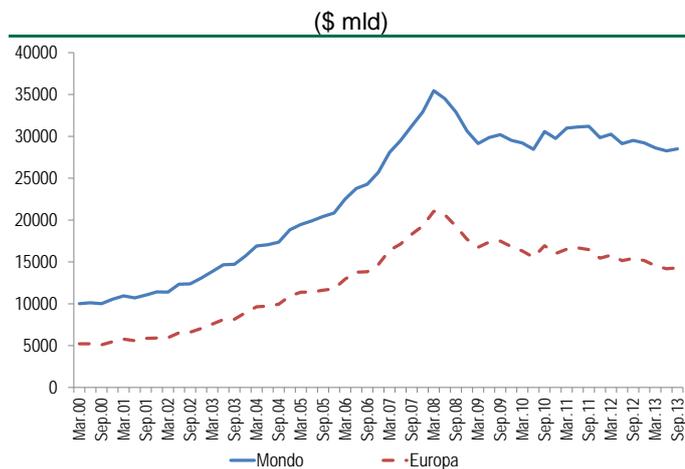


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

L'attività bancaria internazionale



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali

Dopo quasi sei anni, si è interrotta la fase di contrazione dell'**attività bancaria internazionale**, una contrazione per circa 4/5 addebitabile alle operazioni interbancarie (che pesano nell'aggregato per circa il 60%). La flessione è addebitabile interamente ai paesi europei. Cresce la quota dei paesi emergenti. A superare la soglia dell'1% sono però solo il Brasile (1,1%) e la Cina (2,8%), ora non lontana dal Giappone (3,5%).

La flessione delle banche europee è parte di un ripensamento dell'attività internazionale comune anche a paesi esterni all'eurozona. Si deve però rilevare anche un arretramento dell'**integrazione finanziaria europea**. Nel portafoglio delle banche dell'eurozona la quota dei titoli emessi da operatori non finanziari residenti in altri paesi dell'area euro è tornata quasi al livello segnato al momento della nascita dell'eurozona. Il varo del progetto di Unione bancaria può contribuire a invertire questa tendenza.

05

12 febbraio
2014

Editoriale: Per la ripresa: cuneo, capitale, credito
Giovanni Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

**Produzione di beni di consumo: capitalizzazioni delle
prime 10 società quotate**
(milioni di euro; al 10 febbraio 2014)

	Germania		Francia		Italia	
	Società	Capitalizzazione	Società	Capitalizzazione	Società	Capitalizzazione
1	Volkswagen	117.218	L'Oreal	102.076	Luxottica	25.461
2	Daimler	92.917	LVMH	92.867	Prada	20.897
3	BMW	71.856	Danone	42.664	Fiat	12.446
4	Henkel	46.197	Hermes	34.680	Pirelli	7.832
5	Continental	43.261	Christian Dior	34.234	Parmalat	6.160
6	Porsche	30.979	Pernod Ricard	29.635	Ferragamo	5.280
7	Beiersdorf	25.254	Renault	25.823	Campari	4.754
8	Adidas	24.375	Michelin	20.232	Tod's	4.039
9	Hugo Boss	8.931	Valeo	9.234	De Longhi	2.802
10	Osram	6.617	Bic	5.614	Cucinelli	1.922
Totale		467.605		397.058		91.593
Media		46.760		39.706		9.159

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Bloomberg

Fuori dal tunnel, ma dentro una rotatoria da cui non è semplice uscire. Per l'economia italiana l'attraversamento del tunnel di due recessioni quasi continue è stato lungo. In sei anni il PIL reale è andato indietro di nove punti percentuali. Il volume degli investimenti produttivi si è abbassato di oltre un quarto. Il complesso dei crediti deteriorati è salito a valori che si avvicinano alla quinta parte del PIL del paese. Ed ora, dopo il tunnel della recessione, c'è il rischio di mettersi girare a vuoto lungo il circolo vizioso dei "crunch". Il crunch del credito. Il crunch del capitale produttivo e degli investimenti. Ancor prima, il crunch della competitività.

La perdita di competitività è il nocciolo del problema italiano. Attuando una riforma del mercato del lavoro importante nel 2012 la Spagna ha creato i presupposti per un recupero di competitività che oggi consente all'export iberico di marciare a velocità multiple rispetto a quelle nostre. Negli ultimi due anni il costo del lavoro per unità di prodotto è sceso in Spagna di quattro punti percentuali mentre è cresciuto di quattro punti in Italia. Riduzione del "CLUP" non vuol dire solo taglio dei salari. In Spagna ha significato anche aumento della produttività, innovazione e investimenti. Quei consistenti investimenti che i grandi produttori di auto di mezzo mondo hanno ripreso a fare in Spagna non certo perché la domanda di automobili in quel paese abbia ripreso a tirare.

Nella fase matura della globalizzazione le riprese economiche si consolidano promuovendo la competitività delle imprese oltre che sostenendo i redditi delle famiglie. Competitivo è il paese capace di trattenere e di attrarre le produzioni, a partire da quelle delle grandi multinazionali. Alla prova della competitività ognuno combatte con le armi che ha disponibili. Negli USA si muovono le politiche industriali e quelle dell'energia, dal "re-shoring" del manifatturiero ai ribassi dello "shale-gas". A favore della competitività in America giocano anche un dollaro mai troppo forte ed un mercato

dei finanziamenti alle imprese meno esposto ai vincoli delle nuove regole bancarie e più capace di sostenere l'innovazione. In Europa la sfida della competitività vede invece la pressione di giovani economie industriali ove il costo del lavoro, stante anche l'effetto dei cambi, si mantiene su sottomultipli dei livelli delle grandi economie dell'euro. Valori assai bassi su scala mondiale. Ma a farci concorrenza non sono solo gli otto dollari l'ora pagati all'operaio polacco, che sono meno di quelli corrisposti all'operaio coreano. È anche la sfida di paesi dove le competenze dei lavoratori migliorano rapidamente, mentre sia il fisco sia la burocrazia si mostrano più "business-friendly" che qui. In Serbia, per fare un esempio, bastano 600 giorni per chiudere una causa civile, la metà che in Italia.

In questo contesto, la strada per rendere l'Italia una destinazione competitiva non può essere solo quella della riduzione dei salari. Si può fare di più, magari lavorando sul filo rosso che lega fisco, capitale e credito. Ridurre con decisione quel cuneo fiscale in capo alle imprese che è in Italia è del cinquanta per cento più alto che in Germania. Senza parlare del cuneo polacco. La leva fiscale andrebbe usata in maniera strutturale anche per rilanciare la convenienza per le imprese ad accrescere il proprio capitale di rischio e a quotarsi. Oggi la capitalizzazione media delle prime dieci società tedesche produttrici di beni di consumo – da Volkswagen a Osram – è il quintuplo della dimensione delle corrispondenti imprese italiane, da Luxottica a Cucinelli. È un divario molto più grande della differenza che c'è tra il PIL tedesco e quello italiano. È uno spazio che andrebbe colmato per assicurare alla ripresa della nostra economia le risorse finanziarie necessarie per gli investimenti. Infine c'è il credito, di cui va lenita la prociclicità ovvero la tendenza a pesare i retaggi avversi della crisi passata ben più delle prospettive di futura ripresa.

A regime, Basilea III prevede che in anni difficili, per allentare il "crunch" del credito alle imprese le banche possano attingere a "conservation buffer", a riserve di risorse accumulate in periodi migliori. Il problema è che, con sei anni di crisi alle spalle, questi periodi buoni in cui mettere fieno in cascina non li abbiamo ancora vissuti. Nell'attesa che i regolatori internazionali provino a ricalibrare gli effetti di una epocale discontinuità macroeconomica, in Italia sta a banche, imprese e istituzioni lavorare insieme per rafforzare i meccanismi di garanzia del credito alle PMI. Per non negare risorse a chi è in grado di imboccare con successo la via del rilancio della competitività e dello sviluppo.

L'integrazione finanziaria europea in una fase critica

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

Nel settembre 2013, dopo quasi sei anni, si è interrotta la fase di contrazione dell'attività bancaria internazionale, una contrazione per circa 4/5 addebitabile alle operazioni interbancarie (che pesano nell'aggregato per circa il 60%) e per la parte residua alle operazioni con controparte non bancaria.

Nel marzo 2008 l'attività bancaria internazionale aveva per l'80% i paesi sviluppati come residenza della controparte, per meno dell'8% i paesi emergenti e per il 12% i centri offshore; alla data più recente i primi risultano scesi poco sotto il 74%, i secondi saliti al 12,4%. La flessione dei paesi sviluppati è addebitabile interamente ai paesi europei. L'incremento della quota dei paesi emergenti è ripartita su un ampio insieme di paesi. A superare la soglia dell'1% sono solo il Brasile (1,1%) e la Cina (2,8%), ora non lontana dal Giappone (3,5%).

Il ridimensionamento del contributo europeo era in parte atteso. Nel periodo precedente la crisi del 2007-08 la crescita dell'attività bancaria cross-border ha avuto proprio nel Vecchio Continente uno dei suoi traini maggiori: tra il 1995 e il 2008, l'attività internazionale è cresciuta del 370% a livello globale, del 420% in Europa, del 220% negli Stati Uniti.

La verifica dello stato dell'integrazione finanziaria dell'area europea deve necessariamente concentrarsi sui due segmenti quantitativamente più importanti, e cioè sui titoli di debito e sul settore bancario. Per quanto riguarda il primo comparto, si può rilevare che la quota nel portafoglio delle banche dell'eurozona dei titoli sovrani e dei titoli emessi da operatori non finanziari residenti in altri paesi dell'area euro ha superato il 51% nella prima metà del 2006. Successivamente è vistosamente arretrata e il livello attuale (25,3% a fine 2013) è appena un paio di punti percentuali al di sopra di quello rilevato nei primi mesi di vita dell'eurozona.

I dati relativi al circuito bancario autorizzano in larga misura (seppure non interamente) ad inquadrare la riduzione dell'esposizione delle banche tedesche e francesi verso i paesi europei più vulnerabili nell'ambito di un generale ripensamento dell'attività internazionale. Diverso il caso delle banche inglesi.

L'attività bancaria internazionale: quasi sei anni di flessione

Secondo le rilevazioni della BRI (Banca dei Regolamenti Internazionali) alla fine di settembre 2013 le attività bancarie internazionali ammontavano a \$28.510 mld. L'incremento rispetto al trimestre precedente è trascurabile sotto il profilo quantitativo (+0,8%) ma potenzialmente significativo sotto il profilo tendenziale perché interrompe un declino in atto da oltre 5 anni e mezzo.

La consistenza registrata nel settembre scorso è inferiore di un quinto (poco meno di \$7mila mld) rispetto al massimo raggiunto nel marzo 2008, una contrazione per circa 4/5 addebitabile alle operazioni interbancarie (che pesano nell'aggregato per circa il 60%) e per il residuo 17% alle operazioni con controparte non bancaria.

Nei circa sei anni trascorsi dall'avvio della crisi finanziaria la mappa dell'attività bancaria internazionale è cambiata. Nel marzo 2008 la residenza della controparte era per l'80% nei paesi sviluppati, per meno dell'8% i paesi emergenti e per il 12% i centri offshore; alla data più recente i primi risultano scesi poco al disotto del 74%, i secondi saliti al 12,4%.

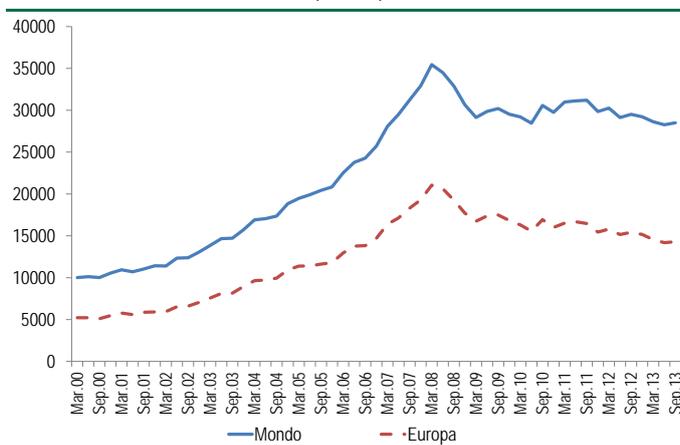
La flessione dei paesi sviluppati è addebitabile interamente ai paesi europei (-9,3 punti percentuali, al 50% del totale globale), in misura limitata compensata dal Giappone (+1,3 pp) e Stati Uniti (+2,7 pp al 17,4%). I quasi 5 punti di incremento della quota dei paesi emergenti sono ripartiti su un ampio insieme di paesi, che però rimangono quasi sempre su valori molto ridotti. I due soli paesi che hanno raggiunto una quota pari ad almeno l'1% del valore globale sono il Brasile (1,1%) e la Cina (2,8%), ora non lontana dal Giappone (3,5%). Malgrado un'apertura finanziaria ancora molto parziale, rispetto a marzo 2008 le operazioni con controparte cinese sono cresciute in valore di quasi 3,5 volte.

Il ridimensionamento del contributo europeo era almeno in parte scontato. Nel periodo precedente la crisi del 2007-08 la crescita dell'attività bancaria *cross-border* ha avuto proprio nel Vecchio Continente uno dei suoi traini maggiori: tra il 1995 e il 2008, l'attività internazionale è cresciuta del 370% a livello globale, del 420% in Europa, del 220% negli Stati Uniti. Indicazioni simili emergono anche quando si considerano le banche estere: tra il 1995 e il 2009 le banche operanti in mercati diversi da quello della capogruppo sono cresciute a livello mondiale di oltre il 70%, passando da poco meno di 800 a oltre 1300; oltre la metà di questo incremento è attribuibile a istituzioni insediate in Europa¹.

Questi dati sollecitano due domande: la prima è se hanno un fondamento le tesi secondo cui la dinamica europea è governata anche (e forse soprattutto) da altri fattori; la seconda, in parte legata alla prima, è se sia auspicabile per i paesi europei un recupero dei livelli sperimentati all'avvio della crisi finanziaria. Di seguito si cercherà di affrontare la prima di queste due questioni.

L'attività bancaria internazionale

(\$ mld)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali

¹ Stijn Claessens - Neeltje van Horen, *Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability*, IMF working paper, gennaio 2012.

Prospettive incerte per l'integrazione finanziaria internazionale

È ormai acquisito che una accresciuta integrazione finanziaria se da un lato produce diffusi effetti positivi a livello internazionale, dall'altro lato può determinare problemi di rilevante dimensione a livello nazionale. Per non sperimentare nuovamente le difficoltà degli ultimi anni numerosi paesi hanno adottato normative che mirano ad evitare (o almeno limitare) che difficoltà originatesi altrove producano negative ricadute sul circuito finanziario nazionale (*walling off*). Esempi di questo orientamento sono tanto il Regno Unito quanto gli Stati Uniti che hanno richiesto alle filiali di banche estere di dotarsi di una propria base patrimoniale.

Una diffusione di questo orientamento (ad altri comparti finanziari e/o ad un più ampio numero di paesi) rischia di determinare una "balcanizzazione" del sistema internazionale e quindi un sostanziale arretramento del processo di integrazione finanziaria.

Secondo stime elaborate da McKinsey ne deriverebbe una penalizzazione del tasso annuo di crescita globale di circa mezzo punto percentuale (nel biennio 2012-13 pari al 3%). A questo si deve anche aggiungere che la segmentazione del sistema può risultare causa di un più elevato livello di rischio: la possibilità di diversificare adeguatamente impieghi e raccolta è condizione fondamentale per ridurre le conseguenze sistemiche causate da difficoltà di qualunque istituzione finanziaria di una certa dimensione, una condizione quindi non meno importante della dotazione patrimoniale.

L'integrazione finanziaria europea

Nell'ultimo decennio il mercato bancario europeo ha compiuto passi in avanti verso una maggiore integrazione. In termini di attivo, lo spazio di mercato attribuibile alle banche di proprietà estera è passato dal 23% del 2003 al 29% del 2007, contraendosi successivamente al 27%. In Italia ci si posiziona intorno al 17% e sono di proprietà estera due dei 10 maggiori gruppi bancari operanti nel Paese; in Germania la quota di mercato delle banche estere si ferma al 13%. Si tratta di quote non particolarmente elevate ma il riferimento al totale dell'attivo è per le banche estere spesso un criterio penalizzante essendo la loro attività generalmente concentrata in particolari segmenti di mercato.

Altro possibile riferimento è la composizione geografica dei ricavi. Tra il 2001 e il 2010 i primi venti gruppi bancari del vecchio continente hanno incrementato i loro ricavi all'estero; la quota di quelli riferibili a paesi europei (diversi dal mercato domestico) è aumentata di circa 10 punti percentuali, arrivando a sfiorare il 30%². Nel valutare questo progresso, comunque importante, si deve tener conto che rispetto ad altre componenti del terziario il settore bancario era in Europa prima della crisi (2006) tra quelli con una contenuta proiezione europea, superato solo dalle imprese di telecomunicazione, molte delle quali monopoliste nazionali fino a poco tempo prima³.

La riduzione dell'inclinazione domestica è riscontrabile in molti comparti del mercato finanziario europeo. Per un significativo insieme di paesi europei, tra il 1991 e il 2008 la

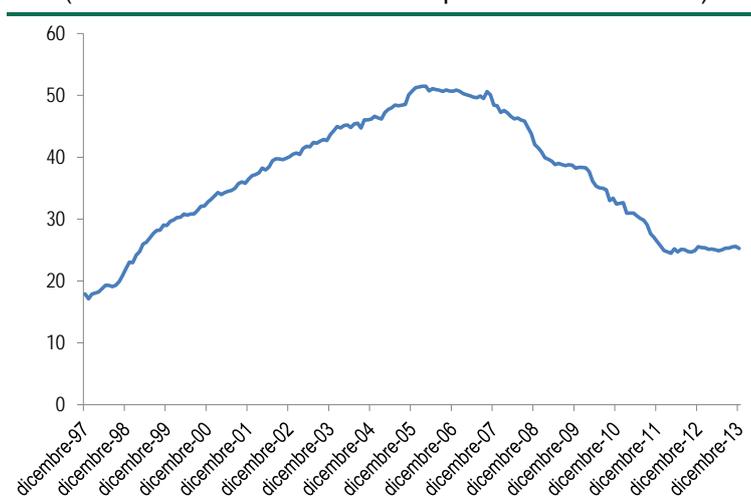
² Jan Schilbach, *Home, sweet home?*, Deutsche Bank Research, 9 giugno 2011.

³ Cfr. Nicolas Veron, *Is Europe ready for a major banking crisis?*, Bruegel policy brief, agosto 2007. Nel testo viene calcolata sia la proiezione internazionale complessiva (rapporto tra ricavi all'estero e totale ricavi) sia il grado di europeizzazione (rapporto tra ricavi in Europa al di fuori del mercato domestico e totale dei ricavi in Europa). Considerando l'insieme delle 100 società europee a maggiore capitalizzazione, il grado di europeizzazione (in media pari al 49%) era al 24% per le imprese di telecomunicazione, al 27% per i gruppi bancari, al 53% per le assicurazioni, al 66% per i servizi alla produzione.

cosiddetta *home bias*⁴ è scesa nel caso dei titoli azionari dall'84% al 48%. La *home bias* è calcolata come complemento a 100 del rapporto tra la quota di titoli esteri nel portafoglio degli investitori nazionali e l'analoga quota nel portafoglio degli investitori globali. L'*home bias* è quindi pari a 100 quando la quota investita in titoli esteri dagli investitori nazionali è pari a zero; viceversa è pari a zero quando la quota investita in titoli esteri è su livelli analoghi a quella media riscontrabile a livello mondiale.

La verifica dello stato dell'integrazione finanziaria dell'area europea deve necessariamente concentrarsi sui due segmenti quantitativamente più importanti, e cioè sui titoli di debito e sul settore bancario. Per quanto riguarda il primo comparto i dati della Bce non si presentano confortanti. Dal 1997 in poi la quota nel portafoglio delle banche dell'eurozona dei titoli sovrani e dei titoli emessi da operatori non finanziari residenti in altri paesi dell'area euro si è più che triplicata posizionandosi al di sopra del 51% nella prima metà del 2006. Successivamente si è assistito ad un rapido arretramento che ha toccato il suo apice nella prima metà del 2012 con valori appena al di sopra del 24%. Il livello attuale è solo di poco superiore (25,3% a fine 2013) e di appena un paio di punti percentuali al di sopra di quello rilevato nei primi mesi di vita dell'eurozona.

Quota nel portafoglio delle banche dell'eurozona dei titoli emessi da operatori residenti in altri paesi dell'area euro
(titoli sovrani e titoli emessi da operatori non finanziari)



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati BCE

Come già indicato il coinvolgimento dell'Europa nel circuito bancario internazionale ha registrato negli ultimi anni un deciso ridimensionamento tanto da rappresentare la causa principale della contrazione dell'attività bancaria internazionale. Nel marzo 2008 l'esposizione internazionale delle banche tedesche, francesi e inglesi era relativamente simile: \$ 4.700 mld nel primo caso, \$4.250-4.300 mld negli altri due. Cinque anni e mezzo dopo la situazione appare mutata. Alla fine del settembre scorso si rileva, infatti, una riduzione del 41% nel caso delle banche tedesche e del 34% per quelle francesi. In entrambi i casi l'intensità della contrazione è maggiore nel caso dell'esposizione

⁴ Cfr. Jan Schildbach, op. cit. Le medie citate sono medie non ponderate di dati nazionali stimati dalla Bundesbank.

verso controparti residenti in Europa rispetto a quella verso l'area extra europea, ma la differenza è relativamente contenuta (-44% vs -37% per le banche tedesche, -38% vs -28% per quelle francesi).

Ben diversa la posizione delle banche inglesi: la contrazione della loro attività bancaria internazionale è complessivamente limitata (-8%) ed è interamente concentrata nei confronti dell'Europa (-25%) con una variazione nulla nei confronti dei paesi extra-europei.

Variazione dell'attività bancaria internazionale

			mondo	Europa	Europa	Europa
		totale	ex Europa		paesi forti	paesi vulnerabili
banche tedesche	marzo 08-sett 13	-41%	-37%	-44%	-38%	-59%
	dic 11 – sett 13	-1%	-2%	0%	4%	-15%
banche francesi	marzo 08-sett 13	-34%	-28%	-38%	-45%	-48%
	dic 11 – sett 13	2%	3%	1%	0%	-6%
banche inglesi	marzo 08-sett 13	-8%	0%	-25%	-1%	-45%
	dic 11 – sett 13	-3%	1%	-11%	-13%	-13%
banche spagnole	marzo 08-sett 13	23%	74%	-11%	-3%	-31%
	dic 11 – sett 13	8%	14%	2%	4%	-10%
banche italiane	marzo 08-sett 13	-34%	-6%	-43%	-46%	-59%
	dic 11 – sett 13	-1%	3%	-2%	1%	-32%

Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati BRI

Importante è poi la considerazione di come si articola la contrazione dell'attività *cross-border* nei confronti dei paesi europei. A questo fine si sono costituiti due insiemi di paesi, quello dei paesi finanziariamente più stabili (Germania, Francia, Regno Unito, Svizzera, Paesi Bassi) e quello dei paesi finanziariamente più vulnerabili (Irlanda, Spagna, Portogallo, Grecia, Italia). Nel caso delle banche tedesche la riduzione dell'esposizione verso i due gruppi di paesi è in valore assoluto molto simile (\$ 532-536 mld) ma piuttosto diversa in termini relativi (-38% e -59%, rispettivamente). Situazione poco diversa per le banche francesi: la contrazione rispetto ai due insiemi di paesi è simile in termini assoluti (\$465-493 mld) e ancor più in termini relativi (-45% e -48%). Molto accentuata tanto per banche tedesche quanto per quelle francesi è la riduzione dell'esposizione verso controparti inglesi, dimezzata nel primo caso e ridotta a meno di un terzo nel secondo caso.

Di nuovo, la situazione delle banche inglesi appare diversamente caratterizzata: la contrazione verso controparti europee registrata tra marzo 2008 e settembre 2013 (-25%) è quasi interamente concentrata sui paesi europei finanziariamente più vulnerabili (-45%).

I dati appena proposti autorizzano in larga misura (seppure non interamente) ad inquadrare la riduzione dell'esposizione delle banche tedesche e francesi verso i paesi europei più vulnerabili nell'ambito di un generale ripensamento dell'attività internazionale, probabilmente sacrificata a favore del mercato domestico in uno scenario di maggiore attenzione alla redditività e/o al fabbisogno patrimoniale.

Questa conclusione muta sensibilmente se si restringe il periodo di osservazione al passato più recente (da fine 2011 a settembre 2013), segnato dall'instabilità del mercato del debito sovrano. In questo periodo la contrazione dell'attività bancaria

internazionale è per le banche tedesche e francesi molto limitata, risultato che si accompagna con una riduzione non trascurabile delle operazioni con paesi finanziariamente più fragili (-15% nel caso delle banche tedesche, -6% per le banche francesi). In questo stesso periodo, l'orientamento delle banche inglesi risulta simile a quello prima rilevato (importante disimpegno dall'Europa, -11%), ma questa volta coinvolgente in egual misura tanto i paesi finanziariamente più stabili quanto quelli finanziariamente più vulnerabili (-13% in entrambi i casi).

Se si guarda agli stessi fenomeni dal lato delle banche spagnole e italiane si ritrovano similitudini e differenze. La scala dell'attività bancaria internazionale di questi due paesi è decisamente più ridotta: da un terzo ad un quarto di quella dei tre paesi prima considerati.

Le banche spagnole sono un caso piuttosto anomalo. Negli ultimi cinque-sei anni il volume complessivo della loro attività bancaria internazionale, infatti, si è considerevolmente incrementato (+23% rispetto a marzo 2008, +8% rispetto a fine 2011) malgrado un certo disimpegno dall'Europa e in particolare dagli altri paesi finanziariamente meno solidi.

I dati relativi alle banche italiane, invece, sono relativamente vicini a quelli tedeschi: la contrazione dell'attività bancaria è di carattere generale e tocca in misura intensa sia i paesi europei forti sia quelli più esposti alla volatilità dei mercati finanziari.

Nel complesso, la contrazione dell'attività bancaria *cross-border* delle banche europee sembra di carattere strutturale. Se si esclude il caso inglese e quello spagnolo, la contrazione sembra distribuita in modo ampio anche se più intensa (soprattutto nel periodo più vicino) nei paesi finanziariamente più vulnerabili.

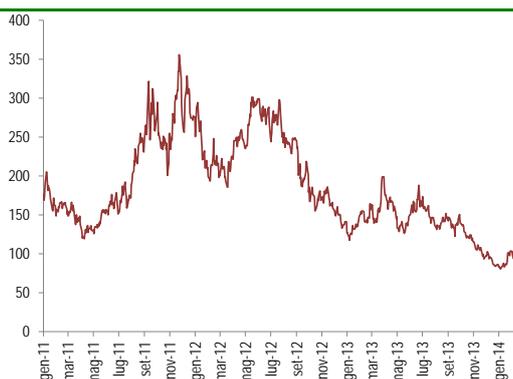
Per il ripiegamento dell'attività bancaria in Europa esistono numerose spiegazioni. Tra queste quella sintetizzata da un accademico olandese occupa certamente un posto centrale⁵. In estrema sintesi essa sostiene che mercati bancari integrati, normative (e soprattutto vigilanza) nazionali, stabilità finanziaria non sono contemporaneamente compatibili. Per governare lo scenario bisogna rinunciare ad uno di essi. Il dispiegarsi violento della crisi ha spinto a rinunciare al primo obiettivo, quello dell'integrazione finanziaria, in parte come conseguenza della logica molto nazionale che ha guidato numerose operazioni di salvataggio. Il progetto di Unione Bancaria mira a privilegiare nuovamente l'obiettivo dell'integrazione finanziaria, contribuendo alla costruzione di una architettura normativa e di una vigilanza europea.

Compatibile con questa spiegazione è quella che evidenzia come la più accentuata enfasi dell'attività domestica sia derivata da un lato dalla volontà (in parte imposta) di sostenere la clientela nazionale, dall'altro lato dal drastico ridimensionamento dell'attività estera costantemente richiesto dai piani di ristrutturazione imposti alle oltre 50 banche europee (molte di grandi dimensione) fallite o salvate da rilevanti interventi statali.

⁵ Dirk Schoenmaker, *The Financial Trilemma*, Economics Letters, 2011.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

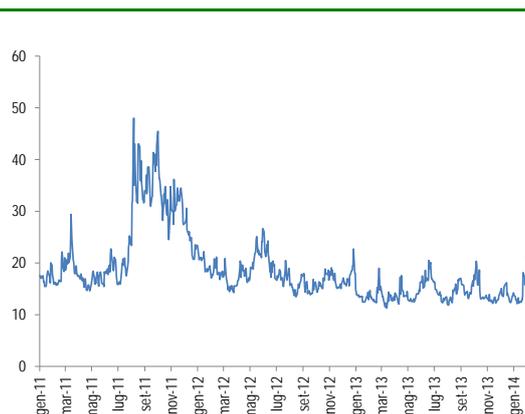
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio passano da 103 a 94 pb.

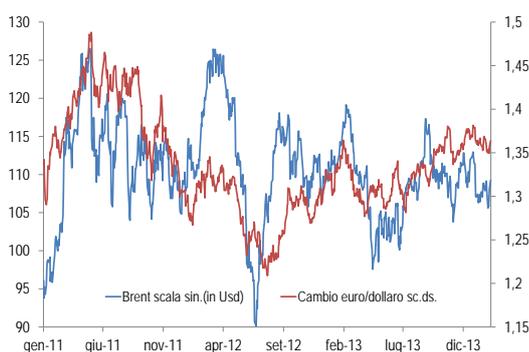
Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix nell'ultima settimana scende a quota 15.

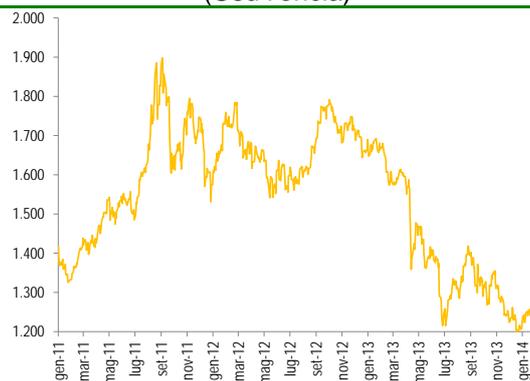
Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent
(Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ a 1,36. Il petrolio di qualità Brent quota \$109 al barile.

Prezzo dell'oro
(Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro rimane sotto i 1.300 dollari l'oncia.

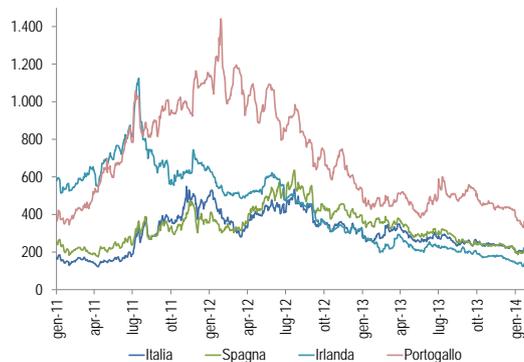
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib sale oltre quota 19.000.

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



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 329 pb per il Portogallo, 160 pb per l'Irlanda, 191 pb per la Spagna e 201 pb per l'Italia.

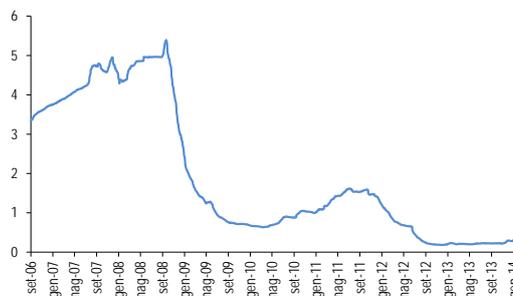
Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry nell'ultima settimana continua a scendere sotto quota 2.000.

**Euribor 3 mesi
(val. %)**



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m resta costante a 0,30%.

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.

