



I MERCATI PRONTI CONTRO TERMINE IN EURO E LA TURBOLENZA FINANZIARIA

Le operazioni pronti contro termine (ossia operazioni di vendita con patto di riacquisto) sono un importante strumento del mercato monetario di cui si possono avvalere gli operatori alla ricerca di liquidità o di determinati titoli. Come strumento di raccolta di fondi, esse rappresentano un'alternativa ai prestiti non garantiti o all'emissione di titoli a breve termine.

La turbolenza che è iniziata nei mercati finanziari nell'agosto 2007 ha avuto varie ripercussioni sui mercati dei pronti contro termine in euro, provocando una contrazione significativa dell'attività e dei volumi delle operazioni in essere. I più colpiti sono stati i segmenti degli Special Repo e dei pronti contro termine garantiti da titoli di emittenti non-governativi, mentre i segmenti General Collateral (GC) – e in particolare quelli aventi a oggetto titoli di Stato – hanno conquistato quote di mercato. Dal momento che la maggior parte dei pronti contro termine in euro sono garantiti da strumenti liquidi e sicuri, l'attività nei relativi mercati è calata in misura minore di quella nei mercati monetari non garantiti.

Le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema hanno svolto un ruolo di rilievo per i mercati pronti contro termine durante la turbolenza. L'accresciuta offerta di liquidità – anche su scadenze più lunghe – è stata essenziale per fornire al sistema bancario un'assicurazione sul rischio di illiquidità, ma potrebbe avere prodotto un impatto negativo sull'attività nel mercato pronti contro termine interbancario. La politica dell'Eurosistema in materia di garanzie ha contribuito ad accrescere la disponibilità di garanzie di qualità elevata in tale mercato.

I RILEVANZA DEI MERCATI PRONTI CONTRO TERMINE PER L'Eurosistema

I mercati monetari svolgono un ruolo fondamentale per l'attuazione della politica monetaria, dal momento che rappresentano la sede in cui gli istituti di credito negoziano fondi a breve termine, ossia il primo anello della catena di trasmissione della politica monetaria. Tali mercati forniscono informazioni che le banche centrali (compresa la BCE) utilizzano nell'attuazione della politica monetaria. A loro volta, alcuni aspetti dell'attuazione della politica monetaria possono produrre un impatto immediato sui mercati monetari, in particolare per quanto riguarda i volumi delle contrattazioni e i tassi. Ciò vale non soltanto per i mercati monetari non garantiti, ma anche per quelli pronti contro termine. Per questi motivi l'Eurosistema si interessa a tale segmento di mercato.

Fondamentalmente, un contratto pronti contro termine è una transazione mediante la quale un operatore, dietro costituzione di una garanzia, mutua fondi da un altro operatore (cfr. il riquadro 1 per maggiori dettagli). Le operazioni di credito dell'Eurosistema rappresentano uno stretto sucedaneo dei mercati pronti contro ter-

mine; gli operatori possono infatti ottenere fondi a fronte di garanzie nei mercati pronti contro termine o tramite l'Eurosistema. Un aumento del credito erogato dall'Eurosistema, pertanto, potrebbe avere ripercussioni sul volume delle operazioni e sui tassi nei mercati pronti contro termine. Analogamente, una variazione del profilo delle scadenze delle operazioni di credito dell'Eurosistema potrebbe incidere sulla struttura per scadenze e sulla curva dei rendimenti dei mercati pronti contro termine.

Inoltre, assume particolare importanza a questo riguardo la politica dell'Eurosistema in materia di garanzie reali. Un'attività depositata in garanzia presso l'Eurosistema non può essere contemporaneamente utilizzata in un'operazione pronti contro termine. Ciò significa che quanto più l'Eurosistema accoglie in garanzia attività non accettate (o difficilmente accettate) nel mercato pronti contro termine, tanto più saranno disponibili garanzie reali per le operazioni pronti contro termine. Da sempre l'Eurosistema riceve in garanzia nelle sue operazioni di credito un'ampia gamma di attività, comprese obbligazioni del settore privato e attività non negoziabili. Ciò ha permesso alle banche di impiegare le attività meno liquide nelle operazioni con l'Eu-

rosistema e riservare quelle altamente liquide – in particolare titoli delle amministrazioni centrali dell'area dell'euro – alle operazioni nel mercato pronti contro termine. L'ampia gamma di attività accettate in garanzia dall'Eurosistema potrebbe pertanto aver concorso in misura rilevante alla stabilizzazione dei mercati finanziari nel corso della turbolenza.

Le evidenze aneddotiche indicano inoltre che durante la turbolenza, per poter essere generalmente accettate in garanzia nei mercati pronti contro termine, le attività dovevano rientrare nella lista di quelle stanziabili nelle operazioni con l'Eurosistema. Di norma, infatti, un prestatore ha la facoltà di riutilizzare le garanzie reali (ossia, ove necessario, di impiegare le attività ricevute in garanzia al fine di raccogliere a sua volta fondi mediante un'operazione pronti contro termine). Tuttavia, ciò presuppone una controparte che sia disposta a ricevere in garanzia tali attività. Un'attività stanziabile nelle operazioni con l'Eurosistema può essere riutilizzata nelle operazioni

con le banche centrali dell'Eurosistema. Inoltre, in caso di inadempimento del mutuatario, il prestatore può trovarsi nella necessità di dover scambiare rapidamente la garanzia con fondi liquidi, almeno temporaneamente. Laddove la garanzia rientri fra quelle stanziabili nelle operazioni con l'Eurosistema, il prestatore può soddisfare tale necessità partecipando a un'operazione di immissione di liquidità dell'Eurosistema.

Questo articolo descrive l'impatto che la turbolenza dei mercati finanziari ha avuto sui mercati pronti contro termine ed esamina, fra i nessi intercorrenti tra questi ultimi mercati e le operazioni dell'Eurosistema, quelli che hanno assunto maggiore rilevanza durante la turbolenza. La sezione 2 mette a confronto l'impatto della turbolenza sui mercati pronti contro termine e sul mercato monetario non garantito, mentre la sezione 3 analizza l'andamento dei diversi comparti del mercato pronti contro termine. Infine, la sezione 4 fornisce una sintesi della discussione e uno sguardo al futuro.

Riquadro 1

PRONTI CONTRO TERMINE: DEFINIZIONI FONDAMENTALI

Un'operazione pronti contro termine (ossia di vendita con patto di riacquisto) può definirsi come un accordo fra un mutuatario e un prestatore di fondi ai sensi del quale il mutuatario (denominato altresì "venditore" del pronti contro termine):

- cede attività al prestatore (o "compratore del *repo*") in cambio di un dato ammontare di fondi (l'"importo nominale" del pronti contro termine); e
- si impegna a riacquistare le stesse attività (o attività equivalenti) a una data futura per lo stesso importo, maggiorato degli interessi corrisposti quale remunerazione per l'uso dei fondi mutuati.

Un contratto pronti contro termine comporta pertanto due operazioni: la vendita e il riacquisto di attività. Da un punto di vista economico, esso assomiglia a un prestito di fondi garantito: il mutuatario riceve un credito dal prestatore e conferisce attività in garanzia. In un pronti contro termine, tuttavia, la proprietà giuridica delle attività viene trasferita dal mutuatario al prestatore. Ciò implica che quest'ultimo è libero di vendere le attività a terzi, a condizione che sia in grado di riacquistarle al fine di poterle restituire al mutuatario alla scadenza della transazione. Qualora il mutuatario si renda inadempiente rispetto all'obbligazione di rimborsare i fondi mutuati (più gli interessi), il prestatore può liquidare le attività immediatamente, essendone il proprietario, senza la necessità di attendere la conclusione delle procedure fallimentari. Per questo motivo il pronti contro termine conferisce al prestatore una protezione maggiore rispetto a un prestito garantito ordinario.

Le caratteristiche principali di un pronti contro termine sono la scadenza, l'importo nominale, il tasso, le attività in garanzia e lo scarto di garanzia. Nella maggioranza dei casi la scadenza è fissa e ricompresa fra un giorno e oltre un anno. I pronti contro termine a un giorno sono di tre tipi: 1) i pronti contro termine *overnight*, che vengono negoziati e regolati lo stesso giorno e giungono a scadenza il giorno successivo; 2) i *tomorrow/next*, che sono regolati il giorno successivo alla stipula e scadono due giorni dopo la stessa; 3) gli *spot/next*, per i quali il regolamento e la scadenza intervengono rispettivamente due e tre giorni dopo la stipula. Il 5 per cento circa dei pronti contro termine è costituito da contratti "aperti"¹⁾, che consentono a entrambe le parti di rescindere il contratto in qualunque momento.

Il tasso pronti contro termine (espresso in percentuale dell'importo nominale del contratto) è il tasso in base al quale vengono calcolati gli interessi versati dal mutuatario alla scadenza dell'operazione. Si tratta per lo più di un tasso fisso, dal momento che solo il 9 per cento di tutti i pronti contro termine prevede un tasso variabile²⁾. In quest'ultimo caso, il tasso è definito con riferimento a un tasso di mercato come l'Eonia o l'Euribor, al quale viene applicato un differenziale positivo o negativo. Il tasso dei pronti contro termine varia pertanto al variare di quello di riferimento.

Le controparti all'operazione possono decidere di utilizzare in garanzia un'attività precisa (specificando cioè un determinato codice ISIN). In questo caso, l'operazione prende il nome di "special repo". Alternativamente, è possibile specificare un paniere di attività (ossia un elenco di codici ISIN), nel qual caso si parla di "general collateral (GC) repo". Un paniere GC potrebbe ad esempio essere costituito da obbligazioni emesse dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. In un pronti contro termine di questo tipo il mutuatario (o il suo agente) sceglie fra le attività del paniere quella da utilizzare effettivamente nell'operazione. I contratti GC rispondono sempre a esigenze di liquidità, ossia traggono origine dal mutuatario che li utilizza per raccogliere fondi. Gli *special repo*, invece, sono generalmente determinati da esigenze relative ai titoli. Essi traggono origine dal prestatore dei fondi, alla ricerca di un'attività specifica, ad esempio da vendere allo scoperto (ossia senza averne il possesso) in previsione di una diminuzione del suo prezzo. Al fine di consegnare il titolo in questione, il prestatore deve dapprima prendere in prestito il titolo mediante uno *special repo*. I tassi applicati alle operazioni di questo tipo sono spesso molto simili a quelli sulle operazioni GC, ma potrebbero risultare significativamente inferiori laddove sussista una forte domanda per il titolo in questione. In questo caso, i *trader* parlano in gergo di titolo "on special".

Al fine di garantire che entrambe le parti siano protette dal rischio reciproco di inadempienza, il valore della garanzia e quello del prestito dei pronti contro termine devono rimanere simili. Qualora il valore della garanzia risulti inferiore, il prestatore dei fondi subirà una perdita in caso di inadempienza del mutuatario. Qualora sia invece più elevato, il mutuatario subirà perdite in caso di inadempienza del prestatore. Di conseguenza, il valore della garanzia è determinato al prezzo *mid-market* "sporco" (ossia comprensivo degli interessi maturati). Il mercato dell'attività in garanzia potrebbe tuttavia non essere pienamente liquido, dando adito al rischio che l'attività sia venduta a un prezzo inferiore al *mid-price*. È questo il motivo principale per cui si applicano margini o scarti iniziali. Uno scarto del 2 per cento, ad esempio, significa che il valore di mercato della garanzia dovrebbe essere del 2 per cento maggiore di quello dell'importo nominale del

1) Cfr. European Repo Market Survey dell'ICMA n. 17, giugno 2009.

2) Cfr. European Repo Market Survey dell'ICMA n. 17, giugno 2009.

prestito del pronti contro termine. Uno scarto del 2 per cento è relativamente comune nel caso in cui la garanzia sia rappresentata da obbligazioni emesse dalle amministrazioni centrali dei paesi industriali. A titolo di confronto, lo scarto per le obbligazioni emesse nei paesi emergenti potrebbe superare il 50 per cento.

Il valore di mercato della garanzia può variare nel corso della durata del pronti contro termine. Per tenere conto di ciò vengono applicati margini di variazione. La garanzia è valutata al prezzo di mercato, generalmente su base giornaliera. Qualora il suo valore scenda, il mutuatario è tenuto a depositare attività aggiuntive. Viceversa, qualora il suo valore aumenti, una parte delle attività viene restituita al mutuatario.

2 I MERCATI PRONTI CONTRO TERMINE E QUELLI MONETARI NON GARANTITI

DIFFERENZIALI DI TASSO DI INTERESSE

Al fine di confrontare la *performance* del mercato interbancario non garantito e di quello pronti contro termine è utile iniziare analizzando l'andamento dei rispettivi differenziali di tasso di interesse. Al momento dell'inizio della turbolenza nell'agosto 2007, il mercato monetario interbancario non garantito ha subito un impatto significativo, ed è rimasto da allora sotto pressione. I differenziali fra i tassi Euribor e quelli dei contratti *swap* su indici *overnight* (OIS), che in precedenza si collocavano in prossimità dello zero, sono balzati in pochi giorni a livelli senza precedenti. Allorché nel settembre 2008 le tensioni hanno raggiunto il culmine a seguito del fallimento di Lehman Brothers, i differenziali si sono ampliati ulteriormente, portandosi intorno a 180 punti base per le scadenze a tre mesi (cfr. figura 1).

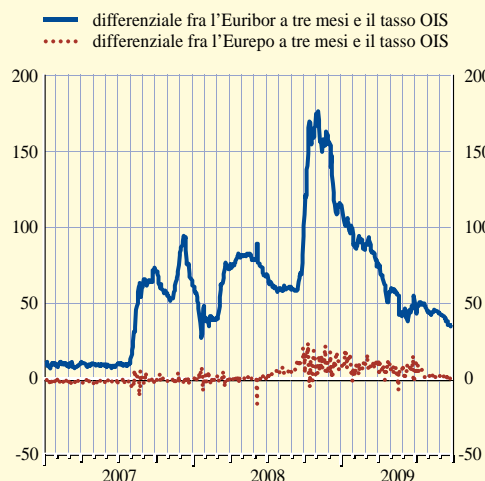
I tassi pronti contro termine dipendono dalla qualità delle attività stanziate in garanzia. Dovendo raffrontare tali tassi con quelli del mercato interbancario non garantito, occorre pertanto scegliere quali tassi pronti contro termine considerare. Poiché i titoli di Stato dell'area dell'euro sono le attività più comunemente utilizzate nel mercato pronti contro termine in euro (cfr. sezione 3), è utile in questo contesto prendere a riferimento i tassi Eurepo. Questi ultimi sono quotati dalla Federazione bancaria europea e si riferiscono alle operazioni GC in cui sono stanziate in garanzia tali obbligazioni. Come mostra la figura 1, i differenziali fra i tassi Eurepo e OIS sono

rimasti mediamente contenuti fino al settembre 2008, per poi crescere leggermente all'indomani del tracollo di Lehman Brothers e tornare successivamente sui livelli precedenti la turbolenza nel terzo trimestre 2009. Ciò indica chiaramente che la turbolenza ha avuto sui tassi pronti contro termine un impatto molto minore che non su quelli del mercato interbancario non garantito.

Due fattori possono aver concorso alla buona tenuta dei tassi Eurepo durante la turbolenza. In primo luogo, la presenza di garanzie di qualità elevata protegge il prestatore dal rischio di perdite finanziarie dovute all'inadempienza del mutuatario. Ciò riduce il premio per il rischio di credito

Figura 1 Differenziali fra i tassi Euribor ed Eurepo a tre mesi e il tasso OIS

(in punti base)



Fonti: Thomson Reuters e Federazione bancaria europea

incorporato nei tassi Eurepo. In secondo luogo, è relativamente agevole per il prestatore riutilizzare all'occorrenza la garanzia di elevata qualità ricevuta per mutuare fondi nel mercato pronti contro termine o mediante operazioni con l'Eurosistema. Ciò comprime il premio per il rischio di provvista di liquidità (*funding liquidity risk*) incorporato nei tassi Eurepo. Come si vedrà più avanti, questi due aspetti assumono una rilevanza minore allorché la garanzia è di qualità inferiore.

VOLUMI

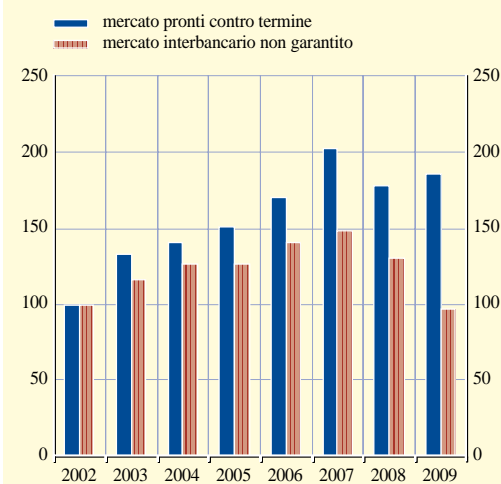
La turbolenza ha avuto ripercussioni significative non soltanto sui differenziali di tasso di interesse, ma anche sul volume delle negoziazioni nel mercato interbancario non garantito. Quest'ultimo aveva registrato una crescita robusta e costante fra il 2002 e il 2007, ma si è contratto del 12 per cento fra il secondo trimestre 2007 (ossia prima dell'inizio della turbolenza) e il secondo trimestre 2008, e di un ulteriore 25 per cento nell'anno seguente, riportandosi ai livelli del 2002 (cfr. figura 2)¹⁾.

L'impatto sul mercato pronti contro termine sembra esser stato analogo nel primo anno di turbolenza, ma meno severo nel secondo anno. Complessivamente, fra il 2002 e il 2007 i volumi delle contrattazioni nel mercato pronti contro termine erano cresciuti a tassi più sostenuti di quelli nel mercato interbancario non garantito, prima di registrare una contrazione pari a circa il 12 per cento fra il secondo trimestre del 2007 e del 2008 e un incremento pari a circa il 5 per cento nell'anno successivo.

I dati riportati nella figura 2 non tengono conto della scadenza dei contratti; le operazioni pronti contro termine con scadenza a un giorno e a un anno sono cioè trattate alla stessa stregua. Di conseguenza, è importante integrare questa analisi con le informazioni sui volumi delle contrattazioni ponderati per la scadenza²⁾, che costituiscono un migliore indicatore delle dimensioni del mercato pronti contro termine. Come mostra la figura 3, tali volumi sono diminuiti fra il 2007 e il 2008, e ancora fra il 2008 e il 2009. Nel mercato interbancario non garantito, invece, i volumi sono lievemente aumentati fra il 2007 e il 2008, per poi ridursi fortemente nell'anno successivo. Il calo

Figura 2 Volume delle contrattazioni (prestiti più crediti) nel mercato monetario interbancario

(indice: 2002=100)



Fonti: Euro Money Market Survey della BCE.
Nota: campione costante di 105 banche.

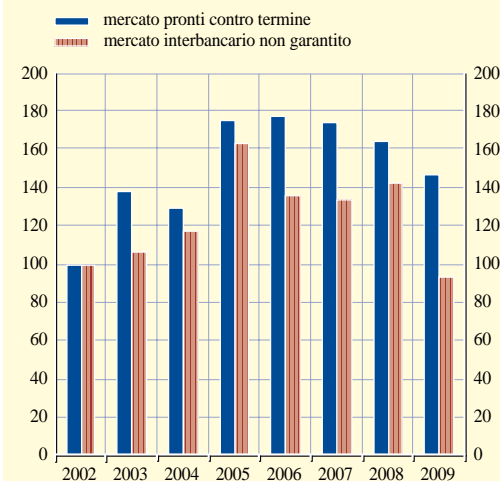
complessivo dei volumi ponderati per la scadenza fra il secondo trimestre 2007 e il corrispondente periodo del 2009 è stato del 16 per cento nel mercato pronti contro termine e di circa il 31 per cento in quello interbancario non garantito.

Tuttavia, è importante notare che gli indicatori della dimensione del mercato pronti contro termine potrebbero risentire di modifiche nella metodologia di calcolo. Come già accennato, la

- 1) L'analisi presentata in questo articolo riguardo ai volumi nei mercati interbancari attinge a due fonti, l'Euro Money Market Survey della BCE e l'European Repo Market Survey dell'International Capital Market Association (ICMA). La prima indagine si basa sui dati segnalati da un campione di grandi banche e ha cadenza annuale. Le banche partecipanti forniscono informazioni riguardo alle proprie attività nei mercati monetari non garantiti e in quelli pronti contro termine durante il secondo trimestre dell'anno di riferimento. I dati quantitativi si riferiscono alle contrattazioni nel mercato interbancario (ed escludono pertanto le operazioni fra banche e soggetti non bancari). L'European Repo Market Survey dell'ICMA si basa anch'essa sui dati segnalati da un campione di grandi banche. Essa copre unicamente i mercati pronti contro termine e comprende dati sui valori delle transazioni in essere ("contratti aperti" od *open interest*) alle due date di riferimento (una in giugno e una in dicembre) dell'anno. Questa indagine è pubblicata due volte l'anno.
- 2) I volumi delle contrattazioni ponderati per la scadenza sono dati dalla somma dei volumi di tutte le transazioni moltiplicati per il rispettivo numero di giorni rimanenti alla scadenza.

Figura 3 Volume delle contrattazioni (prestiti più crediti) ponderato per le scadenze nel mercato monetario interbancario

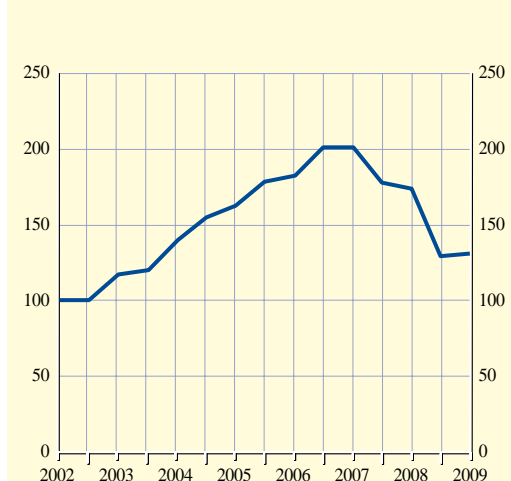
(scadenze fino a un anno; indice: 2002=100)



Fonte: Euro Money Market Survey della BCE.
Nota: campione costante di 105 banche.

Figura 4 Consistenze in essere delle operazioni (prestiti più crediti) nei mercati pronti contro termine europei

(indice: giugno 2002=100)



Fonti: European Repo Market Surveys dell'ICMA ed elaborazioni della BCE.

Nota: il numero delle banche partecipanti varia da un'edizione all'altra dell'indagine, e le consistenze in essere totali non sono pertanto comparabili. Tuttavia, ciascuna indagine fornisce informazioni sulla variazione percentuale delle consistenze in essere delle banche partecipanti alle tre edizioni più recenti dell'indagine. La figura tiene conto di tali informazioni.

figura 3 (basata sull'Euro Money Market Survey della BCE) evidenzia un calo del 16 per cento dei volumi ponderati per le scadenze in questo mercato fra il secondo trimestre 2007 e il secondo trimestre 2009. I dati tratti dalle European Repo Market Surveys dell'ICMA (cfr. figura 4) segnalano una contrazione del 35 per cento nel volume delle operazioni in essere nei mercati pronti contro termine europei fra il giugno 2007 e il giugno 2009, a fronte di un calo del 16 per cento del volume delle contrattazioni ponderato per le scadenze. Nel complesso, questi dati fanno ritenere che i volumi nel mercato dei pronti contro termine in euro siano significativamente diminuiti in conseguenza della turbolenza, ma probabilmente in misura leggermente inferiore a quelli del mercato monetario non garantito in euro. Cosa può spiegare tali andamenti?

Quattro sono i principali fattori cui possono ascrivere i cali osservati nei volumi delle operazioni pronti contro termine. Primo, dopo l'inizio della turbolenza le banche hanno generalmente iniziato a ridurre il proprio gra-

do di leva finanziaria (un processo noto come *deleveraging*). I bilanci bancari si stanno contraendo da ormai due anni, e ciò potrebbe aver avuto un impatto negativo sulle attività svolte dalle banche, specie quelle di prestito e di provvista. Come si vedrà oltre, il *deleveraging* ha inoltre dato luogo a una considerevole riduzione delle operazioni di vendita allo scoperto. Di conseguenza, le contrattazioni nel segmento degli *special repo* si sono ridotte, mentre il comparto GC ha sofferto meno. Secondo, le banche centrali hanno svolto un ruolo di intermediarie fra le banche commerciali. L'Eurosistema, ad esempio, ha innalzato l'ammontare di credito denominato in euro fornito alle controparti da meno di 500 miliardi di euro nel terzo trimestre 2008 a oltre 800 miliardi nell'ultimo trimestre del 2008, all'apice delle tensioni nei mercati finanziari. L'accresciuta offerta di liquidità ha permesso alle banche di indebitarsi in misura maggiore presso l'Eurosistema e in misura inferiore nel mercato interbancario. Ciò ha creato liquidità in eccesso che è stata nuovamente veicolata all'Eurosistema mediante le operazioni

di deposito presso la banca centrale. In questo modo, le misure di liquidità adottate dall'Eurosistema sono subentrate ad alcune operazioni del mercato interbancario. Terzo, come si vedrà in maggiore dettaglio nella sezione 3, sebbene gran parte delle attività stanziate in garanzia nel mercato pronti contro termine sia di qualità relativamente elevata, in alcuni segmenti del mercato sono utilizzate attività meno liquide. Queste forniscono al prestatore meno protezione dal rischio di perdite per inadempienza del mutuatario e potrebbero non risultare di facile riutilizzo. Di conseguenza, durante la turbolenza usare tali attività a garanzia dei prestiti è divenuto più oneroso (e in molti casi impossibile). Quarto, alcuni operatori di mercato hanno subito forti pressioni e si sono ritrovati impossibilitati a mutuare fondi benché fossero in grado di fornire garanzie reali di qualità elevata, dal momento che, nel contesto di elevata incertezza, i prestatori hanno preferito evitare qualsiasi rischio dovuto all'inadempienza delle controparti nelle operazioni pronti contro termine. Ciò nonostante, il fatto che tali operazioni siano in larga misura garantite da attività di qualità elevata rappresenta certamente il principale motivo per cui questi mercati hanno probabilmente risentito meno della turbolenza rispetto al mercato interbancario non garantito.

È interessante notare, come rilevato in un articolo pubblicato nella *Rassegna trimestrale BRI*³⁾, che il mercato pronti contro termine statunitense ha incontrato più difficoltà di quello in euro. Tre fattori possono essere all'origine di ciò. In primo luogo, i mercati pronti contro termine USA sono dominati dalle grandi banche di investimento. Non avendo accesso al credito della banca centrale, queste istituzioni hanno subito forti pressioni allorché la turbolenza finanziaria si è intensificata, e sono state costrette a ridimensionare le proprie attività nel mercato pronti contro termine in misura maggiore che gran parte degli operatori europei. In secondo luogo, prima della turbolenza i titoli emessi da soggetti diversi dalle Amministrazioni centrali (in particolare le obbligazioni delle agenzie di emanazione governativa, i titoli assistiti da garanzia ipotecaria e le obbligazioni societarie) avevano

un ruolo più importante nel mercato statunitense. Dopo l'inizio della turbolenza, tuttavia, i relativi mercati a pronti si sono in buona parte prosciugati, rendendo molto difficile utilizzare questi strumenti a garanzia di operazioni pronti contro termine. Intorno al marzo 2008 e dopo il tracollo di Lehman Brothers, ciò ha indotto una domanda considerevole (e una penuria relativa) di titoli del Tesoro USA e un aumento del numero dei regolamenti non perfezionati delle operazioni aventi a oggetto tali titoli. Al fine di attenuare questi problemi, la Federal Reserve ha varato nel marzo 2008 il programma Term Securities Lending Facility, che consente alle controparti di scambiare alcuni titoli meno liquidi con titoli del Tesoro. In terzo luogo, da sempre l'Eurosistema accetta in garanzia un'ampia gamma di attività (in particolare titoli non emessi dalle amministrazioni centrali). Le sue controparti hanno pertanto potuto utilizzare le attività meno liquide nelle operazioni con l'Eurosistema, riservando quelle più liquide al mercato pronti contro termine interbancario (cfr. il successivo riquadro 2). Negli Stati Uniti, invece, prima della turbolenza gran parte delle operazioni con la Federal Reserve prevedeva che le banche utilizzassero titoli del Tesoro o altri strumenti molto liquidi, i quali non venivano pertanto impiegati nel mercato pronti contro termine. Durante la turbolenza tuttavia la situazione è cambiata, dal momento che la Federal Reserve ha introdotto diverse nuove operazioni mirate alle obbligazioni meno liquide.

SCADENZE

Le evidenze aneddotiche indicavano in un primo momento che i segmenti del mercato monetario a termine (ossia i mercati delle operazioni con scadenza superiore a un giorno) erano stati colpiti in misura maggiore dalla turbolenza rispetto al mercato *overnight*. Di fatto, a detta degli stessi operatori tali segmenti sono risultati a tratti completamente illiquidi. Tale riscontro si basava soprattutto sull'osservazione che, nel corso della turbolenza, i differenziali nel mercato mo-

3) P. Hörðahl e M. R. King, "Developments in repo markets during the financial turmoil", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2008 (versione integrale disponibile soltanto in inglese).

netario non garantito si sono ampliati molto di più nel segmento a lunga della curva dei rendimenti che non in quello a breve.

Tuttavia, in base all'Euro Money Market Survey della BCE la durata media delle operazioni pronti contro termine con scadenza fino a un anno è salita da 6,6 giorni nel secondo trimestre 2007 a 7,2 giorni un anno dopo, e solo successivamente si è ridotta, portandosi a 6,1 nel secondo trimestre 2009. Nello stesso periodo, le scadenze medie nel mercato monetario non garantito erano pari rispettivamente a 5,2, 6,2 e 5,5 giorni. Ciò contraddice in parte le evidenze aneddotiche di un accorciamento delle scadenze.

Tale apparente contraddizione potrebbe riflettere: 1) l'esigenza delle banche di modificare la struttura per scadenze delle proprie passività; 2) le operazioni della banca centrale. Prima della turbolenza molte banche rifinanziavano le attività a lungo termine con passività a breve, le quali dovevano poi essere periodicamente rinnovate. Durante la turbolenza, tuttavia, è emersa con evidenza la rischiosità di questa strategia, poiché è divenuto più difficile rinnovare i prestiti in scadenza. Di conseguenza, la domanda di fondi interbancari a più lungo termine è aumentata, nonostante l'ampliamento dei differenziali richiesti a fronte di tali fondi; ciò ha indotto nel primo anno di turbolenza un allungamento delle scadenze medie nel mercato interbancario, benché le banche in possesso di liquidità fossero restie a fornire finanziamenti di durata superiore a una settimana. Successivamente al fallimento di Lehman Brothers l'Eurosistema ha iniziato a utilizzare procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo in tutte le operazioni di immissione di liquidità, comprese quelle di rifinanziamento a più lungo termine con scadenze fino a un anno. Ciò ha permesso alle banche che disponevano di un ammontare sufficiente di garanzie stanziabili di mutuare dall'Eurosistema tutti i fondi necessari al tasso di rifinanziamento principale della BCE. Questo provvedimento ha eliminato il rischio di rinnovo dei prestiti per gran parte delle banche, e potrebbe spiegare la riduzione delle scadenze medie osservata fra il 2008 e il 2009.

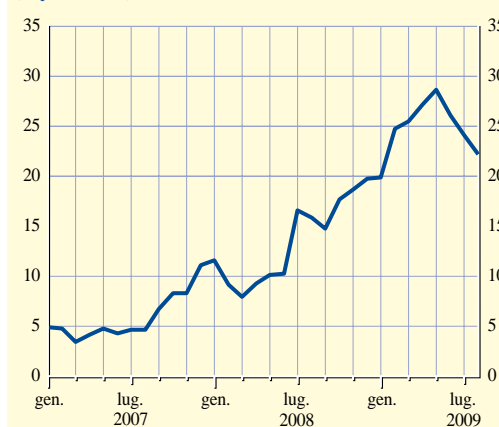
3 L'IMPATTO DELLA TURBOLENZA SUI VARI SEGMENTI DEL MERCATO PRONTI CONTRO TERMINE

OPERAZIONI PRONTI CONTRO TERMINE GC E SPECIAL REPO

Come spiegato nel riquadro 1, le operazioni pronti contro termine di tipo GC sono utilizzate soprattutto per raccogliere fondi (rispondono cioè a esigenze di liquidità), mentre gli *special repo* sono spesso determinati da esigenze collegate ai titoli e rientrano nell'ambito di strategie di vendita allo scoperto. Con l'inizio della turbolenza le esigenze di liquidità sono divenute più importanti, mentre le vendite allo scoperto sono diminuite in misura significativa. Ad esempio, nelle tre piattaforme di contrattazione elettronica BrokerTec, MTS ed Eurex Repo la quota dei GC sul totale delle operazioni pronti contro termine è aumentata dal 5 per cento di prima della turbolenza a quasi il 30 per cento nel secondo trimestre 2009 (cfr. figura 5)⁴. Gli stessi operatori hanno confermato che il numero di obbligazioni utilizzate negli *special repo* è diminuito rispetto all'agosto 2007. Ciò indica che la riduzione dell'attività nel mercato pronti con-

Figura 5 Quota dei pronti contro termine GC sul totale delle contrattazioni di pronti contro termine in euro effettuate su piattaforme elettroniche

(in percentuale)



Fonti: BrokerTec, MTS ed Eurex Repo.
Nota: non comprende il GC Pooling di Eurex Repo.

4) Le piattaforme di contrattazione elettronica gestiscono attualmente circa il 30 per cento dei pronti contro termine.

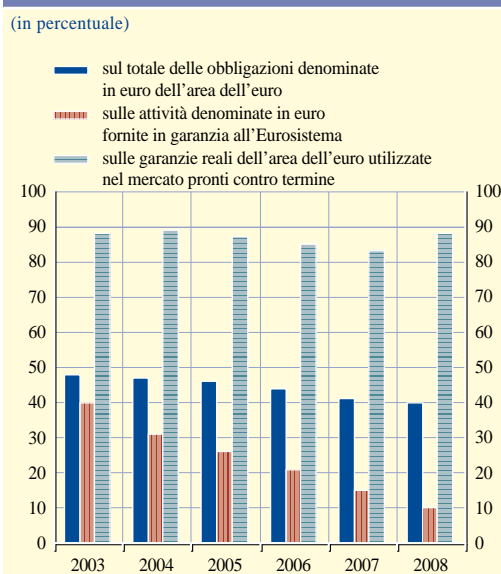
tro termine descritta nella sezione precedente ha tratto origine in misura non trascurabile anche dalla minore attività di vendita allo scoperto. La turbolenza potrebbe pertanto aver indotto un cambiamento strutturale nel mercato pronti contro termine quanto alla motivazione degli operatori, conferendo maggiore rilevanza alle esigenze di liquidità.

Ciò non dovrebbe risultare sorprendente, considerati i due fattori che hanno avuto un ruolo di primo piano nella strategia delle banche durante la turbolenza. Il primo è, come già accennato, che le banche hanno dovuto ridurre la leva finanziaria. Di conseguenza, esse sono state costrette a ridimensionare l'attività di vendita allo scoperto. Il secondo fattore è che le banche si sono trovate nella necessità di reperire fondi in un momento in cui era difficile ottenerli a condizioni accettabili nel mercato monetario non garantito. I pronti contro termine GC hanno fornito una valida alternativa nella misura in cui le banche disponevano di strumenti di elevata qualità da stanziare in garanzia. Il mercato pronti contro termine nel suo complesso ha subito una contrazione, ma il segmento GC potrebbe, in certa misura, essere subentrato al mercato monetario non garantito.

CONFRONTO FRA PRONTI CONTRO TERMINE BASATI SU TITOLI DI STATO E SU OBBLIGAZIONI PRIVATE

L'analisi dei mercati pronti contro termine durante la turbolenza non può prescindere da una disamina delle varie tipologie di attività stanziate in garanzia. In teoria non vi sono limitazioni quanto al tipo di attività utilizzabili, ma in Europa la stragrande maggioranza (80-90 per cento) delle garanzie è costituita da obbligazioni delle amministrazioni centrali (cfr. figura 6). A titolo di confronto, tali strumenti rappresentavano invece soltanto il 40 per cento dello stock totale di obbligazioni denominate in euro nel 2008. È interessante notare che, mentre la quota di questi strumenti sul totale dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro (e in particolare sulle attività fornite in garanzia all'Eurosistema) ha continuato a calare fra il 2007 e il 2008, lo stesso non è avvenuto per il mercato pronti contro termi-

Figura 6 Quota delle obbligazioni denominate in euro delle Amministrazioni centrali dell'area dell'euro



Fonti: European Repo Market Surveys dell'ICMA, BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sulle garanzie reali dell'Eurosistema sono medie annue. Tutti gli altri dati si riferiscono al mese di dicembre degli anni indicati.

ne, dove le obbligazioni delle amministrazioni centrali rappresentavano l'83 e l'88 per cento del mercato rispettivamente a fine 2007 e a fine 2008. È lecito ipotizzare che la tendenza a stanziare titoli di Stato a garanzia delle operazioni pronti contro termine rifletta la spiccata preferenza mostrata per le garanzie di elevata qualità a seguito dell'intensificarsi delle tensioni causate dall'insolvenza di Lehman Brothers. Poiché i programmi finanziari introdotti dai governi al fine di attenuare la recessione e di sostenere il sistema finanziario hanno comportato un aumento delle emissioni di titoli di Stato, e poiché le banche potrebbero ritrovarsi in futuro nella necessità di detenere una maggiore quantità di tali titoli a fini precauzionali di liquidità, la quota delle obbligazioni di Stato sul totale delle garanzie nel mercato pronti contro termine è probabilmente destinata a rimanere elevata negli anni a venire.

Altre indicazioni del fatto che la turbolenza del mercato finanziario ha influito sul tipo di strumenti utilizzati a garanzia dei pronti contro termine interbancari provengono dal mercato

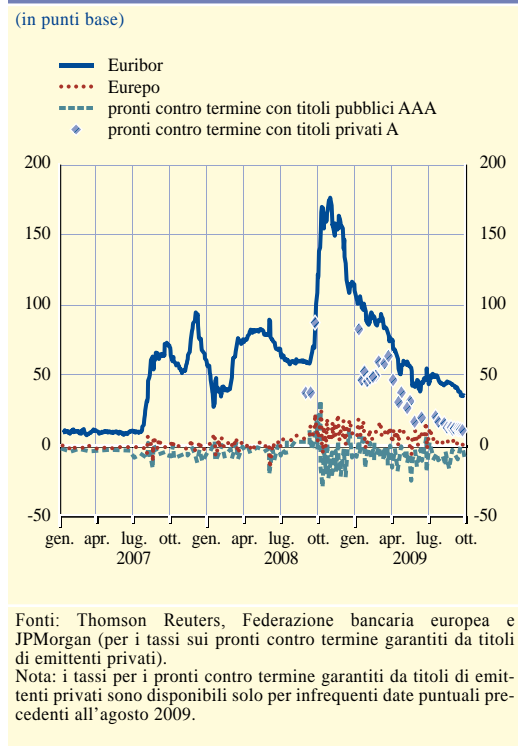
dei *tri-party repos*. Questi sono contratti pronti contro termine dove il prestatore dei fondi e il mutuatario affidano la gestione delle garanzie a una parte terza specializzata (agente). Il mutuatario e il prestatore si accordano su un paniere di attività stanziabili in garanzia; successivamente, l'agente procede a determinare e ad aggiornare i prezzi delle attività e seleziona quali di esse saranno effettivamente utilizzate, principalmente allo scopo di ridurre per il mutuatario i costi relativi alla garanzia.

La quota di attività illiquide utilizzate nei *tri-party repos* è molto più elevata rispetto a quella di altri pronti contro termine, e ciò perché gli agenti si specializzano nella determinazione del prezzo delle attività illiquide. In Europa, due importanti agenti per i *tri-party repos* sono Euroclear Bank e Clearstream Banking Luxembourg, i due sistemi internazionali di deposito accentrato. Grazie alle funzioni di regolamento svolte, essi possono ottenere informazioni dettagliate sui prezzi delle attività a partire dai dati sui regolamenti effettuati.

I titoli strutturati come quelli garantiti da attività (*asset-backed securities*) rappresentano una quota considerevole delle garanzie nei *tri-party repos*. Tuttavia, come attestano i dati di Clearstream Banking Luxembourg, la turbolenza ha ridotto tale quota dal 35 al 25 per cento fra il giugno e il settembre 2007. Inoltre, la quota delle obbligazioni di Stato sul totale dei *tri-party repos* segnalati nell'ambito dell'European Repo Market Survey dell'ICMA è aumentata dal 20-30 per cento di prima della turbolenza al 53 per cento nel giugno 2009. Ciò potrebbe costituire una conferma dell'opinione, espressa da molti operatori di mercato, che sarebbe stato impossibile (anche per gli agenti specializzati) determinare prezzi accurati per i titoli strutturati e per molti altri strumenti del settore privato. Di conseguenza, tali attività sono state utilizzate in misura sempre minore, e rimpiazzate da attività più liquide per le quali sono disponibili prezzi di mercato affidabili.

Queste interpretazioni trovano sostanziale fondamento negli andamenti segnati durante la

Figura 7 Differenziali rispetto ai tassi OIS per la scadenza a tre mesi



turbolenza dagli scarti di garanzia applicati ai pronti contro termine e dai differenziali di tasso fra i contratti basati su tipologie di garanzia diverse. Gli scarti sono aumentati per gran parte delle classi di attività, ma incrementi particolarmente pronunciati si sono avuti nel caso dei titoli strutturati, ai quali sono stati applicati scarti pari ad addirittura il 100 per cento, a indicare che tali titoli non hanno più potuto essere stanziati in garanzia⁵⁾. A risentirne le conseguenze sono stati soprattutto gli *hedge fund* e altri mutuatari privi di *rating*, ma anche nel caso delle principali banche gli scarti sono considerevolmente cresciuti.

I differenziali di tasso applicati ai pronti contro termine GC garantiti da tipi diversi di attività sono riportati nella figura 7. Come già detto, i differenziali dell'Eurepo sono rimasti abbastanza prossimi a zero per gran parte del periodo di

5) Cfr., ad esempio, la sezione 5 della pubblicazione della BCE *EU banks' funding structure and policies*, maggio 2009.

turbolenza, mentre quelli dell'Euribor hanno raggiunto livelli superiori a 150 punti base dopo l'insolvenza di Lehman Brothers. I differenziali osservati per i pronti contro termine garantiti da obbligazioni private con *rating* pari ad A⁶⁾, tuttavia, sono rimasti relativamente vicini a quelli Euribor per molti mesi dopo il tracollo di Lehman Brothers. Pertanto, l'andamento dei differenziali applicati ai pronti contro termine su obbligazioni private ha seguito più da vicino quello dei differenziali Euribor che non quello dei differenziali Eurepo.

Questi riscontri concordano con l'evoluzione registrata dalle garanzie nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. L'articolo 18.1 dello Statuto del SEBC prevede che tutti i prestiti erogati dall'Eurosistema siano assistiti da adeguate garanzie. L'Eurosistema accetta in garanzia un'ampia gamma di attività, fra cui obbligazioni delle Amministrazioni centrali e regionali, obbligazioni societarie e obbligazioni bancarie garantite e non garantite, *asset-backed securities* e attività non negoziabili, come crediti (ad esempio, prestiti bancari). In ottobre e novembre 2008 l'Eurosistema ha ulteriormente ampliato, in via temporanea, l'elenco di attività stanziabili in garanzia allo scopo di integrare la politica di piena aggiudicazione a tasso fisso degli importi applicata a tutte le operazioni di mercato aperto a partire da quel momento⁷⁾. Al fine di poter essere impiegate nelle operazioni dell'Eurosistema le attività devono soddisfare una serie di criteri, specificati nel documento *Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*⁸⁾. L'elenco di tutte le attività stanziabili negoziabili è pubblicato sul sito Internet della BCE. Le decisioni in merito a quali attività dell'elenco utilizzare per garantire il credito erogato dall'Eurosistema spettano in larga misura al giudizio discrezionale dell'istituzione creditizia che vi fa ricorso⁹⁾.

Come mostra la figura 6, la quota di obbligazioni delle amministrazioni centrali sul totale delle attività stanziabili in garanzia nelle operazioni dell'Eurosistema è andata costantemente calando nell'arco degli ultimi sei anni. Nel contempo,

è andata aumentando la quota di titoli strutturati, in particolare a partire dall'inizio della turbolenza. Di conseguenza, la tendenza registrata dalla composizione delle garanzie depositate presso l'Eurosistema è speculare a quella osservata per le garanzie nei mercati pronti contro termine. Questa osservazione è approfondita nel successivo riquadro 2.

Infine, tornando alla figura 7, va notato che i differenziali applicati nelle operazioni pronti contro termine garantite da obbligazioni di Stato durante la turbolenza dipendevano in maniera sostanziale dallo Stato emittente, specie nei primi due trimestri del 2009. In questo periodo, infatti, i differenziali di rendimento fra le obbligazioni degli Stati dell'area dell'euro e quelle del governo tedesco si sono significativamente ampliati, dal momento che il merito di credito di alcuni Stati dell'area è stato a tratti messo in discussione dagli operatori a seguito dei considerevoli interventi pubblici. Come mostra la figura 7, durante il periodo i differenziali sui pronti contro termine garantiti da obbligazioni di Stato con *rating* AAA sono risultati inferiori a quelli Eurepo. I tassi Eurepo, come si è visto, si riferiscono alle operazioni pronti contro termine GC garantite da obbligazioni di Stato dell'area dell'euro, che comprendono titoli con *rating* inferiore ad AAA. I differenziali sui pronti contro termine garantiti da titoli di Stato quotati AAA sono leggermente calati all'apice della turbolenza e sono scesi su valori negativi, segnalando una considerevole domanda di tali titoli nel mercato pronti contro termine e la percezione che persino alle scadenze *overnight* l'attività di prestito non garantito comportasse un certo rischio di credito.

- 6) Si tratta di pronti contro termine garantiti da titoli privati anziché da obbligazioni pubbliche.
- 7) Cfr. i comunicati stampa della BCE del 15 ottobre 2008 e del 7 maggio 2009. Le attività stanziabili in garanzia a partire da ottobre e novembre 2008 comprendono gli strumenti di debito negoziabili denominati in dollari USA, sterline e yen giapponesi, nonché attività con *rating* compreso fra A- e BBB-.
- 8) *Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, novembre 2008.
- 9) L'Eurosistema applica dei limiti di concentrazione delle garanzie all'uso delle obbligazioni bancarie non garantite e non consente alle istituzioni creditizie di utilizzare in garanzia attività di emittenti con i quali esse intrattengano "rapporti stretti".

L'USO DELLE GARANZIE NEI MERCATI PRONTI CONTRO TERMINE E NELLE OPERAZIONI DI CREDITO DELL'EUROSISTEMA

La scelta delle attività da utilizzare nelle operazioni pronti contro termine fra privati – come del resto quella degli scarti e del tasso – è frutto di negoziazione. In linea di principio, le parti possono concordare di utilizzare qualunque attività trasferibile. Tuttavia, in gran parte dei casi sono impiegate soltanto attività molto liquide (preferibilmente obbligazioni delle Amministrazioni centrali).

Perché non vengono quasi mai utilizzate attività meno liquide, come le obbligazioni societarie o gli *asset-backed securities*? Si può affermare che tali attività offrono un livello di protezione inferiore per il prestatore dei fondi. Esse sono infatti difficili da valutare al prezzo di mercato, per cui è probabile che nell'arco della vita del pronti contro termine si verifichino errori di valutazione. Anche qualora ciò non avvenga, il prezzo di liquidazione di un'attività illiquida potrebbe risultare di molto inferiore alla precedente quotazione di mercato. In caso di inadempienza del mutuuario, quindi, è possibile che il prestatore non possa vendere le attività illiquide senza registrare perdite.

Questa argomentazione è tuttavia incompleta, dal momento che alle attività illiquide possono essere applicati scarti maggiori al fine di garantire che il prestatore goda di una protezione non inferiore a quella offerta dalle obbligazioni delle amministrazioni centrali. Non è necessariamente vero, pertanto, che l'uso di attività illiquide comporti un livello inferiore di tutela per il prestatore.

A complemento di tale argomentazione, quindi, va notato che il mutuuario potrebbe non essere disposto ad accettare scarti considerevoli, dal momento che essi comportano per lui costi addizionali in termini di garanzie. Ma quali sono i costi di garanzie altamente illiquide come gli *asset-backed securities*?

Al riguardo, è importante ricordare che il mutuuario non è l'unica parte che potrebbe rendersi inadempiente e che ciò potrebbe accadere naturalmente anche al prestatore. In caso di inadempienza del prestatore, la garanzia non viene di norma restituita al mutuuario. Il pronti contro termine si estingue all'annuncio dell'inadempienza e la garanzia viene valutata. Qualora il valore della garanzia superi quello del prestito, il mutuuario tratterrà i fondi ricevuti, ma vanterà nei confronti del prestatore un credito netto, che potrebbe andare perduto in tutto o in parte. Il credito netto atteso – e quindi le perdite potenziali – saranno più elevate nel caso in cui gli scarti siano ampi. Di conseguenza, il mutuuario sarà restio ad accettare scarti elevati. Le perdite attese addizionali derivanti dall'accettazione di scarti più elevati possono pertanto essere costituite costi collegati con la garanzia¹⁾.

Il mutuuario potrebbe quindi voler stanziare in garanzia attività illiquide, a condizione che il prestatore accetti di applicare scarti contenuti. È tuttavia assai improbabile che il prestatore acconsenta all'applicazione di scarti contenuti a garanzie illiquide. Le controparti decideranno pertanto di impiegare come garanzia le attività più liquide e di applicare scarti relativamente esigui. Le attività meno liquide verranno utilizzate unicamente nel caso in cui il mutuuario non abbia più attività liquide a disposizione.

1) Per una trattazione più dettagliata, cfr. C. Ewerhart e J. Tapking (2008), *Repo markets, counterparty risk and the 2007/2008 liquidity crisis*, Working Paper della BCE n. 909.

Questa spiegazione dell'ampia quota di obbligazioni delle amministrazioni centrali utilizzate come garanzia nel mercato pronti contro termine si basa sull'ipotesi che il prestatore dei fondi possa rendersi inadempiente. In caso contrario, infatti, il mutuatario potrebbe essere meno restio ad accettare l'applicazione di scarti considerevoli alle attività meno liquide. Da ciò discende che le banche potrebbero privilegiare lo stanziamento delle attività meno liquide a garanzia delle operazioni con la banca centrale, un istituto a bassissima probabilità di inadempienza, sebbene quest'ultima applichi a tali attività scarti relativamente elevati. Inoltre, questa strategia permette alle banche di riservare le attività più liquide alle operazioni di raccolta nel mercato pronti contro termine privato.

LA COMPENSAZIONE MEDIANTE CONTROPARTE CENTRALE

Un'importante strategia volta ad attenuare i rischi derivanti dalle operazioni pronti contro termine è quella del ricorso alla compensazione mediante controparte centrale (CC). Le CC sono organismi che offrono i cosiddetti servizi di "novazione": allorché due controparti concludono un accordo di pronti contro termine, la CC si frappone tra loro trasformando la transazione originaria in due nuove operazioni, una fra il mutuatario dei fondi e la CC (in cui la CC riceve la garanzia ed eroga i fondi al mutuatario) e una fra la CC e il prestatore dei fondi (in cui la CC fornisce la garanzia e riceve i fondi dal prestatore). Nel caso in cui una delle due controparti originarie si renda inadempiente (rispetto alle obbligazioni nei confronti della CC), l'altra controparte originaria non subirà in questo modo alcuna perdita, dal momento che la sua transazione con la CC sarà comunque regolata. Solo in caso di inadempimento da parte della CC le controparti non inadempienti potrebbero subire perdite. Tale evenienza, tuttavia, è assai improbabile, considerato che le CC sono organismi caratterizzati da un elevato grado di sicurezza e applicano misure stringenti di gestione del rischio.

Per il prestatore la compensazione mediante CC risulta in linea di principio interessante qualora sussista il rischio significativo che il mutuatario si renda inadempiente e che al momento dell'inadempienza il valore attualizzato della transazione (compresi gli interessi) superi quello di liquidazione della garanzia (misurato ad esempio dalla quotazione denaro). Per il mutuatario, invece, la CC risulta interessante

allorché sussista il rischio significativo che il prestatore del denaro si renda inadempiente e che il valore di riacquisto della garanzia (misurato ad esempio dalla quotazione lettera) superi quello del prestito ricevuto. Pertanto, è lecito ipotizzare che la quota di pronti contro termine compensati tramite CC aumenti qualora siano soddisfatte entrambe le seguenti condizioni: 1) aumenta la probabilità di inadempienza, e 2) le attività in garanzia diventano più illiquide¹⁰. A seguito della turbolenza finanziaria gli operatori si trovano fortemente incentivati a ridurre il rischio di credito associato con le loro operazioni mediante un maggiore ricorso alla compensazione tramite CC, e gli organi di regolamentazione in Europa e negli Stati Uniti stanno prendendo in considerazione l'adozione di norme atte a trasferire le operazioni standardizzate effettuate nei mercati non regolamentati (*over-the-counter*) su mercati regolamentati con CC.

L'European Repo Market Survey dell'ICMA fornisce dati sulla percentuale di pronti contro termine negoziati (in forma anonima) nei sistemi di contrattazione elettronica e compensati mediante CC. Nelle quattro indagini precedenti la turbolenza tale percentuale era pari al 9-15 per cento, mentre a partire dalla turbolenza essa si è collocata fra il 10 per cento e il picco del 18 per cento toccato nel dicembre 2008 dopo il tracollo di Lehman Brothers. A partire dal giugno 2008 l'indagine ICMA fornisce inoltre dati sulla

10) La volatilità di prezzo è teoricamente meno rilevante della liquidità dello strumento, dal momento che una rivalutazione frequente al prezzo di mercato e l'aggiustamento dei margini di garanzia dovrebbero assicurare che il valore della garanzia, misurato dal *mid-price* (ossia dalla media fra la quotazione denaro e quella lettera), rimanga molto prossimo al valore del prestito.

percentuale di pronti contro termine (compresi quelli non negoziati elettronicamente) compensati tramite CC. Nel giugno 2008 tale percentuale era del 24 per cento, ma nel dicembre 2008 risultava cresciuta al 33 per cento e nel giugno 2009 continuava a collocarsi al 32 per cento. Questi dati confermano pertanto che la compensazione tramite CC è leggermente cresciuta durante la turbolenza in conseguenza degli accresciuti timori riguardo al rischio di credito di controparte, che non hanno risparmiato il mercato pronti contro termine.

4 SINTESI E PROSPETTIVE

Durante la turbolenza finanziaria il mercato pronti contro termine in euro si è caratterizzato per due tendenze principali: la spiccata preferenza per la qualità e la maggiore importanza delle esigenze di liquidità all'interno delle motivazioni degli operatori. La prima tendenza si è esplicitata sia nell'accresciuta quota di titoli di Stato utilizzati in garanzia nei mercati pronti contro termine, sia nel maggiore ricorso alle CC. Il fatto che i pronti contro termine GC siano aumentati rispetto agli *special repos* indica che il mercato pronti contro termine viene utilizzato sempre più quale fonte di provvista, e potrebbe aver soppiantato alcune attività precedentemente svolte nel mercato monetario non garantito. Ciò nonostante, il mercato pronti contro termine ha chiaramente sofferto le conseguenze della turbolenza.

L'interrelazione fra le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema e i mercati pronti contro termine si è fatta pronunciata durante la turbolenza. Da un lato, gli aumenti di volume delle operazioni di politica monetaria hanno fatto sì che queste subentrassero in parte ai pronti contro termine interbancari, producendo un impatto negativo sulle relative contrattazioni. Dall'altro lato, il fatto che l'Eurosistema accetti una gamma molto ampia di attività a garanzia delle proprie operazioni ha contribuito a migliorare la disponibilità di garanzie di qualità elevata nel mercato pronti contro termine interbancario.

Sarà importante vedere se queste tendenze innescate dalla turbolenza nel mercato pronti contro termine rientreranno allorché la turbolenza verrà meno. È possibile che, una volta riacquistata sufficiente liquidità, le obbligazioni diverse da quelle di Stato tornino a ricoprire un ruolo centrale come attività di garanzia; ma è altresì possibile che vengano inaspriti i requisiti in materia di liquidità applicati alle garanzie nei pronti contro termine interbancari. Analogamente, le banche potrebbero presto fare ritorno a strategie di vendita allo scoperto. Tuttavia, considerati i vantaggi che offrono nella gestione dei rischi di credito e di liquidità delle banche, i pronti contro termine potrebbero essere utilizzati in misura maggiore a fini di provvista rispetto a quanto non avvenisse prima dell'agosto 2007. È anzi probabile che essi figurino fra quei mercati che, a seguito della turbolenza, acquisteranno maggiore rilevanza nel medio periodo.

I MERCATI DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI DELL'AREA DELL'EURO E IL RELATIVO IMPATTO SUL SETTORE BANCARIO



L'andamento dei mercati degli immobili commerciali riveste importanza per le banche dell'area dell'euro soprattutto perché i prestiti concernenti questa categoria di immobili rappresentano una parte considerevole degli attivi di molte banche e la loro erogazione tende a essere più volatile rispetto a molte altre tipologie di prestiti. A partire dal 2008 le condizioni nei mercati degli immobili commerciali sono peggiorate nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro e nei recenti trimestri la dinamica negativa si è accentuata. Il presente articolo passa in rassegna i mercati degli immobili commerciali nell'area dell'euro, ne analizza alcuni recenti andamenti e illustra alcuni dati sulle esposizioni delle banche dell'area dell'euro in prestiti garantiti da immobili commerciali.

I INTRODUZIONE

L'esperienza ha mostrato che correzioni disordinate dei mercati degli immobili commerciali possono svolgere un ruolo importante nelle crisi finanziarie, come accaduto in modo particolare nei paesi scandinavi e negli Stati Uniti nei primi anni '90 nonché in alcune economie asiatiche alla fine degli anni '90.

L'andamento dei mercati degli immobili commerciali può avere implicazioni importanti per la stabilità finanziaria attraverso numerosi canali¹⁾. Innanzitutto, una quota significativa delle attività di molte banche dell'area dell'euro è rappresentata da prestiti erogati per investimenti in immobili commerciali. Una flessione dei prezzi e dei canoni di locazione degli immobili commerciali indebolisce la capacità di generare utile delle società immobiliari e quindi la loro possibilità di onorare il debito, oltre ad abbassare il valore delle garanzie per i mutui ipotecari. Nel caso in cui un prenditore non sia in condizione di onorare il debito, è possibile allora che si debba liquidare, per un importo inferiore a quello del prestito, l'immobile posto a garanzia. In secondo luogo, i prestiti finalizzati agli investimenti in immobili commerciali tendono a essere più volatili di molte altre tipologie di prestiti nel portafoglio delle banche. Le correzioni delle quotazioni degli immobili commerciali, inoltre, attraverso le implicazioni negative per l'economia reale, possono avere un impatto indiretto sui bilanci delle banche. Il calo delle quotazioni degli immobili commerciali può avere poi un impatto diretto sui bilanci delle banche nel caso queste siano proprietarie degli immobili medesimi. Gli investitori istituzionali, infine, come le società di

assicurazione, i fondi pensione, gli *hedge fund* e le società di *private equity*, che espletano tutti funzioni diverse ma importanti nel sistema finanziario, detengono talvolta investimenti ingenti nei mercati degli immobili commerciali, sia direttamente sia indirettamente.

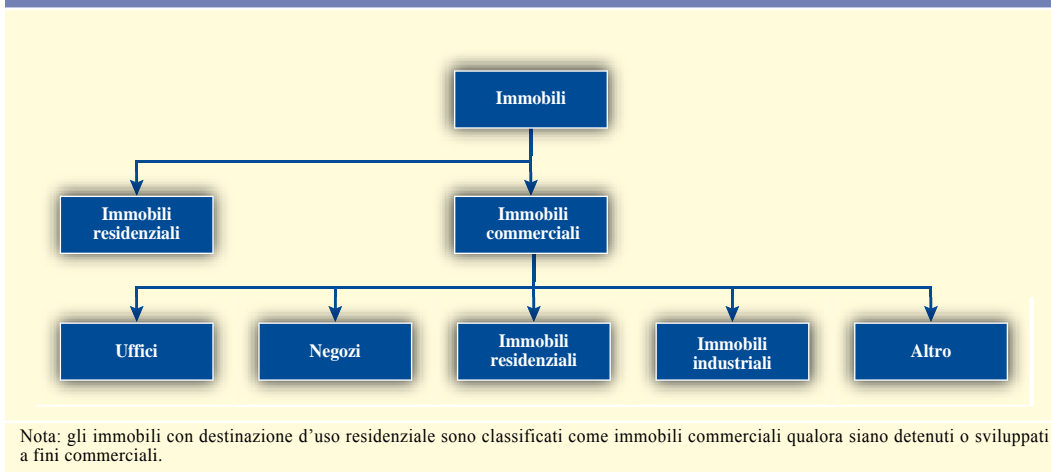
La sezione 2 presenta una rassegna dei mercati degli immobili commerciali e delle società che vi operano nell'area dell'euro. La sezione 3 analizza i recenti andamenti di tali mercati e società, sempre nell'area dell'euro, e le relative prospettive. La sezione 4 esamina le esposizioni delle banche dell'area dell'euro in prestiti concernenti immobili commerciali, dal momento che questo può essere considerato il principale canale attraverso il quale la dinamica avversa dei mercati in esame può esercitare un impatto negativo sulla stabilità finanziaria. La sezione 5 riporta le conclusioni.

2 RASSEGNA DEI MERCATI DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI E DELLE SOCIETÀ CHE VI OPERANO NELL'AREA DELL'EURO

Gli immobili commerciali comprendono una gamma di immobili che producono reddito, come edifici adibiti a uffici, ristoranti, centri commerciali, alberghi, zone industriali, magazzini, fabbriche e immobili residenziali appartenenti, ad esempio, a società immobiliari (cfr. figura 1).

1) Questi rischi sono stati anche evidenziati nelle seguenti pubblicazioni della BCE: *Commercial property markets: financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures*, dicembre 2008, nonché "Commercial property investment and financial stability", *Financial Stability Review*, dicembre 2007.

Figura 1 Tipologie di immobili



Le società operanti nel settore degli immobili commerciali possono essere definite come imprese la cui attività consiste nel possedere, sviluppare e costruire immobili finalizzati alla generazione di reddito, incluse la locazione, la gestione e la compravendita di tali immobili.

Gli immobili con destinazione d'uso residenziale, come i condomini plurifamiliari, ricadono nella categoria degli immobili commerciali qualora siano detenuti o sviluppati a scopi commerciali, ad esempio da una società immobiliare o da un investitore istituzionale.

DIMENSIONI DEI MERCATI DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI NELL'AREA DELL'EURO

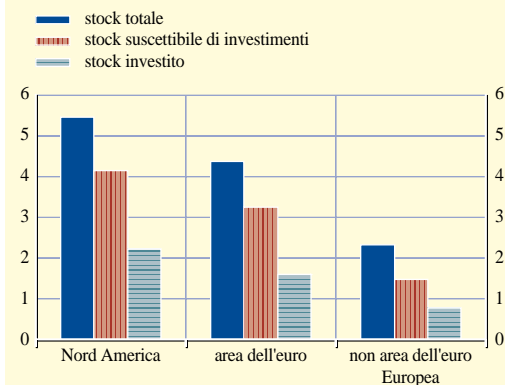
È difficile stimare con precisione le dimensioni dei mercati degli immobili commerciali nell'area dell'euro o a livello mondiale a causa del carattere frammentario e in certa misura opaco degli stessi mercati in molti paesi. Secondo alcune stime, l'entità complessiva dei mercati degli immobili commerciali dell'area dell'euro si sarebbe collocata attorno ai 4.400 miliardi di euro nel 2008 (cfr. figura 2). All'interno dell'area dell'euro, la Germania annovera il mercato più rilevante, con un'incidenza del 28 per cento sul mercato complessivo dell'area, seguita da Francia (20 per cento) e Italia (17 per cento).

Lo stock totale degli immobili commerciali può essere suddiviso in varie categorie per riflette-

re la misura in cui l'immobile è, o può essere, acquistato e venduto dagli investitori (cfr. la tavola). Le dimensioni della parte "suscettibile di investimenti" del mercato dell'area dell'euro sono stimate in circa 3.200 miliardi di euro, pari al 74 per cento del mercato complessivo (cfr. figura 2). Essa non costituisce l'intero mercato sia perché non tutti gli immobili commerciali, come alcuni edifici di proprietà statale, quali ospedali, scuole e immobili analoghi, possono essere posti sul mercato, sia perché in talune circostanze la compravendita di certi immobili è vietata per legge.

Figura 2 Dimensioni dei mercati degli immobili commerciali in Europa e nel Nord America

(2008; in migliaia di miliardi di euro)



Fonti: DTZ e RREEF Research.

Stock immobiliare suscettibile di investimenti e stock immobiliare investito

Stock immobiliare "suscettibile di investimenti" = quota dello "stock immobiliare totale" di qualità *investment grade* che può essere venduta a investitori professionali o che attualmente è occupata dai proprietari, ma potrebbe essere messa in vendita in una fase successiva.

Stock immobiliare "investito" = quota dello "stock immobiliare suscettibile di investimenti" che non è occupata dai proprietari ed è quindi detenuta da investitori immobiliari professionali a fini di investimento.

Nell'ambito della quota suscettibile di investimenti dei mercati degli immobili commerciali, è possibile distinguere la quota "investita", che appartiene cioè a investitori professionali e non è occupata dai proprietari. Tale quota corrisponde allo stock relativamente più "liquido" nel mercato degli immobili commerciali. Le dimensioni complessive del mercato investito nell'area dell'euro si collocherebbero secondo le stime attorno ai 1.600 miliardi di euro, ossia al 37 per cento del mercato totale (cfr. figura 2). Il dato varia in misura considerevole fra i vari paesi (dal 14 all'80 per cento), rispecchiando i diversi gradi di occupazione da parte dei proprietari.

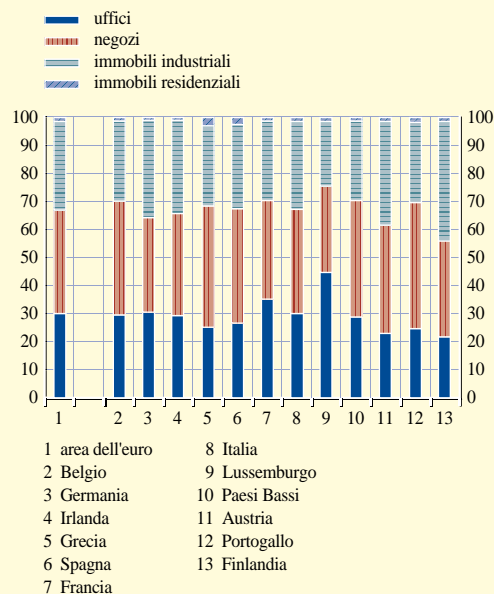
Oltre alle diverse dimensioni dei mercati nei vari paesi dell'area dell'euro, sussistono anche differenze tra i singoli mercati in termini di dimensione relativa di ciascuna delle macro categorie di immobili commerciali, tra le quali rientrano prevalentemente uffici, negozi e immobili residenziali plurifamiliari. Nell'euro area, quello dei negozi è in genere il segmento più importante, costituendo circa il 37 per cento del totale. Gli uffici e gli immobili industriali rappresentano circa il 30 per cento ciascuno (cfr. figura 3).

LE SOCIETÀ IMMOBILIARI NELL'AREA DELL'EURO

L'operatività delle società immobiliari nell'area dell'euro si estende a un'ampia gamma di ambiti connessi agli immobili. La definizione di socie-

Figura 3 Incidenza delle varie tipologie di immobili commerciali nell'area dell'euro e in alcuni paesi che vi appartengono

(2008; in percentuale sul totale)



Fonti: RREEF Research ed elaborazioni della BCE.

tà immobiliare comprende quindi un concetto piuttosto vasto.

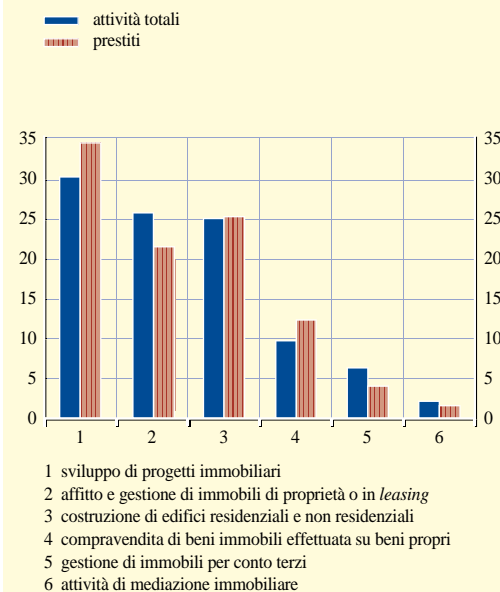
Le società immobiliari la cui attività consiste nello sviluppare²⁾, concedere in locazione e gestire e/o costruire edifici detengono oltre l'80 per cento degli attivi totali delle società immobiliari dell'area dell'euro. Le società attive nella compravendita di immobili rappresentano un altro 10 per cento e le società di gestione e le agenzie immobiliari costituiscono la parte restante (cfr. figura 4). È ovvio che molte società immobiliari operano in più settori.

Le dimensioni relative di queste società misurate in base ai prestiti totali seguono sostanzialmente quelle della ripartizione effettuata sulla base delle attività complessive (cfr. figura 4). Le maggiori esposizioni delle banche fanno riferimento a crediti erogati alle società che si occu-

2) Questo concetto comprende lo sviluppo di progetti immobiliari per edifici residenziali e non residenziali facendo confluire i mezzi finanziari, tecnici e fisici necessari al compimento della costruzione di immobili destinati alla vendita.

Figura 4 Dimensioni relative delle varie tipologie di società operanti nel settore degli immobili commerciali nell'area dell'euro

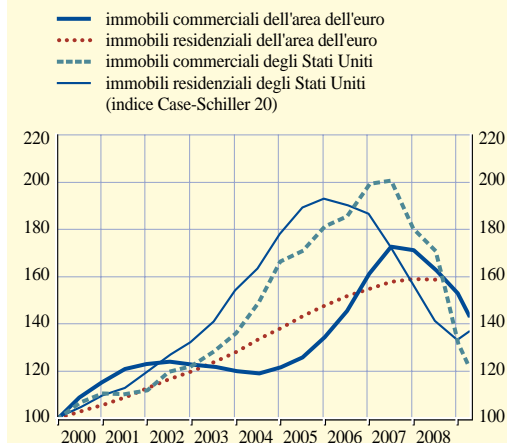
(2008; in percentuale sul totale)



Fonti: Bureau van Dijk (Amadeus) ed elaborazioni della BCE.
 Note: i dati riguardano circa 31.000 società dell'area dell'euro. Le categorie sono conformi alla classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea.

Figura 5 Quotazioni degli immobili commerciali e residenziali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(1° semestre del 2000 - 3° trimestre del 2009; indice: 1° semestre del 2000 = 100)



Fonti: BCE, Jones Lang LaSalle, Standard and Poor's e Bloomberg.
 Nota: i dati per gli immobili commerciali sono "variazioni del valore capitale", cioè prezzi al netto di spese, manutenzione e ammortamenti.

pano di sviluppo degli immobili e alle imprese di costruzione, sebbene le dimensioni dei vari settori immobiliari si differenzino in misura significativa tra i diversi paesi dell'area dell'euro. È tuttavia difficile ottenere dati su questi segmenti di prestiti bancari concernenti immobili commerciali, poiché spesso ricadono nella categoria più ampia delle "costruzioni", che comprende, ad esempio, anche i prestiti concessi ai costruttori di ferrovie e autostrade.

3 I MERCATI DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI NELL'AREA DELL'EURO: ANDAMENTI RECENTI E PROSPETTIVE

IL VALORE CAPITALE

Negli ultimi dieci anni il valore capitale degli immobili commerciali (vale a dire i prezzi degli immobili commerciali corretti al ribasso per le spese imputabili a investimenti, manutenzione e ammortamenti) ha evidenziato nell'area dell'euro

una maggior ciclicità rispetto alle quotazioni degli immobili residenziali (cfr. figura 5). Tale dinamica è dovuta principalmente al fatto che i valori degli immobili commerciali seguono il ciclo economico più da vicino rispetto ai prezzi degli immobili residenziali. Inoltre, il valore capitale degli immobili commerciali è più volatile perché si riduce quando i canoni di locazione si abbassano o i locali sfitti aumentano, anche in assenza di transazioni. I dati sui prezzi degli immobili residenziali, invece, si basano su transazioni effettive. Questa circostanza, associata al fatto che i proprietari di abitazioni restano con maggiori probabilità nel proprio immobile rispetto agli occupanti di immobili commerciali, anche nell'eventualità di una diminuzione di valore dello stesso, fa sì che i prezzi degli immobili residenziali siano, in genere, meno volatili. Quella dei prestiti concernenti immobili commerciali, pertanto, è spesso una componente più volatile nel portafoglio prestiti delle banche rispetto ai prestiti garantiti da immobili residenziali (cfr. sezione 4).

Sebbene i prezzi degli immobili residenziali, in media, si siano stabilizzati nell'area dell'euro nel corso del 2008, il valore capitale degli immobili commerciali è in calo dagli inizi del 2008 (cfr. figura 5).

Si possono confrontare gli andamenti degli ultimi dieci anni nell'area dell'euro con quelli negli Stati Uniti, dove le quotazioni degli immobili sia commerciali sia residenziali hanno registrato un incremento più marcato tra il 2000 e il 2006-2007, cui è seguita poi una correzione più netta (cfr. figura 5). Mentre i prezzi degli immobili residenziali statunitensi hanno raggiunto il livello massimo nella prima metà del 2006, quelli degli immobili commerciali hanno continuato ad aumentare fino alla seconda metà del 2007; le correzioni in entrambi i mercati, alla data di oggi, sono state di entità analoga.

In teoria, le quotazioni degli immobili commerciali dovrebbero essere sospinte principalmente dall'andamento dei canoni di locazione, poiché il valore di un immobile commerciale dovrebbe essere determinato dal valore attuale netto dei flussi di reddito futuri. Vi è stata, infatti, una

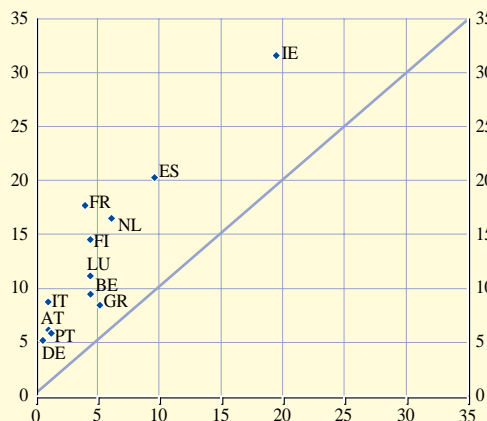
relazione positiva tra le variazioni di valore degli immobili commerciali e l'aumento degli affitti durante il periodo di crescita sostenuta del valore capitale tra il 2004 e il 2007 (cfr. figura 6). Il fatto tuttavia che il valore degli immobili commerciali nella maggior parte dei paesi sia aumentato più degli affitti suggerisce che gli incrementi di prezzo potrebbero ricondursi, in taluni casi, a fattori diversi dagli andamenti economici, come per esempio a un'attività speculativa alimentata dalla ricerca del rendimento. Tale attività è anche ascrivibile ai tassi di interesse relativamente bassi e ai criteri di concessione dei prestiti talvolta permissivi.

Il deterioramento dei mercati degli immobili commerciali dal 2007 è stato piuttosto generalizzato e tutti i paesi dell'area dell'euro per i quali sono disponibili dati hanno registrato un calo del valore capitale degli immobili di qualità (edifici moderni in località gradevoli) dal quarto trimestre del 2008 (cfr. figura 7). In media, nei recenti trimestri, il calo delle quotazioni sul medesimo periodo dell'anno precedente si è collocato tra il 10 e il 13 per cento. Il dato però varia in misura notevole, evidenziando decrementi delle quotazioni sul pe-

Figura 6 Variazioni del valore capitale degli immobili commerciali e degli affitti in alcuni paesi dell'area dell'euro

(variazione percentuale media in ragione d'anno per il periodo 2004-2007)

asse delle ascisse: affitti
asse delle ordinate: valore degli immobili commerciali



Fonte: Jones Lang LaSalle, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 7 Variazioni del valore capitale degli immobili commerciali di qualità nei paesi dell'area dell'euro

(variazione percentuale in ragione d'anno; massimo, minimo, distribuzione interquartile e media ponderata)

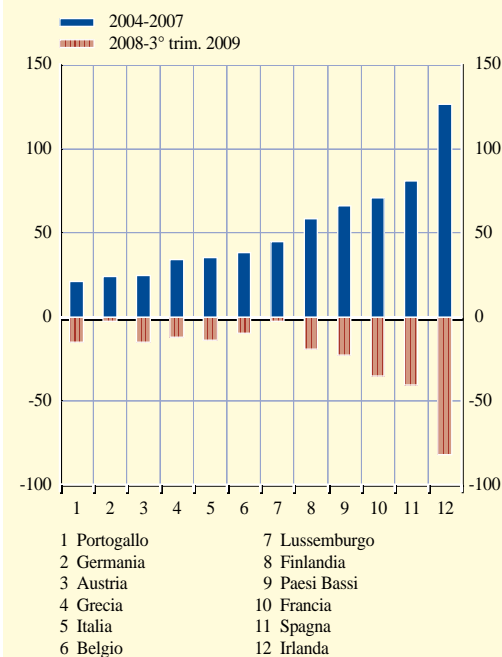
..... media ponderata



Fonte: Jones Lang LaSalle.
Nota: non sono disponibili dati per Cipro, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 8 Variazioni del valore capitale degli immobili commerciali in alcuni paesi dell'area dell'euro tra il 2004 e il 2007, nonché tra il 2008 e il 3° trimestre del 2009

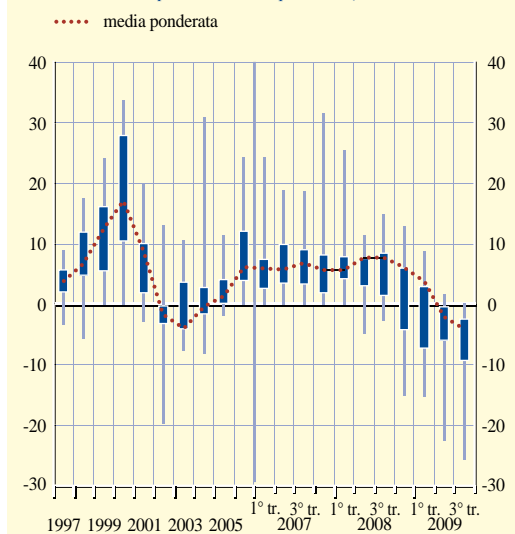
(variazioni percentuali cumulate in ragione d'anno)



Fonte: Jones Lang LaSalle, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 9 Variazioni degli affitti degli immobili commerciali di qualità nei paesi dell'area dell'euro

(variazione percentuale in ragione d'anno; massimo, minimo, distribuzione interquartile e media ponderata)



Fonte: Jones Lang LaSalle.
Nota: non sono disponibili dati per Cipro, Malta, Slovacchia e Slovenia.

riodo corrispondente pari al 50 per cento in alcuni paesi e flessioni più contenute in altri.

In generale, i paesi che hanno osservato gli incrementi dei prezzi più accentuati tra il 2004 e il 2007 sono quelli che hanno registrato le maggiori correzioni dagli inizi del 2008 (cfr. figura 8).

I CANONI DI LOCAZIONE

Nel corso degli ultimi trimestri i canoni di locazione hanno evidenziato una maggior capacità di tenuta rispetto al valore capitale e nel primo trimestre del 2009 erano in media ancora in crescita (cfr. figura 9). Occorre notare, tuttavia, che gli affitti sono spesso fissati per uno o più anni e i fattori di domanda di locali in immobili commerciali che esercitano un impatto sugli affitti si trasmettono quindi all'andamento effettivo degli stessi canoni con uno sfasamento temporale. L'andamento degli affitti, inoltre, è stato diverso fra i vari paesi dell'area dell'euro, registrando in

alcuni casi dinamiche divergenti sin dall'inizio del 2008 (cfr. figura 9).

Nel terzo trimestre del 2009 i canoni di locazione per gli immobili commerciali sono diminuiti di circa il 4 per cento rispetto allo stesso periodo del 2008. Il calo è stato quasi del 10 per cento per gli uffici, mentre in media sono rimasti invariati i canoni per i negozi. Gli andamenti tra i vari paesi sono stati però eterogenei: in alcuni paesi gli affitti sono diminuiti anche del 25 per cento rispetto al medesimo trimestre dell'anno precedente. Allo stesso tempo, la percentuale degli uffici sfitti è aumentata in maniera costante dal 7 per cento circa a metà del 2008 a una media del 10 per cento nel terzo trimestre del 2009; tale circostanza probabilmente eserciterà ulteriori pressioni sugli affitti nel prossimo periodo³⁾.

3) Cfr. Jones Lang LaSalle, *Key market rental indicators - Q3 2009*, ottobre 2009.

ARTICOLI

I mercati degli immobili commerciali dell'area dell'euro e il relativo impatto sul settore bancario

L'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

I mercati degli immobili commerciali nell'area dell'euro sono cresciuti rapidamente tra il 2004 e il 2008 per effetto dei notevoli aumenti delle quotazioni in molti paesi e della vivace attività di sviluppo degli immobili, alimentata da condizioni economiche favorevoli. A ciò si è affiancata una crescita significativa dei volumi degli investimenti. Questi, su base trimestrale, sono aumentati costantemente da circa 10 miliardi di euro del primo trimestre del 2004 a un massimo di 34,5 miliardi nel terzo trimestre del 2007 (cfr. figura 10).

Durante questo periodo gran parte dell'attività di investimento è stata sospinta da investitori a elevata leva finanziaria, come i fondi di *private equity* e gli *hedge fund*. Questi erano attratti dalle rendite relativamente elevate degli immobili commerciali, in un contesto in cui la ricerca di rendimento aveva compresso i proventi in molte altre categorie di attività. L'offerta di finanziamenti a basso costo da parte delle banche e nei mercati dei capitali ha favorito ulteriormente la domanda degli investitori di immobili commerciali. La domanda è stata vigorosa anche da parte delle società di assicurazione e dei fondi pensione che cercavano di effettuare investimenti di lungo termine per far fronte alle loro passività di lungo periodo.

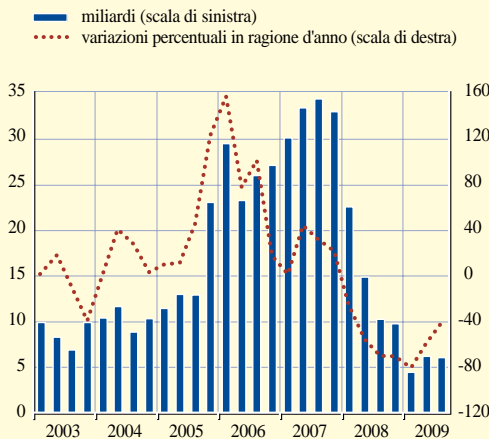
In molti paesi i livelli elevati dell'attività di vendita e retrolocazione (*lease-back*), hanno ulteriormente contribuito alla vivace attività di investimento degli anni recenti. Attraverso il *lease-back*, una società non immobiliare, per liberare capitali, vende ad esempio la propria sede stipulando contestualmente con i nuovi proprietari un contratto di locazione per continuare a utilizzarla.

Dopo la fine del 2007 i volumi degli investimenti sono rapidamente diminuiti e nel primo trimestre del 2009 si collocavano a 4,5 miliardi di euro. Ciò equivale a un calo dell'80 per cento rispetto al picco del terzo trimestre del 2007 (cfr. figura 10). I volumi sono lievemente aumentati nel secondo e terzo trimestre del 2009 rispetto al primo. Sebbene l'attività di investimento rimanga ancora moderata, si tratta del primo segnale in sette trimestri di una stabilizzazione dei volumi degli investimenti.

I MERCATI DEI MUTUI COMMERCIALI CARTOLARIZZATI

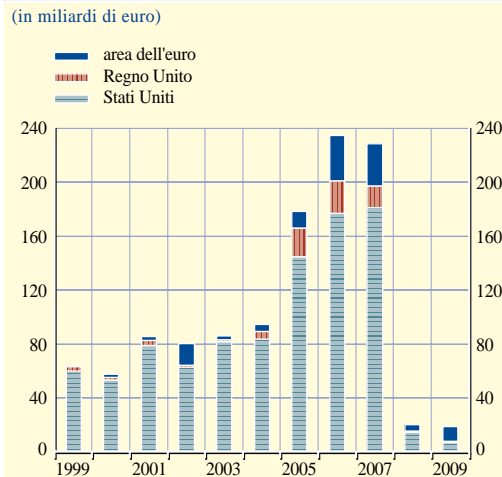
I mutui commerciali cartolarizzati (*commercial mortgage-backed securities*, CMBS) consistono in un tipo di obbligazione emessa su mercati mobiliari a fronte di un portafoglio di mutui su immobili che generano reddito. Contestualmen-

Figura 10 Volume delle transazioni concernenti immobili commerciali nell'area dell'euro



Fonte: DTZ.

Figura 11 Emissioni di CMBS nell'area dell'euro, nel Regno Unito e negli Stati Uniti



Fonte: Bloomberg.
Nota: i dati riguardanti il 2009 si riferiscono al periodo fino a fine novembre.

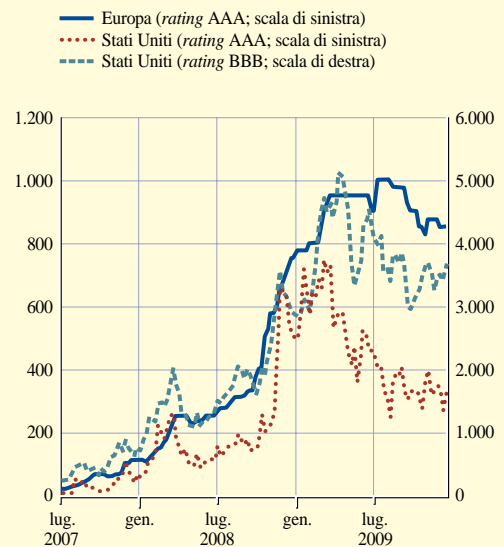
te all'elevato incremento dei prezzi degli immobili commerciali tra il 2004 e il 2007 e a una generale propensione per i prodotti finanziari strutturati, si è sviluppato e rapidamente espanso il mercato europeo dei CMBS (cfr. figura 11), sebbene le sue dimensioni siano rimaste decisamente inferiori a quelle delle cartolarizzazioni di altri tipi di crediti e del mercato dei CMBS statunitense. Nel contesto delle tensioni nei mercati del credito e degli immobili commerciali, l'emissione di CMBS si è pressoché arrestata in Europa dopo l'estate del 2007. Ciò ha fatto sì che non fosse più possibile per le banche ridurre le esposizioni in prestiti concernenti immobili commerciali attraverso i CMBS.

Le tensioni nei mercati del credito e degli immobili commerciali hanno dato luogo a un declassamento su larga scala del merito di credito dei CMBS europei da parte delle agenzie di *rating* e attualmente molti strumenti sono a rischio di una possibile ulteriore revisione al ribasso del *rating*. Tali declassamenti sono riconducibili in particolare: 1) a un significativo incremento del rapporto stimato fra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie reali, a causa sia del calo del valore degli immobili sia di altri tipi di inadempienze contrattuali; 2) a un aumento del rischio di rifinanziamento, dal momento che molti CMBS giungeranno a scadenza nei prossimi due-quattro anni; nonché 3) alle variazioni di *rating* dei soggetti connessi al credito (banche, società e soggetti sovrani) che hanno avuto ripercussioni sulla valutazione del merito di credito di alcuni CMBS. Il declassamento del *rating* dei CMBS ha a sua volta determinato minusvalenze e richieste di garanzie per banche, società di assicurazione e altri investitori nei mercati dei CMBS.

Gli *spread* sui CMBS europei hanno risentito di prospettive sempre più pessimistiche per il mercato. Sebbene quelli su molte altre tipologie di credito e prodotti di credito strutturato si siano considerevolmente ristretti nei mesi recenti, i differenziali dei CMBS europei sono rimasti elevati (cfr. figura 12), in larga misura per effetto delle prospettive negative e incerte per i mercati degli immobili commerciali in Europa. Ne-

Figura 12 Spread su CMBS in Europa e negli Stati Uniti

(in miliardi di euro)



Fonte: JP Morgan Chase & Co.

Nota: un differenziale di 1.000 punti base significa che assicurare contro l'insolvenza un valore di 10.000 EUR/USD di debito costa 1.000 EUR/USD.

gli Stati Uniti, invece, i differenziali sui CMBS con *rating* AAA si sono ristretti in misura significativa dagli inizi del 2009 (cfr. figura 12). È tuttavia importante ricordare che la liquidità nel mercato statunitense è stata favorita dalla decisione del Federal Reserve System di estendere anche ai CMBS già esistenti con *rating* AAA la linea di credito a termine per le cartolarizzazioni (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, TALF), lanciata nel dicembre 2008. È degno di nota il fatto che gli *spread* su CMBS statunitensi con *rating* più basso, e quindi non ammessi alla linea di credito TALF, rimangano ampi (cfr. figura 12).

PROSPETTIVE E RISCHI PER I MERCATI DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI E LE SOCIETÀ CHE VI OPERANO NELL'AREA DELL'EURO

Gli investitori in immobili commerciali sono esposti in genere a due tipologie di rischio. In primo luogo, ai rischi sul reddito, in quanto all'aumentare della percentuale di locali sfitti, diminuiscono i canoni di locazione o scendono

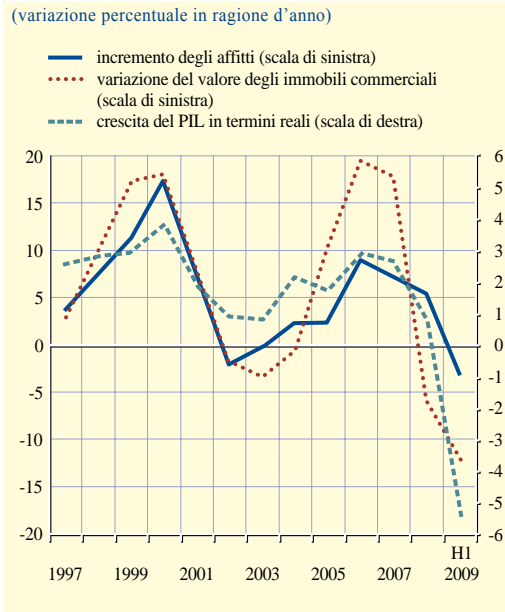
le quotazioni. In secondo luogo, sono esposti a rischi di finanziamento derivanti da fattori che incidono sull'offerta di credito e sul costo del debito, come l'aumento dei tassi di interesse, l'irrigidimento dei criteri per la concessione dei prestiti o una flessione della domanda di obbligazioni societarie.

Le prospettive per le quotazioni e per i canoni di locazione degli immobili commerciali dipendono in larga misura dalla futura evoluzione dell'attività economica nell'area dell'euro, dal momento che gli andamenti nei mercati degli immobili commerciali seguono il ciclo economico piuttosto da vicino (cfr. figura 13). È anche probabile, inoltre, che gli elevati tassi attesi di inadempimento dei locatari nel prossimo periodo e la protratta debolezza del mercato del lavoro dell'area dell'euro mantengano moderata la domanda di immobili in affitto. Il calo dei prezzi è motivo di preoccupazione soprattutto per gli investitori finanziati mediante prestiti, poiché nei prossimi anni una grande quantità di mutui su immobili commerciali dovrà essere ricalcolata, in molti casi tenendo conto di prezzi degli immobili inferiori a quelli di acquisto. Ulteriori perdite sono dunque probabili nel prossimo periodo, a causa delle esposizioni delle banche in attività di prestito e in investimenti riguardanti immobili commerciali (cfr. oltre).

A seguito della crisi finanziaria e degli andamenti mediocri dei mercati degli immobili commerciali, i costi e i rischi di finanziamento per gli investitori in questi beni sono relativamente elevati. Sebbene tali investitori usufruiscano di bassi tassi di interesse, le banche continuano ad applicare criteri più prudenti nella concessione di prestiti (fra cui un più basso rapporto tra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie), nonché margini più elevati sui prestiti concernenti immobili commerciali. Una diminuzione dei finanziamenti disponibili o un incremento del relativo costo pongono vincoli per gli investitori in immobili commerciali che dipendono dal finanziamento esterno.

Le prospettive incerte per i mercati degli immobili commerciali nell'area dell'euro sono altresì

Figura 13 Variazioni del valore capitale degli immobili commerciali di qualità nell'area dell'euro, incremento degli affitti di immobili commerciali e crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro



Fonti: BCE e Jones Lang LaSalle.
Nota: per Cipro, Malta, Slovacchia e Slovenia non sono disponibili dati sugli immobili commerciali.

evidenti negli indicatori di mercato sugli andamenti futuri. Benché aumentate del 70 per cento circa dal marzo 2009, le quotazioni delle azioni delle società incentrate su proprietà, compravendita e sviluppo di immobili destinati alla produzione di reddito nell'area dell'euro rimangono ancora decisamente inferiori ai livelli osservati negli anni precedenti (cfr. figura 14).

In un'ottica di più lungo periodo, l'incertezza che caratterizza le prospettive per le società operanti nel settore degli immobili commerciali dell'area dell'euro ha dato luogo a tassi attesi di inadempienza storicamente elevati per molte società (cfr. figura 15).

Nel complesso, in molti mercati degli immobili commerciali dell'area dell'euro la situazione resta delicata. In prospettiva, è probabile che l'andamento negativo di tali mercati prosegua finché non miglioreranno le condizioni economiche e non rinascerà l'interesse degli investitori per tali beni.

Figura 14 Quotazioni azionarie delle società operanti nel settore degli immobili commerciali dell'area dell'euro e indice Dow Jones Euro Stoxx 50



Fonte: Bloomberg.

Figura 15 Tassi attesi di insolvenza delle società operanti nel settore degli immobili commerciali dell'area dell'euro



Fonti: Moody's KMV ed elaborazioni della BCE.
 Note: i tassi attesi di insolvenza forniscono una stima delle probabilità di insolvenza nell'anno successivo. I dati fanno riferimento a circa 200 società immobiliari impegnate in un'ampia gamma di attività in questo settore.

4 LE ESPOSIZIONI DELLE BANCHE DELL'AREA DELL'EURO IN IMMOBILI COMMERCIALI

LE DIMENSIONI DEL MERCATO DEI PRESTITI CONCERNENTI IMMOBILI COMMERCIALI NELL'AREA DELL'EURO

Nonostante la crescente comprensione dei rischi per le banche derivanti dai mercati degli immobili commerciali, le informazioni sull'entità delle esposizioni bancarie in questi mercati finora sono piuttosto limitate e frammentarie, sia nell'area dell'euro che e nell'UE nel suo complesso. Nel presente articolo, l'esposizione creditizia delle banche dell'euro area relativa agli immobili commerciali è stimata utilizzando informazioni ottenute dalle banche centrali nazionali e dalle autorità di vigilanza sulla base di indagini congiunturali, nonché dai dati provenienti da fonti del settore (come le società di consulenza immobiliare).

Nel 2008 il Comitato per la vigilanza bancaria (Banking Supervision Committee, BSC), con-

nesso finalizzato alla cooperazione tra BCN, autorità di vigilanza nell'UE e BCE, ha condotto un'indagine tra le banche dell'UE sulla entità e sulla gestione delle esposizioni connesse agli immobili commerciali⁴⁾. Sono stati raccolti dati dalle banche su base consolidata. Quanto alla definizione dei prestiti concernenti immobili commerciali utilizzata nell'indagine, ai paesi (banche) è stato chiesto di applicare la definizione utilizzata dall'FMI per compilare gli indicatori di solidità finanziaria. Secondo questa definizione, i prestiti concernenti immobili commerciali comprendono i prestiti garantiti da immobili, i prestiti concessi alle imprese di costruzione e i prestiti erogati a società incentrate sullo sviluppo di immobili. Sono stati compiuti sforzi significativi per modulare l'esercizio di raccolta dei dati in modo da costruire indicatori delle esposizioni in immobili commerciali che fossero comparabili tra i paesi. Nondimeno, potrebbero perdurare

4) BCE, *Commercial property markets: financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures*, dicembre 2008.

alcune incoerenze, ad esempio per effetto delle diverse pratiche di classificazione dei prestiti adottate dalle banche.

I risultati dell'indagine hanno rivelato che molte banche dell'area dell'euro hanno considerevoli esposizioni creditizie connesse agli immobili commerciali in termini sia di attività totali sia di prestiti totali. In media, a fine 2007 i prestiti concernenti immobili commerciali rappresentavano il 5,2 per cento delle attività totali delle banche interpellate e il 10,4 per cento dei loro prestiti totali. In termini assoluti, i prestiti lordi concernenti immobili commerciali delle banche dell'area dell'euro che hanno partecipato all'indagine ammontavano a 1.100 miliardi nel dicembre 2007.

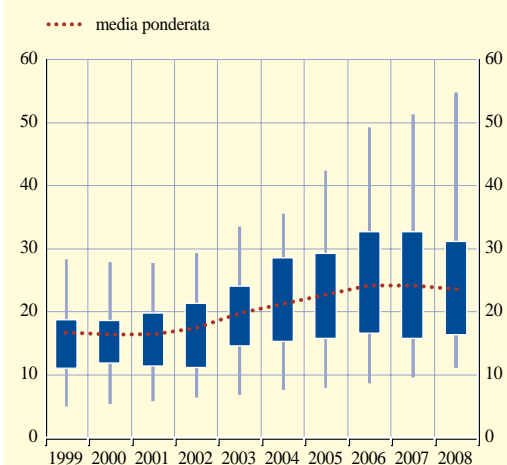
È importante segnalare che sussistono notevoli differenze tra le banche interpellate in termini di esposizione creditizia in immobili commerciali. Ciò è evidente dall'ampia dispersione delle quote di prestiti concernenti questi immobili delle banche dell'area dell'euro interpellate nei vari paesi, con oscillazioni dall'1,8 al 36,1 per cento e dall'1,1 al 28 per cento in rapporto rispettivamente ai prestiti totali e alle attività totali.

Quanto alla comparabilità di questi indici tra i vari paesi, s'impone una certa cautela. Innanzitutto, la copertura dell'indagine è stata significativamente diversa da un paese all'altro, andando dal 40 al 100 per cento delle attività complessive del settore bancario. In secondo luogo, alcuni paesi hanno riportato i dati solo sulle banche più attive (o di fatto specializzate) nell'erogazione di prestiti concernenti immobili commerciali, mentre altri hanno fornito dati relativi all'intero sistema bancario (ad esempio in base alle centrali rischi o ad altre fonti).

Oltre all'indagine del BSC, si possono ricavare informazioni sui prestiti delle banche concernenti immobili commerciali anche dalla scomposizione settoriale dei prestiti alle società non finanziarie, poiché fra questi rientrano anche quelli relativi agli immobili commerciali. In particolare, questi dati consentono di trarre alcune conclusioni sulla dinamica dell'erogazione dei prestiti concernenti immobili commerciali per l'intero settore bancario dell'area dell'euro. Occorre cautela però nell'interpretare gli indicatori ricavati dalla scomposizione per settore, in quanto la categoria comprende anche prestiti connessi ad altre attività⁵⁾.

Figura 16 Distribuzione per paese dei prestiti bancari concernenti immobili commerciali (esclusi i prestiti per la costruzione) nell'area dell'euro

(percentuale sui prestiti totali erogati alle società non finanziarie; massimo, minimo, distribuzione interquartile e media ponderata)



Fonti: BCE, DTZ ed elaborazioni della BCE.

Sulla base di questa misura, nella maggior parte dei paesi l'esposizione creditizia delle banche nei confronti del settore degli immobili commerciali è costantemente aumentata negli anni precedenti allo scoppio delle turbolenze finanziarie. Alcuni paesi hanno registrato notevoli incrementi dei prestiti per immobili commerciali (esclusi i prestiti finalizzati alla costruzione) rispetto ai prestiti totali erogati alle società non finanziarie (cfr. figura 16). A fronte dell'aggravarsi del rallentamento economico e di un significativo deterioramento delle condizioni dei mercati degli immobili commerciali, nel 2008 le banche dell'area dell'euro in media hanno lievemente diminuito la percentuale delle loro esposizioni creditizie in immobili commerciali sul totale dei prestiti erogati alle imprese non finanziarie.

5) Va osservato inoltre che questi indicatori sono stati forniti su base consolidata nazionale, a fronte di una base di consolidamento più ampia utilizzata nella suddetta indagine del BSC.

ARTICOLI

I mercati degli immobili commerciali dell'area dell'euro e il relativo impatto sul settore bancario

In termini assoluti, sulla base di questa misura si stima che i prestiti bancari lordi concernenti immobili commerciali dell'area dell'euro ammontassero a 1.100 miliardi di euro nel dicembre 2008⁶⁾.

SCOMPOSIZIONE DEI PRESTITI CONCERNENTI IMMOBILI COMMERCIALI PER UBICAZIONE GEOGRAFICA E TIPOLOGIA DI IMMOBILE

Per valutare la rischiosità dell'erogazione di prestiti concernenti immobili commerciali, oltre alle informazioni qualitative sulle prassi di gestione del rischio adottate dalle banche quale il ricorso a un'adeguata *due diligence* nei confronti del prestatore, sono necessarie anche informazioni quantitative sull'ubicazione geografica, sulla tipologia di immobile (uffici, negozi o immobili residenziali) e sulla finalità del prestito (sviluppo o investimento).

I dati di pubblico accesso su queste scomposizioni sono limitati, poiché solo i prestatori specializzati nell'erogazione di prestiti concernenti immobili commerciali tendono a fornire questi dettagli nelle comunicazioni finanziarie; si utilizzano pertanto le informazioni provenienti dall'indagine del BSC. Oltre a quelle sull'entità delle esposizioni, tale indagine contemplava anche domande sulla ripartizione del portafoglio prestiti concernenti immobili commerciali secondo i tre criteri in esame.

Per quanto riguarda la scomposizione geografica, la maggior parte dei prestiti concernenti immobili commerciali è nazionale. Tuttavia, in alcuni paesi, soprattutto in quelli dove operano alcuni dei più grandi prestatori al settore immobiliare, le banche hanno esposizioni transfrontaliere significative, prevalentemente verso altri paesi dell'UE (cfr. figura 17). La concessione di prestiti concernenti immobili commerciali nei confronti degli Stati Uniti da parte delle banche dell'area dell'euro interpellate sarebbe modesta e si collocherebbe a 45 miliardi di euro, pari al 5 per cento dei prestiti totali concernenti immobili commerciali erogati alla fine del 2007, per le banche che hanno segnalato la scomposizione geografica delle loro esposizioni⁷⁾.

Vari paesi dell'area dell'euro hanno anche fornito informazioni sulla scomposizione dei prestiti concernenti immobili commerciali per tipologia di immobile come uffici, negozi o immobili residenziali. L'importanza dei diversi settori immobiliari varia in misura considerevole fra i paesi (cfr. figura 18). In media, le esposizioni delle banche per il settore degli uffici sembrano essere le più elevate, sebbene sia difficile distinguere andamenti comuni tra i paesi che hanno fornito informazioni su questa scomposizione.

Un altro aspetto importante da considerare nel valutare la rischiosità dei prestiti destinati all'acquisto di immobili commerciali è la loro finalità, cioè se si tratta di prestiti destinati allo sviluppo o all'investimento. L'attività di prestito a favore delle imprese dedite allo sviluppo degli immobili tende a costituire la parte più rischiosa di tutti i prestiti a fini immobiliari, in quanto i beni in questione sono solitamente in costruzione o non ancora ceduti in locazione e le banche possono essere esposte a problemi significativi nel recuperare la loro esposizione qualora le imprese prenditrici si trovassero in difficoltà finanziarie.

Dal momento che le informazioni riguardanti la finalità dei prestiti erano relativamente scarse nell'indagine del BSC, per valutare la quota relativa di prestiti destinati allo sviluppo e agli investimenti sono stati utilizzati dati pubblici per un campione più ridotto di banche dell'area dell'euro⁸⁾. Sulla base di queste informazioni limitate, per il sotto-campione di banche la quota media di prestiti a favore di imprese di sviluppo era pari al 21 per cento nel 2007, benché questo dato celi differenze significative tra le varie istituzioni.

6) Si noti che, sebbene questo importo sia assai simile a quello ottenuto dall'indagine del BSC, i risultati non sono del tutto confrontabili poiché i dati raccolti nei due esercizi differiscono per copertura e consolidamento nonché, benché in misura limitata, per definizione.

7) Si osservi che non tutti i paesi sono stati in condizione di fornire i dati in questione.

8) Per le esposizioni sottostanti al calcolo, cfr. JP Morgan Chase & Co., *European banks: quantifying earnings at risk from commercial real estate*, 4 novembre 2008.

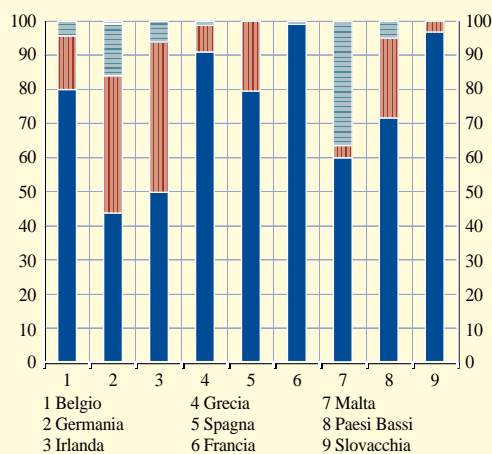
ARTICOLI

I mercati degli immobili commerciali dell'area dell'euro e il relativo impatto sul settore bancario

Figura 17 Scomposizione geografica, per paese, dei prestiti concernenti immobili commerciali erogati dalle banche dell'area dell'euro che hanno partecipato all'indagine

(2007; percentuali)

■ nazionali
■ altri paesi dell'UE
■ resto del mondo



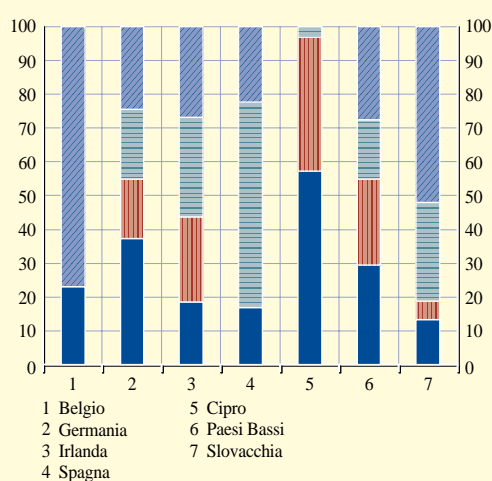
Fonte: Comitato per la vigilanza bancaria.

Nota: per la Francia i dati sono disponibili su base consolidata nazionale.

Figura 18 Scomposizione per settore immobiliare dei prestiti concernenti immobili commerciali erogati dalle banche che hanno partecipato all'indagine, per paese

(2007; percentuali)

■ uffici
■ negozi
■ immobili residenziali
■ altro



Fonte: Comitato per la vigilanza bancaria.

Nota: l'indagine ha riguardato solo tre categorie (negozi, uffici e il settore residenziale), che non corrispondono al 100% dei prestiti totali concernenti immobili commerciali. La parte residua è riportata sotto la voce "altro" (ad esempio immobili industriali, strutture alberghiere e per il tempo libero).

CRITERI PER LA CONCESSIONE DEI PRESTITI E VARIAZIONI DELLA PROPENSIONE AL RISCHIO DALL'INIZIO DELLE TURBOLENZE FINANZIARIE

Contrariamente alle prassi vigenti nel Regno Unito e negli Stati Uniti, le indagini sul credito bancario nell'area dell'euro non coprono i prestiti concernenti immobili commerciali. Per valutare i recenti andamenti e le attese riguardanti i criteri per la concessione dei prestiti da parte delle banche, si impiegano pertanto i relativi risultati ricavati da indagini condotte da DTZ, consulente immobiliare di livello mondiale, e dal BSC.

Dal momento che l'indagine del BSC è stata condotta nel secondo trimestre del 2008, ha già parzialmente colto il differente approccio nelle decisioni relative all'erogazione dei prestiti adottato dalle banche sulla scorta dello scoppio delle turbolenze finanziarie. Le risposte all'indagine, infatti, suggeriscono che, dall'avvio delle turbo-

lenze nel mercato finanziario, la propensione al rischio delle banche è in genere diminuita. Varie banche hanno segnalato di aver iniziato, dalla seconda metà del 2007, a irrigidire i criteri per la concessione del credito, applicando ad esempio un rapporto più basso tra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie. Vi sono state anche alcune indicazioni di un incremento della differenziazione del rischio tra i mercati: la generazione di nuovi prestiti è stata più contenuta, i criteri per la concessione del credito più rigidi e per le regioni e/o le attività più rischiose sono stati applicati premi al rischio più elevati (ad esempio l'incidenza del finanziamento a favore dell'attività di sviluppo è diminuita). Nel complesso, le risposte all'indagine suggerivano che, nel loro insieme, le banche dell'area dell'euro avevano già iniziato a irrigidire i criteri di erogazione dei prestiti riguardanti gli immobili commerciali fin dall'inizio delle turbolenze finanziarie e che sempre più si incentravano sul finanziamento di prenditori e attività di qualità superiore.

Un'indagine più recente condotta da DTZ tra gli erogatori europei di prestiti immobiliari, ha riguardato tra l'altro le attese delle banche riguardanti l'attività nonché i termini e le condizioni di prestito per il 2009 e per il 2010⁹⁾. Nel complesso questi risultati suggeriscono che, per effetto del peggioramento delle condizioni nei mercati degli immobili commerciali, l'irrigidimento dei criteri per la concessione dei prestiti si è protratto nel 2009 e che è improbabile un loro nuovo allentamento prima della fine del 2010.

Quanto alle aspettative delle banche per i nuovi prestiti lordi, pressoché la metà dei prestatori si aspettava un calo delle erogazioni nel 2009 e solo il 20 per cento circa delle banche prevedeva un incremento. Per il 2010, invece, la percentuale netta dei prestatori che si attendevano un aumento dell'attività di prestito è diventata positiva. Quanto alle prospettive per il mercato europeo del credito nel suo complesso, la maggioranza dei prestatori non prevedeva una ripresa considerevole prima della fine del 2010.

In particolare, i risultati dell'indagine hanno rivelato che la grande maggioranza delle banche prevedeva di irrigidire i termini e le condizioni di erogazione del credito nel 2009, mentre un terzo dei prestatori si aspettava un ulteriore irrigidimento nel 2010. Dopo le riduzioni del rapporto tra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie nel 2008, quasi la metà delle banche si attendeva un ulteriore decremento nel 2009 e la maggior parte dei prestatori si aspettava di mantenere tale rapporto su questi livelli più bassi nel 2010. Allo stesso tempo, la grande maggioranza di prestatori prevedeva di aumentare i margini nel 2009 e quasi il 40 per cento delle banche ha indicato ulteriori aumenti nel 2010.

LA QUALITÀ DELLE ATTIVITÀ

Le informazioni sulla qualità dei prestiti concernenti immobili commerciali sono scarse perché la maggior parte delle banche non divulga la scomposizione dei prestiti in sofferenza o degli accantonamenti per perdite su prestiti in base al comparto o al sottosettore. Le limitate informazioni disponibili sulla qualità delle attività

riguardanti i prestiti concernenti immobili commerciali possono essere ottenute dalle banche specializzate in tale attività di prestito oppure per le quali il settore degli immobili commerciali costituisce un segmento di attività importante e, quindi, è trattato separatamente nelle segnalazioni.

La maggior parte delle banche che divulgano tali informazioni ha rilevato un aumento significativo degli accantonamenti per perdite su prestiti e/o dei prestiti in sofferenza nel 2008 e, laddove erano disponibili dati al riguardo, nella prima metà del 2009. Per questo sottocampione di banche, i tassi di accantonamento su prestiti concernenti immobili commerciali sono notevolmente cresciuti nel 2008, dallo 0,1-0,3 per cento circa del 2007 allo 0,4-2,1 nel 2008. Sulla base delle segnalazioni per la prima metà del 2009, i costi di accantonamento su prestiti concernenti immobili commerciali hanno addirittura accelerato per numerosi grandi prestatori attivi in questo settore. I tassi di accantonamento (in ragione d'anno) per le banche di questo sottocampione si collocavano tra lo 0,7 e il 6,9 per cento nei primi sei mesi del 2009. A seguito dei maggiori accantonamenti per perdite su prestiti, alcune banche hanno iniziato a segnalare perdite nel segmento dell'attività immobiliare commerciale nel 2008 e, sulla base dell'andamento dei primi tre trimestri, è probabile che ne riportino anche nel 2009.

Sebbene il campione limitato non consenta di trarre conclusioni sulla qualità del portafoglio prestiti relativo agli immobili commerciali del settore bancario dell'area dell'euro nel suo complesso, l'ampia variazione dei tassi di accantonamento suggerisce che i livelli di perdita sui prestiti concernenti immobili commerciali presenteranno notevoli differenze in ultima istanza tra le banche. Le prospettive per la qualità delle attività sono probabilmente diverse tra le banche, in parte in ragione della distribuzione geografica del rispettivo portafoglio

9) Cfr. DTZ, *European Lenders Survey*, maggio 2009.

prestiti relativo agli immobili commerciali. In particolare, è probabile che le banche con esposizioni significative nei mercati degli immobili commerciali nei paesi in cui si è verificato il peggioramento più significativo (ad esempio, in Irlanda, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti) registrino livelli di perdita superiori alla media. A tale riguardo, occorre notare che alcuni prestatori immobiliari dell'area dell'euro hanno esposizioni estere significative e che quindi i loro risultati non dipendono esclusivamente dalle condizioni dei loro mercati nazionali degli immobili commerciali. Fra gli altri fattori importanti che potrebbero determinare differenze in futuro nei risultati dei prestatori si annoverano la quota di prestiti destinati all'attività di sviluppo, che spesso comportano rischi superiori rispetto ad altre tipologie di prestiti, e la qualità dei criteri di sottoscrizione.

5 OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

I mercati degli immobili commerciali sono importanti dal punto di vista della stabilità finanziaria soprattutto perché i prestiti concernenti tali immobili costituiscono una quota considerevole delle attività delle banche. Si stima, infatti, che i prestiti concessi per finalità inerenti agli immobili commerciali rappresentino circa il 10 per cento dei prestiti totali emessi dalle banche dell'area dell'euro. Va notato, tuttavia, che l'importanza di tale attività di prestito varia in misura considerevole tra le banche, e quindi tra i settori bancari, dell'area dell'euro.

L'esperienza mostra che l'andamento avverso nei mercati degli immobili commerciali può causare perdite significative per le banche e una grave instabilità finanziaria. Questo fatto,

associato alle crescenti dimensioni dei mercati degli immobili commerciali nell'area dell'euro nei decenni recenti, rende opportuni il monitoraggio e l'analisi dell'andamento dei mercati degli immobili commerciali ai fini dell'analisi della stabilità finanziaria. Si tratta però di un compito arduo, poiché i dati sull'andamento dei mercati degli immobili commerciali sono spesso di scarsa qualità e non sono armonizzati tra i paesi. Vi è quindi l'esigenza di dati migliori sia sulle quotazioni sia sulle esposizioni delle banche.

Inoltre, data la rilevanza delle esposizioni in immobili commerciali per talune banche, è indispensabile che gli istituti adottino prassi corrette di gestione del rischio. Per lo stesso motivo è importante che le autorità di vigilanza dispongano di informazioni adeguate sulle esposizioni delle banche nei mercati degli immobili commerciali e tengano sotto osservazione gli andamenti in questi mercati per riuscire a individuare potenziali rischi in cui incorrono le banche.

Dato il deterioramento nella maggior parte dei mercati degli immobili commerciali, nei trimestri recenti diverse banche dell'area dell'euro hanno registrato minori redditi, o addirittura perdite, nella loro attività riguardante gli immobili commerciali. In prospettiva, la debole domanda di immobili commerciali in affitto e il deterioramento della *performance* dei locatari contribuiranno probabilmente a un aumento dei prestiti in sofferenza. Di conseguenza, le banche con esposizioni significative in prestiti concernenti immobili commerciali potrebbero essere ancora esposte al rischio di perdite di credito elevate nel 2010, soprattutto se le loro esposizioni fanno riferimento ai mercati immobiliari più deboli.

AGGIORNAMENTO SUGLI SVILUPPI DELLE STATISTICHE ECONOMICHE GENERALI PER L'AREA DELL'EURO



Le statistiche economiche generali – che comprendono dati sui prezzi, i costi, la produzione, la domanda e il mercato del lavoro – sono essenziali per l'assolvimento del mandato della Banca centrale europea (BCE) in tema di politica monetaria e stabilità finanziaria. Il grado di completezza, comparabilità e tempestività delle statistiche relative all'area dell'euro è cresciuto nel tempo. L'esperienza maturata nei primi undici anni dall'avvio dell'Unione economica e monetaria (UEM) ha tuttavia messo in luce l'esigenza della BCE di rafforzare ulteriormente l'insieme dei dati di base nel campo delle statistiche economiche generali. Sono state individuate diverse carenze e lacune, che richiedono l'intervento del Sistema statistico europeo. Le priorità principali per la BCE trovano riflesso nella revisione della lista dei Principali indicatori economici europei (PIEE) riportata nelle edizioni del 2008 e del 2009 della Relazione sugli obblighi di informazione nel quadro dell'UEM¹⁾ pubblicata dal Comitato economico e finanziario. I PIEE stabiliscono obiettivi e priorità in merito alle statistiche dell'area dell'euro. Inoltre, in un mondo sempre più globalizzato è necessario che gli indicatori diventino comparabili a livello internazionale per poter valutare adeguatamente l'impatto sul ciclo economico degli andamenti delle aree economiche partner. Ne derivano ulteriori requisiti a carico dei compilatori delle statistiche in tutto il mondo.

I INTRODUZIONE

L'espressione "statistiche economiche generali" utilizzata in questo articolo copre un'ampia gamma di indicatori macroeconomici relativi agli andamenti di prezzi, costi, offerta, domanda e mercato del lavoro. La produzione della maggior parte di tali statistiche per l'area dell'euro ricade nelle responsabilità del Sistema statistico europeo²⁾ e in molti casi è regolata da atti giuridici adottati dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'Unione europea (UE) o dalla Commissione europea.

La BCE fa ampio uso delle statistiche economiche generali. L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) fornisce un riferimento quantitativo per la definizione e la misurazione della stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo adotta le proprie decisioni di politica monetaria sulla base di una valutazione complessiva dei rischi per la stabilità dei prezzi. L'analisi economica si concentra sulla sfera reale e tiene conto del fatto che l'interazione fra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione influisce sugli andamenti dei prezzi nel breve e nel medio termine. La BCE esamina quindi regolarmente le condizioni complessive della produzione, della domanda e del mercato del lavoro, un'ampia serie di indicatori di prezzo e di costo come anche le indagini sul clima di fiducia delle imprese in

quanto indicatori tempestivi degli andamenti economici.

La BCE ha pubblicato il proprio fabbisogno nel campo delle statistiche economiche generali nel 2000 e lo ha rivisto nel 2004³⁾. Un riesame complessivo degli sviluppi nella disponibilità di statistiche economiche generali è stato incluso nelle edizioni dell'aprile 2001 e dell'aprile 2003 del Bollettino mensile. Successivamente, i progressi compiuti nei singoli ambiti statistici sono stati richiamati anche in diversi numeri

- 1) Le edizioni 2008 e 2009 della Relazione sugli obblighi di informazione nel quadro dell'UEM (*Status Report on Information Requirements in EMU*) pubblicata dal Comitato economico e finanziario sono disponibili sul sito Internet della BCE.
- 2) Il Sistema statistico europeo comprende l'Ufficio statistico delle Comunità europee (Eurostat) e le autorità nazionali in campo statistico. Sia il Sistema statistico europeo sia il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) elaborano, raccolgono, compilano e divulgano statistiche europee. Un protocollo d'intesa (*Memorandum of Understanding*) sottoscritto da Eurostat e dalla BCE stabilisce la suddivisione dei compiti tra le due istituzioni. Alla BCE spetta la responsabilità primaria per le statistiche in ambito monetario e finanziario, oltre che per quelle relative alle istituzioni finanziarie, i sistemi di pagamento, i tassi di cambio effettivi e i conti finanziari trimestrali. A Eurostat sono invece affidate le statistiche economiche (generali) e tutte le statistiche non economiche. Le due istituzioni hanno una responsabilità condivisa in materia di statistiche esterne (bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero), di conti del settore non finanziario europeo e dell'infrastruttura statistica.
- 3) Cfr. *Requirements in the field of general economic statistics and Review of the requirements in the field of general economic statistics* sul sito Internet della BCE.

del Bollettino. La seconda sezione di questo articolo presenta i Principali indicatori economici europei (PIEE), che hanno obiettivi dettagliati in termini di tempestività e qualità dei dati in linea con i più elevati standard internazionali. La terza sezione riassume i progressi realizzati negli ultimi anni in ciascun ambito statistico, così come le sfide per il futuro; introduce la nuova classificazione delle attività economiche "NACE Revisione 2" (cfr. il riquadro) e affronta alcune questioni più trasversali che interessano le statistiche economiche generali (ad esempio, la destagionalizzazione). La quarta sezione richiama le conclusioni.

2 LA REVISIONE DEI PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI EUROPEI

Nel febbraio del 2003 il Consiglio Ecofin ha fissato i requisiti per i PIEE, che rappresentano un insieme di dati per l'area dell'euro e l'UE cruciali per il miglioramento delle informazioni statistiche ai fini dell'analisi economica e della definizione delle politiche nell'area dell'euro. Previsto dal Piano d'azione sui requisiti statistici dell'UEM, stabilito nel settembre del 2000 dalla Commissione europea (Eurostat) di stretto concerto con la BCE, l'elenco dei PIEE inizialmente specificava gli obiettivi in merito alla tempestività e altri aspetti qualitativi di 19 importanti statistiche macroeconomiche a cadenza infra-annuale in materia di prezzi al consumo, conti nazionali, indicatori congiunturali, mercato del lavoro e commercio con l'estero. I progressi compiuti nel conseguimento di tali obiettivi sono esaminati regolarmente dal Comitato economico e finanziario, con l'assistenza di Eurostat e della BCE. Dal suo varo, l'iniziativa PIEE si è dimostrata efficace: gli obiettivi in termini di tempestività e ampiezza della copertura sono stati in larga misura raggiunti per gran parte degli indicatori.

Nel novembre del 2007 il Consiglio Ecofin ha concordato di rivedere i PIEE per tener conto delle nuove necessità degli utenti derivanti da vari fattori: l'evoluzione del contesto economico, le diverse percezioni circa la qualità degli indicatori congiunturali, l'accresciuta enfasi

sulle statistiche dell'intera area dell'euro, la globalizzazione e il confronto con le altre principali economie. Dal riesame è emerso che gli obiettivi esistenti per i PIEE erano per lo più adeguati ai fini della politica economica e monetaria, ma che esistevano alcune carenze con particolare riferimento al comparto dei servizi. È stata considerata problematica l'assenza di informazioni armonizzate sui mercati delle abitazioni nell'area dell'euro e, di conseguenza, sono stati aggiunti tre nuovi indicatori nella lista dei PIEE: i prezzi degli immobili residenziali, le vendite di abitazioni e le concessioni edilizie.

È stato inoltre proposto di perseguire a medio-lungo termine obiettivi più ambiziosi per la tempestività di determinati PIEE (ad esempio, pubblicare la stima preliminare della crescita del PIL 30 giorni dopo il periodo di riferimento), a condizione di non compromettere l'attendibilità delle stime. Ciò sarebbe di maggiore aiuto alla BCE e alle altre istituzioni nella conduzione delle politiche economiche e accrescerebbe l'allineamento agli standard internazionali. L'esperienza positiva acquisita con l'introduzione della stima preliminare per la crescita del PIL 45 giorni dopo il periodo di riferimento ha dimostrato che una maggiore tempestività non si accompagna necessariamente a una minore attendibilità. In generale, l'obiettivo nel medio-lungo termine è di introdurre un calendario armonizzato per la pubblicazione dei PIEE (30, 60 o 90 giorni dopo il periodo di riferimento a seconda dell'indicatore considerato). Tale approccio tiene conto della natura interdependente dei PIEE, in virtù della quale la compilazione di un particolare indicatore (ad esempio la stima preliminare del PIL) richiede spesso la tempestiva disponibilità degli altri. La tavola riporta il nuovo elenco dei PIEE.

Il riesame dei PIEE ha considerato non solo la tempestività e la disponibilità ma anche altri aspetti relativi alla qualità dei dati intesi a migliorare l'accuratezza, l'attendibilità e la comunicazione degli indicatori, i quali richiedono un approccio coordinato tra tutti i PIEE e le statistiche di base. È necessario inoltre un adeguato coordinamento all'interno del Sistema statistico

Principali indicatori economici europei				
Indicatore dell'area dell'euro	Periodicità (m = mensile; t = trimestrale)	Obiettivo per il termine di pubblicazione degli indicatori dell'area dell'euro	Termine attuale di pubblicazione degli indicatori dell'area dell'euro	Termine attuale di pubblicazione degli indicatori statunitensi
Indicatori dei prezzi al consumo				
Stima preliminare dello IAPC	m	0	0	N.D.
IAPC effettivo	m	17	14-16	14-23
Conti nazionali trimestrali				
Prima stima (preliminare) del PIL	t	30 (in precedenza, 45)	45	28
Prima stima del PIL con una maggiore scomposizione	t	60	64	28
Conti per settore istituzionale	t	90	121	56-60
Statistiche sulle finanze pubbliche	t	90	96	56-60
Indicatori congiunturali				
Indice della produzione industriale	m	40	42	14-17
Indice dei prezzi (interni) alla produzione dei prodotti industriali	m	30 (in precedenza, 45)	34	13-20
Indice dei nuovi ordinativi di prodotti industriali	m	50/40 ²⁾	56	23-28
Indice dei prezzi dei prodotti industriali importati	m	45	[38]	9-18
Produzione nel settore delle costruzioni	m	45	49	31
Indice di fatturato del commercio al dettaglio e dei servizi di riparazione	m	30	35	11-15
Indice di fatturato degli altri servizi	t (idealmente, m)	60	59	75
Indice dei prezzi alla produzione dei servizi alle imprese	t (idealmente, m)	60	N.D.	17
Indicatori del mercato del lavoro				
Tasso di disoccupazione	m	30	30	3
Incidenza dei posti di lavoro vacanti	t	45	74	40
Occupazione	t	45	75	1-8
Indice del costo del lavoro	t	70	74	29
Indicatori del commercio estero				
Saldo commerciale con l'estero	m	46	48	42
Indicatori del mercato immobiliare				
Prezzi degli immobili residenziali ¹⁾	t	90	N.D.	45 ³⁾
Compravendite di abitazioni	t	90	N.D.	25
Concessioni edilizie	t	90	89	20

Fonte: Comitato economico e finanziario, Relazione sugli obblighi di informazione nel quadro dell'UEM (*Status Report on Information Requirements in EMU*), 2009.
 Note: N.D. = non disponibile; [] = disponibile ma non pubblicato.
 Il termine di pubblicazione è indicato come numero di giorni di calendario dalla fine del periodo di segnalazione. La posizione dei fine settimana e delle festività all'interno di un mese può comportare piccole variazioni del numero di giorni di calendario dalla fine del periodo di segnalazione.
 1) Il Sistema statistico europeo non compila ancora un indice dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro. Le statistiche disponibili, ad esempio l'indicatore semestrale compilato dalla BCE, si basano in parte su fonti non ufficiali.
 2) Obiettivo di pubblicazione a lungo termine di 40 giorni.
 3) Statistiche mensili.

europeo, poiché i dati relativi all'area dell'euro sono basati sul contributo dei singoli paesi. Eurostat e la BCE hanno già adottato diverse iniziative in questa direzione, comprese proposte volte all'armonizzazione delle politiche di revisione, alla definizione di linee guida europee sia per la destagionalizzazione, sia per la comunicazione delle revisioni più rilevanti.

Nell'esaminare i PIEE⁴⁾ è stato stabilito che la nuova lista di indicatori e i relativi obiettivi di qualità siano attuati entro il 2012. È stato inoltre concordato un programma di ricerca per i dieci

anni successivi, che dovrebbe definire il futuro insieme degli indicatori chiave per l'analisi congiunturale in Europa. Tale approccio consentirà al Sistema statistico europeo di reagire rapidamente all'emergere di nuove sfide ed esigenze degli utenti. L'esperienza positiva maturata con i PIEE ha ispirato iniziative analoghe a livello mondiale, come quella dei Principali indicatori globali (PIG), descritti nella sezione 3.7.

4) Conclusioni del Consiglio Ecofin riguardo alla relazione 2008 del Comitato economico e finanziario sugli obblighi di informazione nel quadro dell'UEM, 4 novembre 2008.

3 PROGRESSI, VALUTAZIONE E PIANI PER IL FUTURO

3.1 L'INDICE ARMONIZZATO DEI PREZZI AL CONSUMO

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro viene citato esplicitamente nella definizione quantitativa di stabilità dei prezzi secondo la BCE e costituisce pertanto il principale termine di riferimento per la misurazione del successo della politica monetaria della Banca. Gli IAPC nazionali svolgono altresì un ruolo fondamentale nella valutazione del grado di convergenza raggiunto dagli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

Lo IAPC dell'area dell'euro viene dapprima diffuso come stima preliminare dell'indice generale l'ultimo giorno del mese di riferimento e successivamente, circa due settimane dopo, è accompagnato dall'insieme completo delle voci in dettaglio. La stima preliminare si è dimostrata estremamente efficace. L'elenco rivisto dei PEE ne prevede una scomposizione in cinque aggregati principali e il Sistema statistico europeo è attualmente impegnato a verificare la fattibilità di tale scomposizione, iniziando dalle componenti energetiche e non energetiche.

Un ampio corpo di regolamenti dell'UE definisce la metodologia per la compilazione degli IAPC da parte degli istituti nazionali di statistica e, di conseguenza, lo IAPC è tra le statistiche più armonizzate tra i paesi dell'UE. Negli ultimi anni sono stati adottati nuovi regolamenti volti ad armonizzare i giorni del mese in cui vengono rilevati i prezzi⁵⁾ e a chiarire ulteriormente la base concettuale dello IAPC⁶⁾. Nel 2009 è stato approvato un altro regolamento con riguardo al trattamento dei prodotti stagionali⁷⁾ (ossia non acquistabili in determinati periodi dell'anno) e sarà attuato nel 2011.

In termini di comparabilità internazionale al di fuori della UE, un miglioramento importante è costituito dalla pubblicazione di un indice

IAPC sperimentale per gli Stati Uniti da parte dell'*US Bureau of Labor Statistics*. Inoltre, un numero crescente di paesi europei non appartenenti all'UE compila o sta sviluppando indici IAPC.

Un'altra area importante in cui sono stati conseguiti notevoli progressi è quella relativa alla misurazione dell'impatto sull'inflazione derivante da decisioni dei governi. La BCE ha sviluppato e pubblicato proprie stime sperimentali, nell'ambito dello IAPC, di prezzi amministrati (cioè prezzi stabiliti o significativamente influenzati dai governi)⁸⁾. Eurostat ha sviluppato in parallelo un indice IAPC ad aliquote d'imposta costanti, che è stato diffuso per la prima volta nell'ottobre del 2009⁹⁾. Tali indici aiutano la BCE a valutare più accuratamente l'inflazione armonizzata e ad arricchire l'analisi dell'evoluzione dei prezzi al consumo.

Negli ultimi anni i mezzi di comunicazione e l'opinione pubblica hanno esaminato con particolare interesse le statistiche sull'inflazione in molti paesi del mondo. È importante che tali misurazioni ufficiali siano considerate attendibili anche quando non corrispondono alla percezione soggettiva dell'andamento dei prezzi. All'interno dell'area dell'euro, diversi istituti nazionali di statistica hanno adottato provvedimenti per migliorare la comprensione da parte del pubblico del concetto di inflazione e del

5) Cfr. il regolamento (CE) n. 701/2006 del Consiglio, del 25 aprile 2006, che stabilisce le modalità di applicazione del regolamento (CE) n. 2494/95 per quanto riguarda la copertura temporale della rilevazione dei prezzi nell'indice dei prezzi al consumo armonizzato.

6) Cfr. il regolamento (CE) n. 1334/2007 della Commissione, del 14 novembre 2007, che modifica il regolamento (CE) n. 1749/96 sulle misure iniziali dell'avviamento del regolamento (CE) n. 2494/95 del Consiglio relativo agli indici armonizzati dei prezzi al consumo.

7) Cfr. il regolamento (CE) n. 330/2009 della Commissione, del 22 aprile 2009, recante modalità di applicazione del regolamento (CE) n. 2494/95 del Consiglio per quanto riguarda norme minime per il trattamento dei prodotti stagionali nell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC).

8) Cfr. il riquadro *Misurazione e valutazione dell'impatto dei prezzi amministrati sull'inflazione misurata dallo IAPC* nel numero di maggio 2007 del Bollettino mensile.

9) Cfr. il riquadro *Nuove serie statistiche che misurano l'impatto delle imposte indirette sull'inflazione al consumo* nel numero di novembre 2009 del Bollettino mensile.

modo in cui viene misurata. La BCE ha contribuito a tali iniziative presentando, in una sezione speciale del suo sito Internet, uno strumento interattivo che consente di visualizzare gli andamenti dello IAPC e delle sue componenti nell'area dell'euro¹⁰.

Nonostante i progressi già realizzati, ulteriori sviluppi dello IAPC rivestono un'importanza centrale. Occorre continuare ad assegnare massima priorità al miglioramento e all'armonizzazione dei metodi di campionamento e aggiustamento qualitativo, vale a dire alla definizione di procedure comuni per l'aggiornamento dei panieri nazionali di beni e servizi e per l'individuazione ed eliminazione della parte di variazione dei prezzi connessa alla mutata qualità dei prodotti. Tali aspetti sono già stati oggetto di importanti sviluppi negli ultimi anni, ma serve uno sforzo ulteriore per garantire la piena comparabilità dei metodi utilizzati. Un'altra priorità è costituita dal completamento dell'analisi tuttora in corso in merito al trattamento delle abitazioni occupate dai proprietari. Un progetto pilota coordinato da Eurostat è stato ora esteso a tutti i paesi della UE eccetto uno, e se ne attendono i risultati nel 2010. Esso dovrebbe tra l'altro fornire informazioni tempestive e attendibili sugli andamenti dei prezzi delle abitazioni.

3.2 LE STATISTICHE SUL MERCATO IMMOBILIARE

L'analisi del mercato immobiliare nell'area dell'euro e nell'UE si è intensificata prima e durante la crisi, al pari della domanda di statistiche di qualità elevata sulle condizioni della domanda e dell'offerta di abitazioni a livello nazionale, dell'area dell'euro e dell'intera UE, con particolare enfasi sulla variazione nel tempo dei prezzi degli immobili residenziali. La disponibilità e la qualità delle statistiche non finanziarie relative ai mercati delle abitazioni è però tutt'altro che soddisfacente. In diversi casi tali dati provengono soltanto da fonti non ufficiali. Vista l'importanza di disporre di statistiche comparabili e di qualità elevata sui mercati delle abitazioni, nel 2008 tre nuovi in-

dicatori sono stati aggiunti alla lista dei PIEE: i prezzi degli immobili residenziali, le compravendite e le concessioni edilizie. Mentre i dati sulle concessioni sono già compilati dal Sistema statistico europeo e richiedono soltanto un ulteriore miglioramento in termini di attendibilità statistica, per quanto concerne i prezzi e le compravendite di immobili residenziali non esistono ancora dati ufficiali armonizzati a livello europeo. L'attività più promettente ora in corso per colmare questa lacuna è svolta dal Sistema statistico europeo nel contesto della misurazione dei prezzi delle transazioni relative agli alloggi occupati dai proprietari.

Per sopperire alla carenza di statistiche sulle variazioni dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro e negli Stati membri dell'UE, la BCE raccoglie i dati relativi ai singoli paesi di concerto con le rispettive banche centrali nazionali. Dal 2001 la Banca compila e pubblica un aggregato per l'area dell'euro, frutto della ponderazione delle variazioni dei prezzi di case e appartamenti registrate nei paesi appartenenti all'area. Dagli inizi del 2005 si raccolgono statistiche anche sui prezzi degli immobili residenziali negli Stati membri dell'UE che non appartengono all'area dell'euro.

Benché sia stato fatto ogni sforzo per compilare dati il più possibile comparabili, le informazioni di base provengono da una molteplicità di fonti nazionali ufficiali e non ufficiali che possono differire sotto vari profili: il tipo di prezzo rilevato, la copertura tra regioni e diverse categorie di alloggi, altri aspetti statistici, in particolare quelli relativi alle modalità con cui le variazioni dei prezzi nel tempo sono corrette per tener conto della mutata composizione degli alloggi censiti. In questo contesto è urgente disporre di indici di prezzo delle abitazioni pienamente comparabili al fine di perfezionare l'analisi congiunturale in quanto ingrediente nella definizione della politica monetaria.

¹⁰ Cfr. la sezione *Inflation and the euro* sul sito Internet della BCE.

3.3 I CONTI NAZIONALI

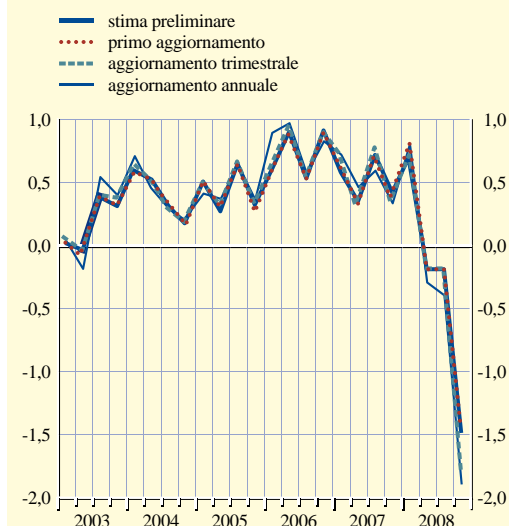
I dati di contabilità nazionale, compilati in conformità con il Sistema europeo dei conti (SEC 95)¹¹⁾, forniscono una panoramica articolata e sistematica dell'economia.

Da maggio 2003 Eurostat pubblica una stima preliminare della crescita sul periodo precedente del PIL in volume, corretta per la stagionalità e il numero di giornate lavorative, 45 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento. La tempestività delle prime stime delle principali componenti della spesa e della scomposizione per attività del valore aggiunto è migliorata, passando da 70 a 64 giorni. La stima preliminare del PIL dell'area costituisce un indicatore attendibile¹²⁾ e ampiamente riconosciuto, con una copertura attualmente pari al 95 per cento del prodotto dell'intera area. Essa non si discosta molto dalle stime successive e, come mostra la figura, gran parte delle revisioni è dovuta all'incorporazione di informazioni provenienti dai conti annuali.

Le prime stime dei dati sui redditi (compresi quelli da lavoro dipendente) così come la scomposizione degli investimenti fissi lordi per categorie di cespiti e quella del commercio estero tra beni e servizi sono di norma disponibili nell'ambito della diffusione delle statistiche sull'occupazione (secondo il concetto di contabilità nazionale) dopo 72 giorni la fine del trimestre di riferimento. Le altre variabili, compresa la scomposizione per settore di attività dei redditi da lavoro dipendente, sono pubblicate entro 100 giorni. Un'altra pubblicazione importante è costituita dai conti trimestrali integrati dell'area dell'euro per settore istituzionale¹³⁾, che Eurostat e la BCE pubblicano da giugno 2007. Attualmente diffusi circa 120 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento, queste statistiche forniscono una rappresentazione articolata del processo economico, dalla produzione sino alle transazioni finanziarie e ai bilanci. Al momento è in corso l'integrazione dei dati trimestrali sulle attività non finanziarie nell'area dell'euro e quelli sulla ricchezza immobiliare delle famiglie, che la BCE pubblica dal 2006 con cadenza annuale nell'ambito dei conti dell'area.

Crescita sul trimestre precedente del PIL dell'area dell'euro

(valori concatenati; variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni BCE.

In linea con il riesame dei PIEE, sono previsti ulteriori miglioramenti sul fronte della tempestività. L'obiettivo di medio termine è di pubblicare entro il 2012 i conti nazionali trimestrali dell'area dell'euro in base a un calendario armonizzato, iniziando dalla stima preliminare del PIL a 30 giorni, seguita da una prima stima delle componenti del PIL a 60 e infine dai conti settoriali trimestrali a 90. La pubblicazione di una stima preliminare del PIL 30 giorni dopo la conclusione del periodo di riferimento corrisponderebbe meglio alle esigenze di definizione delle politiche economiche e allineerebbe la tempestività ai parametri internazionali. A questo riguardo è in corso uno studio di fattibilità.

A dicembre 2007 il Parlamento europeo e il Consiglio dell'UE hanno adottato un regio-

11) Cfr. il regolamento (CE) n. 2223/96 del Consiglio, del 25 giugno 1996, relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali della Comunità.

12) Cfr. l'articolo *Le revisioni delle stime del PIL nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2009 del Bollettino mensile.

13) Cfr. l'articolo *L'introduzione di statistiche sui conti trimestrali per settore relative all'area dell'euro* nel numero di novembre 2007 del Bollettino mensile.

lamento che impone agli istituti nazionali di statistica di fornire a Eurostat ulteriori dati trimestrali di contabilità nazionale, riguardanti ad esempio la diversa durata dei beni acquistati per consumi privati e la scomposizione per area geografica delle esportazioni e delle importazioni. Quest'ultima consentirà di compilare statistiche sul commercio estero dell'area che riflettano esclusivamente le transazioni dei paesi membri con il resto del mondo. Attualmente le esportazioni e le importazioni dell'area includono anche l'interscambio di beni e servizi tra i paesi che vi appartengono e non sono corrette per tener conto delle asimmetrie nella registrazione dei flussi commerciali a livello nazionale. Ciò costituisce la più grave carenza concettuale dei conti nazionali trimestrali dell'area dell'euro e anche la principale differenza con i conti trimestrali integrati dell'area per settore istituzionale.

Altre sfide riguardano l'armonizzazione sia delle prassi seguite per la destagionalizzazione sia delle politiche di diffusione e revisione delle statistiche (cfr. la sezione 2). Nel periodo 2005-06 il Sistema statistico europeo ha introdotto alcuni cambiamenti rilevanti¹⁴⁾ nei conti nazionali, quali le misure di volume concatenate e il nuovo trattamento della produzione imputata degli intermediari finanziari (SIFIM). Poiché i singoli istituti nazionali di statistica hanno incorporato questi cambiamenti in pe-

riodi diversi, le revisioni nazionali hanno avuto continue ripercussioni sui risultati dell'area dell'euro: ciò ha influito negativamente sulla comparabilità e la stabilità dei dati aggregati e ha messo in luce l'esigenza di uno stretto coordinamento nelle revisioni di grande rilievo. Inoltre, la lunghezza delle serie temporali coerenti con i dati storici è stata ridotta per diversi paesi, comportando l'accorciamento dal 1991 al 1995 delle serie ufficiali dell'area dell'euro pubblicate da Eurostat. Per tener conto della necessità degli utenti di disporre di serie lunghe, di recente la BCE ha pubblicato delle stime della crescita trimestrale del PIL dell'area dell'euro e delle sue principali componenti di spesa a partire dal 1980¹⁵⁾. Allo scopo di evitare analoghi problemi di transizione, grande attenzione viene ora dedicata al coordinamento della prossima revisione di rilievo, che riguarda l'applicazione ai conti nazionali, prevista per settembre 2011, della nuova classificazione delle attività economiche, nota come "NACE Revisione 2" (cfr. il riquadro). Sarà inoltre necessario un ampio coordinamento in vista dell'attuazione del nuovo Sistema europeo dei conti, prevista per il 2014.

14) Cfr. il riquadro *Miglioramenti nelle statistiche del PIL e dei conti nazionali dell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2005 del Bollettino mensile.

15) Queste serie temporali lunghe del PIL dell'area dell'euro e delle sue principali componenti di spesa sono disponibili nella *Statistical Data Warehouse* sul sito Internet della BCE.

Riquadro

L'AGGIORNAMENTO DELLA CLASSIFICAZIONE DELLE ATTIVITÀ ECONOMICHE

La classificazione NACE¹⁾ delle attività economiche fornisce il quadro di riferimento statistico per un'ampia gamma di dati europei, inclusi i conti nazionali, gli indicatori congiunturali e del mercato del lavoro. Il passaggio alla NACE Revisione 2²⁾ è stato organizzato per dominio statistico e pianificato nel corso del periodo 2009-11. Le classificazioni statistiche richiedono un riesame periodico in modo da riflettere i cambiamenti strutturali nell'economia, ad esempio attraverso l'inclusione di nuove attività e prodotti.

1) "NACE" sta per "Nomenclature générale des Activités économiques dans les Communautés Européennes", il nome francese della classificazione statistica delle attività economiche nelle Comunità europee.

2) Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici.

Le caratteristiche della NACE Revisione 2

La classificazione NACE è obbligatoria per il Sistema statistico europeo, ed è pienamente conforme con la classificazione mondiale delle attività economiche (International Standard Industrial Classification of all Economic Activities, ISIC). Ha una struttura gerarchica in cui le attività economiche sono classificate in sezioni, divisioni, gruppi e classi. A livello nazionale è possibile una scomposizione ulteriore delle classi.

Con la NACE Revisione 2 resta invariata la regola fondamentale della classificazione, ossia l'assegnazione delle unità statistiche sulla base dell'attività prevalente nella generazione di valore aggiunto. Vengono tuttavia introdotti diversi dettagli aggiuntivi, volti a riflettere le nuove forme di produzione e i settori emergenti. È stata ad esempio creata una nuova divisione, denominata "Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica", che riunisce le attività ad alto contenuto di tecnologia. L'aumento del livello di dettaglio è massimo nel settore dei servizi. La sezione "Servizi di alloggio e di ristorazione", ad esempio, offre ora una migliore rappresentazione di attività quali la ristorazione mobile e il *catering* per eventi. Quella denominata "Informazione e comunicazione" riunisce le attività che comportano la produzione e la distribuzione di informazioni, le attività informatiche e l'elaborazione dei dati, in precedenza classificate in varie categorie.

La maggioranza delle classi nella nuova NACE è rimasta invariata oppure è stata semplicemente ridenominata o, ancora, ottenuta a partire da due o più classi precedenti. In circa un terzo dei casi, una classe preesistente è stata suddivisa in due o più classi. La modifica più complessa ha riguardato i casi in cui due o più classi della NACE precedente corrispondevano a due o più classi della NACE Revisione 2.

L'attuazione della NACE Revisione 2

Indicatori congiunturali come la produzione industriale, i prezzi alla produzione dei prodotti industriali, i nuovi ordinativi e il fatturato del commercio al dettaglio seguono la NACE Revisione 2 a partire dal gennaio 2009 come periodo di segnalazione per gli indicatori mensili e dal primo trimestre del 2009 per quelli trimestrali. La valutazione generale sull'introduzione della NACE Revisione 2 è positiva, poiché questo progetto impegnativo e complesso è stato realizzato senza grandi ritardi dal Sistema statistico europeo³⁾. Restano tuttavia aperte alcune questioni che richiedono uno sforzo ulteriore, come ad esempio alcune vaste revisioni delle serie nazionali, l'offerta occasionalmente insoddisfacente di dati storici e l'assenza di uno schema di ponderazione pienamente coerente a livello nazionale ed europeo. Gli indici del costo del lavoro per l'area dell'euro per il primo trimestre 2009 sono stati diffusi per la prima volta in conformità con la NACE Revisione 2, nonostante la limitata disponibilità di dati storici relativi in parecchi Stati membri e la generale assenza delle previste statistiche corrette per la stagionalità e il numero di giorni lavorativi. Per i risultati dell'Indagine sulle forze di lavoro, il passaggio alla nuova classificazione è avvenuto con un ritardo di un anno, a ottobre 2009, con la pubblicazione da parte di Eurostat dei dati per il primo trimestre del 2009 relativi agli aggregati europei.

La transizione proseguirà nel 2010 e nel 2011. Per quanto concerne in particolare i conti nazionali, è prevista per settembre 2011 e richiede a tutti gli Stati membri di attenersi rigorosamente al calendario concordato in modo da rendere possibile la diffusione tempestiva di risultati completi e attendibili per l'area dell'euro.

3) Cfr. il riquadro *Recenti modifiche alle statistiche congiunturali* nel numero di aprile 2009 del Bollettino mensile.

Diverse iniziative recenti propongono lo sviluppo di un insieme di indicatori alternativi che vanno oltre il PIL¹⁶⁾. Quest'ultimo costituisce principalmente una misura della produzione di mercato e, per quanto possa farvi in parte luce, non è stato concepito come indicatore di benessere. Si ritiene che il reddito disponibile delle famiglie costituisca una misura più appropriata di benessere o di qualità della vita, poiché potrebbero esistere ampie differenze tra il reddito dei cittadini di un determinato paese e le misure della produzione nazionale (parte del reddito viene generata dai non residenti, mentre alcuni residenti ricevono redditi dall'estero).

Inoltre, la misura del reddito disponibile delle famiglie tiene ad esempio conto sia delle sottrazioni di reddito associate alle imposte pagate, sia delle integrazioni derivanti dai trasferimenti ricevuti dal governo. Per lo stesso motivo, le proposte intese a integrare i dati sui flussi del reddito con le misure delle attività, delle passività e della ricchezza netta sono benvenute soprattutto per il settore delle famiglie. Questa è stata una delle preoccupazioni fondamentali della BCE sia nello sviluppare - assieme a Eurostat - i conti trimestrali integrati dell'area dell'euro, compresi i bilanci finanziari, sia nei piani attuali di introdurre i dati dei bilanci delle società non finanziarie per settore istituzionale. Infine, tali proposte confermano anche l'importanza del progetto dell'Eurosistema attualmente in corso per lo sviluppo di un'indagine sui bilanci e i consumi delle famiglie.

L'integrazione del PIL con un numero limitato di indicatori (non monetari) di benessere potrebbe risultare positiva, a patto che siano soddisfatte determinate condizioni: gli indicatori devono essere ben definiti e compilati da un'istituzione indipendente in base a una metodologia trasparente, che si accompagni ad adeguati metadati.

3.4 GLI INDICATORI CONGIUNTURALI

Gli indicatori congiunturali, quali gli indici della produzione industriale, del fatturato, del commercio al dettaglio, dei nuovi ordinativi e dei prezzi alla produzione, sono un ingrediente importante per l'analisi del ciclo economico e delle

pressioni sui prezzi svolta dalla BCE. Essi offrono informazioni tempestive e dettagliate, spesso con frequenza mensile, supplementari delle statistiche più sistematiche desumibili dai conti nazionali. La tempestività degli indicatori congiunturali costituisce un'importante caratteristica di qualità per la BCE. Dal 2004 prime stime del commercio al dettaglio dell'area dell'euro sono disponibili (con una scomposizione limitata) circa 35 giorni dopo la fine del mese di riferimento: si tratta di un considerevole passo avanti rispetto al precedente ritardo di circa 65 giorni¹⁷⁾. Negli ultimi anni è migliorata anche la tempestività di altri indicatori congiunturali, sebbene in misura meno apprezzabile.

Nel 2005 è stata adottata una revisione del regolamento dell'UE riguardante le statistiche congiunturali¹⁸⁾. Tale regolamento imponeva, per gli indicatori con una dimensione internazionale, un'ulteriore scomposizione tra le transazioni interne ed esterne all'area dell'euro. Richiedeva inoltre la compilazione di un indice dei prezzi all'importazione dell'area, ora pubblicato da Eurostat. Tale indice¹⁹⁾ colma una notevole lacuna nell'analisi delle pressioni sui prezzi nell'economia dell'area.

L'indicatore mensile delle immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro si basa sui dati nazionali forniti dall'Associazione europea dei produttori di autoveicoli, che copre tutti i paesi dell'area tranne Cipro e Malta. Questo indicatore, diffuso circa 15 giorni dopo la fine del mese di riferimento, è corretto dalla BCE per tener conto della stagionalità e del numero di giornate lavorate.

16) Cfr., ad esempio, Stiglitz, Joseph E., Amartya Sen e Jean-Paul Fitoussi, *Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress*, 2009.

17) Cfr. il riquadro *Stime preliminari del fatturato del commercio al dettaglio nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2004 del Bollettino mensile.

18) Cfr. il regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 6 luglio 2005, che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio relativo alle statistiche congiunturali.

19) Cfr. il riquadro *I nuovi indici dei prezzi dei prodotti industriali importati e dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali esportati dell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2008 del Bollettino mensile.

Le statistiche congiunturali si concentrano tradizionalmente sugli andamenti nei settori manifatturiero e delle costruzioni. Tuttavia, quasi il 72 per cento del valore aggiunto nell'area dell'euro proviene dai servizi (di mercato e non di mercato). Per sopperire alla mancanza di indicatori attendibili per il settore dei servizi, il Regolamento rivisto chiede anche l'introduzione di indici dei prezzi alla produzione e del fatturato relativi a una serie di servizi di mercato. Questi dati hanno iniziato ad essere pubblicati negli anni recenti, sebbene con cadenza solo trimestrale, con un ritardo di circa 60 giorni per il fatturato e 90 per i prezzi alla produzione. Inoltre, le statistiche disponibili coprono attualmente solo un numero limitato di attività di servizi. La copertura dovrebbe aumentare entro la metà del 2010, allo scadere delle residue deroghe nazionali.

Una sfida notevole per le statistiche congiunturali nel 2009 è stata rappresentata dall'aggiornamento dell'anno base, dal 2000 al 2005, e dall'applicazione della nuova classificazione NACE (cfr. il riquadro). In prospettiva, in aggiunta al continuo sviluppo degli indicatori nel settore dei servizi, sarà cruciale l'ulteriore armonizzazione e miglioramento dell'attendibilità delle statistiche esistenti. Iniziative a questo riguardo sono già in corso per gli indici di fatturato del commercio al dettaglio e dei prezzi alla produzione. Il successo consolidato nella produzione di stime preliminari attendibili per lo IAPC e il PIL dell'area dell'euro dovrebbe indurre il Sistema statistico europeo a introdurre tali stime anche per altri indicatori economici. È stato proposto di avviare i lavori per una stima preliminare della produzione industriale nell'area dell'euro entro circa un mese dalla fine del periodo di osservazione (" $t+30$ ").

Le statistiche congiunturali includono anche alcuni indicatori del mercato del lavoro. In particolare, serie su occupazione, ore lavorate e salari sono disponibili per l'area dell'euro. Stime mensili sono diffuse a cadenza trimestrale, poiché vengono compilate a partire da un insieme di dati nazionali mensili e trimestrali. Questi dati sono di norma disponibili prima delle scadenze stabilite nel regolamento dell'UE relativo agli

indicatori congiunturali, ma in alcuni casi (ad esempio, le ore lavorate) i risultati possono essere molto volatili. In termini di copertura, queste statistiche sono disponibili solo per i settori industriali e delle costruzioni e sono comparabili con i corrispondenti indicatori del mercato del lavoro desumibili dai conti nazionali (cfr. la prossima sezione).

3.5 LE STATISTICHE DEL MERCATO DEL LAVORO

OCCUPAZIONE

Negli anni recenti si sono realizzati diversi progressi nella compilazione degli indicatori del mercato del lavoro e miglioramenti significativi sono attesi per il 2010. Statistiche sull'occupazione in termini di numero di persone occupate erano già parzialmente disponibili dai conti nazionali nel 2003, comprese le prime stime degli aggregati europei trimestrali e annuali. Da allora, le loro qualità e tempestività sono aumentate. Grazie alla maggiore copertura delle serie nazionali trimestrali, da giugno 2006 le stime sull'occupazione nell'area dell'euro sono pubblicate 75 giorni dopo il trimestre di riferimento, con una scomposizione per posizione lavorativa (dipendente e indipendente). Un ulteriore sviluppo recente è costituito dalla pubblicazione contestuale della scomposizione dell'occupazione per attività economica. Poiché le prime stime dei redditi totali da lavoro dipendente nell'area dell'euro sono diffuse insieme con i dati sull'occupazione, è possibile derivare l'indicatore dei redditi per occupato. Ciò costituisce di per sé un risultato significativo, anche se il Sistema statistico europeo non ha ancora raggiunto il desiderato obiettivo di tempestività fissato in 45 giorni dalla fine del trimestre di riferimento.

La misura preferita per l'analisi degli andamenti dell'occupazione e i calcoli della produttività del lavoro è costituita dalle ore lavorate. Essa offre una migliore approssimazione dell'input di lavoro effettivamente utilizzato nel processo produttivo rispetto a misure più approssimative, quali il numero di persone occupate o di unità equivalenti a tempo pieno. Risulta inoltre me-

glio confrontabile tra paesi, in quanto non dipende da differenze strutturali nazionali, quali la quota dei lavoratori a tempo parziale, e consente di compilare dati più precisi della produttività del lavoro a livello disaggregato laddove una persona operi in più di un settore. Per l'area dell'euro, le prime stime annuali fino al 2007 si sono rese disponibili alla fine del 2008 e sono state aggiornate con ritardo a causa dei tempi di pubblicazione delle statistiche nazionali. Le stime trimestrali per l'area dell'euro, già attese per il 2004, non sono ancora disponibili. Si prevede che la copertura geografica dei dati migliori agli inizi del 2010 e che si rendano quindi disponibili anche i primi aggregati per l'area dell'euro.

La misura dell'input di lavoro basata sulle ore lavorate resta tuttavia una soluzione di compromesso rispetto ad altre che tengono conto delle differenze nella composizione della manodopera, delle qualifiche e dei livelli di competenze. Essenziali per una misurazione più precisa della produttività del lavoro, tali misure non sono ancora disponibili a livello di area dell'euro. Eurostat intende adoperarsi per la loro elaborazione nell'ambito del progetto EU KLEMS²⁰⁾ del Sistema statistico europeo. La fonte principale di queste stime ad alta intensità di informazioni sarà costituita dall'Indagine sulle forze di lavoro dell'UE.

Stime trimestrali dell'occupazione sono desumibili anche dall'Indagine sulle forze di lavoro nell'UE. Questo ampio archivio offre diverse scomposizioni aggiuntive (ad esempio per età, genere, occupazione e livello di istruzione), che non sono fornite da altre fonti e sono necessarie per l'analisi degli andamenti del mercato del lavoro. Gli aggregati per l'area dell'euro possono essere compilati soltanto 105-115 giorni dopo la fine del periodo di riferimento, quando tutti i paesi europei hanno fornito i rispettivi dati.

DISOCCUPAZIONE

Le statistiche mensili armonizzate sulla disoccupazione nell'area dell'euro sono di norma diffuse l'ultimo giorno del mese successivo al periodo di riferimento. I dati relativi all'area dell'euro vengono compilati utilizzando le stati-

stiche nazionali mensili e trimestrali raccolte attraverso l'Indagine sulle forze di lavoro, interpolate ove possibile con quelle mensili dei registri dei disoccupati. Nel 2008 i dati relativi all'area dell'euro sono migliorati notevolmente sotto il profilo della qualità, grazie a un affinamento della metodologia utilizzata nella stima delle statistiche nazionali mensili. Inoltre, nel 2009 è entrato in vigore il regolamento dell'UE²¹⁾ relativo alle statistiche trimestrali armonizzate sui posti di lavoro vacanti e nuovi dati per l'area dell'euro dovrebbero rendersi disponibili a metà giugno del 2010.

COSTO DEL LAVORO

L'indice del costo del lavoro per ora lavorata nell'area dell'euro è stato recentemente oggetto di numerosi miglioramenti di rilievo. Nel 2009 è stata introdotta la classificazione NACE Revisione 2 e l'anno di riferimento è stato aggiornato dal 2000 al 2008. Nello stesso tempo il numero di attività economiche coperto dall'indice è stato esteso ai servizi non di mercato. Le deroghe per la comunicazione delle statistiche nazionali sono scadute, comportando una copertura geografica quasi completa al momento delle prime stime trimestrali pubblicate dopo circa 75 giorni.

L'indicatore trimestrale delle retribuzioni contrattuali elaborato dalla BCE offre attualmente le informazioni più tempestive sugli andamenti dei salari nell'area dell'euro. È diffuso circa 50 giorni dopo il periodo di rilevazione, contro i circa 70 degli indicatori dei redditi per addetto e del costo del lavoro per unità di prodotto derivati dai conti nazionali e dell'indice del costo del lavoro. L'indicatore delle retribuzioni contrattuali è basato su dati nazionali mensili e trimestrali non armonizzati relativi alle retribuzioni contrattuali. Queste ultime riflettono l'au-

20) La sigla "EU KLEMS" denota per l'Unione Europea i fattori produttivi standard, capitale (K) e lavoro (L), oltre che gli input intermedi: energia (E), materiali (M) e servizi (S). Ulteriori informazioni a riguardo sono contenute nella sezione 3.7.

21) Regolamento (CE) n. 1062/2008 della Commissione, del 28 ottobre 2008, recante attuazione del regolamento (CE) n. 453/2008 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle statistiche trimestrali sui posti di lavoro vacanti nella Comunità per quanto riguarda le procedure di destagionalizzazione e le relazioni sulla qualità.



mento della retribuzione di base concordato tra datori di lavoro e dipendenti, esclusi i contributi sociali a carico dei primi. La definizione della BCE comprende le gratifiche, il pagamento degli straordinari e altre forme di retribuzione solo se risultano da contrattazioni collettive condotte a livello centralizzato dai sindacati. Al momento della diffusione, la copertura dei paesi era di circa il 90-95 per cento.

3.6 LE INDAGINI CONGIUNTURALI

I risultati delle indagini congiunturali presso le imprese (del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi) e i consumatori anticipano in modo molto tempestivo l'evoluzione degli indicatori quantitativi²²⁾. Le indagini non rientrano nelle responsabilità del Sistema statistico europeo e sono condotte da diversi istituti di statistica e di ricerca. La copertura delle indagini riferite all'area dell'euro è stata estesa in modo da rappresentare con maggiore dettaglio il settore dei servizi. Ad esempio, il programma di indagini congiunturali della Commissione europea ne include ora una nuova sul comparto dei servizi finanziari (intermediazione finanziaria, assicurazioni e fondi pensione, attività ausiliarie dell'intermediazione finanziaria). Con il passaggio alla nuova classificazione NACE Revisione 2, previsto per il 2010, i risultati delle indagini della Commissione europea saranno più consoni ai dati corrispondenti delle statistiche ufficiali.

Ulteriori miglioramenti in termini di tempestività dei risultati relativi all'area dell'euro sono stati ottenuti grazie alle indagini condotte presso i responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero e in quello dei servizi. Dal 2006 la stima preliminare dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI), fondata su circa l'85-90 per cento delle risposte, è disponibile fin dalla terza settimana del mese di riferimento e offre ora la prima informazione sugli andamenti nell'area dell'euro, nel complesso con un buon livello di attendibilità. È desiderabile la diffusione di stime rapide anche per altre indagini PMI, ad esempio per il settore del commercio al dettaglio o delle costruzioni.

3.7 ALTRI SVILUPPI

EU KLEMS

Il progetto di ricerca EU KLEMS è stato avviato nel 2004 e finanziato dalla Commissione europea con lo scopo di analizzare la produttività e la contabilità della crescita a livello settoriale nell'Unione europea. Nel 2007 il Consiglio Ecofin ha chiesto a Eurostat di redigere, con il sostegno del Comitato per le statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (CMFB), un piano di attuazione per trasformare il progetto di ricerca in un prodotto regolare del Sistema statistico europeo. Il piano è stato adottato dal Consiglio Ecofin nel 2008. Si prevede che la banca dati attinga alle statistiche di contabilità nazionale tempestivamente desumibili attraverso il Programma di trasmissione SEC95, oltre che ad altre statistiche nazionali ufficiali.

Esiste inoltre l'intenzione di proseguire il lavoro di ricerca e sviluppo volto a introdurre metodologie armonizzate per le stime dello stock di capitale, dei servizi del capitale e dell'input di lavoro corretto per la qualità, oltre che i calcoli relativi alla contabilità della crescita e alla produttività totale dei fattori. L'obiettivo è di divulgare l'intero archivio statistico nel 2012.

STATISTICHE SULLA DEMOGRAFIA DI IMPRESA

Le statistiche sulla demografia di impresa mostrano l'evoluzione nel tempo sia del numero (in termini di nascite e decessi) sia dello stock di unità operative. Possono fornire informazioni sul "clima" complessivo per l'imprenditoria in generale e sull'evoluzione di un'economia. Tali aspetti non solo arricchiscono l'analisi strutturale, ma offrono anche approfondimenti utili per quella congiunturale. Tuttavia, statistiche ufficiali sulla demografia di impresa non sono disponibili per l'insieme dell'area dell'euro. Gli Stati membri dell'UE sono tenuti a comunicare i propri dati

22) Cfr. l'articolo *Indagini congiunturali relative agli andamenti dell'attività, dei prezzi e del mercato del lavoro nell'area dell'euro: caratteristiche e utilizzi* nel numero di gennaio 2004 del Bollettino mensile e il riquadro *L'utilità per l'analisi congiunturale degli indicatori delle indagini presso le imprese* nel numero di maggio 2006 del Bollettino mensile.

con cadenza annuale nel contesto delle statistiche strutturali sulle imprese nazionali, ma le deroghe attualmente in vigore per alcuni paesi ostacolano la compilazione di aggregati per l'area dell'euro. Si prevede che con il periodo di segnalazione del 2008 tutti gli Stati membri dell'UE forniscano statistiche demografiche (annuali) sulle imprese con una tempestività compresa tra 18 mesi e due anni. L'attuale mancanza di aggregati riferiti all'area dell'euro, oltre all'insoddisfacente tempestività attesa dei dati futuri, è all'origine di un progetto in cui la BCE e le banche centrali nazionali dell'area dell'euro hanno individuato le statistiche nazionali utilizzate nella compilazione degli aggregati dell'area per un numero ridotto di indicatori demografici di impresa. Pur non essendo pienamente armonizzati, i dati nazionali sono abbastanza in linea con le definizioni degli indicatori.

CORREZIONE PER GLI EFFETTI STAGIONALI E DI CALENDARIO

Numerosi indicatori congiunturali risentono in misura significativa di effetti che ricorrono regolarmente nello stesso periodo di ogni anno. Poiché questi effetti possono occultare i sottostanti andamenti di breve periodo, le serie temporali interessate vengono di norma corrette per tener conto delle variazioni stagionali²³⁾. La correzione per gli effetti di calendario, aggiunta alla destagionalizzazione, mira a eliminare l'impatto di specifiche ricorrenze nel calendario.

Le prassi in materia di aggiustamento per gli effetti stagionali e di calendario non sono state ancora sufficientemente armonizzate nell'UE e possono ad esempio variare a seconda dell'approccio seguito per l'individuazione e la stima degli effetti stagionali, per le politiche di revisione, oltre che per il trattamento dei dati aggregati e delle singole componenti. Per armonizzare le procedure di destagionalizzazione e correzione per gli effetti di calendario, il Sistema statistico europeo ha recentemente elaborato esaurienti linee guida²⁴⁾. In aggiunta, la BCE ed Eurostat hanno collaborato con i produttori dei conti nazionali destagionalizzati nei singoli paesi e hanno formulato delle raccomandazioni volte a introdurre un approccio più armonizzato alla correzione per gli effetti stagionali e di calendario.

INDICATORI GLOBALI DELLE STATISTICHE ECONOMICHE GENERALI

Oltre all'analisi economica degli andamenti nell'area dell'euro, la BCE conduce regolarmente un esame del contesto esterno con l'obiettivo di valutare – fra l'altro – l'impatto dell'evoluzione dell'economia mondiale sul ciclo economico dell'area. La definizione e il rispetto di standard statistici su scala internazionale è tutt'altro che soddisfacente. Tuttavia, per diversi aspetti sono già stati adottati degli standard internazionali. Ad esempio, la classificazione delle attività economiche (ISIC) è coerente con la NACE europea e il Sistema di conti nazionali (System of National Accounts, SNA 2008) è il termine di riferimento per il Sistema europeo dei conti (SEC) da esso derivato. Negli ultimi anni, inoltre, enti statistici internazionali quali le Nazioni Unite oppure l'OCSE hanno intensificato la loro attività e offerto raccomandazioni, manuali e linee guida agli istituti nazionali di statistica di tutto il mondo. Per l'indice relativo alla produzione industriale, le Nazioni Unite stanno ad esempio preparando un manuale contenente raccomandazioni internazionali, che dovrebbe essere pubblicato nel 2010. Numerosi indicatori, compresi quelli relativi alle statistiche economiche generali, non sono tuttavia comparabili su scala internazionale poiché continuano a riflettere differenze in termini di concetti statistici, copertura dei dati, convenzioni contabili e prassi per la loro compilazione²⁵⁾. In parte come risposta alle esigenze statistiche messe in luce dalle turbolenze finanziarie e dalla recessione economica, l'*Inter-agency Group on Economic and Financial Statistics* ha di recente attivato un sito Internet dedicato ai principali indicatori globali per le economie appartenenti al G20²⁶⁾. Il sito mira ad agevolare il monitoraggio degli andamenti economici e finanziari di queste

23) Cfr. il riquadro *La destagionalizzazione degli indicatori economici congiunturali dell'area dell'euro nel corso dell'attuale recessione* nel numero di agosto 2009 del Bollettino mensile.

24) Disponibile sul sito Internet di Eurostat.

25) Cfr. l'articolo *Comparabilità delle statistiche per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone* nel numero di aprile 2005 del Bollettino mensile.

26) Cfr. <http://www.principalglobalindicators.org>. L'*Inter-agency Group* comprende la BRI, la BCE, Eurostat, l'FMI, l'OCSE, l'ONU e la Banca mondiale.

economie con rilevanza sistemica. I ministri finanziari e i governatori delle banche centrali del G20 hanno adottato una raccomandazione volta a rafforzare ulteriormente la funzione del sito, ad esempio colmando le lacune esistenti nelle statistiche nazionali e aggiungendo serie lunghe di dati storici²⁷⁾. Ciò nonostante, l'obiettivo di fornire dati coerenti e comparabili in modo tempestivo rimane un'importante sfida per la comunità statistica internazionale.

4 CONCLUSIONI

In sintesi, negli anni recenti la disponibilità, qualità e tempestività delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro è notevolmente migliorata e il Sistema statistico europeo ha risposto bene alle sfide lanciate dal SEBC. Permangono tuttavia diverse lacune. La lista rivista dei PIEE ne affronta molte e la sua attuazione resta la priorità principale dal punto di vista nelle prospettive della BCE. Inoltre, i nuovi PIEE rispecchiano l'esperienza maturata dalla BCE nella conduzione della politica monetaria per l'area dell'euro durante l'ultimo decennio. Lacune importanti sono rappresentate dagli indicatori del mercato delle abitazioni, che non sono disponibili oppure lo sono solo in parte, con particolare riferimento alla carenza di statistiche

sui prezzi degli immobili residenziali nell'area che siano basate su dati comparabili per tutti i paesi membri. Occorre in aggiunta migliorare ulteriormente l'offerta di statistiche per il sempre più importante settore dei servizi.

Oltre a produrre le statistiche mancanti, occorre impegnarsi in un ulteriore sforzo di armonizzazione di quelle esistenti. La diffusione delle statistiche per l'area dell'euro a 30, 60 o 90 giorni dalla fine del periodo di riferimento, a seconda dell'indicatore considerato, riveste particolare interesse poiché questo calendario si articola bene con quello delle riunioni del Consiglio direttivo della BCE agli inizi di ogni mese, nelle quali si valuta l'orientamento della politica monetaria. Analogamente, è auspicabile una maggiore sincronizzazione delle politiche nazionali in materia di pubblicazione e revisione dei dati. Un'accresciuta cooperazione fra tutte le parti interessate e una forte leadership a livello europeo sono necessarie per continuare a rafforzare l'offerta di statistiche economiche generali a livello aggregato, in linea con i requisiti di informazione ai fini della conduzione della politica monetaria nell'area dell'euro.

27) Cfr. il rapporto *The Financial Crisis and Information Gaps* adottato nella riunione del G20 tenutasi a novembre 2009, disponibile sul sito Internet dell'FMI.