

Lo scenario dell'economia globale, tra crescita e discontinuità politiche



Gregorio De Felice
Chief Economist
di Intesa Sanpaolo

Mi fa molto piacere che sia stato ripristinato questo importante Convegno, che per me è sempre stato fonte di stimolo per tante riflessioni sul mondo assicurativo.

Il titolo della presentazione "Lo scenario dell'economia globale tra crescita e discontinuità politiche" sintetizza i contenuti del mio intervento. Vorrei infatti analizzare lo stato di salute dell'economia mondiale in un quadro di forti discontinuità politiche, che interessano non soltanto l'Italia ma anche gli Stati Uniti e altri paesi, europei e non (ad esempio, il Brasile e la Turchia). La politica è un elemento cruciale, che potrebbe modificare uno scenario che noi oggi riteniamo nel complesso positivo.

La Slide 2 propone la nostra previsione per il 2019: una crescita economica che prosegue su tassi piuttosto elevati (intorno al 3,5%), benché lievemente inferiori a quelli del 2018. Il picco è stato molto probabilmente superato: il rallentamento, peraltro non drammatico, è essenzialmente dovuto alla dinamica del commercio internazionale.

Gli scambi sono un potente motore di crescita. Quello che sta accadendo oggi è che, da un tasso di espansione di oltre il 5% nel 2017, il tasso di crescita del commercio mondiale sta planando verso il 3%, sostanzialmente in linea con l'andamento atteso del PIL globale: viene dunque meno l'effetto di "spinta" alla crescita.

L'espansione del commercio internazionale è andata di pari passo con la globalizzazione e con l'allungamento della catena di valore delle imprese: molti prodotti oggi hanno componenti provenienti da un gran numero di Paesi. Se le barriere tariffarie dovessero essere così rilevanti da modificare i prezzi relativi, ne deriverebbe un accorciamento della catena produttiva. Si tratta di un grande cambiamento, che può avere un impatto anche sul business assicurativo. Oltre a una minor crescita, l'accorciamento della catena del valore può comportare anche un aumento dell'inflazione: il prezzo dei prodotti che beneficiano di costi di produzione bassi sarà destinato a salire.

Non dimentichiamo inoltre che il mondo vive oggi con una quantità di debito che è di gran lunga superiore al 2007. Ricordo che proprio in questa sede qualche anno fa avevo sottolineato l'eccezionale espansione registrata nell'ultimo decennio dal debito pubblico e privato nel mondo: un incremento enorme, pari a oltre 25 trilioni di dollari (corrispondenti a circa il 30% del PIL mondiale). In altre parole, la crisi del debito del 2008 è stata risolta con altro debito, principalmente pubblico: un incremento significativo si è registrato negli Stati Uniti, in Cina (sia pure di entità un poco inferiore) e in Europa. C'è quindi oggi una più elevata vulnerabilità al rialzo dei tassi di interesse. Se il "bonus inflazione" (ovvero il fatto che l'inflazione si sia mantenuta molto bassa per molto tempo) dovesse venir meno per effetto della "ritirata" della globalizzazione (per le ragioni che abbiamo esposto in precedenza), le banche centrali potrebbero essere spinte a rialzare i tassi di interesse.

Il ciclo macroeconomico e le incertezze di policy

- Indici congiunturali globali coerenti con una crescita sostenuta dell'economia globale. Tuttavia il picco di questo ciclo è stato superato.
- Commercio internazionale in rallentamento: da tassi di crescita superiori al 5% nel 2017 agli attuali intorno al 3%. Rallentano le importazioni dei paesi avanzati.
- Le economie emergenti continuano a crescere a tassi elevati ma è previsto un rallentamento. Il rischio contagio legato ad alcune crisi locali è limitato.
- Si accresce l'incertezza globale sulle politiche economiche. Focus su guerra dei dazi Stati Uniti-Cina e politica di bilancio italiana.



4 **Stime di crescita del PIL al 2019**

	2018	2017	2018p	2019p
USA	1,6	2,2	2,9	2,6
Eurozona	1,9	2,5	2,0	1,7
Germania	2,2	2,5	1,9	1,8
Francia	1,1	2,3	1,6	1,7
Italia*	1,0	1,6	1,1	0,9
Spagna	3,3	3,1	2,7	2,2
OPEC	2,5	0,3	1,4	1,2
Est Europa	1,4	3,1	3,0	2,4
Turchia	3,2	7,4	3,0	-1,0
Russia	-0,2	1,5	1,7	1,5
America Latina	-0,8	1,6	1,2	2,1
Brasile	-3,4	1,0	1,5	2,5
Giappone	1,6	1,7	1,1	1,1
Cina	6,7	6,8	6,7	6,3
India	7,9	6,2	7,7	7,2
Mondo	3,3	3,7	3,7	3,5

Note: (*) la previsione 2019 non tiene conto degli effetti della Legge di Bilancio, ma solo della mancata attuazione delle misure di salvaguardia relative agli adempimenti Fuh.
Fonte: Thomson Reuters-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Forse ho un po' divagato: questo è un tema che per il momento non è nelle previsioni; volevo però darvi un'idea di cosa potrebbe comportare un'esasperazione dell'attuale guerra sui dazi.

Venendo alle economie emergenti, si sono registrate tensioni in Argentina, Turchia, Venezuela, Sudafrica e altri paesi. Si tratta di casi abbastanza isolati - e questa è una buona notizia. Nel complesso, gli emergenti appaiono oggi meno esposti di quanto fossero nel 1998 (quando è esplosa la crisi dei paesi asiatici) alla volatilità dei tassi d'interesse e all'apprezzamento del dollaro. Sono due i punti su cui si concentra attualmente l'attenzione dei mercati. Il primo (ne abbiamo appena parlato) è la guerra dei dazi; il secondo è la politica di bilancio italiana, su cui torneremo tra poco. Come abbiamo detto in precedenza, prevediamo per il 2019 un rallentamento della crescita mondiale, anche se lieve.

Nella Slide 3 compaiono gli indicatori cosiddetti PMI (Purchasing Managers Index). Gli indici sintetizzano le risposte che i direttori degli acquisti forniscono a Markit Economics: un valore superiore a 50 segnala espansione. Come si vede dal grafico, gli indici hanno ripiegato leggermente nel corso del 2018 ma restano decisamente sopra quota 50, indicando una crescita ancora sostenuta.

In Slide 4 sono riportate le previsioni di crescita del PIL per area geografica al 2019. Si nota il ruolo importante giocato dagli Stati Uniti, che nel 2018 sono cresciuti del 2,9%; rallenteranno leggermente nel 2019 (al 2,6%), ma restano comunque il principale motore della crescita tra i paesi avanzati.

Proprio sugli Stati Uniti vorrei soffermarmi per qualche minuto perché c'è un paradosso che li riguarda. Da un lato, come ho appena detto, sono il più grande motore di crescita fra i paesi avanzati; dall'altro, sono il potenziale serbatoio dei rischi che corre l'economia mondiale.

Gli Stati Uniti stanno attraversando il ciclo di espansione più lungo del secondo dopoguerra: siamo al nono anno, nel 2019 saranno dieci. La teoria economica ci insegna che, prima o poi, un ciclo economico deve avere un ripiegamento, per varie possibili ragioni: ad esempio perché il commercio internazionale rallenta, oppure perché l'economia (una volta raggiunta la piena occupazione) genera inflazione e la politica monetaria diventa restrittiva, provocando un

raffreddamento del ciclo economico. Oggi, la crescita americana è in parte "drogata" dagli stimoli fiscali dell'Amministrazione Trump: forti tagli alle tasse ma anche incrementi di spesa. Le conseguenze sono un deficit attestato su valori molto alti e un debito pubblico intorno al 100%. Il rischio che molti economisti paventano è che gli Stati Uniti possano entrare in recessione tra il 2020 e 2021.

Il secondo rischio è politico: proprio dagli Stati Uniti viene infatti la principale ondata di sovranismo, che privilegia gli interessi nazionali rispetto a quelli internazionali, alla crescita globale, allo sviluppo, all'espansione del commercio e così via.

Il terzo rischio è relativo alla politica monetaria. Ho grande stima per tutte le banche centrali, ma l'economia non è una scienza esatta e la storia ci ha dimostrato che anche per i banchieri centrali esiste il rischio di sbagliare, cioè di attuare una politica estremamente restrittiva che potrebbe determinare una recessione. Storicamente è già successo che, al termine del ciclo di politica monetaria della Fed, si sia avuto un eccesso di restrizione, perché la banca centrale restava concentrata in maniera ossessiva sulla dinamica dei salari e dell'inflazione. Cosa farà di qui in avanti la Federal Reserve? La nostra previsione è che a fine 2018 l'istituto centrale americano deciderà un ulteriore rialzo dei tassi di un quarto di punto, seguito nel 2019 da altri 2 o 3 aumenti, che porteranno il corridoio di riferimento al 3,25% - 3,50%.

Per l'Europa il 2019 sarà un anno di svolta: a seguito delle elezioni di maggio, l'Unione europea potrà

diventare più cooperativa oppure più sovranista. Avere un'Europa più cooperativa implica aumentare la dimensione del bilancio comunitario, che oggi vale meno dell'1% del PIL dell'Eurozona. Vuol dire anche affrontare insieme svolte epocali, come quelle legate alle migrazioni, alla sicurezza, all'occupazione dei giovani; vuol dire costruire un mercato unico del lavoro europeo. Vuol dire disegnare un'Europa che non sia più vista come un insieme di regole e burocrazie, ma come una comunità che offre prospettive di pace e sviluppo per circa 500 milioni di cittadini.

L'alternativa all'Europa della cooperazione è un'Europa più sovranista, dove gli interessi dei singoli paesi membri prevalgono su quelli comunitari. I movimenti sovranisti sono molto diffusi e in crescita in Europa. Hanno "colori" diversi e difficilmente potranno stare tutti insieme, sono sintomatici di un diffuso malessere nei confronti della costruzione europea.

Come sarà formato il prossimo Parlamento Europeo? In che misura saranno rappresentati i movimenti sovranisti emersi in Italia, in Francia e ora anche in Germania, Austria, Spagna, Ungheria e Polonia? E' un elemento che può fare una grande differenza, dal 2019 in poi. Questa è la prima grande incognita. La seconda è il cambio alla Presidenza della Banca Centrale Europea: Draghi scade a fine ottobre 2019 e la campagna elettorale per la sua successione è già partita.

In sintesi, il ciclo economico europeo è ancora solido, con una crescita attesa superiore al potenziale, ma (come nel caso americano) ci sono diversi rischi, in gran parte di natura politica.

Cosa accadrà sul fronte della politica monetaria? Proprio oggi è in corso la conferenza stampa di Mario Draghi, che segue la riunione del Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea. Come atteso, Draghi ha lasciato i tassi d'interesse invariati. Ha confermato inoltre che dicembre sarà l'ultimo mese degli acquisti netti di titoli; ha sottolineato infine che l'economia europea ha ancora bisogno di sostegno dal punto di vista della politica monetaria. Sono convinto che, nell'ottobre del 2019, quando dovrà figurativamente "consegnare le chiavi" dell'Eurotower al suo successore, Draghi vorrà poter dire che si è conclusa la fase non convenzionale della politica monetaria; soprattutto, vorrà dichiarare chiusa l'epoca dei tassi di interesse negativi (quello sulle deposit facility, ad esempio, è pari al 0,40%). Vorrà consegnare le chiavi con "la casa in ordine", dopo aver eliminato la grande anomalia dei tassi d'interesse negativi. Per un rialzo del tasso di rifinanziamento bisognerà invece attendere: ci aspettiamo un aumento dello 0,25% nel primo trimestre del 2020, dall'attuale 0%.

Arriviamo all'Italia. La criticità principale per il nostro paese oggi è, ovviamente, la politica di bilancio: l'obiettivo di deficit è stato portato dal Governo al 2,4% per il 2019, per poi scalare a 2,1% nel 2020 e 1,8% nel 2021 (Slide 11).

I mercati ci stanno penalizzando perché gli investitori dubitano che le misure previste dal Governo (in particolare, la possibilità di andare anticipatamente in pensione e il cd. reddito di cittadinanza) siano effettivamente in grado di portare il tasso di crescita italiano dallo 0,9% all'1,5%.

È questo il fulcro del discorso. E qui sta anche il rischio, considerati i possibili effetti sulle decisioni delle agenzie di rating. Abbiamo assistito la settimana scorsa al downgrade di Moody's. Domani, dopo la chiusura di Wall Street, sarà S&P ad annunciare la propria decisione sulla Repubblica Italiana: se sarà un downgrade, mi auguro che sia limitato a un singolo notch.

La domanda-chiave da porsi è quindi se e quanto le misure annunciate dal Governo siano in grado di sostenere il PIL. In economia si parla di "moltiplicatore del reddito". Detto in termini molto semplici, il moltiplicatore è un parametro che ci dà la misura di quanto 1 euro di minori tasse o di maggiore spesa pubblica è in grado di tradursi in termini di più elevata crescita economica. Gli effetti sono diversi in relazione al tipo di spesa. Tipicamente, gli investimenti hanno un moltiplicatore superiore a 1: un investimento in infrastrutture (purché davvero utile), produce una crescita economica superiore all'ammontare della

spesa. Il sostegno alle famiglie ha invece un moltiplicatore inferiore a 1. Se metto nelle tasche degli italiani 1 euro, parte di quell'euro potrà infatti essere risparmiato (e dunque non si tradurrà immediatamente in maggiore spesa); un'altra parte potrà invece essere spesa in prodotti non italiani.

Nello scenario più probabile (Slide 13), ci sembra difficile evitare una bocciatura della manovra da parte di Bruxelles. Salvo ripensamenti del Governo italiano, dovrebbe quindi partire una procedura d'infrazione per deficit eccessivo: la procedura dura circa un anno e non ha un impatto immediato in termini di sanzioni, ma potrebbe averlo nel medio/lungo periodo in termini di riduzione dei fondi strutturali all'Italia.

Se la bocciatura sicuramente non migliora i nostri rapporti con l'Unione, ciò che davvero preoccupa è la valutazione delle agenzie di rating: nel caso scendesse di 2 notch, si entrerebbe infatti nell'area sub-investment grade.

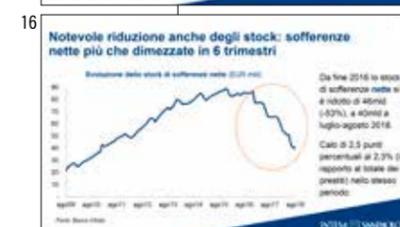
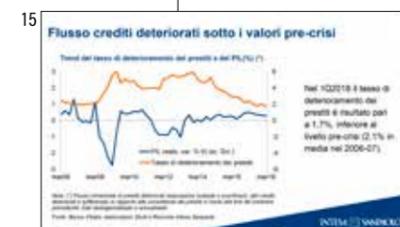
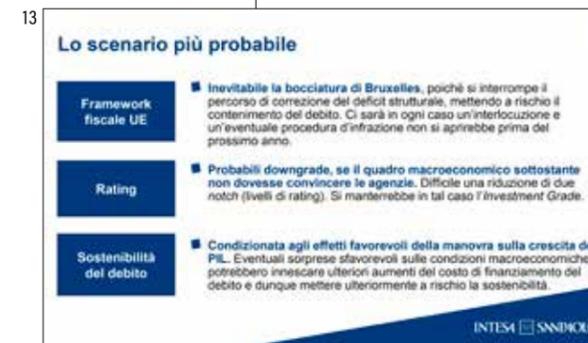
Gli impatti sarebbero in questo caso molto rilevanti. Innanzitutto per le banche, perché i titoli di stato italiani non sarebbero più utilizzabili come collaterale nei confronti della Banca Centrale Europea (le banche italiane non potrebbero cioè più rifinanziarsi presso la BCE usando i BTP come garanzia). Molti sostengono che la BCE potrebbe fare un'eccezione: in effetti, sono già state fatte delle eccezioni nei casi della Grecia e del Portogallo. Entrambi questi paesi, però, erano sottoposti a programma: la BCE concedeva cioè la possibilità di continuare a conferire i titoli di stato come collaterale, a fronte dell'impegno da

parte dei Governi di dare attuazione a specifiche politiche e interventi correttivi. Non mi pare che il Governo italiano abbia intenzione di farsi dettare dall'esterno programmi e linee di condotta.

L'altro tema connesso al rating è che molte società di asset management, compagnie di assicurazione e società di gestione del risparmio dichiarano nei prospetti di investire soltanto in titoli che abbiano un rating minimo, non sub-investment grade. E' quindi concreto il rischio di un'imponente riallocazione dei portafogli, nel malaugurato caso di un doppio downgrade da parte delle agenzie, ora o più avanti. Qualche cenno ora allo stato di salute del sistema bancario italiano. Nel 2018 le banche hanno fatto molti progressi. Uno dei grandi temi sempre all'attenzione delle Autorità di vigilanza, del Fondo Monetario e dei mercati è quello relativo ai non performing loan: questo aggregato si sta oggi fortemente riducendo anche in temi di flussi, non soltanto per effetto delle vendite.

La linea rossa nella Slide 15 rappresenta il tasso di decadimento dei prestiti. Siamo attualmente su valori intorno all'1,27%, sostanzialmente simili o addirittura leggermente inferiori a quelli prevalenti nel periodo precedente la crisi, cioè nel 2006 e 2007. Lo stock delle sofferenze al netto degli accantonamenti (Slide 16) si è ridotto di 46 miliardi dalla fine del 2016, praticamente dimezzandosi: in agosto 2018 ammontava a circa 40 miliardi. Come già accennato, il calo è dovuto in parte ai minori flussi, in parte alle vendite. E' cresciuto anche significativamente il tasso di copertura del credito deteriorato (Slide 17): nel 2° trimestre 2018 (ultimo dato disponibile) si collocava al 54,4%, al di sopra della media dell'Unione Europea (46%).

Si è sviluppato anche un mercato per i non performing loan. La Slide 18 riporta una stima del volume delle transazioni realizzate o previste nei piani delle banche entro il 2021. Nella prima colonna a sinistra sono elencate le transazioni chiuse nel 2017: poco meno di 40 miliardi. La seconda colonna riporta le transazioni chiuse o in calendario per il 2018, pari a circa 73 miliardi;





a oggi ci sono ancora poco più di 8 miliardi nella pipeline, oltre ad altri 16 miliardi circa di cessioni di sofferenze tra il 2019 e il 2021. La Slide 20 affronta il tema del cosiddetto “doom loop”, cioè del legame tra rischio sovrano e rischio delle banche. Il grafico ci racconta una storia interessante. Nel 2008 il sistema bancario italiano deteneva circa 150 miliardi di euro di titoli di stato italiani. Negli anni della crisi, anche grazie al rifinanziamento della BCE, le banche hanno letteralmente “puntellato” il mercato dei titoli di stato, portando il portafoglio a un picco di 400 miliardi di euro. Come nel caso dei non performing loan, da fine 2016 e per tutto il 2017 il portafoglio di titoli di stato è stato ridotto, da

400 a 324 miliardi. Poi però sono ricominciati i problemi e lo stock è risalito a 365 miliardi.

C'è una domanda che talora ci viene posta: “Le banche italiane potrebbero comprare altri titoli di stato”? La risposta è negativa, perché le regole nel frattempo sono cambiate. Oggi, una minusvalenza sui titoli di stato, valutati a mark-to-market, determina un'erosione del Common Equity Tier1 (CET1) ratio. Nel secondo trimestre 2018, i bilanci delle banche hanno mediamente registrato una flessione del CET1 ratio di 40 punti base.

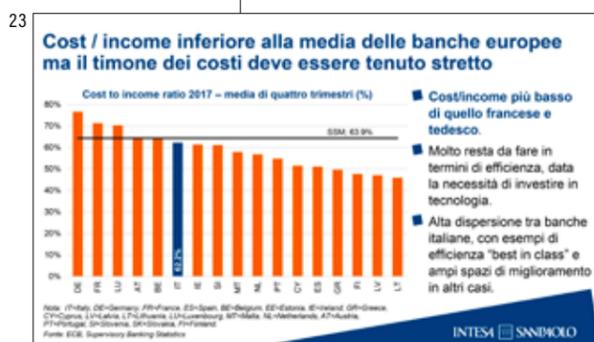
Fra una settimana comincerà la presentazione dei risultati del terzo trimestre e, alla luce dell'andamento delle quotazioni dei titoli di stato, è facile prevedere che si registrerà un'ulteriore erosione del CET1. Molti si chiedono: se lo spread BTP-Bund si allarga, perché i tassi delle banche dovrebbero salire? Basta considerare quanto ho detto in precedenza a proposito del CET1 ratio per darsi una prima spiegazione. C'è poi da considerare il lato del funding, in parte effettuato sul mercato all'ingrosso, dove la raccolta



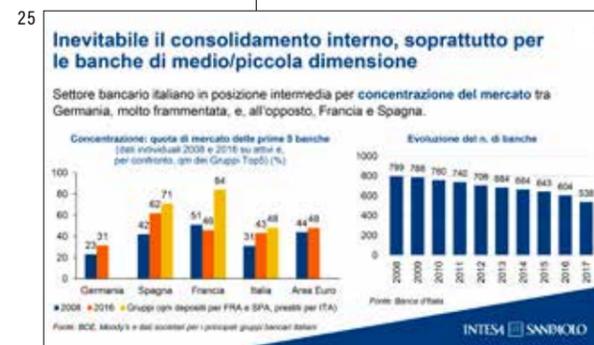
costa di più proprio per via dell'allargamento dello spread. Guardate (Slide 22) dove sono oggi i tassi sugli impieghi. Le banche italiane fanno pagare il credito esattamente quanto la media dell'area dell'euro, anche se il rischio presente in media nell'eurozona è più basso di quello italiano. Se lo spread BTP-Bund dovesse restare sui livelli attuali, i tassi italiani salirebbero sopra la media dell'area.

C'è anche un altro aspetto da considerare: le banche potranno continuare a remunerare la raccolta retail con tassi vicini allo zero, quando il tasso sui BOT comincerà a stabilizzarsi intorno all'1%? Probabilmente no: oggi il cliente accetta, a malincuore,

che i depositi non siano remunerati solo perché è consapevole che, acquistando BOT, avrebbe un rendimento negativo. Se il costo della raccolta bancaria dovesse aumentare, l'incremento verrebbe trasferito (più o meno gradualmente) ai tassi dei mutui, dei crediti al consumo e dei finanziamenti alle imprese, con effetti negativi sulla crescita economica.



Tiriamo allora le fila del ragionamento. La manovra ha l'ambizione di sostenere le classi meno agiate attraverso aumenti di spesa, che si traducono in un più elevato rapporto deficit/PIL. Se però il Governo non riuscisse a convincere i mercati della correttezza e della solidità degli interventi, gli effetti positivi in termini di benessere derivanti dai provvedimenti in discussione rischierebbero di essere vanificati dal peggioramento delle condizioni finanziarie. La Slide 23 ci riporta al tema dell'efficienza del sistema bancario. Il cost-income delle banche italiane è attualmente inferiore alla media europea. Il numero degli sportelli è stato significativamente ridotto nell'ultimo decennio: oggi ne abbiamo circa 7.000 in



meno rispetto al 2008 (-20%). E' anche ampiamente diminuito il numero dei dipendenti. Personalmente sono convinto che molto può essere ancora fatto in termini di maggiore efficienza. Ci sono ulteriori margini di consolidamento tra gli istituti, in particolare quelli di media e piccola dimensione,

che consentirebbero di sfruttare ulteriori economie di scala.

Se guardiamo infatti il grado di concentrazione (Slide 25) il sistema bancario italiano si colloca attualmente in una posizione intermedia tra la Germania (dove l'indice di concentrazione è più basso del nostro) e la Francia (dove è più elevato). Oggi in Italia operano 538 banche; nel 2008 erano circa 800.

Concludo, riepilogando i temi principali della mia presentazione. Ci aspetta un anno segnato da notevoli complessità, di origine più politica che economica. Il ciclo mondiale rimane positivo; anche le condizioni finanziarie saranno favorevoli alla crescita,

pur in un contesto di più elevato indebitamento complessivo. Le scelte di politica economica, in particolare negli Stati Uniti, rischiano tuttavia di rappresentare un forte momento di discontinuità, con effetti incerti sulle variabili economiche. In Italia, il sistema bancario ha registrato importanti progressi; le incertezze sulla manovra di bilancio e i conseguenti impatti sul mercato italiano dei titoli di stato esercitano tuttavia effetti negativi sui conti delle banche. Per ribaltare queste tendenze e ridurre la volatilità dei mercati occorrerebbero interventi di finanza pubblica a favore del mondo delle imprese, uniti a forti cambiamenti strutturali che possano garantire livelli di crescita economica più sostenuti di quelli a cui ci siamo abituati negli ultimi tempi.