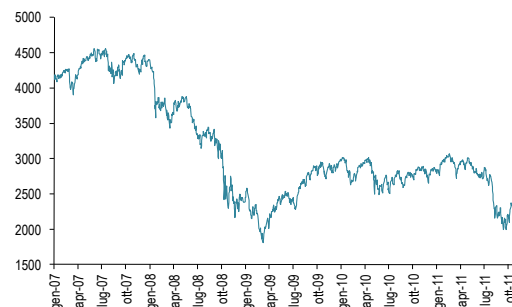
**Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent
(Usd per barile)**



Fonte: Datastream

Il tasso di cambio €/€ a 1,35. Il petrolio qualità Brent quota 110\$ al barile, il Wti 99\$ al barile.

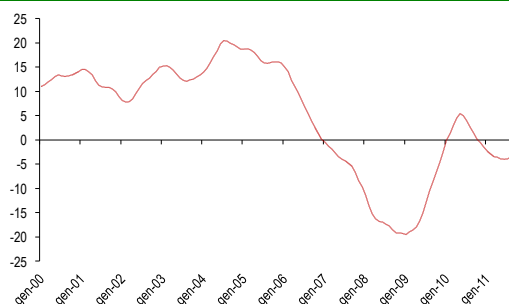
Borse europee: indice Eurostoxx 50



Fonte: Datastream

L'indice nell'ultima settimana resta sotto quota 2.300.

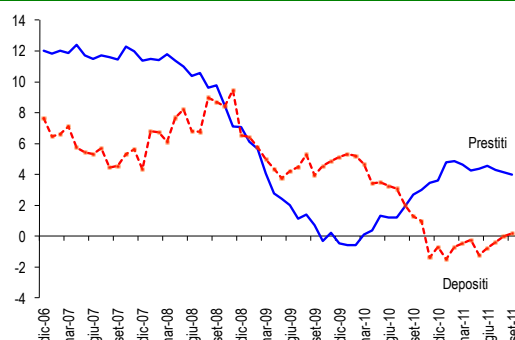
**Usa: indice dei prezzi delle abitazioni
Case-Shiller composite 10**
(var. % a/a)



Fonte: Datastream

Ad agosto 2011, per l'11° mese consecutivo, le variazioni dei prezzi delle abitazioni Usa restano negative (-3,5% su base annua).

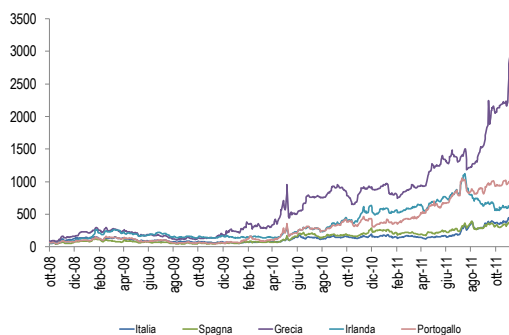
Italia: prestiti e depositi
(var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

A settembre 2011 il trend di crescita dei prestiti si attenua leggermente (+4 a/a) mentre risulta in ulteriore riduzione la flessione dei depositi.

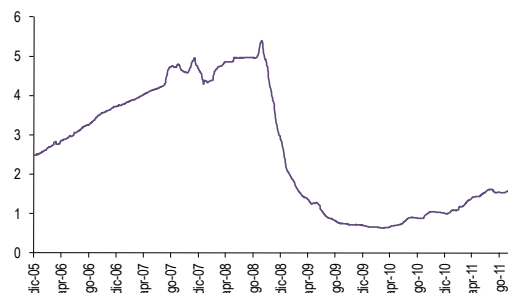
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania**
(punti base)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

I differenziali con il Bund sono pari a 3.044 pb per la Grecia, 927 pb per il Portogallo, 638 pb per l'Irlanda, 503 pb per l'Italia e 468 pb per la Spagna.

Tasso euribor a 3 mesi
(val.%)



Fonte: Banca d'Italia

Il tasso euribor scende resta a 1,46%.

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.