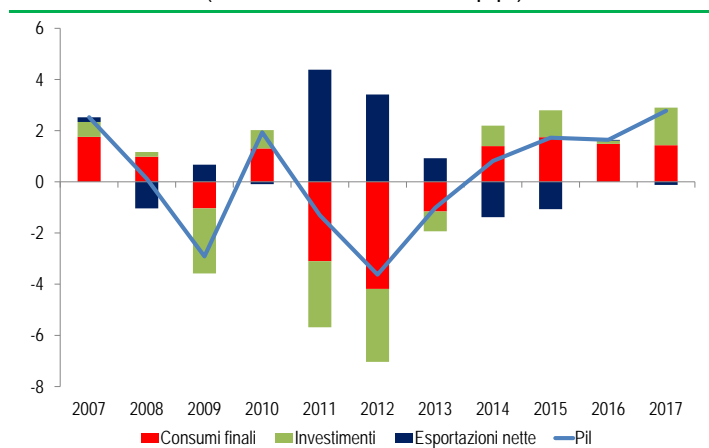


Portogallo: crescita economica reale e contributi delle componenti

(var. % a/a e contributi in p.p.)



Fonte: Eurostat

Con un aumento del Pil 2,7% nel 2017 il Portogallo ha messo a segno la crescita più elevata dall'inizio del millennio. Le favorevoli prospettive per i prossimi anni consolidano il cambio di passo dell'economia lusitana. Grazie a queste prospettive le agenzie di rating hanno migliorato la valutazione, le autorità europee hanno permesso l'uscita del paese dalla procedura per deficit eccessivo mentre il Fmi ha espresso considerazioni positive per la restituzione anticipata di gran parte del prestito concesso dall'istituzione cinque anni fa.

Il miglioramento degli indicatori macroeconomici è evidente e potrà contribuire a ridurre la distanza dai target europei. Nel 2017 il debito pubblico e il debito privato si collocavano al 126% e al 171% del Pil rispettivamente. Si moltiplicano i provvedimenti delle autorità per lo smaltimento dei crediti deteriorati e per la prevenzione di rischi futuri sul versante bancario.

n. 17

4 maggio 2018



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Il Portogallo riemerge dalla notte della crisi

C. Russo  carla.russo@bnlmail.com

Dopo essere stato tra i paesi più duramente colpiti dalla crisi economico-finanziaria, il Portogallo ha registrato lo scorso anno una crescita del 2,7%, la più alta dall'inizio del millennio. L'intensità della ripresa ha sorpreso i principali istituti di previsione che solo un anno prima ipotizzavano una crescita di circa un punto inferiore. Il livello critico di alcuni indicatori macroeconomici già prima della crisi (e il loro peggioramento durante la Grande Recessione) rendeva piuttosto incerti i tempi e l'entità del recupero. Le favorevoli previsioni per quest'anno (+2,3%) e per il prossimo biennio (di poco inferiori al 2%) confermano il perdurare della fase espansiva, pur se a un ritmo più contenuto, consolidando l'inversione di tendenza.

Malgrado il miglioramento di molti indicatori macroeconomici, numerose variabili rimangono distanti dai valori richiesti dalle autorità europee. In particolare, il permanere del debito pubblico e privato (al 126% e al 171% del Pil rispettivamente) molto al di sopra dei parametri di salvaguardia (60% e 133%) rendono particolarmente vulnerabili i diversi settori ad un eventuale peggioramento della congiuntura. Un indicatore che merita un attento controllo è il mercato immobiliare: dal 2015 il Portogallo sta sperimentando una fase di crescita dei prezzi delle abitazioni senza precedenti favorita dall'*appeal* turistico del paese e dal *Golden Visa*, il programma delle autorità lusitane per attrarre capitali stranieri.

Tra le sfavorevoli eredità dei lunghi anni trascorsi tra scarsa crescita e recessione vi è quella della critica qualità del credito. A dicembre scorso il rapporto tra non-performing loans e prestiti era oltre il 15%, in discesa ma ancora tra i più elevati dell'area euro. Numerose le iniziative delle autorità portoghesi per lo smaltimento dello stock accumulato e per la prevenzione di rischi futuri.

La congiuntura attuale

Dopo essere stato tra i paesi più duramente colpiti dalla crisi economico-finanziaria, con il quinquennio 2009-13 trascorso quasi interamente in recessione, la graduale ripresa economica del Portogallo culminata con la crescita del 2,7% dello scorso anno attira l'attenzione di molti operatori. La dinamica economica nel 2017 è la più elevata dal 2000 ed è giunta largamente inaspettata: a inizio anno le principali istituzioni ipotizzavano una crescita di circa un punto inferiore a quella poi realizzata. Questa fase di ripresa è avvenuta in parallelo con la nomina a primo ministro di Antonio Costa che ha modificato in modo essenziale le politiche sociali fino allora adottate.

La criticità di numerosi indicatori macroeconomici, evidente già prima dell'avvio della crisi, e il ricorso a un ingente prestito dalle autorità sovranazionali¹ (€78 mld nel 2011, il 45% del Pil) rendeva poco probabile un recupero nell'arco di pochi anni. La dinamica del 2017, le favorevoli previsioni² per il 2018 (2,3%) e il biennio successivo (1,9% e 1,7%), sebbene più contenute rispetto alla performance dello scorso anno, segnano

¹ Ue (€52 mld) e Fmi (€26 mld).

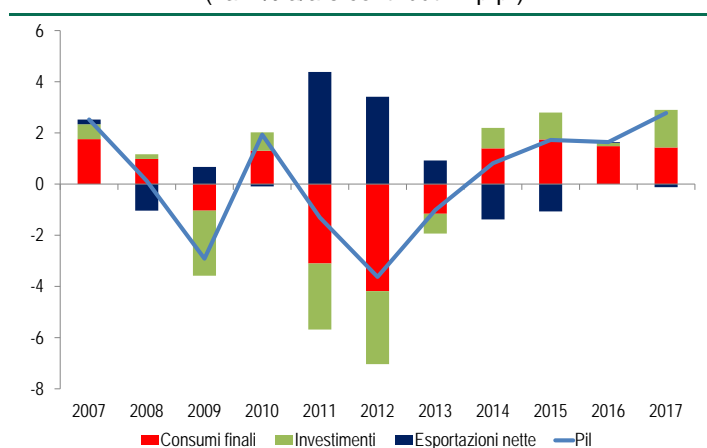
² Le previsioni di crescita tra parentesi sono quelle indicate dalla Banca centrale portoghese. Le stime del Fmi e della Commissione europea non si discostano di molto.

una decisa inversione di tendenza con una crescita attesa superiore a quella potenziale.

Pur se a ritmi diversi, tutte le componenti dovrebbero contribuire alla crescita. Il volume delle esportazioni nel triennio 2018-2020 dovrebbe crescere intorno al 5% medio annuo, e a fine decennio superare del 70% il valore pre-crisi; gli investimenti dovrebbero aumentare del 6% circa soprattutto per merito delle imprese, mentre l'incremento dei consumi privati (2% circa) potrebbe risentire della debole variazione del reddito disponibile. I principali istituti di ricerca sottolineano tuttavia come lo sviluppo dell'attività economica rimanga esposto all'evoluzione del contesto esterno (le esportazioni hanno raggiunto il 45% del Pil) e alla risoluzione di squilibri interni ed esterni presenti nel paese da lungo tempo.

Portogallo: crescita economica reale e contributi delle componenti

(var. % a/a e contributi in p.p.)



Fonte: Eurostat

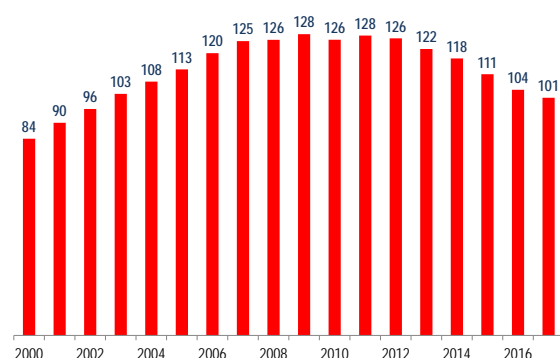
Un'eredità difficile da gestire

Sull'economia portoghese pesano diversi indicatori fuori linea maturati negli ultimi venti anni e che la Grande Recessione ha reso di difficile gestione. La crescita economica della seconda metà degli anni Novanta (+3,5% in media nel 1995-2001), insieme alla graduale riduzione dei tassi di interesse riconducibile all'adozione dell'euro, hanno favorito il consolidarsi di trend destinati a pesare negativamente negli anni successivi tra cui l'aumento dell'indebitamento di famiglie e imprese passati tra il 1995 e il 2001 dal 30 al 90% del reddito disponibile il primo e dal 67 al 92% del Pil il secondo.

Per soddisfare le richieste di finanziamenti³ il sistema bancario ha aumentato in misura crescente l'approvvigionamento sul mercato internazionale. Nello stesso tempo il rapporto prestiti/depositi è aumentato dal 75 al 131%, l'incidenza del debito estero sul Pil è salita al 145% e il saldo delle partite correnti da una posizione di sostanziale equilibrio nel 1995 (-0,2% del Pil) è passato a un deficit di oltre il 10% all'inizio del millennio.

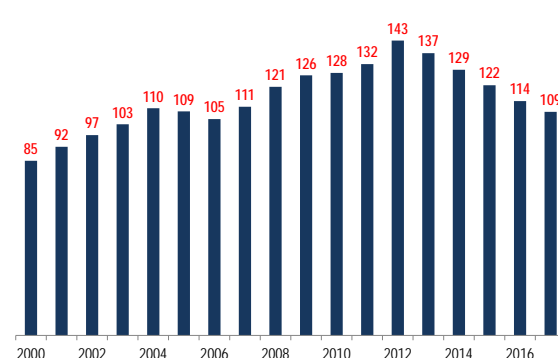
³ J. Alves, R. Pereira, "The Portuguese household's indebtedness", *Lisbon School of Economics & Management*, WP 07/2017.

Portogallo: indebitamento delle famiglie
(in rapporto al reddito disponibile)



Fonte: Bce

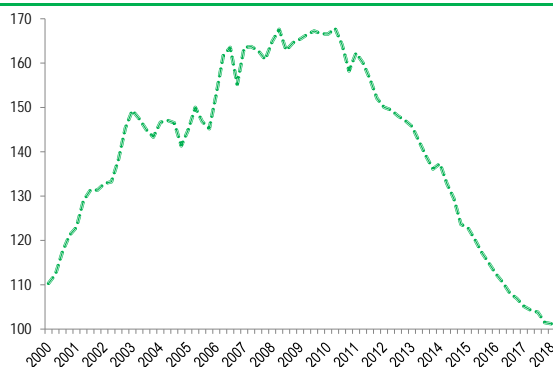
Portogallo: indebitamento delle imprese
(in % al Pil)



Fonte: Bce

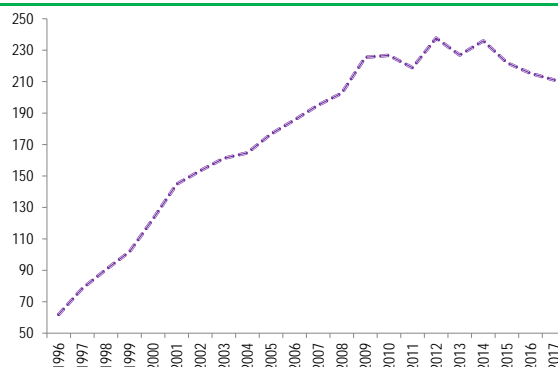
Altri indicatori fornivano indicazioni contrastanti: a fronte di un miglioramento del tasso di disoccupazione (dal 6,6% al 4,4% tra il 1995 e il 2001), la crescita della produttività nominale era rimasta stabile al 2%, meno della metà dell'incremento nominale dei salari (4,2% in media) con conseguente peggioramento della competitività.

Portogallo: rapporto prestiti/depositi
(val. %)



Fonte: Bce

Portogallo: debito estero lordo/Pil
(val. %)

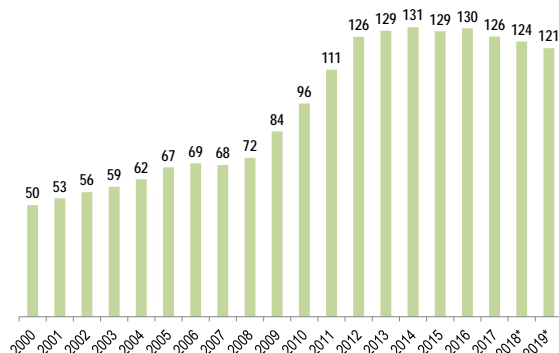


Fonte: elab. Servizio Studi BNL su Bce e Eurostat

Esaurita la fase di espansione, negli anni successivi (2002-07) il paese ha registrato uno sviluppo complessivamente molto contenuto (1,1% in media a fronte del 2% dell'eurozona) con una riduzione della domanda interna dovuta alla *spending review* di famiglie e imprese compensata solo in parte da un aumento della spesa pubblica che però ha aumentato il rapporto debito/Pil di oltre 12 p.p. (dal 56,2 al 68,4%).

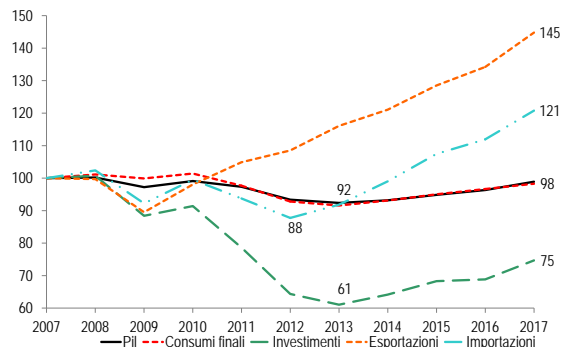
L'inasprimento degli indicatori di indebitamento del settore privato e pubblico si è accompagnato a un peggioramento del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione al 5% all'inizio del millennio è salito fin oltre l'8% nel 2007 contestualmente ad un ulteriore aumento dell'indebitamento di famiglie e imprese.

Portogallo: debito pubblico/Pil
(val. %)



Fonte: Bce

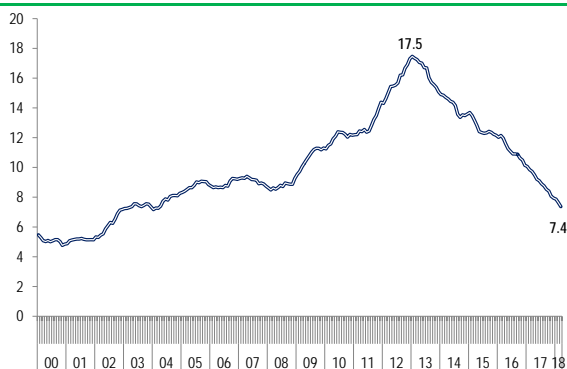
Portogallo: Pil e componenti
(2007=100)



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su Bce e Eurostat

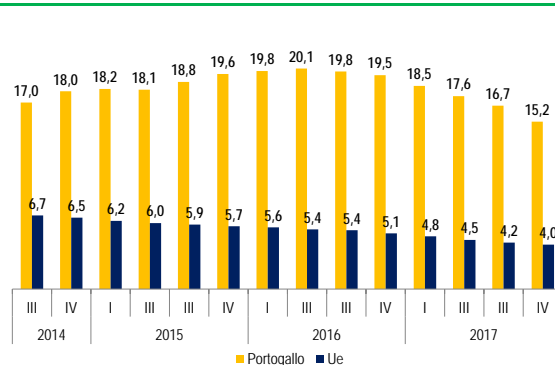
L'arrivo della crisi economica internazionale ha ulteriormente esacerbato gli squilibri del paese e tra il 2012 e il 2013 i principali indicatori macroeconomici hanno toccato i loro valori peggiori. Posto pari a 100 il valore del 2007, tra il 2012-13 l'indice dei consumi e del Pil è sceso a 92, quello degli investimenti a 61. Nello stesso periodo le passività delle famiglie hanno raggiunto il 128% del reddito disponibile, l'indebitamento delle imprese il 143% del Pil e quello pubblico il 130%. A fronte del ritorno in surplus del saldo delle partite correnti (+1,4% del Pil), il tasso di disoccupazione ha superato il 17% e con grande rapidità si è cominciato a proporre un problema di crediti irregolari passati tra il 2008 e il 2013 dal 3,4% al 16,1% dei prestiti totali.

Portogallo: tasso di disoccupazione
(in % della forza lavoro)



Fonte: Bce

Portogallo: crediti deteriorati
(in % dei prestiti)



Fonte: Eba

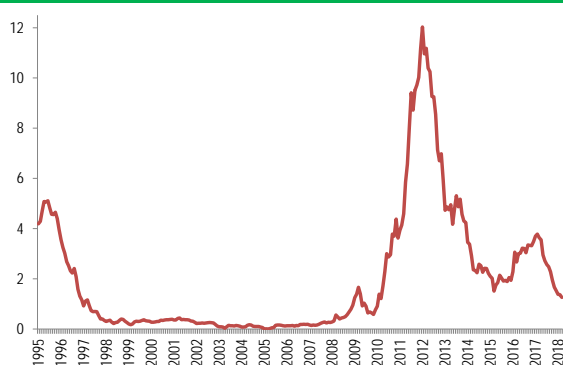
Nel 2017 l'uscita dal tunnel

La critica situazione del Portogallo ha indotto la Commissione europea a raccomandazioni specifiche⁴ per il rientro nei parametri. Sebbene molti indicatori siano ancora distanti dal raggiungimento dei valori soglia non mancano segnali positivi. Oltre alle autorità europee, che nel 2017 hanno decretato l'uscita del paese dalla procedura

⁴ Le raccomandazioni forniscono orientamenti politici specifici per ciascun paese dell'UE sulle modalità per stimolare la crescita e l'occupazione, mantenendo in ordine i conti pubblici.

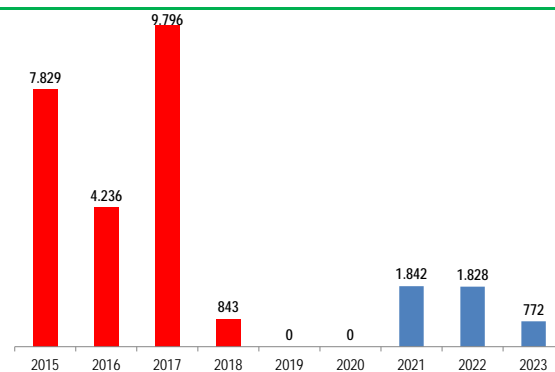
per deficit eccessivo, ne stanno prendendo atto anche le agenzie di rating⁵ attraverso il miglioramento del loro giudizio con benefici per il collocamento e il rendimento (in discesa) dei titoli governativi: il differenziale con il Bund è in graduale restringimento e in marzo è sceso al di sotto dei 130 pb, il livello più basso dal 2010. Il miglioramento del contesto macroeconomico emerge anche dai resoconti del Fondo monetario internazionale che nell'ultimo rapporto sulle capacità del paese di far fronte agli impegni finanziari⁶ (febbraio 2018) sottolinea i progressi fatti. Ad avvalorare la positiva visione dell'istituto vi è anche il rimborso anticipato dei fondi ricevuti in occasione del piano di salvataggio della primavera del 2011: con i €10,6 mld restituiti tra il 2017 e gennaio 2018 sale a €22 mld l'ammontare finora rimborsato su un totale di €26 mld complessivi messi a disposizione cinque anni prima dal Fmi.

Portogallo: spread dei titoli decennali
(punti percentuali rispetto al Bund)



Fonte: Bce

Portogallo: piano di rimborso prestito Fmi
(in milioni di euro)



Fonte: Fmi

Tra gli indicatori che destano preoccupazione per le possibili ricadute sfavorevoli sull'andamento economico generale vi è l'indebitamento del settore pubblico e privato. Pur in discesa, nel 2017 il rapporto tra debito pubblico e Pil si è posizionato al 126% (più del doppio del valore soglia posto al 60%) mentre il debito privato al 171% (133% la soglia). La riduzione dei due indicatori dai livelli massimi toccati nel 2014 e 2012 rispettivamente è il risultato sia del miglioramento del denominatore sia della contrazione del numeratore. I prestiti alle imprese e alle famiglie hanno infatti conosciuto circa sei anni di flessione (2011-2017) e solo da qualche mese mostrano i primi segnali di ripresa.

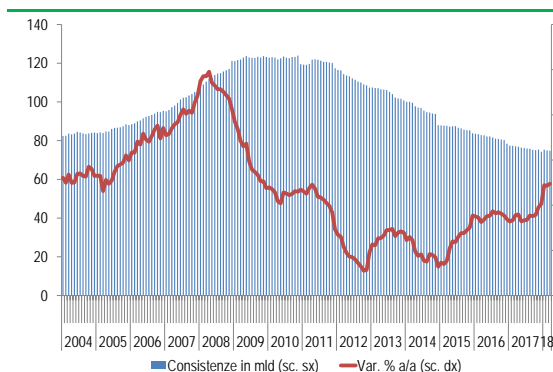
Un problema che negli anni passati non ha coinvolto il Portogallo è stato l'aumento eccessivo dei prezzi degli immobili: dopo un prolungato periodo di flessione l'indice dei prezzi è ora al livello del 2009. Tuttavia nel confronto con il periodo di minimo (II trim. 2013) l'incremento è stato del 20% in termini reali cumulati, circa tre volte quanto rilevato per l'area euro.

La ripresa del ciclo economico sta senz'altro dando impulso al mercato immobiliare: a metà dello scorso anno le compravendite hanno raggiunto le 37mila unità, un record storico per il paese. All'andamento delle transazioni immobiliari contribuisce in misura non secondaria la ricerca di investimenti più redditizi dei tradizionali depositi, anche alla luce dell'appeal del Portogallo quale meta turistica.

⁵ Moody's e S&P (settembre 2017), Fitch (dicembre 2017), DBRS (aprile 2018).

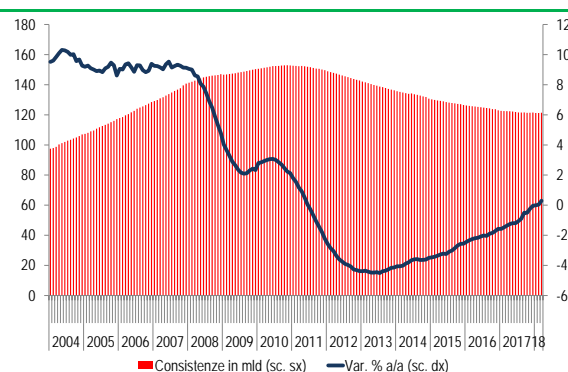
⁶ Fmi, "Country Report n. 18/52, Portugal", *Sixth post-program monitoring discussion*, febbraio 2018.

Portogallo: prestiti alle società non finanziarie



Fonte: Bce

Portogallo: prestiti alle famiglie



Fonte: Bce

A ciò si deve poi aggiungere il *Golden Visa*, il programma delle autorità lusitane per attrarre capitali stranieri che prevede, tra l'altro, l'acquisto di un immobile di proprietà, fattore che ha favorito le compravendite dei non-residenti. Pur non essendo presenti rischi di bolle, la Banca centrale portoghese in considerazione della crescente quota di transazioni realizzate grazie ad un mutuo (45% nel II trim. 2017) ha annunciato l'adozione di regole prudenziali più severe per le prossime erogazioni: in luglio entreranno in vigore nuovi limiti relativamente alla durata, al *loan to value* e all'incidenza del finanziamento sul reddito disponibile del richiedente. La misura risponde all'esigenza di tutelare la clientela dal rischio di sovraindebitamento ma anche di non esporre il sistema bancario ad un ulteriore aumento dei crediti in sofferenza.

Una delle più sfavorevoli eredità del passato è infatti quella dei *non-performing loans* (NPL) che in Portogallo ammontano a oltre €42 mld. Secondo le ultime rilevazioni Eba (dicembre 2017) l'incidenza degli NPL sul totale dei crediti è oltre il 15%, uno dei *ratio* più elevati della Ue, circa quattro volte il livello medio dell'area. Sebbene in riduzione, l'ammontare dei finanziamenti deteriorati costituisce un pesante limite alla capacità di finanziamento del sistema bancario portoghese tanto che sono state messe in campo diverse iniziative per la gestione di quelle esistenti e per la prevenzione di casi futuri. Considerato che il 65% degli NPL riguarda le imprese si sono adottati, tra l'altro, piani di ristrutturazione del debito, snellimento nelle procedure di fallimento e provvedimenti di stimolo per l'avvio di un più attivo mercato secondario dei prestiti irregolari.

Un problema che negli anni passati non ha coinvolto il Portogallo è stato l'aumento eccessivo dei prezzi degli immobili: dopo un prolungato periodo di flessione l'indice dei prezzi è ora al livello del 2009. Tuttavia nel confronto con il periodo di minimo (II trim. 2013) l'incremento è stato del 20% in termini reali cumulati, circa tre volte quanto rilevato per l'area euro.

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