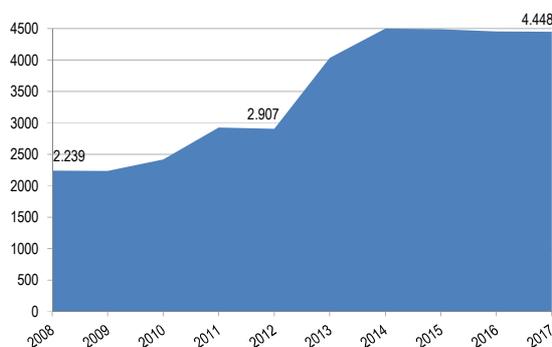
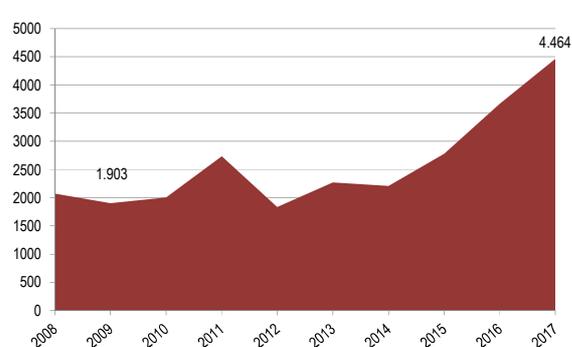


**Fed: totale attivo**  
(\$ mld)



Fonte: Fed

**Bce: totale attivo**  
(€ mld)



Fonte: Bce

I dati della **congiuntura economica** rendono più probabile un graduale ridimensionamento delle attuali politiche monetarie fortemente accomodanti.

Per quanto concerne **i riflessi del Quantitative Easing sulla sostenibilità del debito pubblico** le analisi sono giunte a conclusioni molto diverse. La risalita dei rendimenti nominali sarà comunque molto lenta considerato che il cambio di scenario potrà determinare ricadute solo in fase di rinnovo dei titoli.

Più delicata la situazione del **mercato dei titoli di debito delle imprese** ove si rileva una fascia di maggiore vulnerabilità costituita da imprese con struttura finanziaria molto fragile. I rischi in essere di queste imprese ora relativamente limitati potrebbero risultare di complessa gestione in un mutato scenario finanziario.

Ricadute di segno diverso sono attese per gli istituti bancari. In particolare, le banche dovranno gestire la contraddizione evidenziatasi negli ultimi anni tra crescita degli impieghi pluriennali a tasso fisso e accresciuto ruolo delle passività a più breve termine.

**n. 02**

**19 gennaio 2018**



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca  
per un mondo  
che cambia

## La svolta si avvicina

S. Carletti  [silvano.carletti@bnlmail.com](mailto:silvano.carletti@bnlmail.com)

I dati della congiuntura economica stanno spingendo le principali banche centrali a considerare la possibilità di un graduale ridimensionamento delle attuali politiche monetarie fortemente accomodanti. La Fed ha ritoccato nuovamente il tasso di riferimento e deciso di rinnovare solo parzialmente i titoli in portafoglio giunti a scadenza. Novità si colgono anche altrove, seppure più limitate di quanto registrato negli Stati Uniti.

Per quanto concerne i riflessi del Quantitative Easing sulla sostenibilità del debito pubblico le analisi sono giunte a conclusioni molto diverse. La risalita dei rendimenti nominali sarà comunque molto lenta considerato che il cambio di scenario potrà determinare ricadute solo in fase di rinnovo dei titoli.

Più delicata la situazione del mercato dei titoli di debito delle imprese cresciuto in misura molto importante in questi ultimi anni. In tutti i mercati si rileva una fascia di maggiore vulnerabilità costituita da imprese con struttura finanziaria molto fragile. I rischi in essere di queste imprese ora relativamente limitati potrebbero risultare di complessa gestione in un mutato scenario finanziario.

Ricadute di segno diverso sono attese per gli istituti bancari. In particolare, le banche dovranno gestire la contraddizione evidenziatasi negli ultimi anni tra crescita degli impieghi pluriennali a tasso fisso e accresciuto ruolo delle passività a più breve termine.

### Verso una nuova fase della politica monetaria?

A metà dicembre 2017 la Federal Reserve ha deciso un nuovo rialzo del tasso di riferimento, il terzo dell'anno e il quinto da quando è iniziata la svolta rialzista (dicembre 2015). Il tasso obiettivo sui Fed funds è quindi ora posizionato nella fascia 1,25-1,50%, con l'aspettativa di ulteriori aumenti nel 2018. Nell'ottobre scorso la Fed ha avviato un programma di riduzione del suo attivo, limitando l'attività di rinnovo dei titoli in scadenza. Si tratta di una novità importante anche se il programma prospetta un riassorbimento molto graduale della liquidità immessa negli anni scorsi: nei primi 18 mesi l'attivo della banca centrale americana è previsto ridursi di circa \$500 mld, meno di un settimo dell'incremento registrato dall'agosto 2008.

A sostenere la Fed nel suo orientamento meno accomodante sono i dati della congiuntura. La crescita economica conseguita nel 2017 e quella ipotizzata per l'anno appena iniziato risultano posizionate al 2,3-2,5%. Se da un lato il dinamismo degli investimenti appare rilevante (+4-4,5%), dall'altro lato il ritmo di crescita è ancora piuttosto lontano da quanto conseguito nel decennio precedente la crisi del 2008-09 (+3,0%). Il rischio deflazione sembra allontanato pur se la dinamica dei prezzi è ancora relativamente contenuta: l'indicatore dei prezzi che la Fed mostra di tenere in particolare considerazione (Personal Consumption Expenditure price index) si è posizionato a novembre a +1,8% a/a nella versione completa e a +1,5% a/a nella versione *core*, cioè escludendo prodotti energetici e alimentari. Il tasso di disoccupazione è ad un minimo (4,1% a fine 2017), con una riduzione di 0,6 punti percentuali negli ultimi dodici mesi (corrispondenti a oltre 900mila unità, di cui un terzo disoccupati da lungo termine<sup>1</sup>).

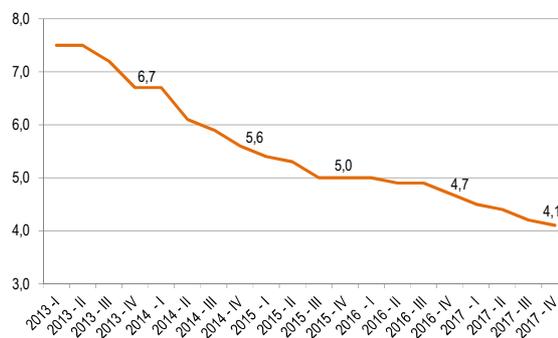
<sup>1</sup> Periodo di disoccupazione pari o superiore a 27 settimane.

**Stati Uniti: crescita del Pil**  
(tasso annuo di variazione)



Fonte: BEA  
(\*): Stima 2017 e previsione 2018 a cura Fondo Monetario Internazionale.

**Stati Uniti: tasso disoccupazione**



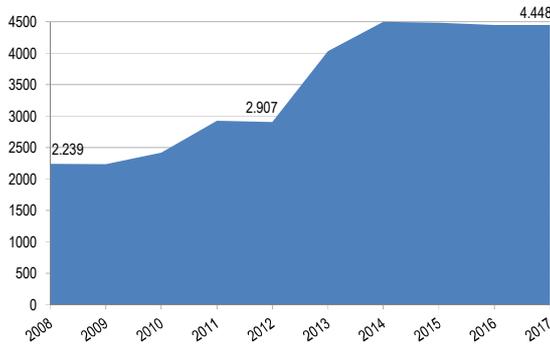
Fonte: BEA

Seppure in modo più timido rispetto agli Stati Uniti, anche in altri paesi si muovono passi finalizzati ad uno stemperamento del tono accomodante della politica monetaria. Nel novembre scorso le autorità monetarie del Regno Unito hanno proceduto ad un primo rialzo (+0,25%) del tasso di riferimento a distanza di quasi 10 anni dall'ultimo intervento. Nessuna modifica è stata invece annunciata nel programma di acquisto di titoli (£ 444 mld la sua dimensione cumulata a fine 2017). Nel caso inglese pesano le incertezze nella trattativa per la Brexit. La crescita risulta complessivamente contenuta: per il 2017-18 viene posizionata a +1,5-1,6%, uno dei risultati più modesti tra i paesi industrializzati. Il tasso di inflazione, da parte sua, si posiziona ampiamente al di sopra della soglia obiettivo (3,1% a novembre, 2,7% nella versione *core*) con la prospettiva di un ridimensionamento solo modesto nel 2018. All'origine di questa intensa dinamica dei prezzi sembra la debolezza della sterlina (inflazione importata). La discesa del tasso di disoccupazione (4,3%) ai minimi dal 1975 rappresenta un aspetto favorevole, destinato tuttavia ad essere presto riassorbito.

La Bce da parte sua conferma invariati i tassi d'interesse. È stata però annunciata una riduzione degli acquisti di attività (da 60 a 30 miliardi di euro ogni mese) a partire da inizio 2018, fino al successivo settembre (o anche oltre). Alla fine dello scorso anno le attività complessivamente acquistate<sup>2</sup> dalla Bce sfioravano i €2.300 mld. Ritenendo opportuno mantenere un deciso tratto accomodante per la politica monetaria si continuerà a reinvestire quanto derivante dai titoli in scadenza detenuti in portafoglio. I dati espressi dalla congiuntura economica evidenziano per l'eurozona un clima favorevole ma ancora lontano dai valori obiettivo: la crescita economica ipotizzata per quest'anno si posiziona appena sopra il 2% a/a, l'inflazione appare in chiara risalita ma ancora lontana dall'obiettivo del 2% (a novembre +1,5% nella versione standard, +1,1% a/a in quella *core*), il tasso di disoccupazione è da tempo in flessione (un punto percentuale in meno negli ultimi dodici mesi) ma ancora molto elevato (+8,8% ad ottobre) e fortemente diversificato tra i diversi paesi (3,5% in Germania, quasi 17% in Spagna, oltre 20% in Grecia).

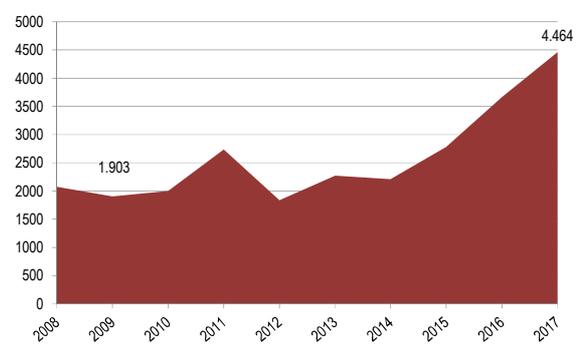
<sup>2</sup> Il programma ampliato di acquisto di attività (APP, Asset Purchase Program) della Bce ha per oggetto 4 tipi di attività finanziarie: attività cartolarizzate (asset-backed securities, €25 mld), obbligazioni bancarie garantite (covered bonds, €241 mld), corporate bonds (€132 mld), titoli pubblici (€1.889 mld).

**Fed: totale attivo**  
(\$ mld)



Fonte: Fed

**Bce: totale attivo**  
(€ mld)



Fonte: Bce

Possibili segnali di discontinuità nella politica di forti stimoli monetari vengono anche dal Giappone che dal settembre 2016 interviene per mantenere il tasso a 10 anni su un livello prossimo allo zero. Nei giorni scorsi la BoJ ha ridotto (in misura limitata) i suoi acquisti di titoli governativi. E' presto per dire se si tratti di un allentamento temporaneo o dell'avvio di un ripensamento più profondo. A sostenere quest'ultima ipotesi sono i dati sulla dinamica economica: la crescita è al 2,5% a/a ma soprattutto mostra una continuità non più registrata dagli anni '90 (settima variazione congiunturale positiva). D'altra parte, però, la domanda interna si conferma debole e l'inflazione è ancora lontana dall'obiettivo indicato dalla banca centrale.

L'evoluzione dello scenario macroeconomico è sicuramente un riferimento essenziale quando si considera la possibilità di un superamento delle politiche di forte stimolo monetario che secondo una stima del Fondo Monetario Internazionale hanno portato le banche centrali dei paesi del G4 (Fed, Bce, BoE e BoJ) ad accrescere i titoli pubblici detenuti in portafoglio dal 10% del loro Pil prima della crisi al 37% a metà 2017 (la BoJ è intorno al 95%). Le banche centrali sono così diventate i principali player del mercato dei titoli pubblici (la BoJ detiene poco meno del 50% dei titoli di stato giapponesi mentre l'analoga quota della Bce è stimata intorno al 20%).

Esiste una larga corrente di pensiero che sostiene che anche il rientro delle politiche monetarie fortemente espansive non si tradurrà (a parte episodi congiunturali) in un forte rialzo della struttura dei rendimenti finanziari perché all'origine dei bassi tassi d'interesse (nominali e reali) ci sono cambiamenti strutturali, economici e demografici, che hanno determinato uno squilibrio persistente tra domanda d'investimenti e offerta di risparmio, instaurando una fase di stagnazione economica secolare. A questa tesi se ne affianca un'altra (possibilmente complementare alla prima) che arriva a conclusioni simili facendo però riferimento a fattori di natura finanziaria.

### Riflessi sulla sostenibilità del debito pubblico

Il debito pubblico è cresciuto in misura molto importante all'indomani dello scoppio della crisi: rispetto al dato del 2007, nel 2016 l'indebitamento pubblico dell'intera eurozona risulta aumentato di quasi €3.500 mld, equivalenti a circa 22 punti percentuali del Pil dell'area. L'incremento è complessivamente limitato nel caso tedesco (5 punti percentuali) mentre è sensibilmente superiore al dato medio per gli altri tre principali paesi dell'area (32-33 pp nel caso di Francia e Italia, quasi 64 pp per la Spagna).

Il rapporto debito /Pil dell'eurozona dopo aver raggiunto un massimo nel 2014 (94,2%) ha iniziato una lenta discesa attestandosi nel 2016 a 91,1%, discesa che un recente documento della Commissione Europea estende al 2017 (89,3%) e al 2018 (87,2%).

La politica della Bce per rilassare la liquidità monetaria dell'area si è realizzata in particolare attraverso acquisti di titoli pubblici sul mercato secondario per un ammontare complessivo (fine 2017) di poco inferiore a € 1.900 mld. Questo ingente flusso di acquisti ha spinto in territorio negativo gran parte dei rendimenti dei titoli pubblici dell'eurozona già in circolazione: a livello di intera eurozona nel dicembre scorso questa condizione era verificata per il 46% dei titoli, con punte del 65% per quelli tedeschi e del 56% per quelli francesi. La riduzione dei rendimenti si è trasferita con intensità diversificata dal mercato secondario a quello primario determinando una lenta discesa del tasso d'interesse pagato in media sull'intero debito pubblico. Pur diffusa a tutti i paesi partecipanti all'eurozona questa flessione è risultata di entità significativamente diversa, maggiore per i paesi con i più solidi indicatori di finanza pubblica: espressa in centesimi, la riduzione tra il 2007 e 2016 si attesta intorno a quota 220 per Germania e Francia, a 180 per l'Italia mentre si ferma al di sotto di 150 per la Spagna e ad appena 108 per il Portogallo.

Il differenziale tra il tasso d'interesse nominale pagato in media sul debito pubblico e il tasso di crescita nominale dell'economia costituisce un indicatore di particolare importanza: tanto più alto è questo differenziale, tanto maggiore è il saldo primario di finanza pubblica necessario per evitare un aumento del rapporto debito/Pil. Malgrado la rilevante riduzione del tasso d'interesse nominale pagato sul debito il differenziale si è mantenuto positivo (seppure in riduzione) per gran parte degli anni successivi al 2008 e per gran parte dei paesi dell'eurozona. Per quanto riguarda i quattro maggiori paesi dell'area, in Germania l'inversione di segno (da positivo a negativo) si realizza nel 2013 e supera il punto percentuale nel 2016 (ultimo anno disponibile); in Francia il processo di riequilibrio è molto più lento e solo nel 2016 il differenziale assume segno negativo; in Spagna e in Italia la differenza tra i due tassi, tocca i livelli più elevati nel 2012 (a ridosso e sopra i 3 punti percentuali, rispettivamente), si contrae successivamente ma alla più recente rilevazione risulta ancora largamente positiva.

L'eventuale fine del profilo accomodante della politica monetaria contrasterebbe la riduzione di questo differenziale. Si tratterebbe di un'evoluzione lenta perché legata al processo di rinnovo dei titoli in scadenza. Solo una decisa accelerazione della crescita e/o un risveglio più deciso della dinamica inflazionista potrebbero allontanare il rischio di politiche della spesa pubblica restrittive (saldo primario positivo).

Quanto rilevante è stato l'alleggerimento dell'onere del debito pubblico reso possibile dalle politiche monetarie non convenzionali? Le stime formulate per rispondere a questa domanda sono numerose. Uno studio della Bundesbank<sup>3</sup> ha cercato di quantificare il minore flusso di interessi pagato sul debito confrontando quanto effettivamente pagato con quanto sarebbe avvenuto se il costo medio del debito pubblico fosse rimasto sui livelli del 2007. Se ne ricava per l'insieme dell'eurozona un ammontare di minori pagamenti nel periodo 2008-16 pari a quasi €1.000 mld, l'8,7% del Pil del 2016. Per cinque paesi (Austria, Belgio, Francia, Italia e Paesi Bassi) questo indicatore si posiziona a ridosso o poco al di sopra del 10%, la Grecia è al 21%, la Germania è un punto percentuale al di sotto del dato medio, Portogallo e Spagna si posizionano al 5-6%. Secondo questa simulazione, espresso in valore, il risparmio per

<sup>3</sup> Deutsche Bundesbank, The development of government interest expenditure in Germany and other euro-area countries, Monthly Report, luglio 2017.

la Germania (€240 mld) sarebbe stato superiore a quello della Francia (€226 mld), dell'Italia (quasi €175 mld) e della Spagna (€60 mld).

Ad una conclusione significativamente diversa approda un documento della Banca di Spagna<sup>4</sup> che concentrandosi sul periodo 2014-16 mette a confronto l'ammontare degli interessi corrisposti sul debito pubblico con quanto si sarebbe verificato se i tassi a breve e quelli a lunga fossero risultati in linea con quanto previsto prima dell'avvio delle politiche monetarie non convenzionali, restando invariato tutto il resto in tema di finanza pubblica. Rapportata al Pil, questa differenza per Spagna e Italia nel periodo 2014-16 risulta cumulativamente pari rispettivamente a 0,9 e 1,3 punti percentuali, orientativamente un quarto e un quinto di quanto stimato per lo stesso triennio 2014-16 dalla banca centrale tedesca. Per Germania e Francia la stima spagnola quantifica in appena 0,1 e 0,3 punti percentuali il risparmio cumulato di interessi prodotto nel triennio dalle politiche espansive della Bce.

La diversa conclusione cui giungono queste analisi rende incerta la quantificazione delle ricadute sulla sostenibilità del debito pubblico derivanti da una possibile attenuazione/cessazione della politica di acquisti delle banche centrali. Poiché queste ricadute si potranno manifestare solo in fase di rinnovo dei titoli e considerato che in questi anni si è verificata un allungamento delle scadenze, la risalita del costo medio del debito pubblico sarà comunque molto lenta.

### Riflessi sul settore privato non finanziario

Il problema del debito non riguarda solo il soggetto pubblico. Secondo una recente elaborazione dell'IIF (Institute of International Finance) negli ultimi dieci anni (terzo trimestre 2007 – terzo trimestre 2017) il debito globale è cresciuto di oltre \$70mila mld, superando i \$230mila mld, oltre tre volte l'ammontare del Pil mondiale. Il debito pubblico ha raggiunto i \$ 63mila mld, contribuendo per oltre due quinti alla crescita dell'aggregato totale.

Altrettanto importante è risultata nel decennio la dinamica del debito delle famiglie (+\$10mila mld, a \$ 44mila mld) ma soprattutto delle imprese non finanziarie (+\$ 26mila mld, a \$ 68mila mld). I rapporti sulla stabilità finanziaria pubblicati nei diversi paesi negli ultimi mesi del 2017 dedicano ampio spazio a queste due tipologie di operatori, nella considerazione che i rischi ora in essere potrebbero risultare difficilmente gestibili in un mutato scenario finanziario.

Per quanto riguarda le imprese non finanziarie un buon punto di osservazione è costituito dal mercato delle obbligazioni *corporate*. Rispetto all'inizio del 2011 il mercato dei titoli di debito emessi dalle imprese dell'eurozona risulta aumentato di circa il 50%, arrivando a superare €1.000 mld. Questo dato Bce in realtà sottostima la dimensione effettiva del fenomeno perché non copre alcune fattispecie e in particolare quella dei titoli emessi da istituzioni finanziarie (estere) a beneficio di imprese dello stesso gruppo, una procedura con vantaggi fiscali e possibilmente anche normativi.

Allo sviluppo di questo mercato ha contribuito non poco anche la Bce che da metà 2016 ha inserito questi titoli (purché con rating non inferiore a *investment grade*) tra quelli oggetto dei suoi acquisti.

Il grado di vulnerabilità di questo mercato ad un eventuale rialzo dei rendimenti finanziari è molto diversificato a livello di settori di attività e/o di imprese. Se è vero che circa tre quarti dei titoli hanno un rating *investment grade* è però altrettanto evidente

<sup>4</sup> Bank of Spain, The impact of unconventional monetary policy on euro area public finances, in Economic Bulletin n.3/2017, settembre 2017.

che la crescita di quelli al di sotto di questa soglia o privi di rating è stata ben più intensa della crescita del mercato complessivo, per impulsi provenienti tanto dal lato dell'offerta quanto da quello della domanda (risk appetite).

Un andamento simile si ritrova nel caso dei prestiti sindacati. Negli Stati Uniti, che rappresentano la componente principale di questo mercato, la quota delle emissioni attivate da imprese al di fuori dell'area *investment-grade* risulta salita al 65% (settembre 2017); nell'eurozona la crescita risulta altrettanto evidente ma per ora più contenuta (al 41%).

Queste indicazioni diventano di rilievo tanto più ci avvicina alla fase di rifinanziamento delle operazioni. Considerando che per oltre il 90% dei casi si tratta di titoli a lunga scadenza è possibile che per il loro rinnovo vengano richieste più onerose condizioni finanziarie, un'eventualità che per alcune imprese si tradurrebbe in un aumento delle possibilità di *default*. Tra le aziende europee considerate dall'indice STOXX Europe 600 il 4% presenta un rapporto tra redditi operativi e interessi passivi inferiore a due. Nel 2016 (ultimo disponibile), tra le 1000 grandi imprese statunitensi considerate nell'indice Us Russell 1000 Index quelle in questa precaria condizione erano ben l'11%, la quota più alta dal 2009. Oltre al livello, l'aspetto qui da evidenziare è che si tratta di una quota in movimento verso l'alto e tale movimento è rilevato all'indomani dell'avvio della svolta della politica monetaria statunitense.

### Riflessi sul settore bancario

L'eventuale attenuazione delle politiche monetarie fortemente espansive produrrà un cambio di scenario con ricadute di segno diverso per gli istituti bancari. In particolare, potrebbe invertirsi la forte riduzione del differenziale tra rendimenti attivi e passivi sceso in Italia dal 2,0% del 2008 all'1,1% del 2016. La contrazione degli interessi percepiti sui finanziamenti a famiglie e imprese ha trovato solo parziale compensazione nella ricomposizione delle passività verso le componenti meno costose. Nel caso europeo (non in quello statunitense) a questo si deve aggiungere la penalizzazione delle riserve bancarie in eccesso (-0,40% l'onere imposto sui depositi *overnight* presso la Bce), provvedimento che nel caso tedesco nel 2016 (ultimo disponibile) è costato agli istituti di credito oltre €1 mld (quattro volte l'ammontare dell'anno precedente). Nei primi nove mesi del 2017 il margine d'interesse delle 10 maggiori banche italiane ha registrato una nuova contrazione (-3% a/a) dopo quella molto rilevante del 2016 (oltre -7%).

Il mutamento di scenario chiamerà però anche le banche a gestire le ripercussioni causate dalla crescita in questi ultimi anni della durata degli impieghi a tasso fisso a fronte di una raccolta il cui profilo, al contrario, è stato fortemente mutato dall'accresciuto spazio delle passività a più breve termine.

Questa divergenza è largamente diffusa. In Germania gli impieghi con durata oltre i 5 anni sono pari all'87% del totale degli impieghi nel caso delle casse di risparmio e delle banche cooperative mentre si fermano al 47% quando si considerano le banche commerciali; parallelamente, per le prime le passività a vista sono cresciute dal 36% di metà 2007 all'attuale 60%, per le seconde l'incremento è risultato molto più contenuto. Non troppo diversa la situazione negli Stati Uniti dove la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) ha recentemente evidenziato che \$6.100 mld di impieghi bancari hanno condizioni finanziarie bloccate per un periodo superiore a tre anni. Si tratta di circa il 36% degli attivi bancari, la quota più alta negli ultimi due decenni. Anche negli Stati Uniti la quota è più bassa per gli istituti maggiori mentre è sensibilmente più alta (oltre il 50%) per gli istituti di minore dimensione.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – [giovanni.ajassa@bnlmail.com](mailto:giovanni.ajassa@bnlmail.com)

