

# L'infinita crisi del debito e l'economia italiana


**Dott. Gregorio De Felice**

Chief Economist Intesa Sanpaolo, Milano

Questa mattina abbiamo ascoltato interventi generalmente orientati al pessimismo sul futuro dell'economia italiana e sulla crisi in corso. Mi è stato fatto notare che con il titolo del mio intervento, parlando di "infinita crisi del debito", non mi allontano di molto dal clima generale.

**I temi**

- Rallentamento globale del ciclo economico mondiale con contrazione dell'attività economica nell'Eurozona e flessione dei tassi di crescita in Asia.
- Gli indicatori più recenti mostrano segnali di stabilizzazione, ma ci sono ancora rischi da superare:
  - Quale soluzione per il fiscal cliff negli Stati Uniti?
  - La capacità endogena dei Paesi emergenti di trainare la crescita mondiale.
  - L'evoluzione della crisi del debito sovrano nell'Eurozona.
- Crisi del debito nell'Eurozona: migliorati i meccanismi di sostegno; gli scenari estremi sono divenuti improbabili.
- Italia: significativi miglioramenti dopo la svolta BCE, ma l'economia reale non si riprenderà prima della seconda metà del 2013.

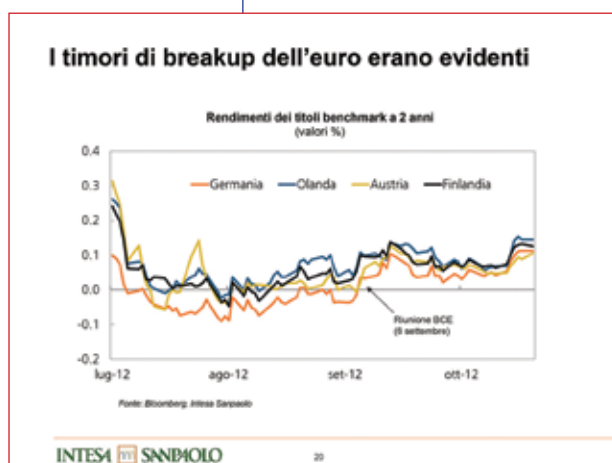
INTESA  SANPAOLO 2



In realtà ritengo che, benché i problemi non siano ancora risolti e la crisi del debito sovrano dell'eurozona non possa ancora dirsi superata, siano stati compiuti importanti passi in avanti sia a livello italiano sia nella

gestione europea delle situazioni di difficoltà finanziaria. Questa valutazione è rafforzata dalla considerazione dei gravissimi rischi che stavamo correndo ancora sino a pochi mesi fa. Il rischio di un break-up dell'euro era non trascurabile e i mercati iniziavano a posizionarsi di conseguenza. In alcuni paesi, come Germania, Olanda, Austria e Finlandia, i rendimenti dei titoli pubblici erano persistentemente negativi e, se c'erano investitori disposti a pagare per avere quei titoli, significava che essi stavano scommettendo sulla reversibilità dell'euro, ossia sul ritorno alle valute nazionali.

Quando commentiamo le misure governative che hanno inevitabilmente avuto un effetto recessivo sull'economia italiana, dovremmo poi anche riflettere sulle radici di questa crisi - e sono radici lontane, dovute a una cattiva gestione della politica economica e della spesa pubblica che è durata per decenni. Non più tardi del 1980, il



rapporto tra debito pubblico e PIL si attestava in Italia al 60%, in linea con i requisiti di Maastricht. Durante tutti gli Anni Ottanta, la crescita economica (pari in media annua al 2,5%) è stata alimentata da una sproporzionata espansione della spesa pubblica, che ha alimentato l'esplosione del debito. L'accresciuta spesa ha generato un modello di sviluppo "assistenzialista" che è proseguito negli anni Novanta. In questo modo il costo dello sviluppo è stato trasferito alle generazioni successive: in sostanza, la crescita di allora è stata "rubata" ai nostri figli. E ancora negli anni Duemila e fino all'insorgere della crisi, la spesa pubblica italiana ha continuato ad aumentare; con essa è cresciuta la pressione tributaria, in un quadro peraltro in cui si è arrestata la crescita economica. La crisi ci ha fatto prendere finalmente coscienza che è necessario modificare radicalmente queste tendenze.

Tornando alla crisi del debito sovrano nell'eurozona, la posizione dell'Italia è decisamente migliorata dopo il vertice europeo di fine giugno e dopo il supporto offerto dai leader politici europei alla decisione della BCE, annunciata da Mario Draghi il 6 settembre, di istituire una rete di sicurezza contro la volatilità dei mercati.

La situazione rimane complessa e difficile per l'entità del nostro debito pubblico, ma si intravede finalmente una svolta. Occorre a questo punto un contributo molto più forte non solo del Governo, ma da parte di tutti gli operatori economici, per migliorare la produttività del nostro sistema paese: dobbiamo rimboccarci doppiamente le maniche, senza aspettarci aiuti da nessuno.

Siamo in una fase di rallentamento del ciclo mondiale. Come mostrano gli indicatori congiunturali PMI, che si riferiscono alle indagini effettuate presso i direttori degli acquisti, qualche indicazione di stabilizzazione e di ripresa emerge negli ultimi dati di Stati Uniti, Cina e Brasile, ma ci sono ancora ostacoli e insidie. Una prima fonte di incertezza è legata al fiscal cliff americano. Alla fine del 2012 negli Stati Uniti verranno a scadere misure di sostegno all'economia



per oltre 600 miliardi di dollari: non tutti i provvedimenti, molti dei quali risalenti all'Amministrazione Bush, saranno rinnovati e questo provocherà un rallentamento della crescita. Il secondo rischio riguarda i mercati cosiddetti emergenti, che ormai svolgono una funzione di traino della crescita globale. È da verificare se, nel caso di un'eventuale entrata in recessione dei paesi industrializzati, queste economie riusciranno a sostenere il ciclo mondiale: molto probabilmente sì, ma non possiamo affidarci unicamente a loro. Il terzo rischio, che si è un po' attenuato ma non completamente risolto, fa riferimento alla crisi del debito sovrano nell'Eurozona.

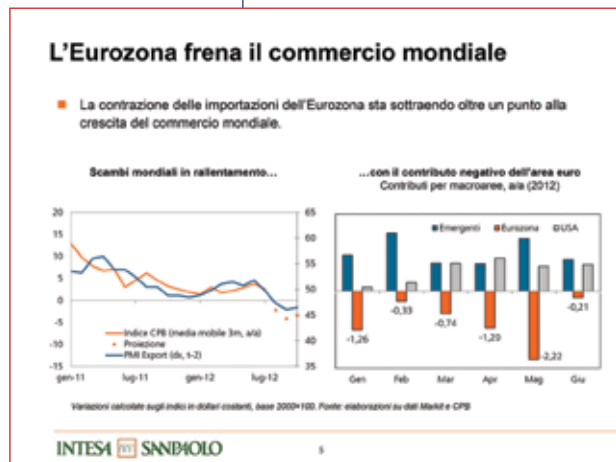
Un altro aspetto importante per valutare il ciclo economico è l'andamento del commercio internazionale. Anche qui osserviamo un trend in flessione, al quale ha contribuito l'area dell'euro attraverso una contrazione dei flussi d'importazione.

Nella parte di destra dell'immagine a fianco possiamo osservare il contributo delle varie aree geografiche alla crescita del commercio internazionale: è positivo quello degli emergenti e degli Stati Uniti, mentre è negativo quello dell'Eurozona (area arancione).

Il commercio internazionale ha un ruolo fondamentale nella crescita: lo dimostra l'esperienza della Grande Depressione del 1929, quando fu proprio il tracollo degli scambi a determinare una fortissima contrazione del PIL. In quell'epoca molti paesi adottarono misure fortemente protezionistiche, ma fortunatamente non è quello che sta succedendo in questo periodo. In questo momento stiamo assistendo soltanto a un rallentamento dei flussi commerciali, non a una marcata contrazione. Da questo punto di vista era di gran lunga peggiore la situazione del 2009, quando si registrò una temporanea flessione degli scambi mondiali dell'ordine del 20%.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, emergono segnali positivi dal mercato delle case, nelle vendite al dettaglio e negli indici di fiducia delle famiglie. Le indicazioni più negative sono legate invece al mondo delle imprese, sia perché gli utili societari sono in leggera flessione, sia perché (a causa dell'incertezza sul cosiddetto fiscal cliff) le aziende americane sono in una fase di attesa e la politica d'investimento ne risente.

Sul fiscal cliff, che pesa per il 4% del PIL americano, la nostra previsione è che, entro la fine del 2012, il Congresso riduca di



circa 200 miliardi, ossia di un terzo, l'entità delle misure di sostegno.

La situazione del debito americano non è sotto controllo. Le indicazioni sia di Romney sia di Obama da questo punto di vista sono molto generiche: a partire dal 2013 qualcosa bisognerà però fare, e ciò avrà un effetto negativo sulla crescita.

I mercati azionari stanno salendo ma, con dati macroeconomici non brillantissimi, c'è il rischio di correzioni nel breve termine. Il quadro complessivo resta abbastanza favorevole, non tanto per via della situazione economica (con tassi di crescita che rimarranno modesti) quanto per la progressiva riduzione dell'avversione al rischio nel mercato obbligazionario, in quello dei corporate bonds e, di riflesso, nel mercato azionario. Una minore avversione al rischio degli investitori è fondamentale. Il deleveraging (cioè la riduzione della leva finanziaria) sarà una condizione imprescindibile nei prossimi 5/10 anni: mantenere sotto controllo l'avversione al rischio aiuterà a limitare i contraccolpi negativi sulla crescita economica della minore facilità di indebitarsi. Il sistema delle regole dovrà contribuire a dare certezze e a rassicurare gli investitori, in modo che l'avversione al rischio non aumenti.

Per quanto riguarda le previsioni per il 2013, i ritmi di rallentamento degli Stati Uniti e del Giappone si ridurranno. In Europa (UE17) si registrerà una leggera ripresa (da -0,4% a +0,3%) con forti differenziazioni tra i paesi (Germania da 1,0% a 1,4%; Italia da -2,4% a -0,5%); un lieve recupero si osserverà anche in America Latina e nei paesi OPEC. L'area dove però la ripresa sarà più consistente è l'Asia orientale (non solo la Cina e l'India). Nel complesso, la crescita mondiale sarà moderata, in linea con le stime per il 2012 (3% circa).

Le performance dei singoli paesi dell'UE17 saranno molto differenziate, con variazioni del PIL particolarmente negative in Grecia e in Spagna.

Si comprende allora per quale ragione la Germania abbia dato il consenso all'iniziativa della BCE di settembre, quando ha cominciato a percepire gli effetti indesiderati del rallentamento dei paesi periferici: an-



### Lo scenario globale per il 2012 e il 2013

Variazioni a/a del PIL a prezzi costanti

	2009	2010	2011	2012p	2013p
Stati Uniti	-3,5	3,9	1,7	2,2	1,7
Giappone	-5,5	4,6	-0,7	2,0	1,4
Area euro	-4,2	1,8	1,6	-0,4	0,3
- Germania	-5,1	4,0	3,1	1,0	1,4
- Francia	-3,0	1,6	1,7	0,2	0,6
- Italia	-5,5	1,8	0,5	-2,4	-0,5
- Spagna	-0,4	-0,3	0,4	-1,6	-1,5
Europa Orientale	-5,6	1,9	3,9	3,1	3,0
- Russia	-7,8	4,3	4,3	3,4	3,9
America Latina	-6,4	4,0	5,1	3,0	3,5
- Brasile	-0,3	7,5	2,7	1,5	4,8
OPEC	0,9	4,2	3,5	4,3	4,6
Asia orientale	5,4	9,0	7,0	5,6	6,7
- Cina	9,2	10,4	9,2	7,3	8,2
- India	6,6	10,6	7,5	5,6	6,8
Africa	1,8	3,7	3,2	2,7	4,4
- Sud Africa	-1,5	2,9	3,1	2,6	3,4
Crescita mondiale	-0,6	5,3	3,9	3,1	3,3

Fonte: Intesa Sanpaolo

INTESA SNNBIOLO 9

che la Germania, come l'Italia, vive di esportazioni e non tutte sono dirette in Cina, in America o fuori dall'Unione Europea.

L'integrazione europea, che oggi vede un rallentamento dal punto di vista finanziario, rimane molto forte per quanto riguarda gli scambi commerciali.

Veniamo all'Italia. Tutti gli indicatori di attività economica (in particolare l'andamento degli indici di fiducia nei servizi, nel retail e nell'industria) la collocano in una posizione più sfavorevole rispetto alla media dell'Eurozona: contribuisce a questo svantaggio anche la crisi finanziaria, che si trasmette all'economia attraverso il maggior costo del credito.

Infatti, oltre allo spread tra i tassi dei BTP e dei Bund, c'è uno spread del credito rispetto a Germania, Francia e Olanda che non è dovuto a un inasprimento unilaterale delle condizioni di concessione da parte delle banche, ma al maggior costo del funding che esse sopportano per effetto dell'aumento del rischio sovrano. Oltre al permanere di differenze di produttività rispetto ai partner europei, la crisi finanziaria si trasmette all'economia reale anche attraverso questo canale.

La stabilizzazione dello spread BTP - Bund, dai massimi di 500 punti base ai 300/320 pb di questi giorni, potrà esercitare effetti positivi sul costo del credito bancario all'economia; avrà inoltre conseguenze favorevoli per le famiglie. Esiste, infatti, una significativa correlazione tra le condizioni dei mercati finanziari (sintetizzate appunto dallo spread tra BTP e Bund) e gli indicatori di fiducia delle famiglie: quando lo spread si allarga, la fiducia delle famiglie peggiora e i consumi diventano più deboli. Al momento ci troviamo in una fase importante di recupero dello spread: ci attendiamo quindi che anche la fiducia dei consumatori possa leggermente riprendersi e con essa i consumi. Lo scenario per l'economia italiana è ancora recessivo: il 2013 dovrebbe chiudersi con un calo del PIL dello 0,5%. La flessione appare tuttavia meno grave di quella attesa per il 2012 (-2,4%): il profilo del rallentamento risulterà meno forte tra la fine di quest'anno e l'inizio del 2013, ma

### Nell'Eurozona restano forti differenziali di crescita

■ Nell'Eurozona permane un'ampia dispersione tra i tassi di crescita delle diverse economie, legata all'entità delle correzioni fiscali adottate e alla crisi finanziaria.

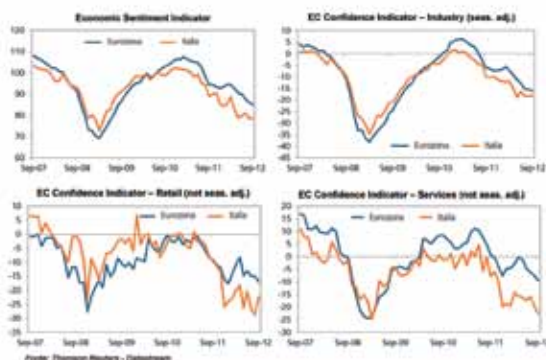
	2010	2011	2012	2013
Grecia	-4,4	-6,6	-5,7	-3,8
Portogallo	1,4	-1,7	-3,1	-0,3
Spagna	-0,3	0,4	-1,6	-1,5
Italia	1,8	0,5	-2,4	-0,5
Irlanda	-0,8	1,4	0,3	1,7
Belgio	2,4	1,8	-0,3	0,3
Paesi Bassi	1,6	1,1	-0,3	0,0
UE-17	1,8	1,5	-0,4	0,3
Austria	2,2	2,7	1,1	1,4
Francia	1,6	1,7	0,2	0,6
Germania	4,0	3,1	1,0	1,4

Valori in % a prezzi costanti. Fonte: Intesa Sanpaolo - Servizio Studi e Ricerche

INTESA SNBIOLO

10

### Attività economica: confronto Italia - Eurozona

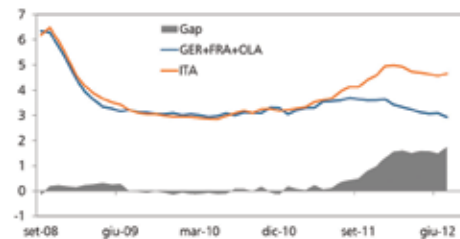


INTESA SNBIOLO

11

### Italia: la crisi finanziaria ha anche effetti reali

Tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie (<1 milione, <1anno)



Tassi ponderati per il PIL. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati dell'Eurostat

INTESA SNBIOLO

12

per una mini-ripresa occorrerà attendere il quarto trimestre del 2013.

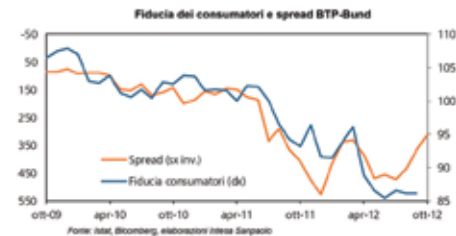
Stimiamo che i consumi privati si riducano nel 2012 del 3,5%, gli investimenti fissi dell'8,1%, le importazioni dell'8,3%; per il quinto anno consecutivo, le famiglie italiane sperimenteranno una contrazione del reddito disponibile reale, ossia del reddito lordo al netto delle tasse e dei trasferimenti da parte dello Stato. La capacità di risparmiare si è fortemente ridimensionata in Italia negli anni: non siamo più un paese-formica. Da un'indagine condotta congiuntamente da Intesa Sanpaolo e Centro Einaudi di Torino, su un campione di capifamiglia molto ampio e rappresentativo, emerge che nel 2011 il 50% delle famiglie italiane riusciva ancora a risparmiare; nella primavera del 2012 la percentuale era scesa al 40%. Tra le motivazioni del risparmio, l'obiettivo-cassa è passato in secondo piano; è salito invece di molto l'obiettivo-figli.

Passando ai conti pubblici italiani, i progressi sono stati notevoli. Già i dati dei primi otto mesi del 2012 evidenziano un fabbisogno inferiore di quasi 20 miliardi rispetto a quello del 2011. L'anno prossimo sicuramente non raggiungeremo il pareggio di bilancio in termini contabili, però porteremo a pareggio il bilancio strutturale, ossia aggiustato per il ciclo. I mercati e gli investitori internazionali sono oggi disposti a riconoscere che l'Italia ha un deficit maggiormente sotto controllo rispetto al passato e ricominciano a investire cifre per il momento limitate sul debito pubblico italiano: ciò grazie anche agli interventi realizzati sotto il profilo strutturale, tra cui la riforma delle pensioni. Lo stesso BTP Italia è stato comprato non soltanto da italiani, ma per un 10-15% anche da investitori stranieri: forse qualcuno potrà pensare che è poca cosa, ma rappresenta comunque un'inversione di tendenza rispetto a una fase di vendite continue da parte dell'estero.

Il problema dell'Italia è soprattutto legato al debito, non al deficit. Osservando una serie di indici strutturali che mettono a confronto la posizione italiana con quella degli Stati Uniti,

### Italia: un miglioramento della crisi finanziaria può alleviare la recessione

- Lo stress sui mercati finanziari penalizza la domanda attraverso molti canali: costo e disponibilità del credito, fiducia, necessità di maggiore austerità fiscale.
- Un calo persistente dei premi al rischio può condurre a un recupero della fiducia e dei livelli di attività.



INTESA SANPAOLO

### Italia: lo scenario di base per l'economia

- I moltiplicatori fiscali ex-post sono stati più elevati del previsto.
- Ci aspettiamo una ripresa solo nella seconda metà del 2013. I rischi dello scenario sono tuttavia verso il basso.

	2011	2012	2013	2012		2013			
				3	4	1	2	3	4
PII (prezzi costanti)	0,8	-2,4	-0,5	-3,1	-2,3	-1,8	-0,8	0,0	0,2
- var. % IPI				-0,7	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,2
Consumi privati	0,1	-3,5	-1,0	-0,9	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,2
Consumi pubblici	-0,8	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0
Investimenti fissi	-1,3	-8,1	-1,3	-1,5	-0,4	0,0	0,0	0,3	0,6
Importazioni	1,2	-8,3	-1,8	-1,5	-1,0	-0,3	-0,1	0,2	0,5
Esportazioni	6,7	0,6	1,8	-0,2	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7
Prezzi al consumo (a/a)	2,8	3,1	2,3	3,2	2,8	2,4	2,0	2,3	2,4
Disoccupazione (%)	8,4	10,6	11,3	10,7	11,1	11,2	11,3	11,3	11,3
Saldo di bilancio PA (% del PIL)	-3,8	-2,6	-1,9						
Debito pubblico (% del PIL)	120,7	126,6	127,7						

Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo nei diversamente indicati. Fonte: Intesa Sanpaolo

INTESA SANPAOLO

### Italia: l'impatto della recessione sui conti pubblici

- La recessione e l'aumento della spesa per interessi eserciteranno un impatto significativo sul deficit (1,9% del PIL nel 2013). Il gap rispetto agli obiettivi originari ha però in gran parte natura ciclica: il saldo strutturale (aggiustato per il ciclo) risulterebbe in linea con il nuovo Fiscal Compact.
- Il piccolo allentamento fiscale implicito nelle proiezioni del DEF per il 2013 (0,2%) è stato incorporato dalla Legge di Stabilità. L'uso dello spazio di manovra per ridurre le imposte sul reddito è coerente con le indicazioni internazionali, ma la riduzione delle aliquote IRPEF non è lo strumento migliore per stimolare la competitività.

Stime Intesa Sanpaolo (ottobre 2012)	2011	2012	2013	2014	2015
PII (a/a)	0,4	-2,4	-0,5	0,7	1,2
Spese per interessi, % del PIL	4,9	5,2	5,4	5,5	6,3
Saldo, % del PIL	-3,9	-2,6	-1,9	-1,8	-1,8
Saldo primario, % del PIL	1,9	2,6	3,4	3,7	4,4
Saldo strutturale (aggiustato per il ciclo), % del PIL	-3,6	-0,9	0,0	-0,2	-0,4
Debito % del PIL	120,7	126,6	127,7	126,0	122,3
Debito (al netto del sostegno finanziario dell'UE), % del PIL	119,9	123,7	123,9	122,2	119,5

INTESA SANPAOLO

della Gran Bretagna o del Giappone, si nota come nessuno di questi paesi presenti, nel 2012, un deficit basso come il nostro. È vero che il debito lordo italiano è pari al 126% del PIL mentre, per esempio, quello americano è al 107%. Ad eccezione dell'Italia, nessuno dei paesi considerati mostra però una variazione attesa nulla o negativa della spesa legata all'invecchiamento della popolazione nel periodo 2010-2030: nel caso degli Stati Uniti, la crescita è positiva e pari addirittura al 6,8%.

Perché allora in Italia abbiamo i tassi a dieci anni al 4,8%, mentre negli Stati Uniti sono nell'ordine dell'1,5%? Primo, perché noi non abbiamo una valuta di riserva come il dollaro. Secondo, perché non c'è in Europa un'unione fiscale come negli Stati Uniti. Nessuno penserebbe, ad esempio, che l'Alabama possa fallire; in Europa invece abbiamo avuto il caso della Grecia. Se la Grecia uscisse dall'Unione Monetaria, sarebbe come confermare al mercato che esiste un rischio di reversibilità dell'euro. Un'altra importante differenza è che in America tutto il nuovo deficit è finanziato dalla Federal Reserve una soluzione incompatibile con lo Statuto della Banca Centrale Europea.

La decisione della BCE del 6 settembre ha segnato una svolta nella crisi europea del debito sovrano.

Nella figura a fianco il grafico di sinistra riporta i crediti concessi dalle Banche Centrali Nazionali (BCN) alle istituzioni finanziarie e monetarie (IFM) tramite operazioni di politica monetaria.

I toni del blu e dell'azzurro contraddistinguono i paesi cd. core, mentre gli ocra e gli arancione indicano i paesi periferici. L'incidenza dei crediti delle BCN ai paesi core appare in forte calo tra il 2007 e il luglio del 2012: i paesi core non domandano più fondi alla BCE perché non ne hanno bisogno e, anzi, depositano presso il sistema europeo delle banche centrali cifre imponenti, pari a circa 800 miliardi (grafico a destra). Viceversa, i paesi periferici appaiono massicciamente indebitati (grafico di sinistra) e con depositi quasi pari a zero.

E il mercato interbancario dove è finito in tutto questo? È fermo: il ruolo dell'interbancario è oggi svolto dalla

### Per l'Italia il problema è il debito, per altri il deficit

Indicatori strutturali di finanza pubblica, 2012

	Italia	Spagna	UK	USA	Giappone
Saldo di bilancio corretto per il ciclo (% del PIL)	-0,9*	-4,6	-5,4	-6,8	-9,1
Saldo primario corretto per il ciclo (% del PIL)	4,7	-2,2	-2,8	-4,7	-8,1
Totale entrate (% del PIL)	48,3	35,7	37,2	32,0	31,1
Incremento della spesa legata all'età (2010-30) (% del PIL)	-1,0	2,1	3,7	6,8	6,8
Debito lordo (% del PIL)	126,4**	90,7**	88,7	107,2	236,6
Variazione del saldo primario necessaria a raggiungere un rapporto debito/PIL del 60% entro il 2030	4,6	12,7	13,1	19,6	21,1*
Vita media del debito (anni), 2012	6,6	5,7	14,4	5,4	6,0
Debito detenuto da non-residenti (%), 2012	43,1*	43,8	30,7	47,9	7,5

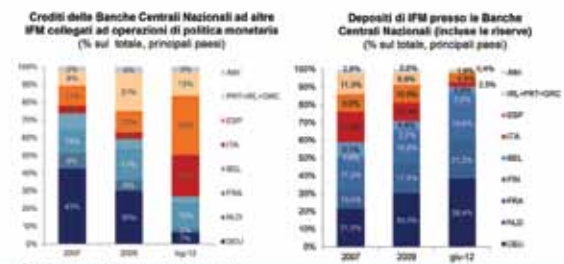
(\*) altre Intesa Sanpaolo; (\*\*) include il contributo ai programmi di sostegno; (c) basato sul debito netto; (d) il dato si è ulteriormente ridotto negli ultimi mesi.  
Fonte: Fiat, Fiscal Monitor, ottobre 2012.

INTESA  SANPAOLO

17

### La BCE si è sostituita al mercato interbancario

- È troppo presto per stabilire se la mossa della BCE sia sufficiente ad invertire la situazione di stallo del mercato interbancario e chiudere i differenziali regionali nel ricorso al finanziamento della BCE.



INTESA  SANPAOLO

22

### Il nuovo programma della BCE

- Condizionalità.** Lo schema prevede che gli acquisti della BCE sul mercato secondario avvengano esclusivamente nell'ambito dei futuri programmi di aggiustamento macroeconomico o precauzionali dell'ESM e siano conseguenza di una richiesta formale di aiuto e della firma di un Memorandum of Understanding (MoU). Il mancato rispetto degli accordi siglati in tema di consolidamento fiscale e riforme strutturali implicherà l'interruzione degli acquisti.
- Copertura.** Non vi saranno limiti quantitativi ex-ante; gli acquisti si focalizzeranno «in particolare» sui titoli con vita residua da 1 a 3 anni.
- Seniority.** La BCE rinuncia allo status di creditore privilegiato.
- Sterilizzazione.** Gli acquisti saranno sterilizzati, evitando la creazione di moneta.
- Trasparenza.** La BCE comunicherà settimanalmente l'ammontare e il valore di mercato degli acquisti e mensilmente la duration media e lo scomposizione per paese.

INTESA  SANPAOLO

24

BCE, che mette insieme sistemi bancari di mondi che non hanno più fiducia tra loro. Poiché i dati di cui stiamo discutendo sono antecedenti il 6 settembre, ci auguriamo che pian piano questa sfiducia tenda a ridursi: la figura però è sintomatica dell'umore che prevaleva prima della svolta tedesca e dell'annuncio delle OMT.

Il nuovo programma della BCE garantisce una rete di sicurezza e consente ai governi dei paesi in crisi di guadagnare tempo. La banca centrale si è dichiarata disponibile a comprare titoli con scadenza residua da uno a tre anni senza limiti predefiniti, a condizione che il paese interessato abbia chiesto aiuto al Fondo Salva Stati.

Il potenziale degli interventi è visibile nella figura a fianco, che riporta l'ammontare dei titoli italiani e spagnoli con vita residua tra gli 1 e i 3 anni: rispettivamente, circa 370 miliardi nel caso dell'Italia e 220 miliardi per la Spagna. È questa la 'potenza di fuoco' di cui oggi dispone la BCE in caso di difficoltà: è chiaro che giocare, o speculare, contro questo tipo di meccanismo non è facile. Appare di conseguenza limitato il rischio di liquidità cioè il rischio che un paese non riesca a collocare o rinnovare i titoli in scadenza e a rifinanziare il debito pubblico.

Nell'aprile del 2010, i non-residenti detenevano il 53% del debito italiano (figura sotto): adesso siamo scesi al 36%. Circa 500 miliardi di debito non sono dunque più in mani straniere, essendo passati alla BCE, alle banche italiane, alle compagnie di assicurazione, ai fondi comuni e alle famiglie. Questo riduce sicuramente l'esposizione del nostro paese. Il 36% resta però una quota considerevole: non possiamo certo dire di essere come il Giappone, dove il 95% del debito è in mano a residenti.

La politica economica in Italia ha oggi due priorità: la riduzione del debito e il superamento (o riduzione) di quell'enorme gap di produttività che il nostro paese ha accumulato nell'arco di 15/20 anni: il differenziale tra l'Italia e i 17 paesi OCSE più ricchi ha raggiunto i 20 punti percentuali in termini di PIL per ora lavorata. Entrare nell'Unione Monetaria è stata una grande fortuna per l'Italia, ma ha avuto un effetto 'narcotizzante': ha fatto dimenticare tutto

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

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

	Ott-Dic 2013	2014	2015	2016	Totale
Spagna	16	67	66	69	220
Italia (*)	38	105	131	95	369
Grecia	0	15	7	2	24
Portogallo	10	14	10	10	44
Irlanda	0	8	4	10	22

(\*) Solo scadenze relative al BTP. Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

INTESA SNBMOLO

27

### ...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
<b>Titoli in scadenza</b>				
Italia	62	159	164	385
Spagna	20	60	67	147
<b>Totale</b>	<b>82</b>	<b>219</b>	<b>231</b>	<b>532</b>
<b>Deficit pubblico</b>				
Italia	-3	27	23	47
Spagna	12	40	29	81
<b>Totale</b>	<b>9</b>	<b>67</b>	<b>52</b>	<b>128</b>
<b>Necessità di finanziamento</b>				
Italia	59	186	187	432
Spagna	32	100	96	228
<b>Totale</b>	<b>91</b>	<b>286</b>	<b>283</b>	<b>660</b>

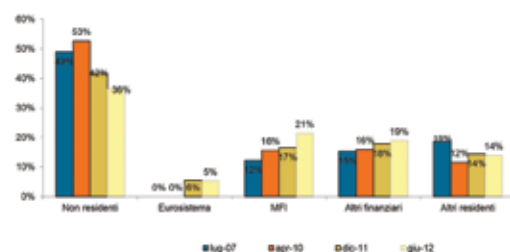
Note: Le scadenze con inclusione i TEF e per la Spagna sono escluse le scadenze di titoli ICO e PRG. Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

INTESA SNBMOLO

28

### Ruolo degli investitori esteri ridimensionato, ma ancora importante

Detentori del debito pubblico italiano negoziabile (%)



Fonte: dal Banca d'Italia, integrati da altre Intesa Sanpaolo relativamente alla quota di debito acquistata dall'Eurosystem.

INTESA SNBMOLO

29



quello che c'era da fare, grazie all'inflazione ridotta e a tassi d'interesse molto bassi per le famiglie, per le imprese e sul debito pubblico.

Anche la Germania mostrava, tra il 2000 e il 2005, tassi di crescita assai modesti. Nel 2003 i tedeschi hanno però realizzato una serie di importanti riforme strutturali, i cui risultati si sono visti nel passaggio da un disavanzo a un forte surplus commerciale. Sarà l'Italia in grado di percorrere un cammino analogo? È difficile dirlo a priori.

Possiamo però contare su diversi punti di forza: un sistema bancario molto più solido rispetto a quello tedesco, un debito delle famiglie italiane inferiore, una ricchezza complessiva (reale e finanziaria) paragonabile a quella tedesca. Di contro, abbiamo un sistema produttivo frammentato, in cui mancano le grandi imprese.

Nonostante i progressi compiuti, dobbiamo fare di più in termini di riduzione del debito, attraverso la dismissione di partecipazioni e di parte del patrimonio immobiliare pubblico. Occorrono progressi sul fronte della produttività dove, come abbiamo visto, siamo terribilmente indietro.

L'insieme di queste iniziative può dare una grande opportunità all'Italia e farla diventare un paese 'da comprare' già nel 2013. Al momento c'è interesse, ma certo non una corsa, ad 'acquistare Italia': sta a noi farla partire.

Mi avvio a chiudere riprendendo le principali conclusioni del mio intervento.

La fase ciclica dell'economia si sta indebolendo, anche se non possiamo parlare di recessione mondiale; siamo comunque in una situazione ben diversa da quella del 2009, quando assistemmo a una forte contrazione del commercio internazionale e paesi come gli Stati Uniti sperimentarono una caduta del PIL di oltre il 3%.

Il 2013 non sarà un anno memorabile, ma nemmeno disastroso.

La cosa più importante è che, rispetto a una situazione in cui eravamo veramente in balla degli umori del mercato internazionale, oggi il contesto è più sereno: ci sono diversi spazi di miglioramento e credo che l'Italia abbia le potenzialità per uscire da sola dalle difficoltà. Certo occorrerà che il mood degli attori economici e degli operatori sia diverso da quello che abbiamo visto nel passato; che i sacrifici già fatti comincino a dare i primi frutti; che l'etica concorra a indirizzare i comportamenti degli agenti economici in misura ben superiore a quanto si legge e si vede in questo periodo. L'Italia può farcela e questa svolta sarà molto utile a tutta l'Europa.

## Italia: due priorità di politica economica

### Riduzione del debito

- Il debito elevato riduce le potenzialità di crescita ed espone il Paese a rischi di instabilità finanziaria.

### Aumento della 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.
- Una crescita più elevata può accelerare la riduzione del debito, o ridurre la dimensione dell'avanzo primario richiesto per conseguirla.

INTESA SANNIHOLO

19

## Conclusioni

- La crescita economica globale si sta indebolendo, frenata dalla crisi europea e dall'incertezza sulla politica fiscale americana.
- Ci sono tuttavia buone probabilità che l'espansione economica globale continui nel 2013, anche grazie al persistere di politiche monetarie accomodanti.
- Il ritmo di contrazione dell'economia italiana rallenterà negli ultimi mesi del 2012, ma una ripresa è improbabile prima di metà 2013.
- Il livello di allarme per la crisi del debito in Europa è diminuito grazie agli ultimi provvedimenti della BCE.
- Il rischio di rifinanziamento per l'Italia appare di conseguenza meno rilevante. Il ricorso al sostegno dei fondi ESM e della BCE resta comunque una possibilità.
- Nel comparto obbligazionario governativo l'Italia rappresenta un'opportunità di investimento.

INTESA SANNIHOLO

20