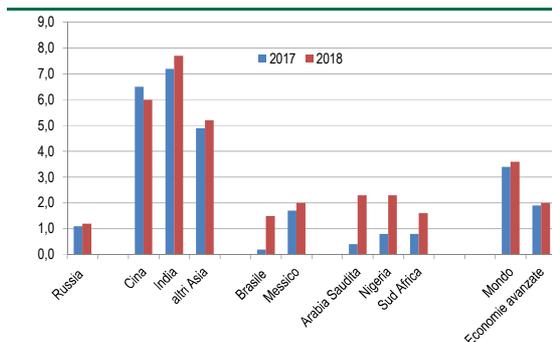
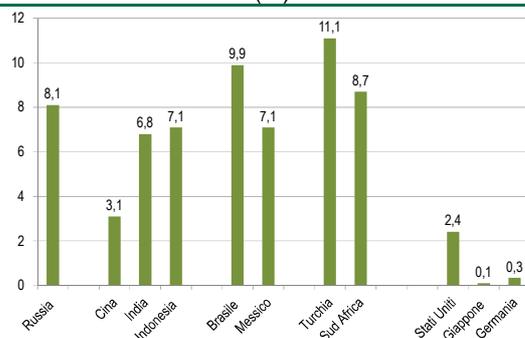


## Tassi di crescita economica



Fonte: Fondo Monetario Internazionale

## Rendimento annuo titolo pubblico decennale (%)



Fonte: The Economist (1 aprile 2017)

La **decisione della Federal Reserve americana di rivedere al rialzo i tassi di riferimento** lascia intravedere una nuova fase nella congiuntura economico-finanziaria internazionale. Il recente aumento è il terzo realizzato dallo scoppio della crisi del 2008-09 e potrebbe essere seguito da altri (forse due) analoghi interventi nel corso dell'anno.

L'impatto che le decisioni della Fed avranno sulla congiuntura internazionale è in ampia misura legato alle scelte delle altre banche centrali e in particolare della Bce.

La **situazione europea è molto diversa da quella statunitense** ma non sono tuttavia trascurabili le motivazioni che spingono per l'adozione di un orientamento analogo a quello della Fed.

Un terreno da monitorare in questa fase di evoluzione della congiuntura finanziaria è quello dei **movimenti di capitale dei paesi emergenti**. Rispetto al passato, la situazione di questi paesi appare oggi complessivamente meno vulnerabile.

**n. 13**

**7 aprile 2017**



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca  
per un mondo  
che cambia

## Una svolta nella congiuntura finanziaria internazionale?

S. Carletti ☎ 06-47028440 – [silvano.carletti@bnlmail.com](mailto:silvano.carletti@bnlmail.com)

La decisione della Federal Reserve americana di rivedere al rialzo i tassi di riferimento lascia intravedere una nuova fase nella congiuntura economico-finanziaria internazionale. Il recente aumento è il terzo realizzato dallo scoppio della crisi del 2008-09 e potrebbe essere seguito da altri (forse due) analoghi interventi nel corso dell'anno.

Il possibile avvio di una svolta indebolisce le quotazioni dei titoli di debito con conseguente risalita dei rendimenti. Da qui la contrazione di quasi un quarto (circa \$3mila mld) del mercato delle obbligazioni con rendimenti impliciti negativi.

L'impatto che le decisioni della Fed avranno sulla congiuntura internazionale è in ampia misura legato alle scelte delle altre banche centrali e in particolare della Bce. La situazione europea è molto diversa da quella statunitense ma non sono tuttavia trascurabili le motivazioni che spingono per l'adozione di un orientamento analogo a quello della Fed.

Un terreno da monitorare in questa fase di evoluzione della congiuntura finanziaria è quello dei movimenti di capitale dei paesi emergenti. Rispetto al passato, la situazione di questi paesi appare oggi complessivamente meno vulnerabile. Tra gli aspetti di fragilità esistenti da segnalare quello della condizione finanziaria delle imprese.

La recente decisione della Federal Reserve americana di rivedere al rialzo i tassi di riferimento lascia intravedere una nuova fase nella congiuntura economico-finanziaria internazionale. Nella riunione del FOMC (Federal Open Market Committee) del 15 marzo scorso è stato deciso di aumentare all'1% il rendimento riconosciuto sulle riserve bancarie (regolamentari e in eccesso) e di intervenire in modo tale da mantenere nell'intervallo 0,75-1% il tasso richiesto sui Fed funds. Rispetto alla situazione precedente in entrambi i casi l'incremento è pari ad un quarto di punto.

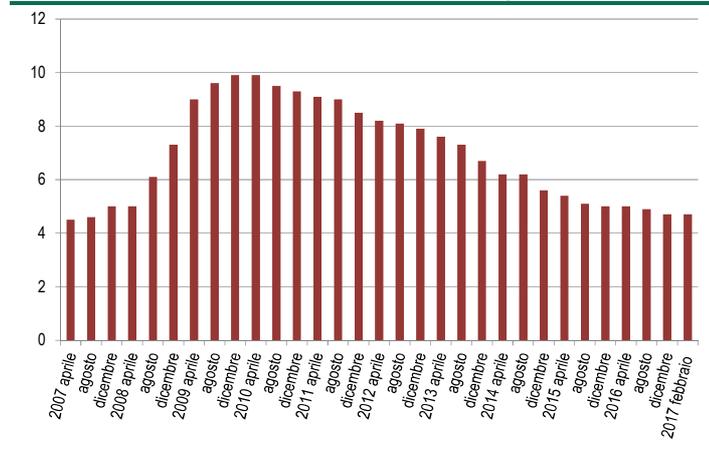
Nel motivare la sua decisione la Fed fa riferimento alla situazione del mercato del lavoro e all'inflazione. La più recente rilevazione (febbraio 2017) posiziona il tasso di disoccupazione al 4,7%, un dato sostanzialmente in linea con il quadro prevalente alla vigilia della crisi del 2008-09. I disoccupati di lungo periodo<sup>1</sup>, che rappresentano circa un quarto del problema (1,8 milioni su un totale di 7,5 milioni) risultano diminuiti nell'ultimo anno di quasi un sesto (360mila unità). Il numero degli occupati cresce ininterrottamente da quasi sette anni. Le discrete prospettive di crescita sia per quest'anno sia per il 2018 autorizzano a ritenere acquisito questo quadro di bassa disoccupazione, difficilmente ulteriormente comprimibile<sup>2</sup>.

Da parte sua la dinamica dei prezzi fa ritenere allontanato il rischio deflazione. L'indicatore dei prezzi che la Fed mostra di tenere in particolare considerazione (Personal Consumption Expenditure price index) ha quasi raggiunto quota 2%: a gennaio, +1,9% nella versione completa e +1,7% nella versione *core*, cioè escludendo prodotti energetici e alimentari.

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

<sup>2</sup> L'attuale tasso di disoccupazione coincide con il tasso naturale di disoccupazione di lungo termine calcolato dalla Federal Reserve Bank of St. Louis (tasso di disoccupazione determinato da cause diverse dalle fluttuazioni della domanda aggregata).

### Stati Uniti: tasso di disoccupazione



Fonte: Bureau of Labor Statistics

### I riflessi sul mercato internazionale dei titoli di debito

L'aumento deciso a metà marzo dalla Fed è il terzo realizzato dallo scoppio della crisi del 2008-09. Il primo ritocco (sempre di un quarto di punto) era avvenuto nel dicembre 2015, una mossa che si fece allora intendere sarebbe stata seguita in tempi relativamente ravvicinati da altri interventi dello stesso segno. La crescente incertezza diffusasi nei mesi successivi a livello internazionale indusse la Fed a rimandare il secondo rialzo dei tassi che fu poi effettuato alla fine del 2016.

Anche questa volta si è lasciato intendere che nel corso dell'anno verranno attuati altri rialzi (forse due), muovendo quindi passi importanti verso una congiuntura finanziaria globale complessivamente diversa da quella finora prevalsa. Il progressivo rafforzamento di questa prospettiva indebolisce le quotazioni dei titoli di debito con conseguente risalita dei rendimenti.

La contrazione del mercato delle obbligazioni con rendimenti impliciti negativi mette in evidenza le dimensioni dell'attuale processo di evoluzione: a metà 2016 i titoli governativi con rendimenti negativi ammontavano a \$11,7 trilioni; sei mesi dopo la loro consistenza risultava ridotta di quasi un quarto a \$9,1 trilioni; la flessione è ulteriormente progredita e poche settimane fa (inizio marzo 2017) questa particolare sezione del mercato finanziario risultava ridotta a \$8,6 trilioni. La contrazione è stata particolarmente intensa per i titoli a più lunga scadenza (sette anni o più) il cui ammontare all'inizio del mese scorso ammontava a circa \$ 500 mld, meno di un quinto di quanto rilevato a fine giugno 2016 (\$ 2.600 mld). Ad una recente rilevazione (fine marzo) i titoli con questo profilo (scadenza a 7 anni o più, rendimento negativo) risultavano attribuibili solo a tre paesi (Germania, Giappone e Svizzera) a fronte dei 10 paesi rilevati a metà 2016.

Il mercato dei titoli di debito con rendimenti impliciti negativi è costituito (novembre 2016 ultimo aggiornamento disponibile) per oltre il 90% da titoli governativi e per la parte restante da titoli legati ad operazioni di cartolarizzazione e da obbligazioni societarie. Dal lato degli emittenti, a prevalere sono il Giappone (quasi il 60%) e i paesi europei (oltre un terzo del totale con Germania e Francia al 14% e al 10%, rispettivamente).

All'inizio di marzo sul totale dei titoli pubblici tedeschi in circolazione la quota di quelli con rendimento implicito negativo era pari al 71%; l'analoga percentuale per i Paesi

Bassi era pari al 63%, per la Francia al 50%, per la Spagna al 28%, per l'Italia al 18%, con un dato medio del 42% per l'insieme dell'area euro.

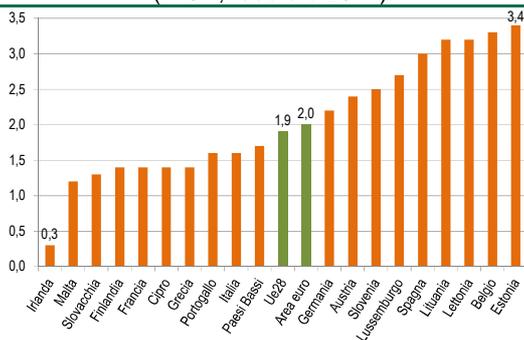
### I possibili riflessi sul versante europeo

L'impatto che le decisioni della Fed avranno sulla congiuntura finanziaria internazionale è in ampia misura legato alle scelte delle altre banche centrali e in particolare della Bce.

Grazie ad un secondo semestre relativamente favorevole, l'Europa ha chiuso il 2016 con un risultato economico moderatamente positivo (crescita annua +1,9% per l'intero continente, +1,7% per la sola area euro), meglio anche degli Stati Uniti. Nel biennio appena iniziato l'area dovrebbe confermare questo moderato ritmo di crescita in combinazione con una riduzione solo modesta dell'ancora elevato tasso di disoccupazione (solo a inizio 2016 scesa sotto il 10%). Dopo circa quattro anni, nel febbraio scorso il tasso d'inflazione dell'area euro ha riguadagnato quota 2% (negativo 12 mesi prima); nel mese successivo la dinamica dei prezzi è però ridiscesa a 1,5%, fermandosi allo 0,7% se considerata escludendo le componenti più volatili (prodotti energetici e alimentari).

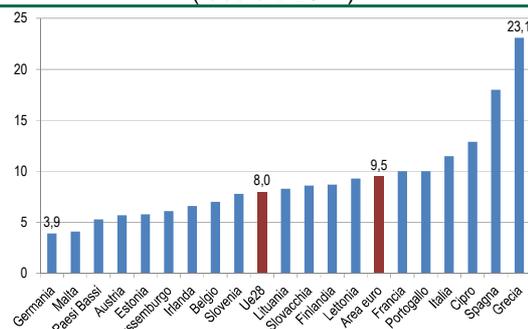
Un fattore di fragilità dell'area europea è il fatto che le medie appena citate sintetizzano un campo di variazione relativamente ampio, circostanza che rende più difficile la costruzione di un ampio consenso sull'orientamento di politica monetaria e fiscale da seguire. Per quanto riguarda, ad esempio, la dinamica dei prezzi (HICP, Harmonized Index of Consumer Prices) a febbraio ben cinque paesi su 19 avevano raggiunto o superato quota 3%, quindi almeno un punto percentuale pieno sopra la media dell'area. Sotto il profilo della disoccupazione le differenze sono ancora più pesanti: a fronte di una media del 9,5% per l'intera area (febbraio), sei paesi sono in doppia cifra (Grecia e Spagna intorno al 20%) mentre altri 5 paesi non superano il 6%, con la Germania al di sotto del 4%.

**Area euro: tasso annuo d'inflazione**  
(HICP, febbraio 2017)



Fonte: Eurostat

**Area euro: tasso di disoccupazione**  
(febbraio 2017)



Fonte: Eurostat

Quello che gli indicatori economici appena considerati segnalano è che la distanza tra la realtà statunitense e lo scenario europeo è decisamente ampia. Per adesso la Bce non ha quindi operato rilevanti correzioni di rotta. Nell'ultima riunione ha mantenuto invariati i suoi tassi di riferimento: tasso d'interesse nullo sulle operazioni di rifinanziamento principale, tasso appena positivo (0,25%) su quelle di rifinanziamento marginale, corrispettivo dello 0,40% richiesto per accettare i depositi delle banche.

L'annuncio di una riduzione degli acquisti mensili di titoli (da 80 a 60 mld a partire da questo mese) risulta controbilanciato dall'esito della quarta e ultima asta TLTRO II (Targeted Long Term Refinancing Operations, seconda edizione) che si è conclusa con l'assegnazione a 474 banche dell'eurozona di 233 mld, quasi il doppio delle tre precedenti aste. Si tratta di liquidità a quattro anni e a tasso zero, per finanziamenti a imprese e famiglie (prestiti per l'acquisto di abitazioni esclusi); è prevista la corresponsione di un premio (tasso attivo pari a -0,4%) se l'ammontare di questi prestiti supera un prefissato target di crescita. Nell'insieme, quindi, la liquidità monetaria a disposizione del sistema finanziario europeo si mantiene molto abbondante.

Quanto a lungo potrà prevalere in Europa questo scenario ovvero quando la Bce assumerà un orientamento simile a quello della Fed è domanda alla cui risposta concorrono molte considerazioni di segno diverso.

La circostanza di maggiore importanza è la relazione tra livello di indebitamento prevalente e solidità del processo di crescita. In gran parte dei paesi l'indebitamento non riguarda solo le amministrazioni pubbliche ma anche le imprese non finanziarie. A livello di area in rapporto al Pil il debito pubblico è al 92%, quello delle imprese al 105% (stima 2016); solo Germania e (in minor misura) Austria sono significativamente al di sotto da entrambi questi livelli. Un rialzo dei tassi renderebbe ovviamente più onerosa la gestione di questi debiti, e quindi più difficile il consolidamento della ripresa economica in atto.

Importanti componenti del sistema finanziario esprimono invece una richiesta di segno opposto, e cioè un rientro graduale della attuale politica monetaria molto accomodante. In molti paesi dell'eurozona la risalita in atto dell'inflazione si combina con rendimenti finanziari modesti, determinando per i risparmiatori un "double whammy effect" (una doppia sfortuna) con ricadute sia politiche sia economico-finanziarie non trascurabili.

Anche gli equilibri di importanti segmenti del comparto assicurativo sono messi sotto pressione dal persistere di rendimenti finanziari modesti o addirittura negativi. È il caso delle assicurazioni-vita tedesche i cui contratti (per circa la metà firmati almeno 15 anni fa) prevedono con elevata frequenza un rendimento nominale fisso. A questi impegni di lungo e lunghissimo termine si contrappongono politiche d'investimento di ben minore durata che risentono ampiamente dell'attuale prevalere di rendimenti finanziari particolarmente contenuti.

Per il sistema bancario la conclusione di un analogo ragionamento è decisamente più intricata: in questi anni lo spread tra tassi d'interesse attivi e passivi si è significativamente ristretto con ricadute negative sul margine d'interesse ma un aumento dei tassi di riferimento che compromettesse la ripresa in atto avrebbe un impatto fortemente negativo su attività di finanziamento e costo del rischio.

Per affrontare questo punto è sicuramente opportuno evidenziare la significativa differenza che si è determinata tra la realtà statunitense e quella europea. Negli Stati Uniti il sistema bancario si dimostra da tempo in salute, avendo raddoppiato negli ultimi sei anni gli utili prodotti. I fattori ai quali può essere attribuito il "merito" di questo risultato sono ovviamente molteplici ma dalla lettura del conto economico del settore due appaiono particolarmente evidenti. In primo luogo, il deterioramento del portafoglio prestiti risulta da tempo ricondotto nei limiti della fisiologia: la gestione dei prestiti *non performing* ha assorbito nel 2016 appena il 6,7% del margine d'intermediazione, a fronte del 31% del triennio 2008-10. In secondo luogo, la tenuta del margine d'interesse è stata più che soddisfacente: posto uguale a 100 il dato del 2010, nell'arco degli ultimi sei anni non si è scesi mai al di sotto di 97 (2013) con il 2016 a quota 107. La contrazione dello spread tra tassi attivi e passivi (70 centesimi nell'arco dei sei anni) è risultata complessivamente contenuta considerata la gravità della congiuntura e ha

trovato ampia compensazione nella crescita del volume dei prestiti (+23% nel periodo 2010-16).

Ben diversa la situazione delle banche europee. Da un lato, la più debole congiuntura economica e l'approfondirsi di fenomeni di disintermediazione hanno determinato una crescita sostanzialmente nulla dei prestiti concessi a famiglie e imprese (-2% nell'insieme degli ultimi sei anni). Dall'altro lato, il forte connotato bancocentrico ha determinato un più ampio coinvolgimento delle banche nella lunga recessione economica. Da qui l'accumularsi di uno stock decisamente elevato di prestiti *non performing*: alla più recente rilevazione (fine 2016), la loro incidenza nel portafoglio si posiziona al 5,1% nell'area Ue, con 10 paesi in doppia cifra, a fronte dell'1,8% negli Stati Uniti. Nel periodo 2010-16 gli indispensabili accantonamenti hanno così assorbito negli Stati Uniti meno di un quinto del risultato operativo mentre per l'insieme delle maggiori banche Ue si sale in media fino a quasi il 60%.

Sull'andamento del margine d'interesse ha anche influito il diverso profilo della politica monetaria: la Fed, infatti, ha limitato il suo orientamento accomodante entro il confine dei "low interest rates", mentre la Bce (da giugno 2014) si è spinta fino ai tassi negativi. Più in dettaglio, la Fed ha sempre remunerato la liquidità in eccesso depositata dalle banche: lo IOER (Interest Rate on Excess Reserves) mantenuto a lungo appena positivo (0,25% da dicembre 2008 a dicembre 2015), è stato successivamente aumentato in sintonia con il rialzo del tasso richiesto sui Federal Funds (ora è quindi pari all'1%). La Bce, da parte sua, ha prima (luglio 2012) azzerato questo tasso e poi (giugno 2014) trasformato questo rendimento in un onere in modo da disincentivare la costituzione di queste riserve di liquidità e contestualmente stimolare le banche ad intensificare l'attività di prestito (il tasso sul deposito overnight è ora a -0,40%).

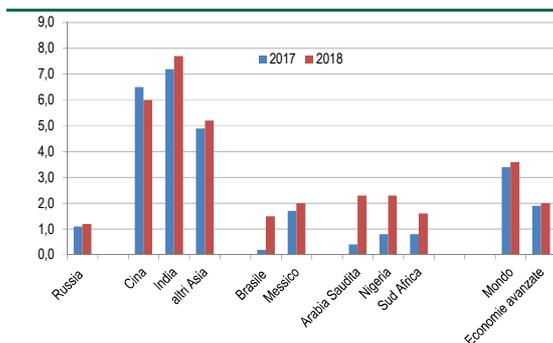
### I possibili riflessi sui paesi emergenti

Un terreno da monitorare in questa fase di evoluzione della congiuntura finanziaria internazionale è quello dei movimenti di capitale dei paesi emergenti. Prima di procedere è opportuno ricordare quanto avvenuto nel maggio 2013, quando Ben Bernanke, allora governatore della Fed, in un'audizione al Congresso accennò alla possibilità di una riduzione del processo di immissione di liquidità monetaria con un rallentamento (*tapering*) nel ritmo dell'acquisto di titoli, in risposta ai segnali di miglioramento della situazione economica del Paese. La riduzione fu effettivamente attuata solo alla fine dell'anno ma il semplice accenno ad un cambio di strategia della politica monetaria convinse una larga parte degli operatori finanziari a riconsiderare rapidamente il proprio posizionamento, invertendo le massicce operazioni di *carry trade* in essere. Si registrò quindi un'intensa ondata di vendite che determinò forti deflussi finanziari da molti paesi emergenti. Nell'arco di poco più di un semestre (maggio-dicembre 2013) le valute di molti paesi subirono un forte deprezzamento: non lontano dal 25% nel caso dell'Indonesia, 15% circa per la Turchia, intorno al 10% per Brasile, India e Thailandia.

Il riposizionamento dei rendimenti finanziari non dovrebbe questa volta determinare per i paesi emergenti destabilizzanti movimenti di capitali. L'ampio deflusso registrato nel 2015 è stato dovuto in larga parte alla Cina. Secondo una recente previsione dell'IIF (Institute of International Finance), il flusso di fondi in entrata dovrebbe risultare nell'anno in corso sostanzialmente analogo a quello del 2016 (\$730 mld circa), quello in uscita diminuito (-\$130 mld circa), con una minore flessione delle riserve valutarie. L'andamento più recente del mercato dei titoli (pubblici e societari) emessi nei paesi emergenti offre supporto a questa prospettiva.

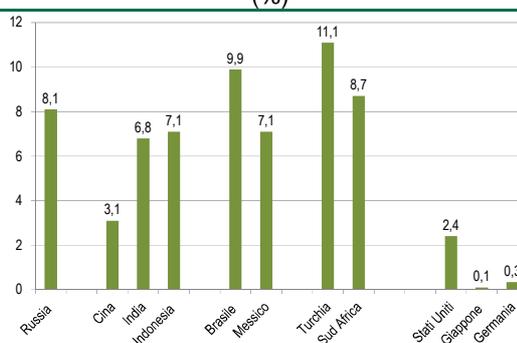
Rispetto al passato, la situazione dei paesi emergenti appare oggi complessivamente meno vulnerabile e meno rilevante risulta il rilievo degli afflussi di capitale: nel 2005-07 il loro ammontare superava in media l'8% del Pil, percentuale ora scesa al 2,5%.

### Tassi di crescita economica



Fonte: Fondo Monetario Internazionale

### Rendimento annuo titolo pubblico decennale (%)



Fonte: The Economist (1 aprile 2017)

Sotto il profilo della dinamica dei prezzi molti paesi emergenti stanno sperimentando un significativo processo di normalizzazione: rispetto al luglio scorso, l'inflazione è scesa dall'8,7% al 4,8% in Brasile, dal 6,1% al 3,7% in India, dal 7,2% al 4,6% in Russia, etc. Il rientro della dinamica inflazionistica è circostanza importante perché rende possibile un graduale allentamento della politica monetaria.

La dinamica economica di questi paesi si presenta ovviamente piuttosto differenziata. Ponendo a confronto la situazione economica attuale con quella di metà 2013 alcuni paesi emergenti appaiono in condizione decisamente più brillante. È il caso, ad esempio, di India e Indonesia che progrediscono a ritmi elevati (crescita annua del 7% nel primo caso, prossima al 5% nel secondo) e sono accreditati di prospettive anche migliori per il prossimo futuro. All'estremo opposto si trovano paesi come Turchia e Sud Africa, alcuni anni fa considerati in sicura ascesa, e ora invece in evidente difficoltà (crescita negativa o comunque modesta, elevati tassi di disoccupazione, rilevante disavanzo nei conti con l'estero, scenario politico carico di incertezza).

Altri paesi sono ancora lontani da una soddisfacente condizione ma mostrano un avviato processo di recupero: si tratta, in particolare, di Russia e Brasile, entrambi penalizzati dallo sfavorevole andamento del mercato delle materie prime di cui sono importanti esportatori. Secondo aggiornate previsioni del Fondo monetario internazionale, ambedue questi paesi potrebbero nel biennio 2017-18 archiviare la recessione economica in cui sono stati finora immersi. Oltre al moderato recupero delle quotazioni di molte materie prime, a favorire la loro ripresa contribuisce anche la riduzione dei tassi di riferimento, comunque ancora molto elevati sia in termini nominali (appena sotto il 10% in Russia, sopra il 12% in Brasile) sia in termini reali.

Una considerazione a parte merita la Cina da tempo impegnata in un complesso processo di riequilibrio strutturale del suo modello di sviluppo (meno investimenti, più consumi) cui si somma la necessità di fronteggiare due emergenze congiunturali: ridimensionare la bolla finanziaria e immobiliare interna; contenere il deflusso di capitali all'estero senza interrompere il graduale processo di liberalizzazione in atto. Per quanto riguarda il contesto finanziario interno la situazione si presenta delicata non solo per l'intensità del processo di crescita del credito (+13% a/a a febbraio) ma anche

per lo sviluppo dello *shadow banking* e per lo stretto legame che quest'ultimo ha stabilito con la parte più vulnerabile del circuito bancario, cioè le banche di minore dimensione. Attente a non indebolire la dinamica economica interna, anche le autorità cinesi sembrano in queste settimane orientate ad adottare una politica monetaria gradualmente meno accomodante. In risposta probabilmente anche ai movimenti della Fed, a metà marzo, per la seconda volta nell'arco di poco più di un mese, è stato deciso un contenuto rialzo dei tassi a breve termine. La stabilizzazione delle riserve valutarie (a circa \$3mila mld) sembra al contempo indicare un'attenuazione del deflusso di capitali verso l'estero, deflusso risultato particolarmente intenso a cavallo tra il 2015 e il 2016. La minore presenza cinese nelle operazioni di fusione e acquisizione *cross border* realizzate in questa prima parte del 2017 offre una conferma della normalizzazione del fenomeno.

Tutto considerato, la condizione economica dei paesi emergenti sembra meno vulnerabile di quanto rilevato spesso in passato. Tra gli aspetti di fragilità da monitorare rientra certamente quello della condizione finanziaria delle imprese. Negli anni successivi alla crisi del 2008-09 molte imprese di paesi in via di sviluppo hanno accresciuto il loro indebitamento, sia con le banche sia attraverso l'emissione di titoli di debito. Nell'arco di sei/sette anni il loro grado di *leverage* (rapporto tra indebitamento e capitale) è cresciuto di quasi 15 punti percentuali, un processo con caratteristiche molto differenziate nelle diverse aree (ad esempio, in America Latina il fenomeno è molto intenso ma riguarda soprattutto le grandi imprese). Ne è derivata una accresciuta vulnerabilità finanziaria: alla più recente verifica in molti paesi (seppure non tutti) l'EBITDA<sup>3</sup> è un multiplo degli interessi passivi significativamente inferiore rispetto al 2010. Secondo alcune stime, inoltre, l'11% di questo debito (vale a dire \$400-450 mld) sarebbe particolarmente a rischio perché riferibile ad imprese i cui ricavi sono inferiori agli interessi passivi (India, Cina e Indonesia sono i paesi in cui questa criticità sembra più rilevante).

Il probabile mutamento delle condizioni monetarie a livello globale con un aumento dei costi finanziari e/o difficoltà nel processo di rifinanziamento del debito rendono necessaria una riduzione del grado di *leverage* delle imprese. Anche nei paesi emergenti il problema potrebbe rivelarsi complessivamente gestibile. Se però le condizioni esterne complessive mutassero in senso negativo il profilo spiccatamente bancocentrico di questi paesi potrebbe determinare un ampio coinvolgimento delle banche nelle difficoltà delle imprese.

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

<sup>3</sup> EBITDA, Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.