

## Italia fuori dal guado: prospettive di ripresa e il ruolo del credito

**Dott. Gregorio De Felice**

Head of research and Chief economist - Intesa Sanpaolo S.p.A., Milano

È consuetudine che, da qualche anno, questo Convegno sia aperto dagli interventi di Fabio Cerchiai, Carlo Salvatori e mio. Condivido molte delle posizioni dei relatori che mi hanno preceduto. In altre, invece, mi ritrovo di meno: mi riferisco al perdurante pessimismo, ma anche alla grande cautela sulla capacità delle banche di generare redditività. Sono convinto che, rispetto ai nostri passati incontri, quest'anno ci siano margini per guardare allo scenario dell'economia italiana con maggiore ottimismo: i numeri del primo semestre (a breve avremo anche quelli del trimestre) sono infatti piuttosto buoni.

Mi ha molto colpito la frase di Fabio Cerchiai: "non sappiamo cosa far fare ai dipendenti". Un'affermazione cui Carlo Salvatori ha in parte risposto sottolineando come, poste di fronte ad un'emergenza analoga, le banche abbiano reagito diversificando l'operatività verso nuovi segmenti di business. Condivido, invece, pienamente quanto Cerchiai diceva sul tema dell'egoismo dell'Europa: questa Europa non è una società di mutuo soccorso. Non dobbiamo dunque attenderci alcun tipo di supporto; qualsiasi traguardo va conquistato.

Credo che, se l'Italia vuole giocare un ruolo importante in Europa, siano fondamentali due condizioni: un'economia sana che torna a crescere e un sistema finanziario solido. Le banche devono ritornare a far bene il proprio mestiere, cioè dar credito e gestire il risparmio e la ricchezza degli italiani: una ricchezza che vale 4mila miliardi di euro solo per la componente mobiliare, cui sono da aggiungere attività reali valutabili in 6 trilioni (5 dei quali rappresentate da immobili). Ho molto apprezzato, sotto questo profilo, l'esortazione che Salvatori ha rivolto all'industria assicurativa a fare di più, sul modello di quanto hanno realizzato le banche. Partiamo allora dallo scenario per l'economia.

Nel primo semestre del 2015 l'Italia ha mostrato un tasso di crescita in linea con quelli registrati da Francia e Germania (in media 0,35% t/t). Mantenendo una velocità di crociera pari allo 0,3% t/t, ci ritroveremo a chiudere il 2015 con il PIL in aumento dello 0,8% a/a (contro una previsione del Governo dello 0,9%); per il 2016 ci aspettiamo invece un 1,2% (1,6% secondo il Governo).



### Italia: la recessione è finita e inizia la ripresa ...

- L'Italia è cresciuta di 0,35% t/t in media nel primo semestre, in linea con Germania e Francia. L'economia italiana potrà mantenere una velocità di crociera simile a quella dell'ultimo trimestre (+0,3% t/t).
- Previsione 2016 all'1,2% dallo 0,8% del 2015.



È la prima volta dall'inizio della crisi che in Intesa Sanpaolo rivediamo verso l'alto le previsioni di crescita in corso d'anno. Al di là dei numeri, la novità più incoraggiante di questa fase ciclica sta però nella constatazione che la crescita dell'Italia non si basa più soltanto sulla capacità delle nostre imprese di esportare, anche a prezzo di sacrificare i margini: anche la domanda interna torna finalmente a dare un contributo positivo, dopo il crollo registrato nel pieno della crisi.

Sono i consumi, in particolare, a contribuire alla crescita. Tra il 2007 e il 2014, l'Italia ha sofferto una caduta del reddito disponibile (calcolato cioè al netto delle tasse) superiore all'11%: ciò significa che, in media, le famiglie si sono ritrovate a poter disporre di assai meno risorse da allocare ai consumi. Tra quest'anno e il prossimo, la situazione appare finalmente destinata ad invertirsi: ci aspettiamo incrementi del reddito disponibile reale nell'ordine dell'1% nel 2015 e del 1,6% nel 2016.

Ma cosa pensano le famiglie della situazione economica? Guardiamo all'andamento di questi due indicatori, tra i tanti messi a disposizione dall'ISTAT (come si può osservare dalla slide). Il primo riguarda le attese sul bilancio familiare: benché negativo, l'indice è in aumento e segnala un recupero di ottimismo. L'altro indicatore è relativo, invece, al mercato del lavoro: le aspettative sulla disoccupazione migliorano (anche se lentamente) e le famiglie si sono convinte che il fondo è stato finalmente toccato e che, in futuro, non si potrà che risalire. Ritengo che questo migliorato clima di fiducia sia fondamentale, perché incide sui comportamenti di risparmio: al crescere

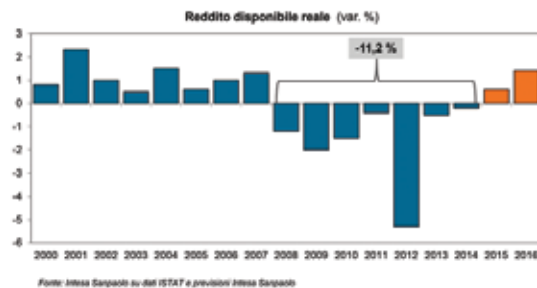
### ... anche grazie alla domanda interna

- La ripresa, partita sulla spinta dei fattori "esogeni" (petrolio, cambio, effetti del QE), proviene ora dalla domanda interna ed è in grado di autosostenersi.
- Cruciali a tal fine appaiono i progressi sul fronte occupazionale.



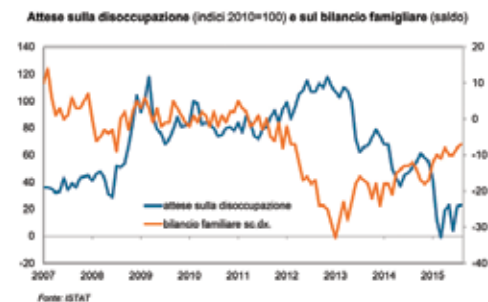
INTESA SANPAOLO

### Tornano positivi i fattori di sostegno ai consumi: reddito disponibile in recupero ...



INTESA SANPAOLO

### ... e minore incertezza delle famiglie sul futuro



INTESA SANPAOLO

dell'ottimismo si riduce, infatti, il risparmio precauzionale e aumenta la propensione a consumare.

Nella ripresa dei consumi sta giocando un ruolo di primo piano la componente dei beni durevoli, sostenuta dal basso livello dei tassi di interesse: le banche stanno aumentando i flussi di credito al consumo e le famiglie tornano gradualmente a indebitarsi. Si erano probabilmente accumulati ritardi nell'acquisto di alcuni prodotti necessari (come l'auto, gli elettrodomestici, ecc.) che le famiglie (anche grazie agli incentivi) stanno pian piano recuperando: le immatricolazioni di autoveicoli, ad esempio, registrano da nove mesi tassi di crescita a due cifre.

Anche dal lato delle imprese arrivano segnali incoraggianti. L'indice composito di fiducia è ai massimi degli ultimi sette anni: il recupero coinvolge non solo il manifatturiero (che beneficia in misura maggiore degli effetti positivi legati alla discesa di cambio e petrolio), ma anche i servizi, il commercio e le costruzioni. Gli investimenti sono, invece, l'anello debole di questa ripresa. Per il momento è positivo l'andamento della componente dei mezzi di trasporto, meno quello relativo ai macchinari e attrezzature (che sono alla base degli ampliamenti aziendali). Anche per quanto riguarda questi ultimi, tuttavia, i dati segnalano il passaggio da variazioni negative a tassi di crescita nulli.

Il settore delle costruzioni è quello che maggiormente ha risentito della crisi. Le sofferenze hanno raggiunto il 28% del totale dei prestiti; la percentuale sale al 40 - 45% aggiungendo il credito deteriorato. È, invece, molto diversa la situazione del mercato immobiliare: le intenzioni di acquisto dei consumatori, che erano crollate nel pieno della crisi, stanno gradualmente migliorando e puntano verso l'alto. Nel 2006 le compravendite di immobili a destinazione residenziale (per gli immobili commerciali il discorso è molto diverso) avevano toccato il milione di unità, per poi crollare fino a 400mila nel 2013: nel 2015 si è avviato un piccolo recupero, che ha portato gli scambi verso quota 500mila. I prezzi degli immobili si stanno stabilizzando, dopo essere scesi dal 2008 in

### Ripresa della spesa in beni durevoli

- Nella ripresa dei consumi sembra avere un ruolo anche il basso livello dei tassi di interesse (e le favorevoli condizioni finanziarie), visto che è trainante la componente maggiormente «interest-sensitive», quella dei consumi di beni durevoli e di mezzi di trasporto.



INTESA SINDIOLIO

### Anche dal lato delle imprese segnali incoraggianti

- L'indice composito di fiducia delle imprese è salito ai massimi da più di 7 anni.
- In ripresa non soltanto il manifatturiero, che beneficia maggiormente degli shock «esogeni» da cambio e petrolio, ma anche servizi, commercio e costruzioni.



INTESA SINDIOLIO

### Gli investimenti in mezzi di trasporto sono già ripartiti

- Il settore dei mezzi di trasporto appare secondo tutti i dati (produzione industriale, ordini e fatturato, export) il più brillante in questa fase.
- Le costruzioni restano le più lontane della ripresa, ma i segnali di miglioramento visti di recente sono di buon auspicio per il futuro.



INTESA SINDIOLIO

### Il mercato immobiliare mostra segnali di recupero: migliorano le intenzioni di acquisto ...

- Aumenta la percentuale di consumatori che dichiara di voler acquistare un'abitazione nel trimestre oggetto d'indagine.



INTESA SINDIOLIO

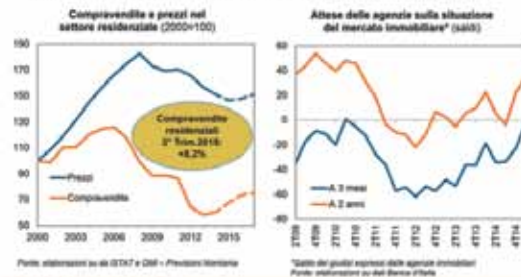
poi. Le attese delle agenzie immobiliari sulla situazione del mercato appaiono positive in una prospettiva di medio termine (2 anni) e abbastanza positive sui tre mesi.

Con il venir meno dei dubbi da parte delle imprese sulla sostenibilità della ripresa, ci attendiamo un recupero degli investimenti in macchinari. Anche dal mercato del lavoro provengono segnali positivi: benché di poco, l'occupazione sta crescendo. Questa fase di uscita dalla crisi presenta una caratteristica decisamente peculiare: il mercato del lavoro, che normalmente reagisce con ritardo alla ripresa del ciclo economico, è invece ripartito prima del PIL grazie agli incentivi governativi (bonus assunzioni, bonus nuovo contratto, ecc.). La domanda che qualcuno si pone è: siamo di fronte ad una job-less o a una job-led recovery? In realtà, l'anomalia è la conseguenza di misure governative di incerta riconferma (penso in particolare al bonus assunzioni): rimane però il fatto che un'occupazione che cresce rappresenta uno stimolo per la spesa delle famiglie.

Le esportazioni italiane restano toniche, sostenute dall'euro debole e da un buon livello di domanda. Il rallentamento degli emergenti appare più che compensato dalla maggior domanda di export proveniente dalle economie avanzate, in particolare dagli Stati Uniti e dai paesi europei non appartenenti all'Eurozona. La politica fiscale ha assunto dal 2014 un orientamento moderatamente espansivo: in base al quadro programmatico del Governo, questa impostazione verrà mantenuta anche nel 2016. Può essere un problema? È vero, stiamo continuando a fare dei rinvii: per esempio, il conseguimento dell'obiettivo di pareggio di bilancio è stato rimandato al 2018. In un contesto di tassi di interesse straordinariamente bassi, l'aver portato avanti alcune riforme ci ha però assicurato margini di manovra nella trattativa con l'Europa in precedenza impensabili, che ci consentono tagli fiscali in deficit. Non è un risultato da poco: se nel 2012 ci fossimo presentati ai partner europei e ai mercati con una politica fiscale come quella della Legge di Stabilità di quest'anno, le conseguenze sarebbero state negative. Oggi anche altri paesi, come

### ... e le attese sono più favorevoli

- Il mercato immobiliare mostra segnali di miglioramento con le compravendite in crescita nel 2014, per la prima volta dal 2006. Anche le attese delle agenzie immobiliari, monitorate da Banca d'Italia, sono orientate verso una ripartenza del mercato.

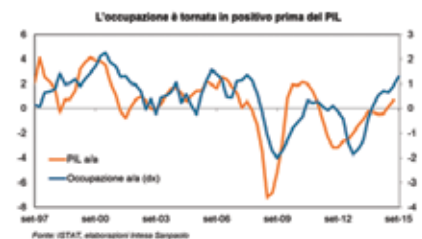


INTESA SINDIOLIO

11

### Da job-less a job-led recovery?

- L'elasticità dell'occupazione al ciclo è oggi superiore a quella vista in altre fasi storiche. Gli occupati sono tornati in positivo prima del PIL e sono in accelerazione.
- Ciò segnala il ruolo delle misure governative. Tuttavia, l'aumento in corso del tasso di attività farà sì che la discesa della disoccupazione sia lenta e irregolare.



INTESA SINDIOLIO

12

### Export tonico, pur con emergenti in rallentamento

- Commercio con l'estero: ancora sostenuto da euro debole e domanda su buoni livelli (specie dai Paesi extra-UE).
- Ricomposizione della domanda dall'estero: il rallentamento degli emergenti è più che compensato dalla maggiore domanda delle economie avanzate, in particolare da Stati Uniti e alcuni Paesi europei specie al di fuori dell'Eurozona.



INTESA SINDIOLIO

13



Spagna e Francia, mantengono un approccio analogo: poter contare su margini addizionali di politica fiscale (i.e.: un più elevato deficit di bilancio corretto per il ciclo) aiuta a sostenere la crescita.

A fronte dei segnali di ripresa (più accentuata nel caso dei consumi, meno per gli investimenti) cosa sta accadendo nel mondo del credito?

Le banche hanno già allentato i criteri di offerta. La Slide qui a fianco presenta i risultati relativi all'Italia della Bank Lending Survey della Banca Centrale Europea. L'area della figura al di sopra della linea dello zero segnala condizioni di restrizione del credito, quella inferiore condizioni di allentamento. Da qualche mese, i risultati della survey si collocano nella parte bassa della figura: un dato positivo, perché significa che le banche sono più propense a concedere credito grazie al basso livello dei tassi di interesse, alla maggior disponibilità di capitale, alle migliorate prospettive dell'economia reale e alla conseguente ripresa della domanda di prestiti.

Anche l'86% circa delle imprese segnala un miglioramento delle condizioni di accesso al credito (dato relativo ad agosto), 8 punti percentuali in più rispetto alla rilevazione di fine 2014: quasi più nessuno, dunque, avverte rischi di razionamento.

Ma perché le imprese domandano credito?

Anche qui la Bank Lending Survey segnala una piccola novità: per la prima volta dopo anni, gli investimenti tornano a giocare un ruolo centrale nella domanda di credito proveniente dalle imprese. È un segnale incoraggiante per il futuro: in passato, la domanda si indirizzava, infatti, prevalentemente alla ristrutturazione del debito, a testimonianza delle difficoltà finanziarie delle imprese.

I dati disponibili evidenziano una forte crescita dei prestiti a medio termine alle imprese. Anche le erogazioni di mutui per l'acquisto di nuove abitazioni appaiono in ripresa: i flussi lordi mensili sono praticamente raddoppiati rispetto allo scorso anno e hanno quasi raggiunto i livelli pre-crisi (anche se sostenuti da surroghe e sostituzioni). Si tratta di un fenomeno sicuramente positivo, indice di forte concorrenza tra gli operatori del mercato: non a caso, la differenza sul tasso variabile tra i mutui concessi in Italia e quelli offerti nell'area dell'Euro si è praticamente azzerata. Riteniamo molto probabile che anche il gap tra Italia ed Eurozona

### La politica fiscale sarà di supporto

- In base al quadro programmatico del governo, anche nel 2016 (come nei due anni precedenti) la politica fiscale sarà di orientamento (sia pur moderatamente) espansivo, sostenendo il rafforzamento della ripresa.
- Non è detto però che la Commissione Ue consenta l'utilizzo di tutti i margini di flessibilità richiesti dal Governo.

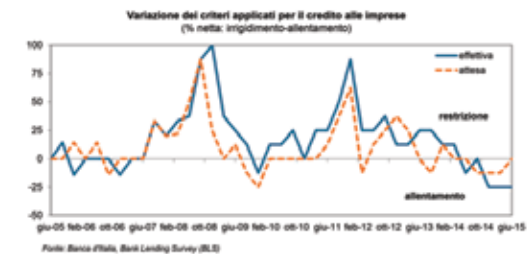


INTESA SNNBILO

14

### Le banche hanno allentato i criteri d'offerta di credito

- A giugno 2015, per il quinto trimestre consecutivo, le banche italiane hanno confermato l'allentamento dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese.
- A beneficiare maggiormente del miglioramento di tali condizioni sono state le PMI. Le banche prevedono di mantenere gli standard invariati nel 3° trimestre dell'anno.



INTESA SNNBILO

17

### Prestiti a medio termine in forte crescita

- In sette mesi consecutivi di saldi positivi, i prestiti a medio termine hanno totalizzato una crescita netta di 15,3 mld da fine 2014. Di conseguenza, il loro tasso di variazione ha continuato ad accelerare fino al +12,3% a/a di luglio.
- La componente con scadenza superiore ai 5 anni è rimasta in calo, anche se recentemente più moderato, del -4,5% a/a contro il -5,4% del primo semestre.



INTESA SNNBILO

21

per i mutui a tasso fisso cali significativamente entro il 2016.

È da notare che tutto ciò accade malgrado un rischio di credito ancora elevato: a luglio lo stock delle sofferenze lorde sfiorava infatti i 200 miliardi. Tende peraltro a ridursi il costo del cattivo credito, che era più che raddoppiato tra il 2011 e il 2013, passando da 99pb a 229pb.

A chi mi chiede una previsione per il sistema bancario italiano nel 2016, io dico che sarà il credito a fare la differenza: mi aspetto una significativa accelerazione dell'attività di lending, sostenuta sia dalla ripresa dell'economia che dal livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse.

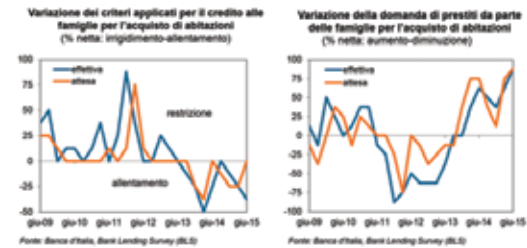
Nella storia economica non accade spesso che i tassi rimangano bassi in presenza di una ripresa. La funzione di reazione tipica dei banchieri centrali prevede, infatti, che al recupero dell'economia si accompagni un movimento verso l'altro dei tassi, in modo da mantenere sotto controllo le aspettative di inflazione. Non sarà però così il prossimo anno: al contrario, il QE verrà prorogato.

Il livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse continuerà a influenzare negativamente la redditività delle banche, che dovranno compensare con maggiori volumi l'appiattimento del margine di interesse. I bilanci continueranno inoltre a risentire dell'elevata massa di sofferenze e credito deteriorato accumulatasi per effetto della crisi. Il completamento di alcune riforme (diritto fallimentare, diritto civile, concordato preventivo) potrebbe favorire la creazione di un vero e proprio mercato italiano dei prestiti non performing, liberando i bilanci e accrescendo la capacità di lending delle banche.

Il maggior rischio per il sistema bancario è però di natura regolamentare. Lo riconosce la stessa Banca d'Italia, fortemente impegnata sul fronte europeo perché le novità in calendario per i prossimi anni (riserve addizionali, bail-in, MREL, revisione dei requisiti sui rischi di mercato, nuovo requisito di capitale sul debito sovrano, ...) non inneschino fenomeni di deleveraging, riducendo l'offerta di credito all'economia. È un rischio che deve essere gestito sia a livello politico che tecnico, con una forte azione di advocacy: assicurazioni e le banche devono essere unite su questo tema.

## I criteri di offerta per la concessione di mutui alle famiglie registrano ulteriori allentamenti

- È la domanda di prestiti da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni continua a crescere significativamente.

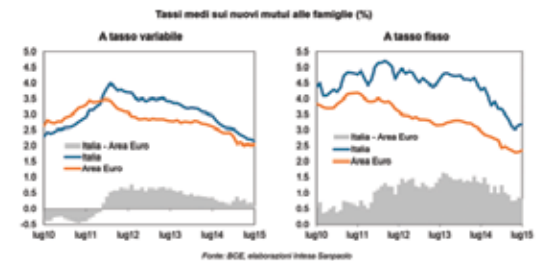


INTESA SINDIOLIO

22

## Tassi sui mutui alle famiglie ai minimi storici, ridotti i differenziali con l'area euro ...

- I tassi sui nuovi mutui alle famiglie sono scesi a livelli mai visti negli anni duemila.
- I differenziali con l'area euro si sono ridotti significativamente.

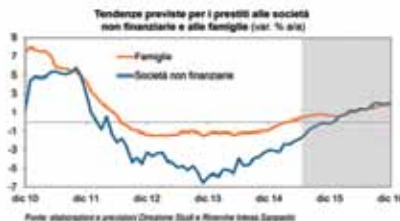


INTESA SINDIOLIO

23

## Il 2016 sarà l'anno della svolta dei prestiti

- Attesi prestiti in graduale ripresa, in presenza di condizioni creditizie molto favorevoli.
- Volumi alle società non-finanziarie in crescita moderata, conseguente alla ripresa economica, con possibili spunti positivi da domanda di credito per investimenti.
- Mutui alle famiglie favoriti dal tono espansivo dell'offerta e dai tassi molto bassi, in un contesto ancora incerto del mercato immobiliare. Proseguirà la ripresa del credito al consumo, sulla scia della spesa per beni durevoli.



INTESA SINDIOLIO

27

## I rischi legati ad una regolamentazione troppo restrittiva

- I rischi verso il basso provengono dall'evolversi del quadro regolamentare.
- Riserve addizionali di qualità primaria.
- Bail in, ossia attribuzione alle autorità del potere di svalutare le somme esigibili di creditori non garantiti dalla banca in crisi o di convertire le passività in capitale.
- Requisito minimo relativo ai fondi propri e passività ammissibili (MREL).
- Quadro comune per la valutazione dei rischi e dell'adeguatezza del capitale e della liquidità.
- Revisione dei requisiti patrimoniali sui rischi di mercato, revisione approccio standard per il rischio di credito, la revisione dell'approccio standardizzato per i rischi operativi.
- Introduzione di un nuovo capital floor permanente.

L'obiettivo di dotare il sistema bancario di margini di sicurezza più ampi in termini di capitale, liquidità e strumenti di gestione delle insolvenze bancarie NON deve provocare un **deleveraging** che rischia di ridurre significativamente l'offerta di credito.

INTESA SINDIOLIO

28