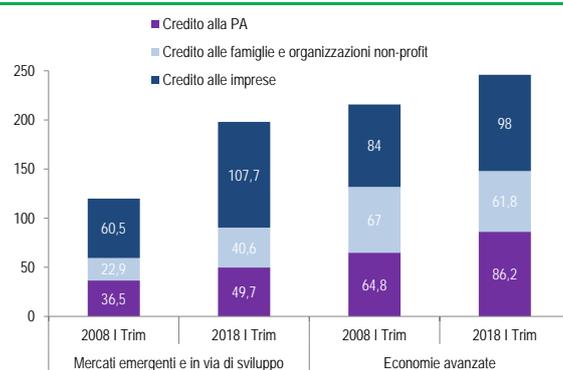


Credito al settore non finanziario

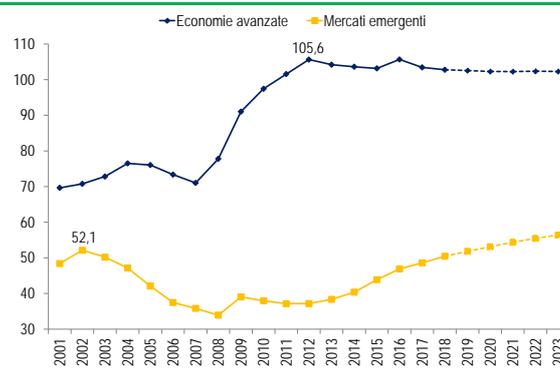
(valori in % del Pil)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BRI

Andamento del debito pubblico

(valori in % del Pil)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati FMI

Nel 2018 il **ritmo di crescita dei mercati in via di sviluppo è il doppio delle economie avanzate**: 4,7% a/a contro 2,4% a/a. Nel 1990 gli avanzati contribuivano al 63% del prodotto interno lordo mondiale a fronte del 37% delle economie emergenti, **nel 2023 ai tassi di crescita correnti questo rapporto è destinato a invertirsi: i secondi realizzeranno quasi i due terzi del Pil globale.**

Molte regioni del gruppo dei paesi in via di sviluppo hanno registrato a fine 2017 un disavanzo commerciale che rivela la loro incapacità di fronteggiare una domanda interna di beni e servizi e l'esigenza di importare più di quanto si esporti.

A fine marzo 2018 i prestiti in dollari ai residenti delle economie emergenti hanno coperto l'80% del totale dei finanziamenti esteri al settore, circa 3.700 miliardi di dollari, accentuando la dipendenza dalla politica monetaria statunitense.

n. 36

22 ottobre 2018



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Paesi emergenti e credito internazionale: squilibri e prospettive

F. Addabbo  federica.addabbo@bnlmail.com

Il rialzo dei tassi di interesse, l'apprezzamento del dollaro, l'incertezza relativa alle politiche commerciali protezionistiche e l'indebolimento della sostenuta espansione cinese degli anni passati, da inizio 2018 hanno influenzato in modo sempre più marcato alcune economie emergenti.

Nel 1990 i paesi avanzati contribuivano al 63% del prodotto interno lordo mondiale a fronte del 37% delle economie emergenti. Nel 2023 questo rapporto è destinato a invertirsi: i secondi realizzeranno quasi i due terzi del Pil globale. Ad oggi (2018) il ritmo di crescita dei mercati in via di sviluppo è il doppio delle economie avanzate: 4,7% a/a contro 2,4% a/a. In circa quarant'anni il Pil pro-capite è raddoppiato nei paesi avanzati ed è triplicato negli emergenti dove, tuttavia, il rischio di ricadere nella "trappola del reddito medio" è ancora elevato.

La maggior parte delle regioni del gruppo dei paesi in via di sviluppo ha registrato a fine 2017 un deficit commerciale. Un durevole disavanzo di parte corrente rivela l'incapacità del paese di fronteggiare una domanda interna di beni e servizi e l'esigenza di importare più di quanto si esporti, una dinamica che nel tempo può agevolare l'accumulo di squilibri finanziari.

Il credito internazionale in dollari ai residenti non bancari delle economie emergenti è più che raddoppiato da dopo lo scoppio della crisi e a fine marzo 2018 ha coperto l'80% del totale dei finanziamenti esteri (circa 3.700 miliardi di dollari), accentuando la dipendenza dalla politica monetaria statunitense.

Limitare la dipendenza dall'estero, condurre una buona gestione del conto capitale e adottare un modello di crescita orientato alla resilienza delinea alcune linee guida comuni a tutti gli emergenti per affrontare le turbolenze dei mercati e le inversioni di rotta degli investitori esteri.

Il 2018 segna l'inizio del graduale allontanamento dalla cosiddetta *Goldilocks economy*, ossia una condizione economica caratterizzata da una crescita moderata e da un'inflazione contenuta. La favola di "Riccioli d'Oro" che preferisce il porridge tiepido, né caldo né freddo, è entrata nella logica dei mercati come sinonimo di un'economia temperata che evita sia un surriscaldamento (inflazione e crescita rapida e sostenuta) sia una recessione (bassa crescita del Pil e dei prezzi). L'allentamento quantitativo delle banche centrali nell'ultimo decennio ha favorito un ambiente simile, caratterizzato da un'elevata liquidità e da bassi tassi di interesse. Christine Lagarde all'incontro annuale del Fondo monetario internazionale di ottobre 2018, sottolinea come la crescita mondiale sia ad oggi ancora robusta ma, probabilmente, in rallentamento. Il Pil mondiale è atteso stabilizzarsi al ritmo del 3,7% per il prossimo triennio. La crisi finanziaria ha reso l'economia più sicura e resiliente degli anni precedenti la recessione ma non abbastanza: il debito pubblico e privato ha, infatti, raggiunto un massimo storico e fattori di incertezza possono divenire causa di instabilità per i mercati emergenti. Tuttavia, se la crescita mondiale sembra rallentare, a livello paese si riscontrano alcune differenze. L'economia statunitense si riprende a un ritmo sostenuto: nel 2018 il Pil raggiungerà una crescita del 2,9% e l'indice dei prezzi al consumo si attesterà al 2,4%. La piena occupazione contraddistingue il mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione non eccede il 4% e la crescita dei salari rimane contenuta. La forte ripresa degli Stati Uniti ha legittimato la Federal Reserve ad

aumentare i tassi di interesse a partire dal 2017, con l'intento di riassorbire la liquidità immessa con i programmi di acquisto titoli condotti nel decennio precedente. Il rialzo dei tassi di *policy*, accompagnato dall'apprezzamento del dollaro, ha comportato una rottura, seppure necessaria, della temperata *Goldilocks economy*, provocando effetti negativi su alcune economie emergenti e in via di sviluppo dipendenti dal dollaro e dall'economia americana. Anche l'incertezza relativa alle politiche commerciali protezionistiche e l'indebolimento della sostenuta espansione cinese degli anni passati sono fonti di instabilità finanziaria per molti mercati emergenti, che a partire dal 2018 hanno evidenziato turbolenze.

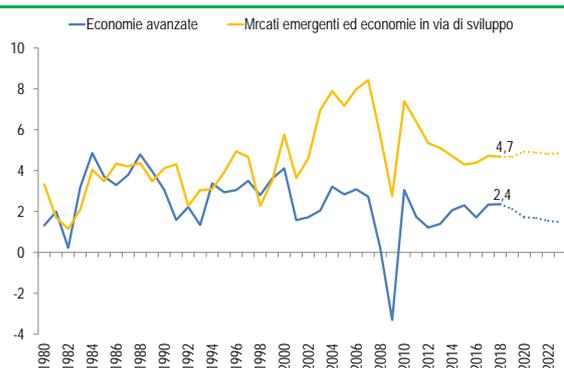
Economie avanzate e mercati emergenti: chi cresce di più e in che modo

Nel 2018 il ritmo di crescita dei mercati emergenti e delle economie in via di sviluppo (EMDE) è il doppio delle economie avanzate (AE)¹: 4,7% a/a contro 2,4% a/a². A partire dagli anni '90 si assiste al sorpasso degli emergenti: il tasso di crescita triplica rispetto alla media degli anni '80 attestandosi al 3,8% (media di periodo 1990-2000) a fronte del 2,9% delle economie avanzate. Dopo le crisi asiatiche del '96-'97, negli anni Duemila i paesi in via di sviluppo hanno raggiunto un'espansione in media del 5,7% nel periodo 2001-2018³. Di contro, le economie avanzate hanno intrapreso un percorso ben più moderato: il tasso di crescita del decennio 2008-18 è stato la metà di quello degli anni '90, 1,4% contro 2,9%. Secondo il World Economic Outlook del Fondo, la crescita media per il prossimo lustro è stimata stabilirsi al 4,8% per i paesi emergenti e all'1,7% per le economie avanzate.

Nel 1990 i paesi sviluppati contribuivano al 63% del prodotto interno lordo mondiale a fronte del 37% delle economie emergenti. Nel 2023 questo rapporto è destinato invertirsi: i secondi copriranno infatti i due terzi del Pil globale. A dieci anni dal fallimento di Lehman i 39 paesi avanzati hanno perso terreno (circa 9 punti percentuali in meno) a favore delle 133 economie in via di sviluppo che hanno raggiunto quasi il 59% del prodotto globale nel 2018.

Tassi di crescita del Pil reale

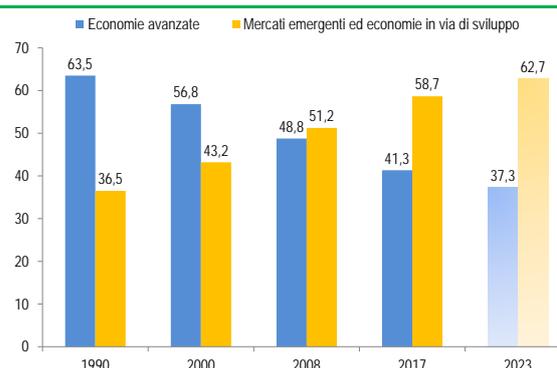
(var. % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati FMI

Quota sul Pil mondiale

(valori percentuali)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati FMI

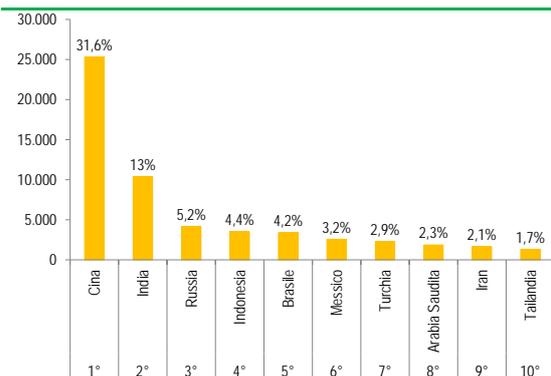
¹ Emerging Market and Developing Economies (EMDEs) e Advanced Economies (AE).

² Tasso di crescita calcolato su valori a prezzi costanti.

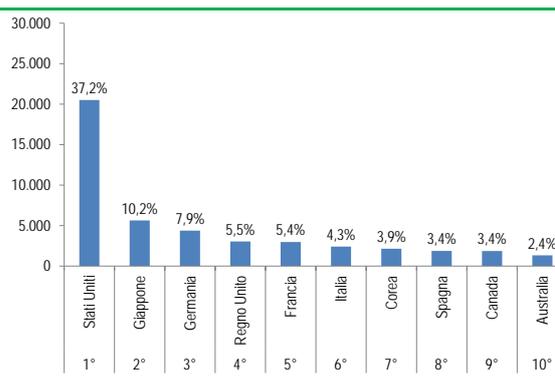
³ Con picchi che hanno superato un tasso annuo del 7% negli anni che precedono la grande recessione.

Ad oggi (2018) il 70,6% del Pil complessivo degli emergenti è concentrato in soli dieci paesi. La Cina, l'India e la Russia da sole contribuiscono al 50% del prodotto interno lordo, rispettivamente, con il 31,6%, il 13% e il 5,2%. I primi dieci paesi degli avanzati totalizzano l'83,5% del Pil del gruppo con in testa gli Stati Uniti (37%), seguiti dal Giappone (10,2%) e dalla Germania (8%).

Pil: quota sul totale emergenti
(valori percentuali; 2018)



Pil: quota sul totale avanzati
(valori percentuali; 2018)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati FMI

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati FMI

In circa quarant'anni il Pil pro-capite⁴ è raddoppiato nei paesi avanzati passando da 23.600 dollari nel 1980 a circa 45mila dollari l'anno nel 2017 ed è triplicato nelle economie emergenti da 3.650 a circa 10.760 dollari l'anno.

Tuttavia, classificare gli emergenti e gli avanzati in base al reddito nazionale lordo pro-capite⁵ piuttosto che al Pil pro-capite consente di cogliere meglio la condizione reddituale e lo stile di vita del singolo e del paese. Secondo la definizione della Banca mondiale, per l'anno in corso i paesi si distinguono in quattro classi: le economie a basso reddito (*low income economies*) in cui il reddito nazionale lordo pro-capite (RNL) è stato inferiore a 995\$ nell'anno 2017, le economie *lower middle-income*, con un reddito pro-capite compreso tra i 995\$ e 3.895\$ l'anno, le *upper middle-income economies* in cui si oscilla tra i 3.896 e i 12.055 dollari e infine le *high-income economies* le economie con un reddito nazionale pro-capite di 12.056 dollari o più. Secondo il ranking per aree geografiche della Banca mondiale, i paesi del Pacifico e dell'Asia dell'Est ricadono tra i paesi a più basso reddito. L'Europa continentale e l'Asia centrale rientrano nella seconda classe dei paesi a medio-basso reddito (*lower middle-income*), l'America Latina e i Caraibi nel gruppo di quelli a medio-alto reddito e, infine, il Medio Oriente e il Nord Africa nella fascia più elevata.

I mercati emergenti corrono il rischio di ricadere nella "trappola del reddito medio" (*medium income trap*). Quando un paese parte da un livello di reddito basso e ha una produzione ad alta intensità di lavoro piuttosto che di capitale (*labour intensive manufacturing*) gode di un vantaggio legato a un costo del lavoro inferiore (salari bassi) e risulta competitivo a livello internazionale. Una volta raggiunto un reddito medio, relativamente più elevato, grazie a un aumento dei salari, rischia di perdere il proprio vantaggio e ristagnare nella fascia di reddito medio. Tra le possibili strategie di crescita per raggiungere i livelli di reddito delle economie avanzate, il paese deve incentrare la

⁴ Il valore in dollari internazionali è calcolato sui prezzi costanti.

⁵ Il Gross national income (GNI) è pari alla somma tra il prodotto nazionale lordo e i trasferimenti dall'estero al netto del deprezzamento.

produzione su settori che richiedono maggiore impiego del capitale e orientare i propri investimenti in ricerca e sviluppo per beneficiare degli effetti della tecnologia e dell'innovazione (come è accaduto per il Giappone, la Corea e Taiwan).

Disavanzi commerciali e vulnerabilità

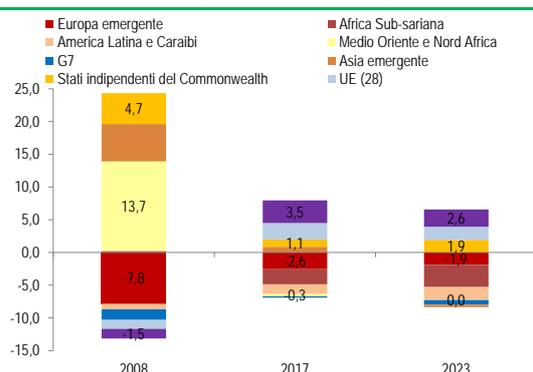
Il disavanzo commerciale e un'eccessiva sensibilità dei prezzi agli shock esterni sono due criticità dei mercati emergenti.

Un durevole disavanzo di parte corrente per un paese rivela l'incapacità di fronteggiare una domanda interna di beni e servizi con la produzione interna e l'esigenza di importare più di quanto si esporti, una dinamica che a lungo andare può agevolare l'accumulo di squilibri finanziari. Per garantire il pareggio della bilancia dei pagamenti, un paese che importa più beni e servizi di quanto esporti deve assicurare un afflusso di capitali dall'estero necessari a finanziare questa differenza. Una possibilità è indebitarsi tramite i prestiti bancari o le emissioni di titoli denominati in valuta straniera che nel lungo termine contribuiscono ad accrescere il debito estero; l'alternativa è svalutare la moneta locale e rendere più costoso l'import e più vantaggioso l'export riequilibrando così la bilancia commerciale. Secondo i dati del FMI, a fine 2017 il saldo commerciale medio delle economie in via di sviluppo risultava pari a zero misurato in percentuale del Pil; l'equivalente in consistenze ammontava a circa -14 miliardi di dollari, mentre le economie avanzate hanno registrato un avanzo di 0,9% del Pil (pari a 440miliardi di dollari). Le stime del Fondo per il 2018 registrano una riduzione di circa il 50% sul valore del deficit commerciale degli emergenti e del 13% sulle consistenze delle economie avanzate.

Nonostante a livello di gruppo gli squilibri di parte corrente siano molto contenuti (in quanto le transazioni dei residenti con il resto del mondo si compensano), a livello di aree geografiche e singoli paesi si registrano alcune differenze. La maggior parte degli emergenti hanno registrato a fine 2017 un deficit commerciale: i paesi dell'Europa emergente e in via di sviluppo -2,6% del Pil, l'Africa Subsahariana -2,3%, l'America Latina e i Caraibi -1,5%, il Nord Africa e il Medio Oriente -0,3%.

Bilancia commerciale delle principali aree geografiche

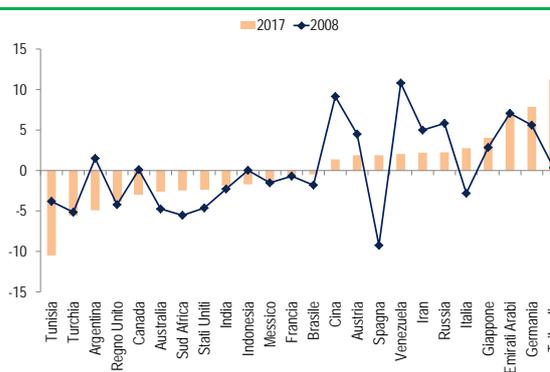
(valori in % del Pil)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati FMI

Bilancia commerciale di alcuni paesi

(valori in % del Pil)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati FMI

Tra le economie avanzate l'area euro ha raggiunto +3,5%, l'Ue +2,5% e le economie del G7 -0,2. A livello paese le due grandi eccezioni che non seguono la media del gruppo sono gli Stati Uniti e la Cina. I primi nel 2017 hanno evidenziato un saldo

negativo della parte corrente di -2,3% del Pil, anche se inferiore al -4,6% del 2008, la Cina, invece, ha un avanzo commerciale del +1,4% a fronte del +9% raggiunto nel 2008.

Dalle stime del World economic outlook di ottobre 2018 si evince che questi squilibri del conto delle partite correnti si ridurranno nel prossimo quinquennio.

Debito e credito internazionale delle economie emergenti

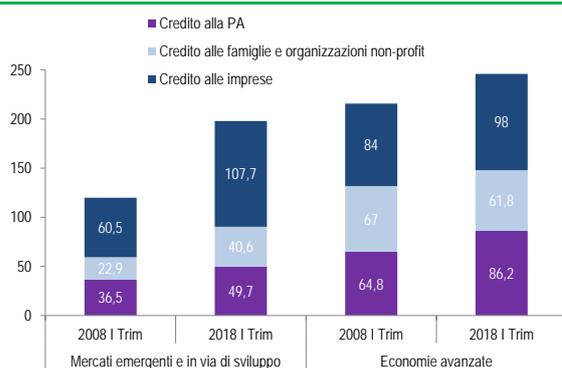
L'elevato indebitamento pubblico e privato e la fragilità del mercato del credito sono state alla base della crisi dei debiti sovrani in molti economie avanzate (2010) ma anche del sorgere di squilibri finanziari nei mercati emergenti.

Secondo i dati della Banca dei regolamenti internazionali⁶, nelle economie emergenti il credito privato al settore non finanziario (famiglie e imprese) è quasi raddoppiato, passando dall'83% del Pil nel primo trimestre 2008 al 148% nel I trimestre 2018 (42.800 miliardi di dollari). Un beneficio maggiore è stato registrato dalle imprese (+47pp) piuttosto che dalle famiglie (+18pp). Nei paesi avanzati, invece, l'aumento del credito verso il settore privato calcolato in percentuale al Pil è stato più contenuto (+8,8pp) e ha raggiunto il 160% nel I trimestre 2018. L'indebitamento delle famiglie delle economie avanzate ha registrato una flessione (-5,2pp) mentre il credito alle imprese un aumento (+14pp).

Secondo il World economic outlook di ottobre, il debito pubblico misurato in % del Pil degli avanzati nel 2018 sarà circa il doppio di quello degli emergenti: 102,8 contro il 50,4. Nel 2001 le economie avanzate non superavano la soglia del 70%, nel decennio 2008-18 il debito pubblico ha registrato un aumento di circa 25pp e nel prossimo quinquennio, secondo le previsioni del FMI, è previsto arrestarsi ai livelli del 2018. Il debito pubblico degli emergenti al contrario registrerà un aumento di circa 6 punti percentuali.

Credito al settore non finanziario

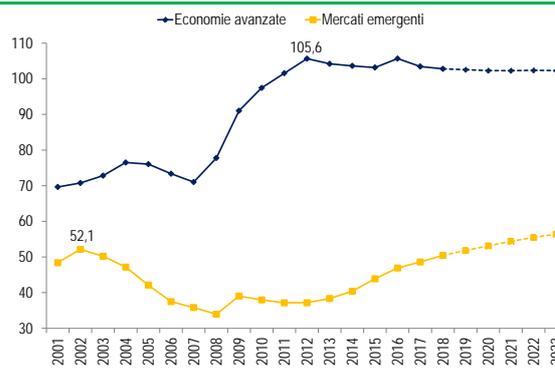
(valori in % del Pil)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BRI

Andamento del debito pubblico

(valori in % del Pil)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati FMI

In un'ottica di stabilità finanziaria, il credito internazionale⁷ (prestiti bancari e titoli di debito) al settore non bancario è un indicatore rilevante del sorgere di squilibri economici. Le consistenze di credito in essere rivelano in che misura la facilità del

⁶ Rassegna trimestrale BRI, settembre 2018, "Liquidità globale: strumenti e valute evidenziano nuove tendenze".

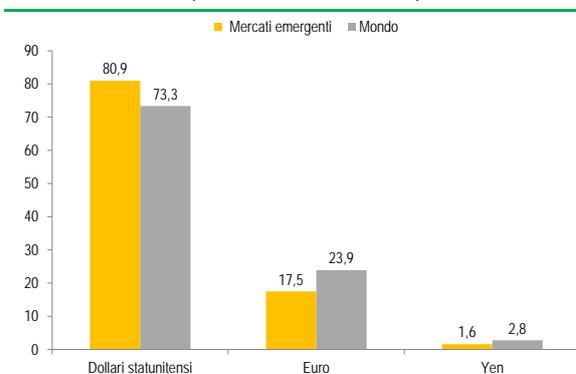
⁷ Si riferisce al credito transfrontaliero a favore di non residenti o credito in moneta estera.

finanziamento si traduce in accumulo di esposizioni e come una loro variazione possa accentuare la dinamica congiunturale e rappresentare delle vulnerabilità per la stabilità di un paese.

I dati della BRI evidenziano due tendenze sulla dinamica del credito internazionale⁸ al settore non finanziario a partire dal 2010: il dollaro statunitense si è affermato sempre più rispetto alle principali valute (yen ed euro) e l'espansione del credito internazionale è stata trainata più dai titoli di debito che dai prestiti bancari. L'indebitamento in dollari Usa ai non residenti⁹ al settore non bancario ha raggiunto circa gli 11.400 miliardi, ossia il 73% del credito internazionale totale a fine marzo 2018. Il restante 24% è denominato in euro e il 3% in yen. Il credito in dollari ai residenti non bancari delle economie emergenti è più che raddoppiato da dopo lo scoppio della crisi finanziaria e copre l'80% del totale dei finanziamenti esteri (circa 3.700 miliardi di dollari) al I trim 2018. L'elevato indebitamento in dollari dei paesi emergenti è fonte di potenziali squilibri finanziari e dipendenza dalla politica monetaria americana. Da dopo la crisi finanziaria l'adozione di programmi di acquisto titoli delle banche centrali dei mercati avanzati ha aumentato la liquidità del sistema e ha mantenuto bassi i tassi di interesse. Tutto ciò ha incentivato gli investitori, in cerca di rendimenti più elevati, a finanziare le economie emergenti e a contribuire a un'espansione del credito in dollari. Negli ultimi anni, però, il progressivo rafforzarsi del dollaro, conseguenza del *tapering* americano, e il crescere delle tensioni commerciali si è tradotta in un cambiamento di rotta degli investitori e in un inasprimento delle condizioni di finanziamento a livello globale.

Credito internazionale al settore non bancario denominato nelle principali valute

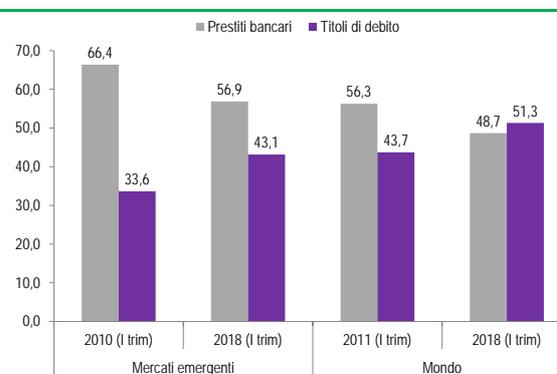
(valori %; I trim. 2018)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BRI

Componenti del credito internazionale verso il settore non bancario

(valori %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BRI

Un apprezzamento del dollaro e un rialzo dei tassi di interesse comportano un maggior onere di retribuzione del debito emesso (titoli di debito degli emergenti denominati in dollari) e un deflusso di capitali dai paesi emergenti. Infatti, dopo 16 mesi consecutivi di afflussi nei fondi di investimento dei paesi in via di sviluppo, a partire da maggio 2018 si è assistito a un'inversione di tendenza¹⁰.

⁸ Comprende il credito transfrontaliero e quello in valuta estera.

⁹ Credito a prenditori a di fuori della rispettiva area valutaria.

¹⁰ Rassegna trimestrale BRI, settembre 2018, "Liquidità globale: strumenti e valute evidenziano nuove tendenze".

Il secondo aspetto che si evince dai dati della BRI è che l'espansione del credito internazionale al settore non bancario verso i non residenti è stata trainata a partire da dopo la crisi da un incremento dei titoli di debito piuttosto che dei prestiti bancari.

La crescita annua (I trim 2018 su I trim 2017) a livello mondiale dei titoli di debito ai non residenti ha sfiorato il 10% a fronte del 3% dei prestiti bancari. Nel I trim 2011 i titoli di debito denominati in dollari verso i non residenti coprivano il 44% del credito internazionale totale, nel I trimestre 2018 hanno raggiunto il 51% (5.860 miliardi di dollari). Questo andamento è stato registrato anche dalle economie emergenti con un'espansione annua (I trim 2018 su I trim 2017) pari al 15,3%. In percentuale sul totale del credito internazionale negli emergenti la componente dei titoli di debito denominati in dollari e detenuti dai non residenti ha guadagnato circa 10 punti percentuali dal I trim 2010 al I trim 2018 pesando il 43% del totale (1.582 miliardi di dollari). Infatti, l'allentamento delle condizioni finanziarie per i prenditori non bancari negli anni successivi la crisi finanziaria ha consentito agli stati emergenti con rating bassi di accedere per la prima volta al mercato obbligazionario (contribuendo all'aumento in termini di volume) e ad altri di emettere titoli di debito denominati in dollari.

Per limitare gli effetti degli shock esterni sulle economie emergenti è necessario un riequilibrio dei modelli di crescita che si focalizzino sul controllo dei rischi e sull'allineamento dei flussi del mercato dei capitali con la crescita economica in un'ottica di stabilità e resilienza del sistema economico.

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