



Confindustria - Le Sfide della Politica Economica

Gli spread dell'Italia

Gregorio De Felice
Chief economist

Roma, 13 settembre 2012

Agenda

1 Le previsioni sull'economia italiana

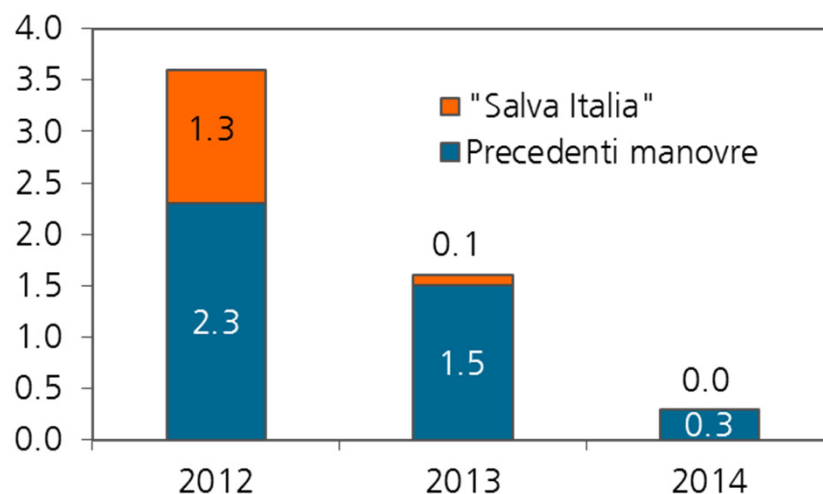
2 Il possibile impatto delle OMTs e il ruolo della BCE

3 Due priorità di politica economica

La stretta fiscale è la principale causa della recessione

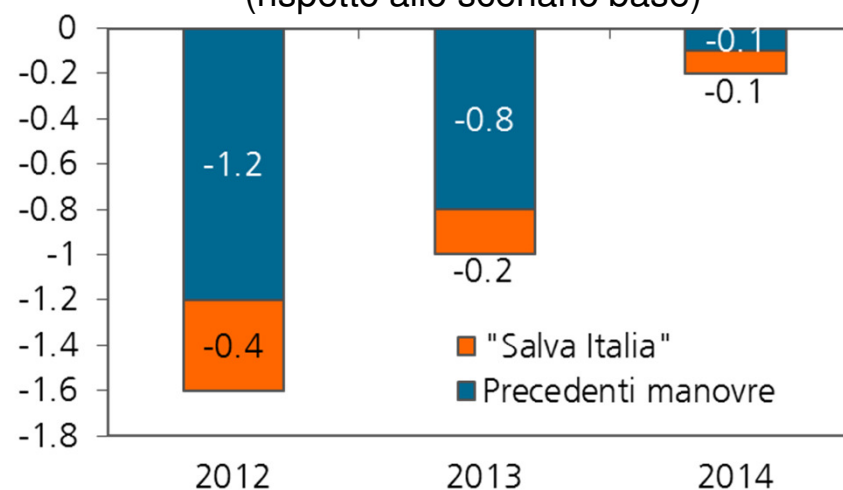
- L'ammontare cumulato delle quattro manovre correttive approvate da metà 2011 è pari al 3,6% del PIL nel 2012 e all'1,6% nel 2013.
- Il governo Monti ha spostato parte del peso fiscale dal reddito alla ricchezza e alla spesa.
- L'impatto stimato sul PIL è di -1,6% nel 2012 e di -1% nel 2013 (circa un quarto è dovuto al governo Monti).

Correzione fiscale cumulata, in % del PIL



Fonte: Intesa Sanpaolo, Servizio Studi e Ricerche

Impatto stimato, in % del PIL
(rispetto allo scenario base)

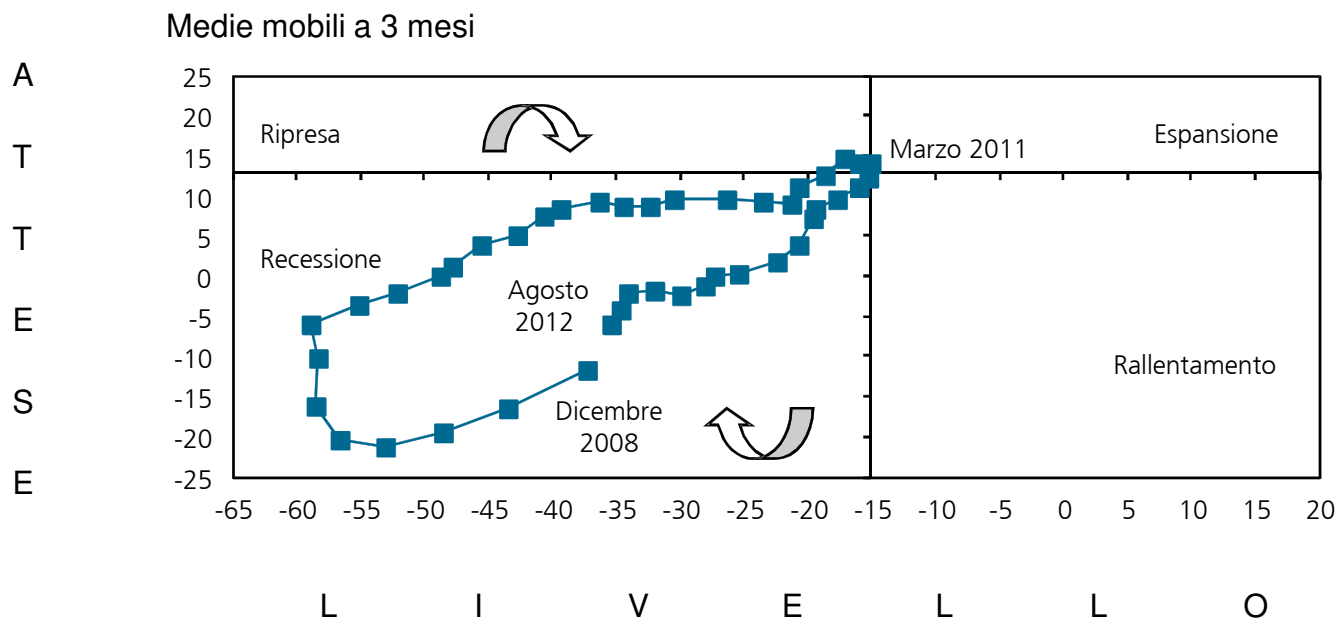


Avvitamento recessivo nell'industria

- La fase di ripresa/espansione è durata solo per pochi mesi all'inizio del 2011. Successivamente, il ciclo, sebbene non ancora “maturo”, è tornato in territorio recessivo.

Il «barometro» del ciclo nell'industria

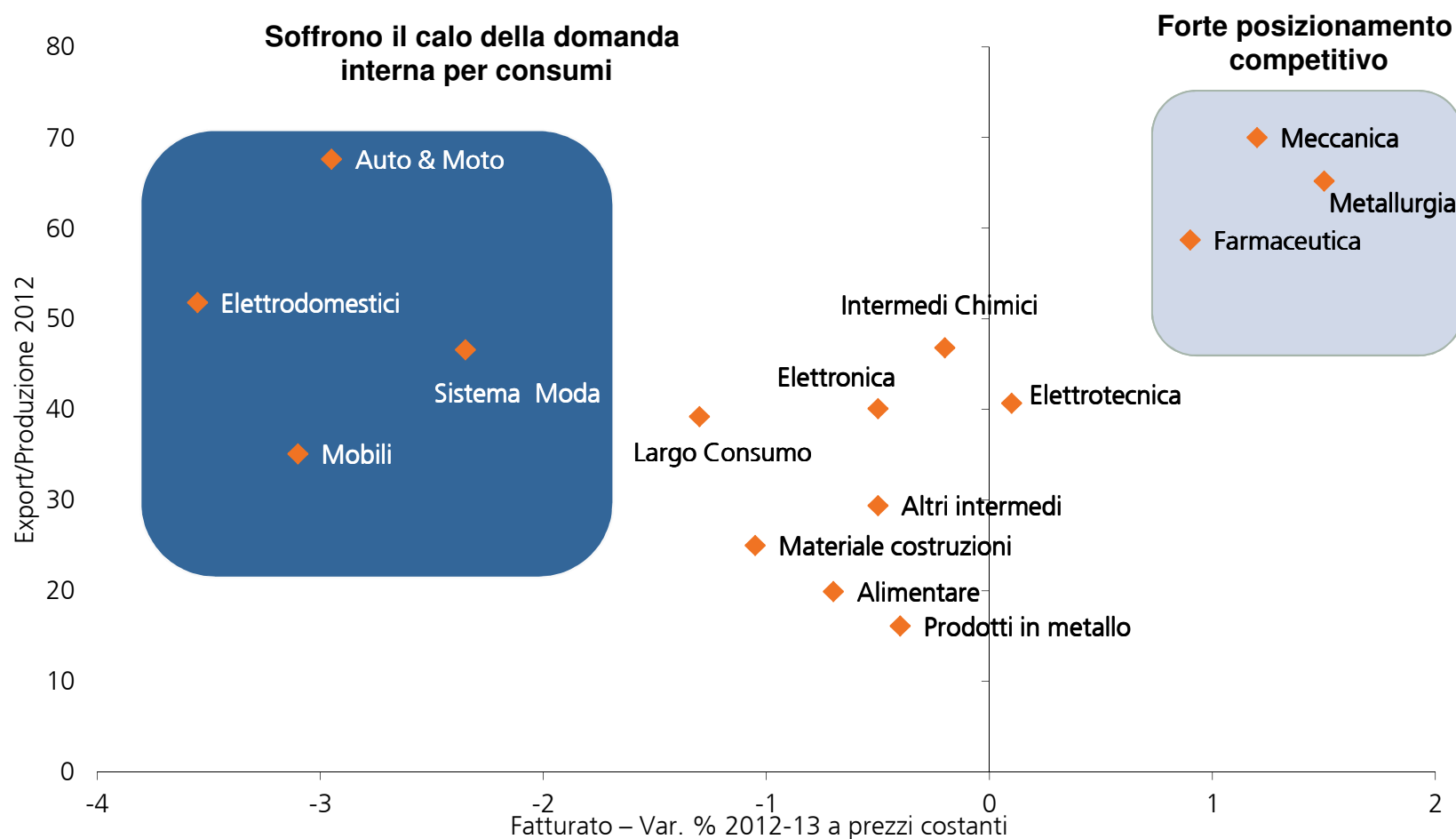
(livello corrente e atteso degli indici di produzione, indagine Istat sulle imprese manifatturiere, quadranti divisi dalle medie storiche)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Prospettive migliori per i settori con maggiore proiezione estera

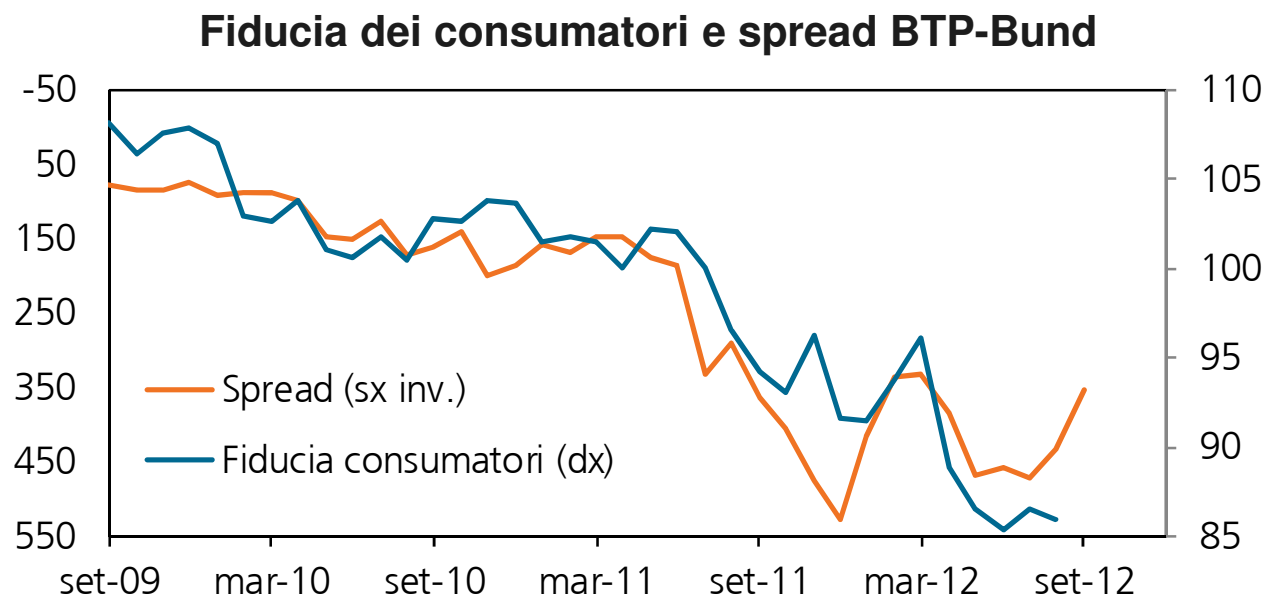
Evoluzione del fatturato e propensione all'export (var. %; prezzi costanti)



Fonte: Intesa Sanpaolo-Prometeia

Un miglioramento della crisi finanziaria può sostenere la domanda

- Sembra esserci una elevata correlazione tra indici di fiducia di imprese/consumatori e indicatori di stress sui mercati finanziari.
- La speranza è che un persistente calo dei premi al rischio si rifletta in un recupero della fiducia e dei livelli di attività.



Fonte: Istat, Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il nostro scenario base

- Ci aspettiamo una ripresa solo nel secondo semestre 2013.
I rischi dello scenario sono verso il basso.

	2011	2012	2013	2012		2013			
				3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti)	0.5	-2.4	-0.5	-3.0	-2.3	-1.5	-0.7	0.0	0.2
- var. % t/t				-0.7	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.2
Consumi privati	0.2	-3.4	-1.0	-0.9	-0.3	-0.1	0.0	0.1	0.2
Consumi pubblici	-0.9	-0.7	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.0
Investimenti fissi	-1.2	-8.5	-1.3	-1.5	-0.4	0.0	0.0	0.3	0.6
Importazioni	1.0	-8.0	-1.7	-1.5	-1.0	-0.3	-0.1	0.2	0.5
Esportazioni	6.3	0.6	1.8	-0.2	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
Commercio estero (contributo)	1.4	2.4	1.0	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1
Prezzi al consumo (a/a)	2.8	3.1	2.4	3.1	2.7	2.3	1.9	2.6	3.0
Disoccupazione (%)	8.4	10.9	11.8	11.2	11.6	11.8	11.9	11.9	11.8
Partite correnti (% del PIL)	-3.2	-2.1	-1.9						
Saldo di bilancio PA (% del PIL)	-3.9	-2.2	-1.7						
Debito pubblico (% del PIL)	120.1	125.0	125.0						

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo ove diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Agenda

1 Le previsioni sull'economia italiana

2 Il possibile impatto delle OMTs e il ruolo della BCE

3 Due priorità di politica economica

La decisione della BCE contrasta i molteplici rischi presenti sul mercato



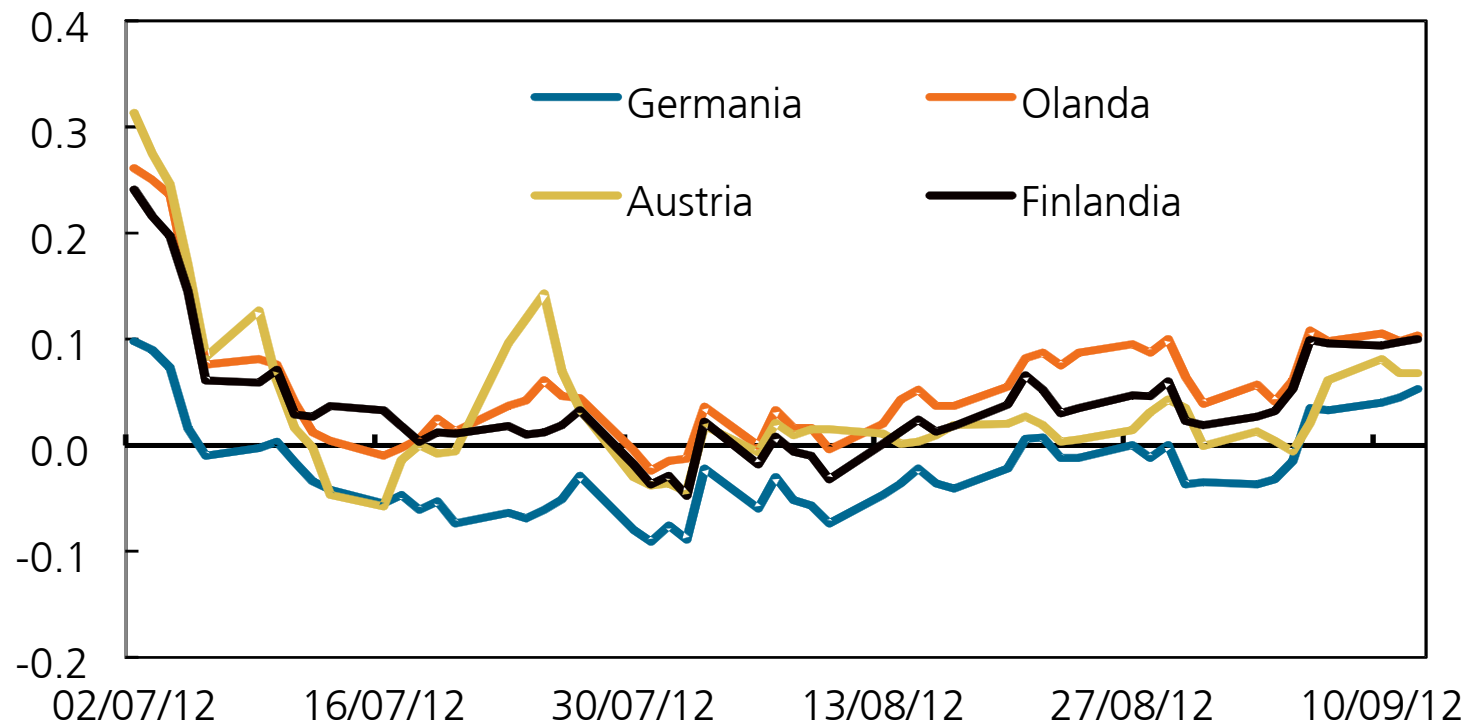
- Il messaggio chiave lanciato da Draghi ai mercati è che **l'euro è irreversibile** e che la BCE userà **tutti i mezzi** necessari per difenderlo.

- L'annuncio di potenziali acquisti di titoli **riduce il livello dei tassi a breve** e agevola il rifinanziamento, non solo degli emittenti sovrani, ma anche delle banche.

- I fondi europei EFSF/ESM non appaiono sufficienti ad assistere – in caso di necessità – paesi grandi come Spagna e Italia.
- La BCE è ora in grado di colmare questo eventuale gap con acquisti di titoli a breve per importi non predefiniti.
- L'annuncio della BCE limita inoltre il rischio che l'operatività dell'ESM subisca ritardi.

I timori di breakup dell'euro erano evidenti

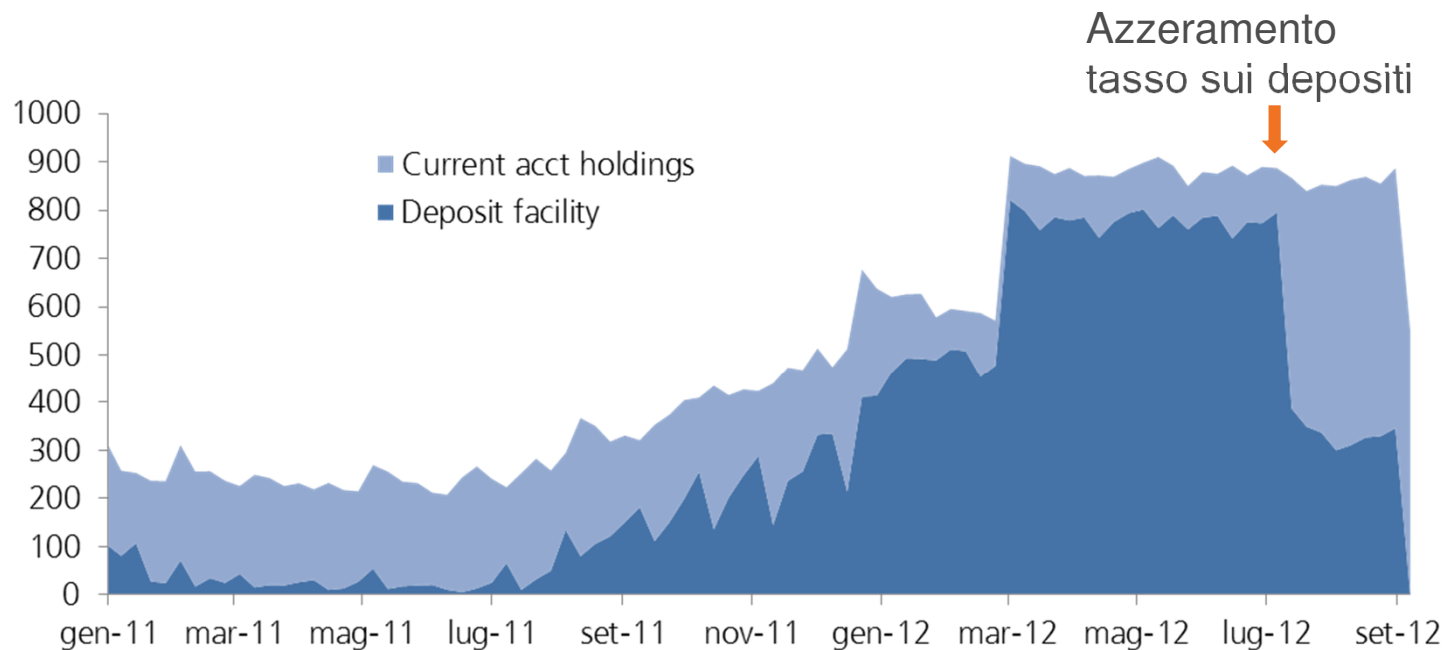
Rendimenti dei titoli benchmark a 2 anni
(valori %)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

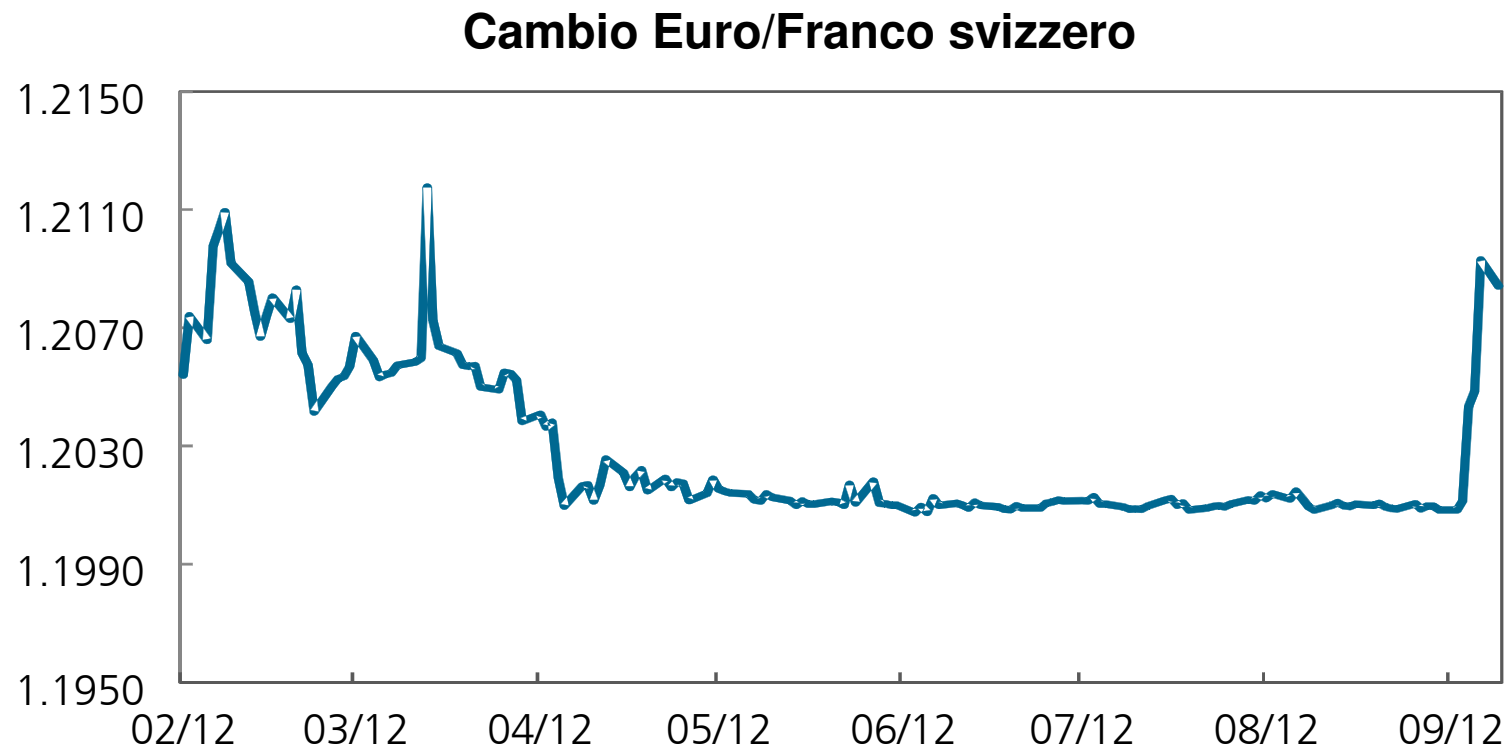
Mercato interbancario ingessato: banche intermedie dalla BCE

- Il livello dei depositi presso la BCE persiste su valori molto elevati, anche dopo la decisione di azzerare la remunerazione sui depositi. Le banche dei paesi *core* concedono poco credito a quelle della periferia che suppliscono con crediti (garantiti) dell'Eurosistema (i PIIGS hanno prestiti da BCE per 750 miliardi).



Fonte: BCE

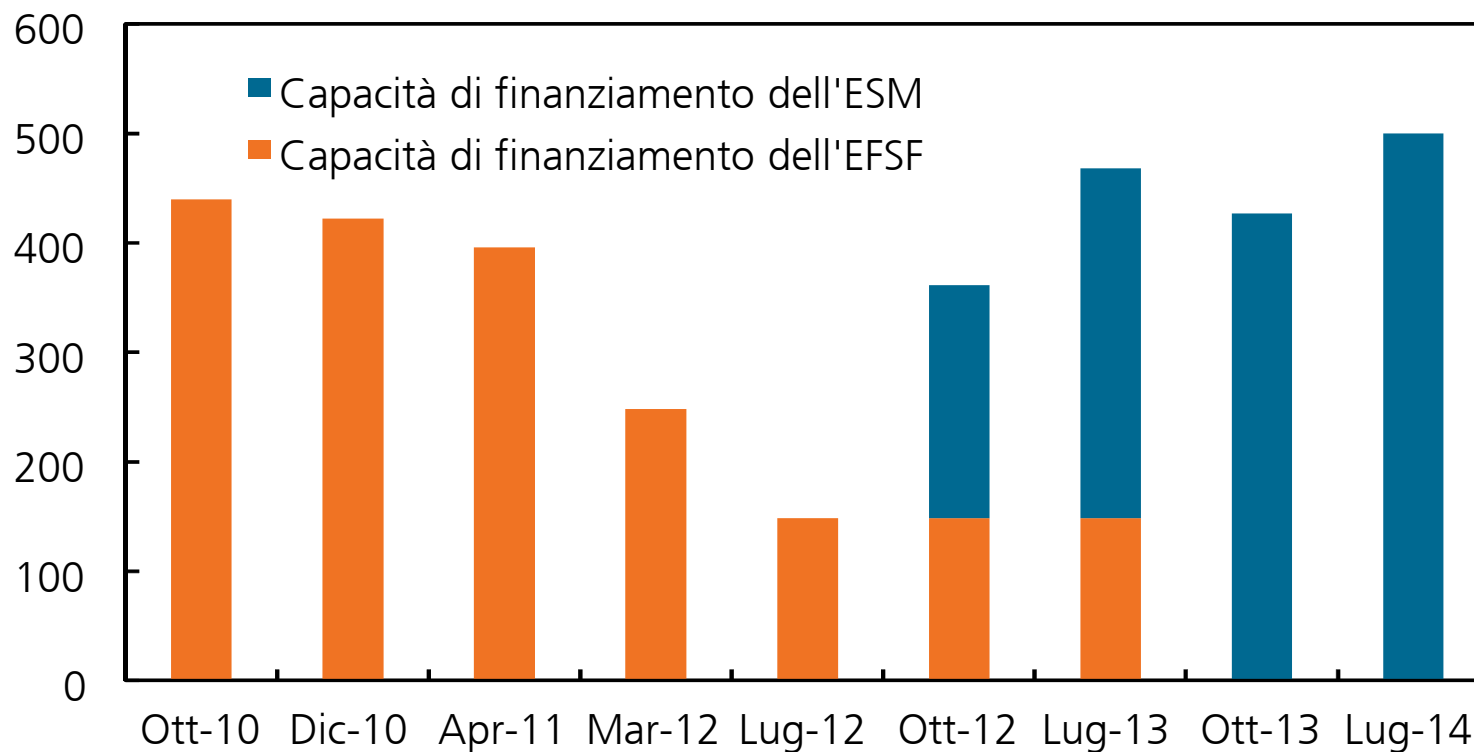
Valute «rifugio» in forte apprezzamento



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Fondi EFSF/ESM sufficienti solo per un programma precauzionale

Il passaggio di testimone dall'EFSF all'ESM
(miliardi di euro)

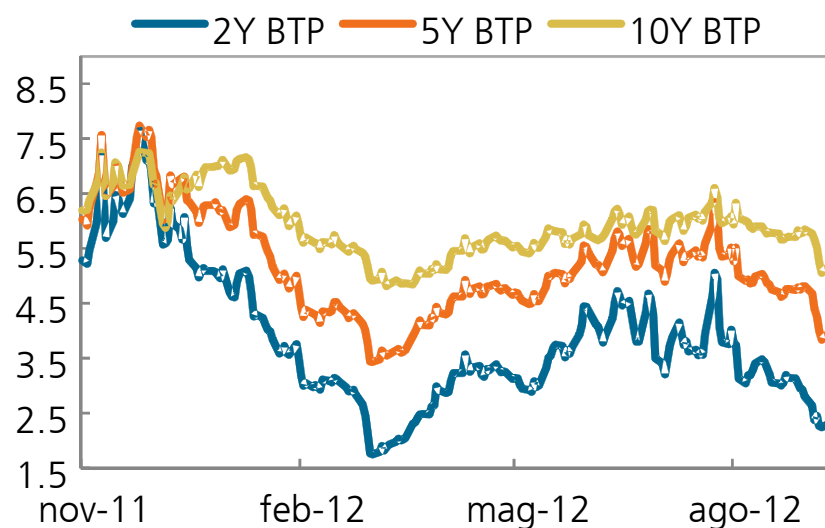


L'ipotesi utilizzata è che le prime due tranches del capitale ESM siano versate entro ottobre 2012.

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

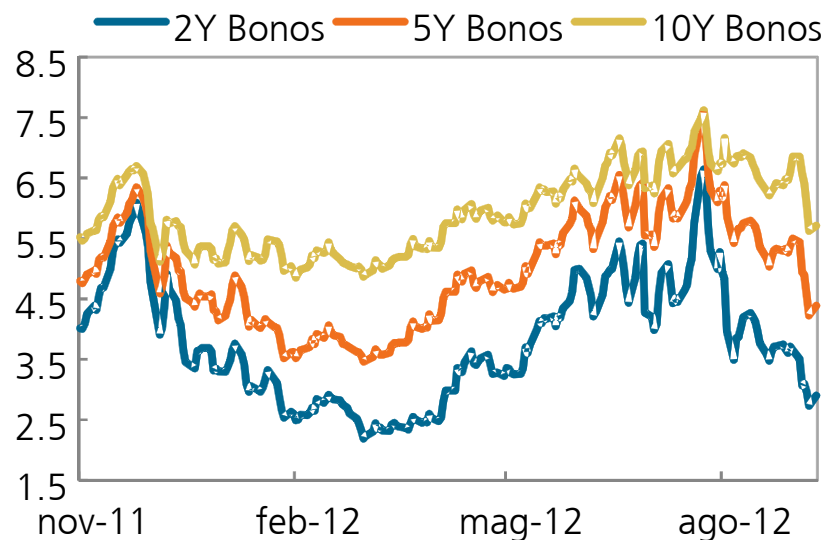
I rendimenti di BTP e Bonos si allontanano dalla zona pericolo

Italia - Rendimenti a scadenza



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Spagna - Rendimenti a scadenza



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Difficile individuare un livello di equilibrio dello spread

Stime del livello dello spread BTP-Bund coerente con i fondamentali (punti base)

	Valore medio agosto 2012	Valore corrente	Fair value medio	Minimo	Massimo
Spread a 2 anni	335	237	140	91	182
Spread a 5 anni	442	333	190	109	272
Spread a 10 anni	438	344	200	80	408

FONTE: A. Di Cesare, G. Grande, M. Manna e M. Taboga, «Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries», Banca d'Italia, Occasional papers Number 128, September 2012; elaborazioni Intesa Sanpaolo.

Confindustria ha stimato lo spread a 10 anni intorno ai 200 pb, Nota del CSC n.5, 2012.

L'annuncio della BCE comprime il premio al rischio sul breve termine

Differenziale tra gli spread a 10 e 2 anni BTP-Bund
(punti base)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Il campo di azione BCE è di dimensioni rilevanti ...

Titoli con vita residua a 1-3 anni (miliardi di euro)

	Ott-Dic 2013	2014	2015	2016	Totale
Spagna	16	65	57	57	199
Italia (*)	38	105	122	75	350
Grecia	0	15	7	2	24
Portogallo	10	14	10	10	43
Irlanda	0	8	4	10	21

(*) Solo scadenze relative ai BTP.

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

... e limita il rischio di liquidità per Italia e Spagna

Necessità di finanziamento di Spagna e Italia nei prossimi due anni (titoli a medio-lungo termine; miliardi di euro)

		Ott-Dic 2012	2013	2014	Totale
Titoli in scadenza	Italia	74	159	160	393
	Spagna	26	82	89	197
	Totale	100	241	249	590
Deficit pubblico	Italia	-7	19	12	24
	Spagna	11	35	24	70
	Totale	4	54	36	94
Necessità di finanziamento	Italia	67	178	172	417
	Spagna	37	117	113	267
	Totale	104	295	285	684

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Agenda

1 Le previsioni sull'economia italiana

2 Il possibile impatto delle OMTs e il ruolo della BCE

3 Due priorità di politica economica

Altri due «spread» dell'Italia

- **Gap di produttività:** dai primi anni '90 ad oggi il differenziale di produttività del lavoro tra l'Italia e i 17 paesi OECD più ricchi è aumentato costantemente, raggiungendo i 20 punti in termini di GDP per ora lavorata.

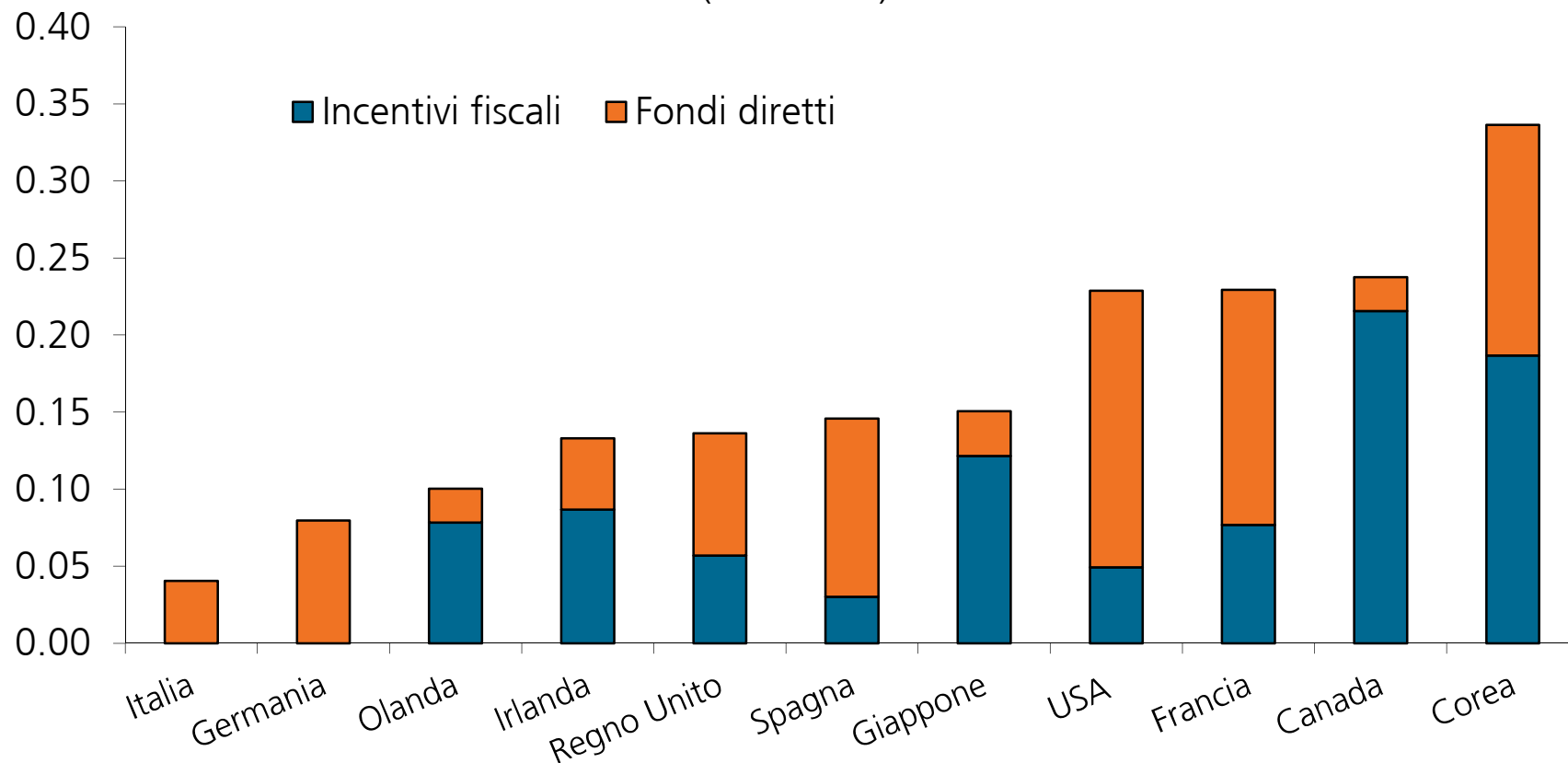
**Sostegno alla
R&S e
all'ambiente**

- **Gap occupazionale:** CSC stima che il 2013 potrebbe chiudersi con 651 mila persone impiegate in meno rispetto a inizio 2008.

**Sostegno
all'occupazione**

R&S: una storia di insufficiente attenzione

Finanziamenti governativi* diretti e indiretti alla Ricerca e Sviluppo
(% sul PIL)

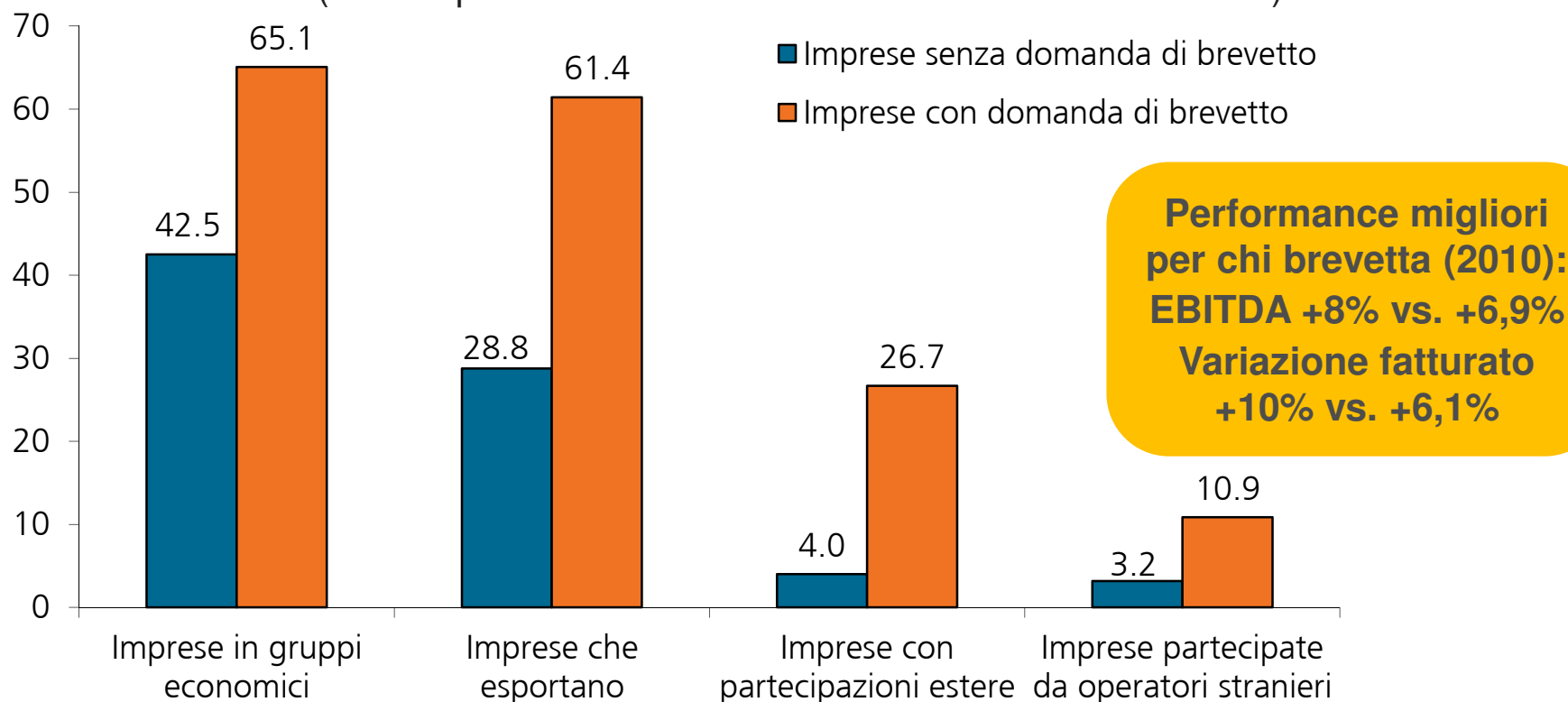


** Sono escluse le politiche attuate a livello regionale*
Fonte: OECD, 2010

Quale Italia se più imprese investissero in R&S e registrassero brevetti?

Il posizionamento competitivo delle imprese che brevettano a confronto

(in % imprese con o senza domanda di brevetto all'EPO)



Imprese manifatturiere con almeno un milione di euro di fatturato nel 2008; 61.304 imprese manifatturiere italiane. Confronto tra imprese senza o con domanda di brevetto all'EPO nella seconda metà degli anni Duemila.

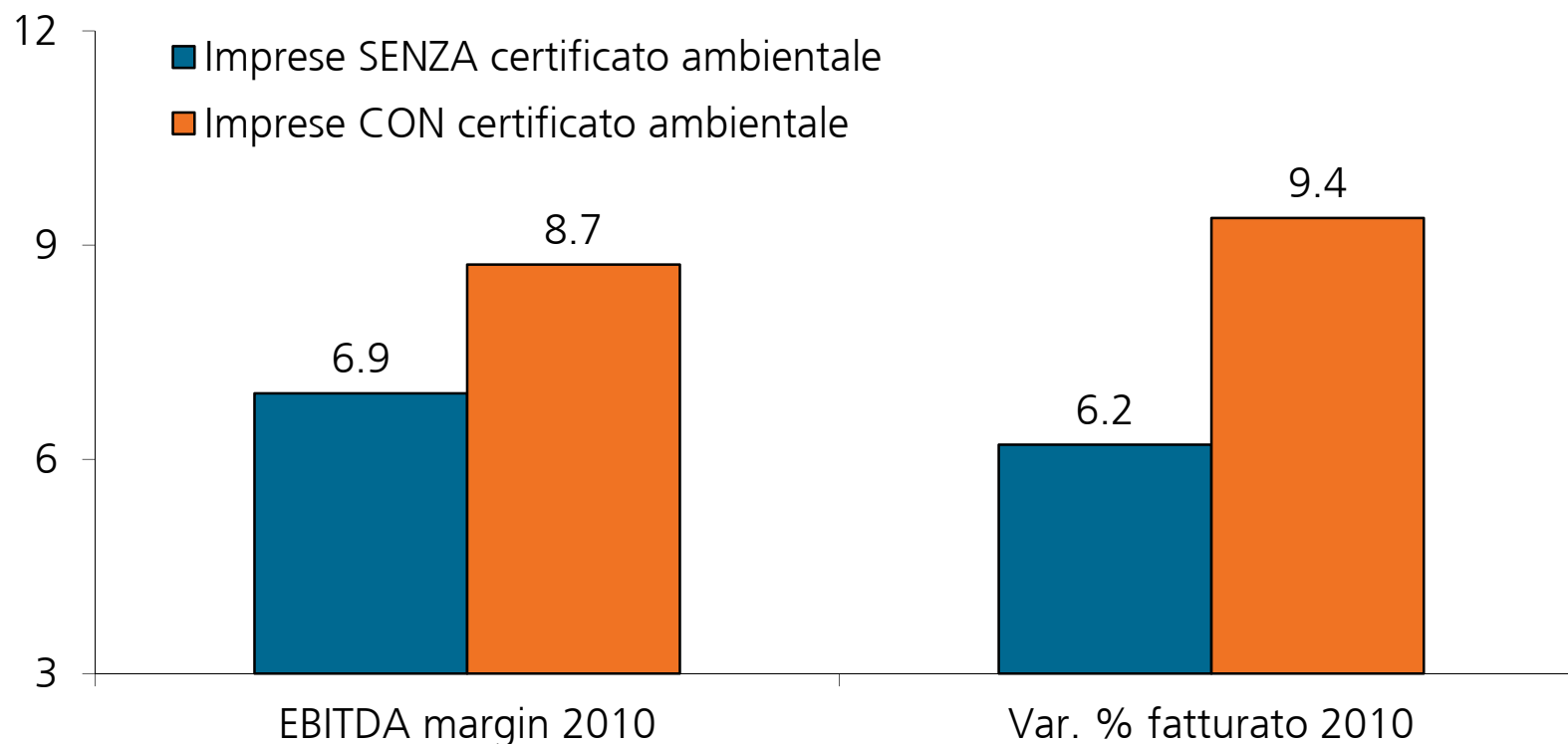
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali, dati EPO, Cerved-Databank, Reprint, Centrale Rischi

Maggiori vincoli ambientali favoriscono l'innovazione ...

- L'impegno nella **sostenibilità ambientale** spinge le imprese a creare **nuovi processi e prodotti**: la risposta a vincoli ambientali (normative, tassazione, ecc.) ha portato all'introduzione di innovazioni per il 27% delle imprese innovatrici italiane.
- Tra le imprese con **certificati ambientali** è più alta la quota di imprese con in portafoglio un brevetto (17,6% vs. il 6,3% delle imprese senza certificati).
- Le imprese «certificate» sono anche **più presenti sui mercati esteri** con attività di export (46,2% vs. 29,6% delle aziende senza certificati) e con partecipate estere (15,4% vs. 4,6%).

... e si riflettono in migliori performance

Imprese manifatturiere italiane con e senza certificati ambientali a confronto (mediana)



*Imprese manifatturiere con almeno un milione di euro di fatturato nel 2008; 61.304 imprese manifatturiere italiane.
Confronto tra imprese senza o con certificato ambientale ISO 14001.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali e dati Accredia*

Il disagio occupazionale tra i giovani

- Il tema dell'occupazione giovanile deve essere una priorità di politica economica, perché l'attuale crisi colpisce maggiormente le classi più giovani.
- I meno giovani (in aggregato) hanno beneficiato delle politiche economiche del passato (continuo incremento spesa pubblica, periodiche svalutazioni della lira). Quella degli anni 70 e 80 è stata una crescita «sottratta» ai giovani di oggi.
- Su una popolazione tra i 25 e i 34 anni di 7,3 milioni di persone:
 - 1,8 milioni di INATTIVI, di cui 260mila SCORAGGIATI
 - 800 mila OCCUPATI A TEMPO DETERMINATO
 - 800 mila DISOCCUPATI
 - Alto e crescente tasso di disoccupazione anche tra i laureati (il 17,5 % dei laureati nel 2007 era ancora disoccupato nel 2011).

Una proposta per rilanciare l'occupazione

- Cuneo contributivo azzerato per 2 anni per i neo assunti, al netto delle uscite nel frattempo intervenute.
- Azzeramento del cuneo per 5 anni per gli assunti i società di start-up.
- Il cuneo contributivo è pari al 32% circa per il datore di lavoro e al 9,5% per il lavoratore.

COSTO

- Nell'ipotesi (ottimistica) di 100.000 nuovi assunti con un reddito lordo medio di 20.000 euro, il costo lordo è di 800 milioni che si riducono a 500, considerando il maggior gettito IRPEF.

Conclusioni

- La fase di contrazione dell'economia italiana dovrebbe iniziare a rallentare dal quarto trimestre 2012. La recessione sarà comunque lunga e la ripresa lenta. La dinamica delle esportazioni nette compensa solo parzialmente la contrazione della domanda interna.
- L'**azione della BCE** contrasta efficacemente molti rischi impliciti nel mercato. Perché il basso livello dei tassi a breve si trasferisca anche sulla parte più lunga della curva, occorre intensificare le azioni di politica economica.
- Per superare il **gap di produttività** dell'Italia occorre – tra l'altro – un sostegno pubblico agli investimenti in R&S per allineare le condizioni previste per le imprese italiane alle migliori prassi europee.
- La gravità del **gap occupazionale** richiede misure straordinarie (e temporanee) volte a «premiare» le aziende in grado di accrescere il numero dei propri dipendenti.