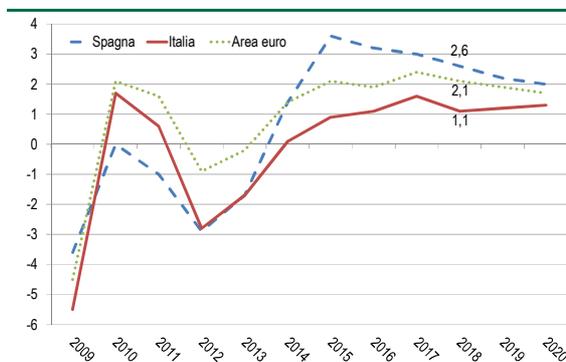
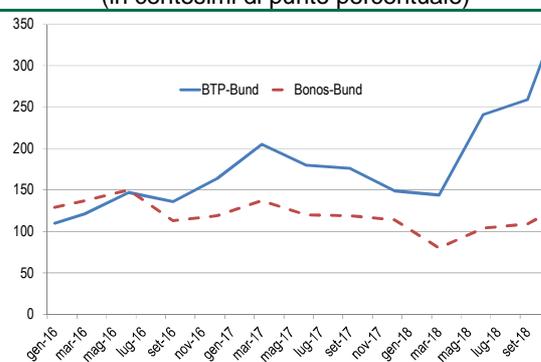


## Crescita economica in Spagna, Italia e Area euro (var % a/a del Pil reale)



Fonte: Commissione Europea

## Rendimento dei titoli di stato decennali: dinamica dello spread di BTP e Bonos con il Bund (in centesimi di punto percentuale)



Fonte: Bce

Negli ultimi anni la **Spagna** si è segnalata per l'intensità e la continuità del suo processo di crescita. Come evidenziato dal relativamente contenuto rendimento richiesto per la sottoscrizione dei suoi titoli governativi a 10 anni i mercati finanziari ritengono condivisibile una valutazione favorevole della situazione di questo Paese..

Una parte non trascurabile del **positivo differenziale di crescita** evidenziato dalla Spagna è stato determinato dal considerevole supporto offerto dalla spesa statale, in particolare dai consumi pubblici. A questo si è aggiunto il comportamento delle famiglie che, in un contesto di elevata e perdurante disoccupazione, hanno "difeso" i loro consumi sia riducendo la propensione al risparmio sia confermando un'elevata propensione all'indebitamento. Dopo l'ampia contrazione registrata fino al 2014, il settore delle costruzioni è tornato ad esercitare una funzione di traino.

Posizionare il **sistema bancario spagnolo** è operazione difficile. Il processo di risanamento, avviato a metà del 2012 e in gran parte finanziato con risorse messe a disposizione dall'Unione Europea, ha conseguito risultati molto importanti. La negativa eredità della bolla immobiliare non risulta ancora completamente smaltita.

**n. 42** 07 dicembre 2018



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca  
per un mondo  
che cambia

## I fattori trainanti (nascosti) della corsa della Spagna

S. Carletti  [silvano.carletti@bnlmail.com](mailto:silvano.carletti@bnlmail.com)

**Negli ultimi anni la Spagna si è segnalata per l'intensità e la continuità del suo processo di crescita. Nel quadriennio 2014-17 la sua progressione annua è risultata pari al 2,8%, a fronte del 2,0% circa dell'eurozona e dello 0,9% dell'Italia. I maggiori centri previsionali sono convinti che questo vantaggio sarà riconfermato nel triennio appena iniziato.**

**A giudicare dal rendimento richiesto per la sottoscrizione dei suoi titoli governativi a 10 anni i mercati finanziari ritengono condivisibile una valutazione favorevole della situazione spagnola. Lo spread con il rendimento degli analoghi titoli tedeschi è da oltre due anni al di sotto dei 150 punti base e nella prima metà di quest'anno è rimasto a lungo al di sotto di quota 100.**

**Una parte non trascurabile del positivo differenziale di crescita evidenziato dalla Spagna è stato determinato dal considerevole supporto offerto dai consumi pubblici. A questo si è aggiunto il comportamento delle famiglie che, in un contesto di elevata e perdurante disoccupazione, hanno "difeso" i loro consumi sia riducendo la propensione al risparmio sia confermando un'elevata propensione all'indebitamento.**

**Inoltre, il settore delle costruzioni sta continuando ad esercitare una funzione di traino con una crescita (in termini reali) del 6-7%, nel 2017 e 2018, sostanzialmente il doppio di quanto è riuscito a fare nello stesso periodo il settore manifatturiero. In Italia, ci si trova nella condizione opposta: la ripresa del settore delle costruzioni è molto lenta e modesta, ampiamente inferiore a quella più brillante del settore manifatturiero.**

**Posizionare il sistema bancario spagnolo è operazione difficile. Il processo di risanamento avviato a metà del 2012 e in gran parte finanziato con risorse messe a disposizione dall'Unione Europea ha conseguito risultati molto importanti. Ma la negativa eredità della bolla immobiliare non risulta ancora smaltita.**

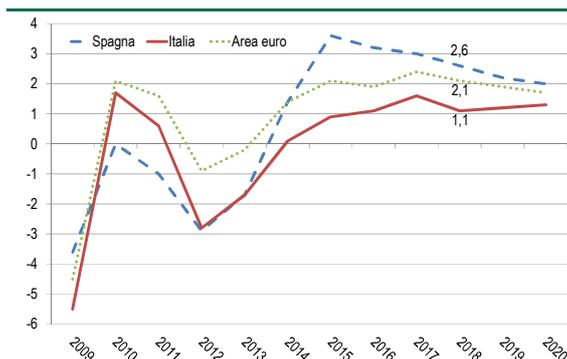
Negli ultimi anni la Spagna si è segnalata per l'intensità e la continuità del suo processo di crescita. Dopo una doppia recessione, nel quadriennio 2014-17 la sua progressione annua è risultata pari al 2,8%, a fronte del 2,0% circa dell'eurozona e dello 0,9% dell'Italia. I maggiori centri previsionali sono convinti che questo vantaggio sarà riconfermato nel triennio appena iniziato: secondo la Commissione Europea, la Spagna dovrebbe crescere del 2,6% nell'anno in corso e del 2,2-2,0% nel prossimo biennio (+2,1% e 1,9-1,7% nel caso dell'eurozona).

Il rallentamento in atto (+2,5% a/a nel terzo trimestre 2018 a fronte del 3,1% a/a nell'ultimo trimestre 2017) è dovuto principalmente alla componente estera, con un raffreddamento delle esportazioni che ha trovato solo parziale compensazione nella moderazione degli acquisti all'estero. Almeno in parte il rallentamento delle esportazioni spagnole si deve al rilievo delle vendite nel mercato europeo (66% alla più recente verifica, 6-9 punti percentuali al di sopra di quanto rilevabile per Francia, Germania, Italia, i tre maggiori esportatori europei).

La tenuta della domanda interna ha contenuto gli effetti derivanti dall'indebolimento della congiuntura internazionale. La flessione dei consumi è risultata moderata tanto nella componente privata quanto in quella pubblica (nel terzo trimestre 2018 +2,1% a/a in entrambi i casi). Un deciso supporto è venuto dagli investimenti che continuano a crescere ad un ritmo elevato (+6% a/a nei primi nove mesi 2018). Al loro interno, alla

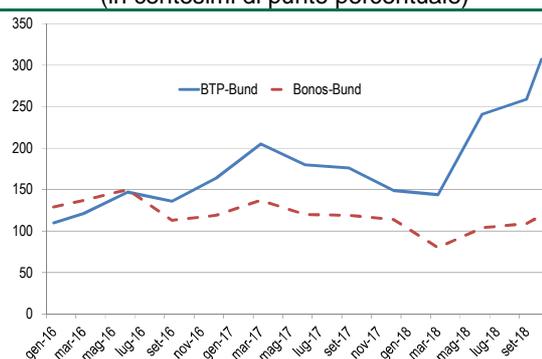
significativa dinamica della componente immobiliare, si è affiancato nei mesi più recenti un deciso irrobustimento della spesa per acquisto di macchinari (negli ultimi due trimestri in crescita oltre la soglia del 9% a/a).

**Crescita economica  
in Spagna, Italia e Area euro**  
(var % a/a del Pil reale)



Fonte: Commissione Europea

**Rendimento dei titoli di stato  
decennali:  
dinamica dello spread  
di BTP e Bonos con il Bund**  
(in centesimi di punto percentuale)



Fonte: Bce

A giudicare dal rendimento richiesto per la sottoscrizione dei suoi titoli governativi a 10 anni i mercati finanziari condividono una valutazione favorevole della situazione spagnola. Lo spread con il rendimento degli analoghi titoli tedeschi è da oltre due anni al di sotto dei 150 punti base e nella prima metà di quest'anno è rimasto a lungo al di sotto di quota 100. Nei giorni scorsi si posizionava intorno a 120.

Da metà 2016 il rendimento di questi titoli spagnoli è stabilmente inferiore al rendimento dei corrispondenti titoli italiani, una differenza che è arrivata nelle settimane più recenti anche a superare i 180 punti base.

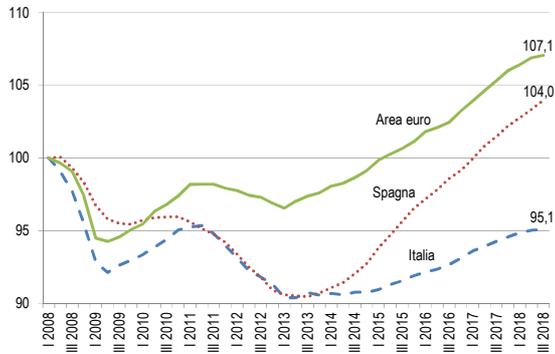
Questo prevalere della Spagna sull'Italia si ritrova anche nella valutazione delle tre maggiori agenzie di rating. Attualmente la differenza è pari a due "gradini" (*notch*) ma potrebbe aumentare nel prossimo futuro considerato che le modifiche attualmente ipotizzate sono in senso positivo per la Spagna ed in direzione negativa per l'Italia.

### Una lettura più approfondita dei dati

Nell'esaminare il caso spagnolo è frequente che alle evidenze congiunturali si attribuisca un significato quasi strutturale, con un implicito ridimensionamento dei ritardi e dei punti di debolezza di questo Paese. Ne deriva una "sopravalutazione" che porta a conclusioni non corrette quando la Spagna viene posta a confronto con gli altri paesi.

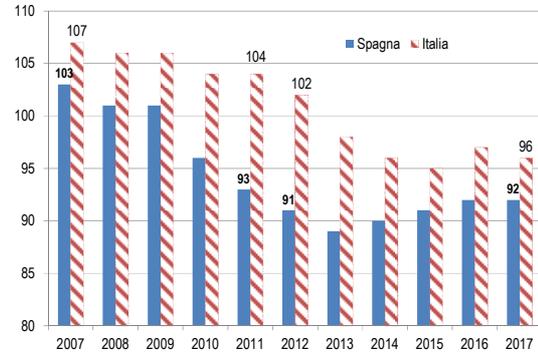
Italia e Spagna sono certamente in Europa tra i paesi che più ampiamente hanno risentito della grave crisi economico-finanziaria apertasi nel 2008-09. Dopo aver subito entrambi una doppia recessione con una perdita complessiva pari a circa 10 punti percentuali di Pil, a partire da metà 2013 hanno sperimentato una ripresa che ha prodotto nel caso della Spagna un recupero ben più ampio di quanto rilevabile per l'Italia. Alla fine del settembre scorso, questo recupero (sempre riferito al Pil) ammontava, rispettivamente, a 14 e 5 punti percentuali con la considerevole differenza che la Spagna ha così recuperato la situazione del 2008, mentre l'Italia è ancora lontana da questo traguardo.

**Il processo di recupero dopo la grande crisi in Spagna, Italia e Area euro**  
(var % cumulata del Pil reale, I trim 2008 = 100))



Fonte: Eurostat

**Italia - Spagna:  
Pil pro-capite in PPS (\*)**  
(media Ue in ciascun anno = 100)



Fonte: Eurostat.

(\*): PPS= Purchasing Power Standard, unità di potere d'acquisto.

Se si scende nel dettaglio la dinamica di questo processo di recupero appare piuttosto diversa sotto numerosi profili a cominciare da quello della spesa pubblica. In quest'ultimo quadriennio i consumi pubblici sono cresciuti in Spagna ad un tasso annuo non lontano dal 2% mentre, viceversa, in Italia la loro dinamica si presenta da anni sostanzialmente nulla. È importante rilevare che questa differenza non si ritrova dal lato degli investimenti pubblici, in entrambi i paesi in crescita ad un tasso simile.

A rendere possibile questa importante differenza (i consumi pubblici sono pari a poco meno di un quinto del Pil) è un saldo di finanza pubblica ampiamente negativo: dopo aver superato in più anni il 10% del Pil, il disavanzo ha iniziato un lento processo di rientro non ancora concluso (-6% nel 2014, -4,5% nel 2016, -3,1% nel 2017), situazione che ha spinto le autorità europee ad intervenire con l'apertura di una procedura per disavanzo eccessivo. Come constatato anche in occasione della definizione del bilancio 2018, la fragilità del quadro politico nazionale ostacola l'adozione di decise misure di riequilibrio.

Un secondo aspetto da evidenziare è il ruolo del settore delle costruzioni. Dopo l'ampia contrazione registrata fino al 2014, la crescita di questo settore è stata in Spagna decisamente robusta, risultando nel 2017 e 2018 (in termini reali) pari al 6-7%, sostanzialmente il doppio di quanto è riuscito a fare nello stesso periodo il settore manifatturiero e un multiplo anche più alto del ritmo di sviluppo espresso dall'intera economia. In Italia, ci si trova nella condizione opposta: la ripresa del settore delle costruzioni è molto lenta e modesta (appena positiva nel 2016 e pari a +1% nel 2017), ampiamente inferiore a quella più brillante del settore manifatturiero (+3,8% nel 2017).

Nel confronto tra Italia e Spagna altrettanta attenzione merita il reddito pro-capite. Considerando il reddito pro-capite espresso in PPS (Purchasing Power Standard, unità di potere d'acquisto), ponendo in ciascun anno pari a 100 il valore medio dell'Unione Europea, nel 2007 l'Italia era a 107 e la Spagna a 103. Nel 2017, l'Italia risulta discesa a 96 e la Spagna a 92. Secondo Eurostat, quindi, il prolungato periodo di difficoltà ha penalizzato entrambi i paesi in misura decisamente intensa (-11 punti percentuali) ma non ha modificato l'entità del differenziale positivo che l'Italia vantava prima dello scoppio della crisi. Se si guarda all'evoluzione puntuale di questo indicatore nell'arco del decennio si rileva che questa differenza dopo aver raggiunto un massimo di 11

punti nel biennio 2011-12 si è poi progressivamente ridotta fino ai 4 punti attuali, un trend che ragionevolmente potrebbe continuare.

Un utile contributo per posizionare correttamente la Spagna viene anche dai dati relativi al mercato del lavoro. Malgrado la brillante crescita economica il tasso di disoccupazione della Spagna si distingue da tempo per il suo livello decisamente elevato. Per sei anni consecutivi il tasso di disoccupazione ha registrato in Spagna incrementi molto rilevanti passando dall'8,2% del 2007 al 26,1% del 2013, un massimo che solo la Grecia ha superato. Da allora è cominciata una discesa assai meno rapida. Alla più recente verifica (settembre 2018), il tasso di disoccupazione spagnolo risultava al secondo posto (14,6%) nel contesto europeo e secondo le ultime proiezioni della Commissione Europea potrebbe nel 2020 risultare ancora al di sopra del 13%.

La situazione italiana, anch'essa sfavorevole, risulta comunque meno grave rispetto a quella spagnola (nello scorso settembre, il tasso di disoccupazione totale ammontava al 10,1%). Anche in questo caso la velocità di ridimensionamento del fenomeno è ben diversa nei due Paesi: rispetto al massimo toccato nel 2013-14, la Spagna ha conseguito una riduzione pari a 11 punti percentuali mentre in Italia è inferiore a 3 punti. Al di là di queste differenze, la situazione del mercato del lavoro appare critica in entrambi i contesti. Lo evidenziano molti indicatori e in particolare: il tasso di disoccupazione giovanile è pari al 33% in Spagna e ad un livello appena inferiore in Italia; i disoccupati di lungo termine<sup>1</sup> contribuiscono in entrambi i paesi in misura molto importante al totale dei disoccupati (a fine 2017, 59% in Italia e 45% in Spagna); infine, elevata è la quota degli occupati a rischio povertà (a fine 2017, 12% e 13% rispettivamente).

Indicazioni significative sono ricavabili anche dall'analisi della ricchezza delle famiglie. Secondo un recente studio della Banca d'Italia<sup>2</sup>, a fine 2017 la ricchezza delle famiglie italiane superava i 10 trilioni di euro, 9,3 volte il reddito disponibile annuo, 8,5 volte se si detraggono le passività in essere. In Spagna la ricchezza (lorda) delle famiglie è un multiplo più elevato del reddito disponibile (poco meno di 10 volte). Diversamente dalla Germania (oltre che dai paesi anglosassoni) nell'ambito della ricchezza totale sia in Italia sia in Spagna le attività non finanziarie (prevalentemente immobili) sono largamente più importanti della ricchezza detenuta in attività finanziarie. Queste ultime sono pari a 3,8 volte il reddito disponibile in Italia e a circa 3 volte in Spagna.

Sotto il profilo della composizione della ricchezza finanziaria, Italia e Spagna sono accomunate dal predominante ruolo degli strumenti più liquidi (circolante e depositi rappresentano nei due Paesi, rispettivamente, il 31% e il 41% del totale) e viceversa da una più ridotta presenza in portafoglio degli strumenti assicurativi e pensionistici (23% e 17%, rispettivamente); i titoli di debito hanno un maggior spazio in Italia mentre, viceversa, la frequenza delle famiglie che investono in azioni quotate è in Spagna tre volte quella riscontrabile in Italia.

Focalizzando l'attenzione su quanto avvenuto negli ultimi anni tre sono gli aspetti da evidenziare. In Spagna (come peraltro nella gran parte degli altri paesi) la ricchezza finanziaria delle famiglie ha più che recuperato i livelli raggiunti prima della crisi globale del 2007-2008. Sotto questo profilo, l'Italia è un'eccezione, poiché in rapporto al reddito disponibile le attività finanziarie sono ancora al di sotto del picco raggiunto nel 2006. In secondo luogo, il tasso di risparmio lordo delle famiglie italiane è al di sotto della media dell'eurozona (12% circa a metà 2018) ma si mantiene comunque intorno al 10%. Nel

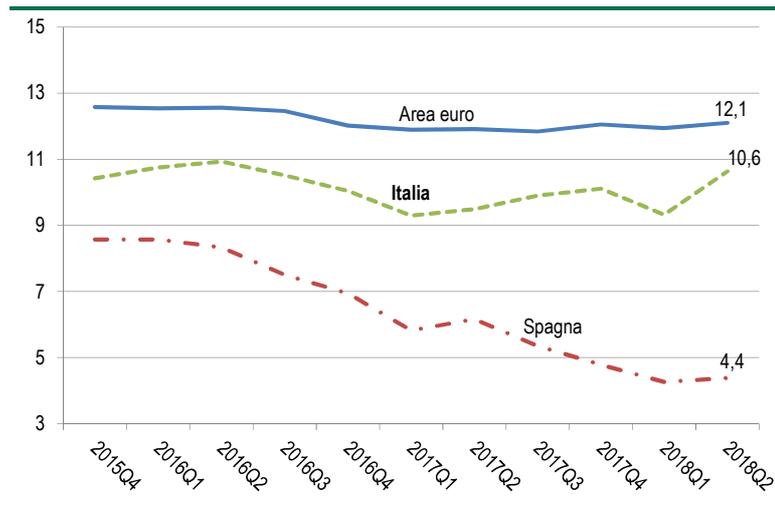
<sup>1</sup> Disoccupati da almeno 12 mesi (dati da fonte Ocse).

<sup>2</sup> D.Caprara, R.De Bonis, L.Infante, La ricchezza delle famiglie in sintesi: l'Italia e il confronto internazionale, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 470, novembre 2018 Per la Spagna i dati disponibili riguardanti le attività non finanziarie e la ricchezza totale sono relativi al 2014.

caso spagnolo lo stesso indicatore è su livelli più contenuti e negli ultimi tre anni si è sostanzialmente dimezzato (al 4,4% a metà 2018). L'ultima notazione riguarda le passività finanziarie, cresciute ovunque intensamente a partire dagli anni '90 e fortemente ridimensionatesi dopo lo scoppio della crisi 2008-09. In rapporto al reddito disponibile in Spagna sono salite fino al 145% nel 2007 per poi riscendere al 110% circa nel 2017; l'Italia ha condiviso il generale processo di crescita (era al 36% nel 1995) ma dal 2010 in poi non si è mai allontanata in misura rilevante dall'80%.

### Il risparmio lordo delle famiglie

(in % del reddito disponibile)



Fonte: Eurostat

L'insieme delle indicazioni fin qui proposte sembrerebbe portare a concludere che una parte non trascurabile del differenziale di crescita evidenziato dalla Spagna negli ultimi anni è stato determinato da un lato dal considerevole supporto offerto dai consumi pubblici, dall'altro lato dal comportamento delle famiglie che, in un contesto di elevata e perdurante disoccupazione, hanno "difeso" i loro consumi sia riducendo la propensione al risparmio sia confermando un'elevata propensione all'indebitamento.

### Per settore bancario un equilibrio da rafforzare

Posizionare il sistema bancario spagnolo è operazione difficile. Nel luglio del 2012 il circuito finanziario spagnolo evidenziò segnali di fragilità talmente gravi da indurre l'Unione Europea a deliberare un ampio e rapido intervento di supporto. A fronte dell'impegno ad attuare alcune importanti riforme economiche, vennero messe a disposizione della Spagna risorse fino ad un massimo di €100 mld da impiegare nei successivi 18 mesi. Nel gennaio 2014, alla chiusura del programma, le risorse effettivamente utilizzate risultarono poco superiori a €41 miliardi, dei quali 38,8 impiegati per ricapitalizzare alcuni gruppi bancari e 2,2 per sottoscrivere una parte del capitale di una *bad bank* di sistema (SAREB). Il finanziamento accordato prevede una durata media di 12,5 anni e un tasso d'interesse pari all'1,1%, con un piano di rimborso da attivare nel quinquennio 2022-27. In realtà la Spagna ha già effettuato parziali operazioni di rimborso per un totale di 17,6 miliardi.

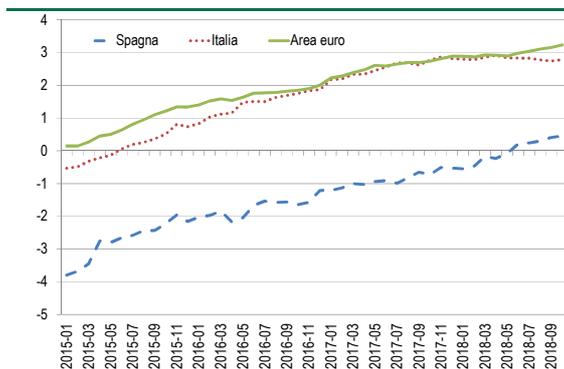
Al processo di ristrutturazione del sistema hanno contribuito anche i maggiori gruppi bancari perfezionando importanti operazioni di aggregazione. Le più recenti iniziative

di questo tipo sono state l'assorbimento del Banco Popular da parte del Santander (metà 2017) e quella di BMN da parte di Bankia (gennaio 2018). Nell'insieme, negli ultimi dieci anni il circuito bancario spagnolo è stato completamente ridisegnato, come sinteticamente illustrato da questi dati: ad una riduzione di oltre un quarto del numero delle istituzioni si è accompagnata (rispetto al massimo del 2008) una contrazione del numero degli sportelli e dei dipendenti di oltre il 40% e 30%, rispettivamente.

Altrettanto profonda la rimodulazione dei bilanci avvenuta in questi anni. A metà 2018 le attività totali del sistema bancario spagnolo superavano di poco i 3.500 miliardi, dei quali oltre il 45% localizzabili all'estero. Questa quota ha registrato negli ultimi anni una sensibile crescita: a metà 2012 era ancora al di sotto del 30%.

La crescita dell'attività estera è in misura rilevante il riflesso del ridimensionamento dell'attività nel contesto nazionale: a metà 2018 il credito concesso a famiglie e imprese spagnole ammontava a 1.174 mld, 677 in meno (-37%) rispetto al dato rilevato a fine 2008. In effetti, il credito al settore privato residente sperimenta da molti anni una ininterrotta contrazione (-2,9% a/a a metà 2018), riduzione che risulta ora quasi esaurita se dall'aggregato si escludono i finanziamenti riferibili al mercato immobiliare (prestiti alle imprese di costruzione e alle società di intermediazione immobiliare, mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni).

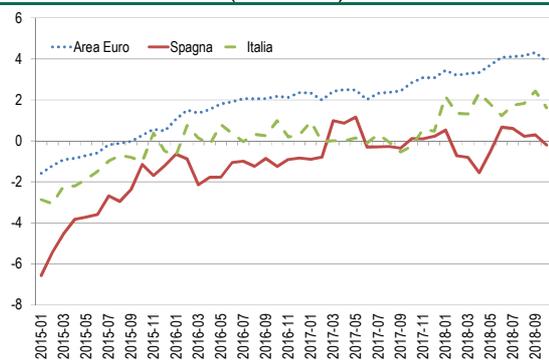
**Andamento dei prestiti (\*) alle famiglie in Spagna, Italia e Area euro**  
(var % a/a)



Fonte: Bce

(\*): Il tasso di variazione è stato corretto per annullare l'effetto prodotto dalle cartolarizzazioni.

**Andamento dei prestiti (\*) alle imprese non finanziarie in Spagna, Italia e Area euro**  
(var % a/a)



Fonte: Bce.

La qualità del portafoglio prestiti risulta decisamente migliorata: a giugno 2018, i prestiti irregolari risultavano scesi a 75 mld di euro, il 60% (o 114 miliardi) in meno rispetto al picco del dicembre 2013. La "pulizia" del portafoglio è avvenuta soprattutto sul fronte delle imprese (-69% o -95 miliardi rispetto a fine 2013) e in particolare in riferimento al settore delle costruzioni e delle società operanti nell'intermediazione immobiliare. Il processo ha riguardato anche i finanziamenti alle famiglie ma in misura decisamente meno ampia (-15 miliardi pari al -32%). Per effetto di questa minore intensità, alla data più recente il portafoglio dei prestiti *non performing* risulta costituito per circa il 60% da finanziamenti alle famiglie. A metà 2018, l'incidenza dei prestiti irregolari si posizionava al 7,8% nel caso delle imprese non finanziarie e al 5,2% in quello delle famiglie. Ai prestiti *non performing* si devono tuttavia aggiungere gli 80 mld di euro (-23% a/a a metà 2018) di prestiti *foreborne*, una categoria di posizioni cui l'Eba attribuisce uno status intermedio tra il finanziamento *non performing* e il credito *in bonis*.

Il recente esercizio di simulazione (stress tests) condotto dalla Bce ha certificato l'accresciuta resilienza del sistema bancario spagnolo che registra nello scenario peggiore una riduzione dei coefficienti patrimoniali più contenuta di quanto rilevabile altrove in Europa. La Banca Centrale spagnola però invita le banche non posizionate al vertice del sistema a proseguire il processo di rafforzamento patrimoniale.

Questo invito alla prudenza della Banca centrale è stato sicuramente ispirato anche dalla consapevolezza del non ancora riacquisito equilibrio del mercato immobiliare le cui quotazioni sono (in termini reali) ora del 21% al di sopra del minimo del 2014 e del 33% al di sotto dei valori del 2007. L'aumento dei contratti di vendita (+10% a/a nel secondo trimestre 2018) e una contenuta attività di costruzione accompagnano questo processo di ripresa, che appare fortemente differenziato a livello territoriale.

Un aspetto da evidenziare è che i progressi conseguiti dal mercato immobiliare spagnolo sono anche il risultato di un persistente (parziale) congelamento del mercato. Nei bilanci delle banche spagnole, infatti, continuano a pesare le attività acquisite a fronte di situazioni di insolvenza (foreclosed assets): il loro ammontare (lordo) pari a circa 80 mld nel 2012-13 risulta ridotto a 64 mld (giugno 2018), un ammontare che potrebbe quasi dimezzarsi se le vendite recentemente annunciate saranno effettivamente perfezionate (ma si tratta comunque di vendite di interi portafogli). Il lento procedere di questa attività di cessione è riscontrabile anche nella simile attività portata avanti dalla *bad bank* nazionale (SAREB) che in sei anni (metà 2012-metà 2018) risulta aver ridotto il suo portafoglio dai 50,8 mld iniziali agli attuali 36 mld. Malgrado la vendita di quasi 80mila immobili, il valore della componente immobiliare del portafoglio risulta però addirittura aumentato (da 11,3 a 12,3 mld) perché in molti casi l'attività di recupero dei prestiti si è conclusa con l'acquisizione delle garanzie immobiliari.

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

