



LO SCENARIO GLOBALE PER IL 2026: quante incertezze!

*di Giuseppe G. Santorsola**

L'ultimo numero di ogni anno si caratterizza per il trattare le prospettive per l'anno successivo alla luce di quanto accaduto e del contesto macroeconomico ed internazionale.

Trattare questo argomento risulta più complesso perché il grado di incertezza e di instabilità è sempre maggiore, perché le linee interpretative sono sempre meno convergenti e risultano condizionate dal profilo dal quale le si osservano, sempre meno economico-finanziario e sempre più politico e conflittuale. Individuiamo in primo luogo i fattori strutturali al di fuori dei contesti macroeconomici, finanziari e bancari; lo scenario generale è dominato da un conflitto fra le potenze mondiali; il numero dei Paesi che ritiene, pretende o confida di avere un ruolo dominante cresce e crea un contesto al qual non siamo abituati. Per di più, alcune alleanze consolidate (USA-Europa e in particolare UE) vivono momenti di instabilità, facendo mancare il perno attorno al quale eravamo abituati ad assumere decisioni e a confrontarci con gli altri interlocutori.

Da qualche anno sollecito l'attenzione sul fatto che non esiste più una visione bipolare del governo del mondo. La caduta del blocco a lungo denominato come "comunista" ha creato un contesto non facilmente leggibile; non sussiste più una contrapposizione ideologica (capitalismo-comunismo) quanto la volontà da parte dei Paesi che si ritengono "forti" di guidare le grandi scelte e di imporre i propri obiettivi agli altri Stati, compresi quelli storicamente leader. Sicuramente la Cina ha superato la fase di inserimento nella logica di governo del mondo ed è interlocutore imprescindibile, non alleato di nessuno, pronto a dialogare con chiunque, ma con alcune carenze di fondo quale grande potenza. In particolare, il prodotto interno è alto, ma il reddito pro-capite resta basso e mal distribuito e il Paese resta fortemente disomogeneo con alcune aree sviluppate, moderne e ad alto potenziale ed altre sottosviluppate e lontane dalle condizioni che

consentano alla Cina di confrontarsi con il resto del mondo. L'India e il mondo arabo (invero disunito) costituiscono altri due poli in crescita con un futuro da organizzare, ma un alto potenziale. Sono nazioni importanti, in grado di condizionare le altre maggiori, ma prive al momento della capacità di governance necessaria per confrontarsi alla pari con le Nazioni maggiori. Forze necessarie come interlocutrici ma non forze guida. Tuttavia, le possibili alleanze e la possibilità che gli interessi intreccino alleanze divergenti è altissima. Tutti gli altri Paesi hanno ragioni non coordinate per cercare supporti ora ad una grande potenza, ora all'altra a seconda dei loro interessi e dei propri fattori di forza. Non sono ancora leader, ma partner necessari.

Il lettore di questa rivista si chiederà il motivo di tanta attenzione su questi argomenti, certamente fuori dal consueto. La ragione è semplice: quanto descritto crea uno stato di confusione per tutti gli attori della catena economico-finanziaria: pianificare e programmare risulta sempre più difficile perché i parametri di riferimento si modificano in continuo e l'orizzonte sul quale lavorare si abbrevia sempre più, anche perché deve essere sostituito da nuovi obiettivi o da nuovi coefficienti delle variabili; ne deriva obiettivamente una sommatoria algebrica di effetti non coordinati. Soprattutto gli intermediari finanziari (che intermediano fra i vari attori del sistema) soffrono del sovrapporsi di piani industriali, scelte strategiche ed effetti delle scelte assunte in precedenza ed offrono un contributo limitato alla coesione del sistema.

A fronte di queste condizioni, le banche hanno peraltro potuto godere di due fattori positivi:

- la struttura dei tassi d'interesse, largamente favorevole per le banche e sufficiente per gestire una gamma variegata di soluzioni e di risposte alle diverse incertezze di cui abbiamo trattato in precedenza; il margine di interesse si forma attraverso soluzioni variegate, vi sono gli spazi per gestire differenti alternative e i tassi passivi di



larga parte della raccolta sono obiettivamente bassi e, soprattutto, poco sollecitati dalla clientela in merito alla loro movimentazione;

- lo scenario economico, per quanto come vedremo in seguito non condiviso da tutti, crea spazi per un'intensa attività di intermediazione sia quale conseguenza delle iniziative imprenditoriali autonome sia di quelle alimentate dai fondi europei connessi al Next Gen Plan e sviluppati attraverso il PNRR.

Passando all'esame del contesto economico più specifico si entra in campo minato da polemiche prevalentemente di origine politica. L'opposizione evidenzia costantemente uno scenario negativo, scelte errate e prospettive non favorevoli. Per contro vi sono dati statistici che lasciano immaginare e comunicare una condizione diversa. Proviamo a riassumere con le modalità più oggettive:

- a) i mercati internazionali riconoscono un minor rischio e questo dovrebbe essere il fattore di sintesi più qualificante; i mercati non fanno "politica" di parte e, raramente, favoriscono nei propri movimenti i governi in carica, senza il conforto di dati reali;
- b) lo spread, il fattore comunicativo dominante negli ultimi 15 anni nel giudicare il posizionamento di un Paese sui mercati finanziari, chiude il 2025 a 70 basis point, il valore più basso, appunto, di questo ultimo periodo; inoltre, il valore italiano non è più fra gli ultimi, è minore di quello della Francia e lascia intuire una diminuzione in prospettiva del costo del debito pubblico, nonostante la inevitabile crescita quantitativa dello stock;
- c) giocano positivamente anche le scelte negli ultimi anni della Banca d'Italia che, durante la fase di rialzo dei tassi d'interesse ha evitato di effettuare emissioni a più lunga scadenza, limitando l'impatto nel tempo dei relativi effetti, potendo invece ora allungarle dopo i costanti ribassi da parte della BCE a partire dal 2024;
- d) per la prima volta dopo 23 anni, a novembre, l'agenzia Moody's ha elevato il suo rating a Baa2, quale sintesi di una traiettoria positiva che, finora, aveva solo modificato l'outlook; sottolineiamo che le variazioni positive sono state rarissime dopo il 2008; d'altro canto i mercati avevano già

espresso il loro giudizio; consideriamo ancora che le agenzie di rating sono severe (Moody's storicamente più di tutte), sono ancora condizionate dagli eventi del 2008 e, certamente non risentono delle polemiche di parte nei singoli Paesi;

- e) resta il problema storico di fondo della dimensione del debito pubblico italiano; quantitativamente ha superato 3.000 miliardi€ e, soprattutto costituisce il 135% del PIL; tuttavia ricordiamo che aveva raggiunto anche il 155% (nel 2000) e che ha una struttura che ne determina l'aumento sistematico nel tempo (pensioni, sanità, longevity risk), una volta accertato che non hanno effetto significativo i tentativi di taglio della spesa pubblica;
- f) un ulteriore dato quantitativo positivo riguarda l'occupazione il cui valore lordo ha raggiunto il massimo storico al 62% con una disoccupazione al 6%; il cui livello di quella giovanile è al 19,8%, valore ancora elevato in assoluto ma molto minore che nel passato; qualche insoddisfazione resta qualora si scindano i valori per i rapporti a tempo determinato, indeterminato e a tempo parziale; si leggono anche alcune situazioni geografiche di carenza della disponibilità di idonee risorse; resta qualche asimmetria tra potenzialità delle risorse e qualità della domanda occupazionale;
- g) è invece ancora critico il tema della remunerazione del reddito da lavoro il cui valore reale tende costantemente a scendere, quale fattore che favorisce l'aumento della occupazione; questo è il punto più critico dello scenario poiché comporta come conseguenze un freno sui consumi, sui fattori moltiplicativi dell'attività economica e – sotto un altro profilo – sul livello di soddisfazione dei cittadini coinvolti;
- h) per converso resta un'unica soluzione possibile per contribuire a risolvere questo problema; la crescita del Prodotto Interno Lordo. La condizione a monte sussiste nel momento in cui l'inflazione è sotto controllo, sotto la media UE ed entro i limiti strutturali che, almeno a livello teorico, sono considerati necessari per favorirne la crescita; su questa valutazione convergono quasi tutti gli analisti; la discussione è ovviamente su come favorirne la crescita in modo equilibrato e continuativo e con quali strumenti;



- i) le soluzioni degli ultimi anni non sono risultate soddisfacenti, hanno aumentato il debito pubblico reddito di cittadinanza e bonus 110% (ora al 65% con limiti diversi); il loro costo (circa 200 miliardi€) ha superato l'impatto positivo sul PIL (circa 90 miliardi€), provocando un effetto finale contrario a quello desiderato; in prospettiva deve essere anche considerato che, con il 2026, terminerà l'effetto spinta del Next Gen Plan che andrà computato algebricamente con gli effetti autogenerativi derivanti dall'impatto degli investimenti sviluppati con i diversi PNRR posti in essere, considerando che quest'ultima esperienza è sostanzialmente irripetibile per natura (creato dopo la pandemia), dimensione (i mercati difficilmente rifinanzerebbero) e per praticabilità (l'Unione Europea non ha forza e coesione per ripeterla, nonché deve difendersi da tutti i fattori sfidanti esaminati in precedenza);
- j) resta l'ultima variabile della politica economica e cioè la bilancia dei pagamenti; l'unico punto di forza durante la fase recessiva degli anni '10, ha subito l'impatto ondivago degli anni '20 e resterà fortemente condizionata dalle discontinue scelte a livello politico come ha dimostrato nel 2025 il tema dei dazi, le cui mosse, obiettivamente, sono state generate e gestite al di fuori di ogni logica economica e utilizzate come mera arma di pressione politica senza corretti calcoli degli effetti: una battaglia breve che, temo, avrà riflessi in futuro sugli equilibri naturali dell'economia; ricordo soltanto che l'economia moderna è nata proprio abolendo i dazi ed alimentando il più possibile le armi del liberismo.

Veniamo infine, last and least, a parlare delle banche, il cui ruolo nel corso del 2025 è stato proprio quello di un intermediario che ha tratto giovamento dal quadro instabile che abbiamo descritto, ha realizzato un ulteriore anno di alti profitti, generato dal "gioco" positivo dei tassi d'interesse del sistema, hanno continuato a godere di un'adeguata protezione delle Banche Centrali, fattore che, per converso, può avere influenzato negativamente il sistema economico in generale. La domanda che ci dobbiamo porre è se le banche stiano svolgendo il loro ruolo sociale finanziando correttamente l'economia; la quota di credito concesso tende a ridursi

e perde il passo rispetto alla dinamica del sistema economico lasciando insoddisfatta qualitativamente e quantitativamente una parte della domanda. L'asticella del rischio accettato si è obiettivamente alzata rispetto all'obiettivo esigenza di sostegno dell'attività economica.

Un fattore positivo è il contenimento delle posizioni deteriorate in tutte le sue componenti (scadute, forborne, ristrutturare e in sofferenza); una combinazione (da approfondire statisticamente) fra migliore valutazione del merito di credito dei clienti e considerazione delle politiche di portafoglio. Non analizziamo in questa occasione il livello di insoddisfazione della clientela e la ricerca di alternative nel credito diretto e nelle forme di finanziamento alternativo. Certamente si nota anche un calo della domanda di credito laddove si ritiene troppo probabile un rifiuto. Il clima del rapporto banca-impresa è sempre sostanzialmente conflittuale, pur cambiando le motivazioni del suo sussistere.

In conclusione:

- a) le banche sono protagoniste del sistema se sono in grado di leggere correttamente (ed ora anche velocemente) il contesto in cui debbono operare; sono protagoniste necessarie ma non sufficienti;
- b) essere banche nei prossimi anni significa anche saper scegliere il corretto posizionamento sul mercato evitando competizioni non vantaggiose e scegliendo accuratamente i molteplici terreni di attività consentiti da quanto abbiamo evidenziato in queste ultime righe; questo sia come entità giuridicamente e patrimonialmente autonome (laddove possibile) sia come componenti non eccessivamente condizionate fra loro dei gruppi bancari, fattispecie per la quale il 2025 non ha risolto le numerose opportunità di aggregazione che hanno caratterizzato l'anno. Il tema, tuttavia, resta all'ordine del giorno, condizionato anch'esso dalle molte incertezze qui descritte. Una nuova Age of Uncertainty dopo quella descritta da J.K. Galbraith nel suo libro del 1964. Qualcuno sarà in grado di leggerla adeguatamente?

**Professore Ordinario Senior di Asset Management,
Corporate Finance e Corporate & Investment Banking.*

*Professore a contratto di Finanza
Università Cattolica del Sacro Cuore - Piacenza
ggsantorsola@gmail.com*