

Włochy: Przedstawienie musi trwać

21 grudnia 2016 r.

Streszczenie

Ana Boata, Economist

✉ ana.boata@eulerhermes.com

Benedetta Scotti, Junior Economist

✉ benedetta.scotti@eulerhermes.com

■ Włosi sprzeciwili się reformie konstytucyjnej w referendum (59,1%), a premier Renzi podał się do dymisji. W roku 2017, niepewność sytuacji politycznej może doprowadzić do umiarkowanego kryzysu zaufania. Jeżeli sytuacja nie odbije się na bankach lub na rynku obligacji, co przewiduje scenariusz bazowy, pogorszenie koniunktury może doprowadzić do spadku PKB o 0,3 pp. W takim wypadku, wzrost gospodarczy wyniesie jedynie +0,6%.

■ Skutki będą nieuchronne. Należy zrobić wszystko, aby nie powtórzyła się sytuacja finansowa z lat 2011-12, co doprowadziłoby do obniżenia wzrostu PKB o 0,7 pp, co skutkowałoby osłabieniem wzrostu gospodarczego niemal do zera (+0,2%). Tym razem Włochy korzystają, dzięki wsparciu europejskiemu, z rozwiązań tymczasowych, takich, jak program QE EBC czy ESM 2.0. Oprócz tego, kraj dysponuje pewnymi atutami strukturalnymi: nadwyżką budżetową i środkami zabezpieczającymi spłatę zadłużenia. Natomiast włoski sektor bankowy powinien odczuć uszczyplenie.

■ Kryzys zaufania odbije się na włoskich firmach, choć niezbyt dotkliwie. Ze względu na nieznaczny poziom napływu inwestycji zagranicznych i trudniejsze warunki finansowania nie należy liczyć na wzrost inwestycji. Pierwotnie oczekiwano, że wzrost gospodarczy w roku 2017 wyniesie +2%.

Włosi odrzucili reformę konstytucyjną, a Renzi podał się do dymisji. Nie ma powodów do paniki, ale można spodziewać się kryzysu zaufania

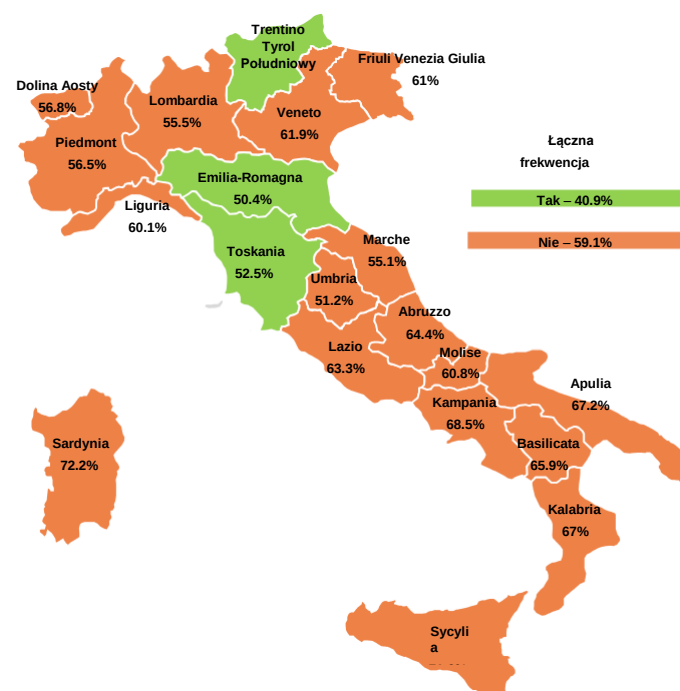
4 grudnia, 65% uprawnionych Włochów wzięło udział w głosowaniu. Wynik – 59,1% głosujących przeciwko proponowanej reformie konstytucyjnej – był zgodny z oczekiwaniami analityków. Nie spodziewano się jednak niemal 20-punktowej różnicy. Wynik wskazuje na powszechny brak akceptacji dla premiera Renzi, który po raz pierwszy od chwili objęcia urzędu poprosił obywateli o bezpośrednie wsparcie. W rezultacie, Renzi podał się do dymisji, otwierając tym samym kolejny okres politycznej niepewności we Włoszech.

W tym roku, włoskie PKB nie spełniło oczekiwań. Wzrost powinien osiągnąć poziom +0,9% w roku 2016, co jest słabym wynikiem w zestawieniu ze średnią dla strefy euro, wynoszącą +1,6%. W dodatku, problemy Włoch i ich sektora bankowego przyciągnęły obok Brexitu i wyborów w Stanach Zjednoczonych światową uwagę. Prognozy gospodarcze po raz kolejny są związane ściśle z poziomem zaufania - a raczej jego brakiem. Jest to bardzo widoczne zarówno w kraju, jak i za granicą.

Prezydent może doprowadzić do powołania rządu wielkiej koalicji albo „technokratów” na okres pozostały do kolejnych wyborów. Ich termin przypada na pierwszą połowę roku 2018, lub na koniec roku 2017, jeśli wierzyć ekspertom.

Najnowsze badania opinii publicznej wskazują, że rządząca Partia Demokratyczna (socjaldemokraci) cieszą się takim samym poparciem, jak opozycyjny Ruch Pięciu Gwiazd (M5S). W rezultacie, przyszłość włoskiej polityki i jej stabilności pozostaje pod znakiem zapytania.

Rys. 1: Wyniki włoskiego referendum w sprawie reformy konstytucyjnej wg regionu



Źródła: Ministero dell'Interno, Euler Hermes



EULER HERMES
Our knowledge serving your success

Ponadto, niestabilny status dwóch izb parlamentu będzie utrudniał wdrożenie strategicznych reform. W rezultacie, rynki mogą testować wytrzymałość włoskich banków i długu publicznego.

Zaufanie inwestorów ulegnie osłabieniu, co będzie miało negatywny wpływ na przedsiębiorstwa i banki. Reformy gospodarcze mogą stać w martwym punkcie, odsłaniając kolejne słabe punkty strukturalne Włoch.

Nasz scenariusz bazowy sugeruje, że Włochy unikną kryzysu zaufania, jaki miał miejsce w latach 2011-12 i odbił się mocno na gospodarce. Obligacje państwowe są zabezpieczone przez zakup przez EBC w ramach QE (luzowania polityki pieniężnej), a europejskie ramy instytucjonalne uległy wzmocnieniu. Jeśli zmiany polityczne zostaną przeprowadzone sprawnie i przejrzysto, ich negatywne skutki nie powinny wymknąć się spod kontroli. W tym scenariuszu, spodziewany wzrost PKB w roku 2017 wynosi +0,6%. Jest to wartość o 0,3pp niższa w porównaniu z poprzednio prognozowaną.

Jednak, jeśli kryzys zaufania dotknie banków i/lub rynku obligacji, przynosząc skutki podobne do tych, jakie miały miejsce w latach 2011-12, konsekwencje mogą być poważne. W roku 2017, wzrost gospodarczy może spaść o 0,7 pp, sprowadzając PKB do poziomu +0,2% (Rys. 2).

Obawa przed skutkami? Nie spodziewajmy się powrotu roku 2011-12

W porównaniu z kryzysami politycznymi w przeszłości, Włochy dysponują dziś szeregiem atutów.

(i) **EBC (Europejski Bank Centralny)**. Nadal będzie pełnić rolę ratunkową, kupując włoskie obligacje w ramach programu QE, być może aż do końca roku 2017. Od marca 2015 r., kwota miesięcznych zakupów netto włoskich państwowych dłużnych papierów wartościowych przez EBC wynosiła średnio 10 mld EUR. Plan ma łączną wartość 188,5 mld EUR, co stanowi równowartość 10% włoskiego rynku obligacji. Ten poziom zakupów, ograniczony przez wdrażane przez EBC zasady klucza kapitałowego, będzie wystarczający, aby skompensować sprzedaż na poziomie zbliżonym do okresu 2011-12. Pewne zachwiania są jednak możliwe (Rys. 3):

(ii) **Silniejsze instytucje europejskie**. Unia Bankowa i zasady umarzania lub konwersji długów stwarzają bardziej czytelne ramy dla restrukturyzacji banków, wyłączając pomoc publiczną. Europejski Mechanizm Stabilności (EMS) jest także źródłem oparcia i może pozwolić EBC na zakup nawet większej ilości włoskich obligacji państwowych na rynku wtórnym w przypadku podpisania protokołu ustaleń;

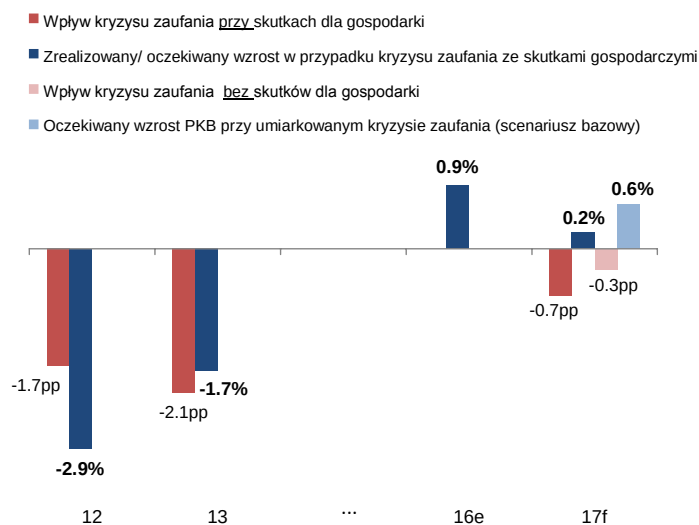
(iii) **Nadwyżka salda pierwotnego** wyniosła +1,4% w roku 2015. Powinna ona rosnąć dalej, osiągając poziom +2% w roku 2018. Zwiększy to możliwość manewru w obliczu wyższych kosztów oprocentowania przez okres około roku. Średnia stopa oprocentowania zadłużenia wynosi obecnie około 3%, co pozwoliło rządowi włoskiemu zaoszczędzić w ostatnich latach 20 mld EUR; oraz

(iv) **Zabezpieczenie włoskiego długu**: 65% pozostaje w rękach mieszkańców Włoch, co oznacza, że efekt domina, oddziałujący na pozostałe kraje strefy euro powinien być ograniczony.

Restrukturyzacja banków włoskich odpowiedzią na kryzys zaufania

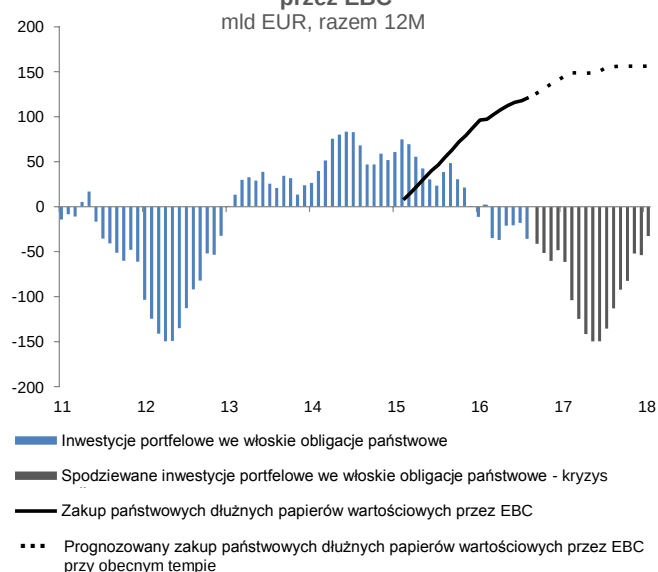
Testy warunków skrajnych, przeprowadzone tego lata przez Europejski Nadzór Banków, uspokoiły inwestorów, zaniepokojonych kondycją kluczowych banków włoskich. Lokalny system bankowy pozostaje chwiejny z trzech podstawowych względów: (i) wysoki udział kredytów zagrożonych, zwłaszcza *sofferenze*, tzn. należności nieściągalnych, wynoszący 12% PKB (Rys.4); (ii) niska rentowność; (iii) niedokapitalizowanie, w szczególności w przypadku małych i średnich banków.

Rys. 2: Wpływ kryzysu zaufania na wzrost PKB we Włoszech



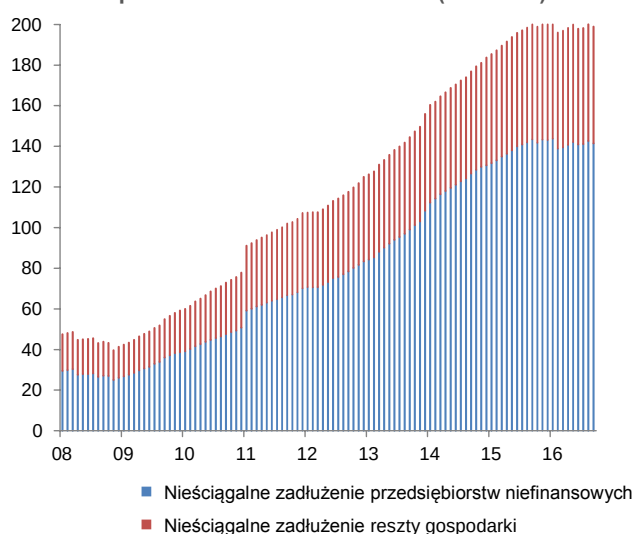
Źródła: IHS, policyuncertainty.com, dane szacunkowe Euler Hermes

Rys. 3: Inwestycje portfelowe we włoskie obligacje państwowe vs. zakup państwowych dłużnych papierów wartościowych przez EBC



Źródła: Bloomberg, Bank Włoch, szacunki Euler Hermes

Rys. 4: Należności nieściągalne brutto (*sofferenze*) w posiadaniu banków włoskich (mld EUR)



Źródła: Bank Włoch, Euler Hermes

Odnosi się to do *Monte Paschi di Siena*, który podjął żmudny proces rekapitalizacji na poziomie 5 mld EUR. Inne banki regionalne, jak *Banca Popolare di Vicenza* i *Veneto Banca*, także odczuwają ciężar sytuacji. Dotyka to wielu lokalnych przedsiębiorstw.

Jak wskazują liczne przypadki spodziewanych transakcji M&A (fuzji i przejęć) - *Banco Popolare* i *Banco Popolare di Milano* są tego jaskrawym przykładem - w kolejnych miesiącach można spodziewać się dalszych działań w zakresie restrukturyzacji i konsolidacji. Prywatne inicjatywy wspierane przez rząd, jak choćby Atlas Fund z gwarancjami włoskiego Skarbu Państwa (GACS), zostały już wdrożone. Jednak kluczową rolę odegra zaufanie inwestorów, uzależnione od stabilności politycznej i perspektyw gospodarczych.

Firmy włoskie mogą zboczyć ze ścieżki poprawy

Firmy włoskie są w dobrej kondycji: obroty i zyski rosną. Jednocześnie, poziom zadłużenia firm jest umiarkowany, a fundusze duże.

Jednak poziom zaufania pozostaje kruchy i może ulec zachwianiu w wyniku zmian politycznych.

(i) **Inwestycje zagraniczne** ucierpią, jeśli nasili się kryzys polityczny. W roku 2012, wartość nabywanych przez podmioty zagraniczne firm włoskich spadła o ponad 30% w porównaniu z rokiem 2011 (Rys. 5).

(ii) Rosnąca presja na banki może doprowadzić do **pogorszenia warunków finansowych** dla firm włoskich. Uzyskują one z banków 60% pokrycia swoich potrzeb finansowych. W rezultacie, firmy włoskie, szczególnie MŚP, staną się jeszcze mniej konkurencyjne w stosunku do partnerów z innych państw UE, co może uderzyć w ich rentowność.

(iii) Wyższe koszty finansowania i osłabienie zaufania mogą zahamować wzrost MŚP w roku 2017. Poziom zaufania pozostaje słaby, oceniamy więc, że w przypadku zachwiania stabilności politycznej na poziomie zbliżonym do lat 2011-12 **wzrost inwestycji może ulec zatrzymaniu**, zamiast osiągnąć poziom zbliżony do +2%.

Śledzenie rozwoju wydarzeń odnośnie planowanych reform

Produktywność ma kluczowe znaczenie dla ożywienia wzrostu i równowagi długu publicznego

Mimo wyłożonych starań i kontroli, poziom włoskiego długu publicznego osiągnął zawrotną wysokość 2 255 mld EUR w lipcu 2016 r. W roku 2016 osiągnięte prawdopodobnie wartość 133% PKB. Przy wysokiej nadwyżce i wciąż niskim oprocentowaniu, głównym problemem pozostaje powolny wzrost PKB. W ciągu ostatnich trzech lat, średnia wynosiła +0,6%, od roku 2008 była ujemna (rys. 6). Choć spodziewany powrót inflacji powinien być korzystny w tym względzie, to Włochy muszą pokonać główną słabość strukturalną, jaką jest niska produktywność.

Reformy, które zwiększą konkurencyjność firm włoskich, są tym bardziej niezbędne ze względu na powolny wzrost poziomu handlu światowego i próby jego skompensowania, podejmowane przez takie kraje, jak Hiszpania czy Irlandia. Ogranicza to potencjał potężnej włoskiej maszyny eksportowej.

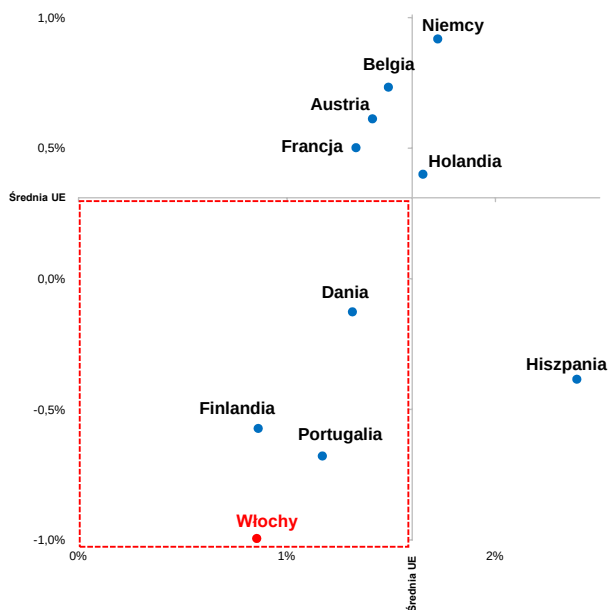
Co gorsza, produktywność pracy niewiele wzrosła w ciągu ostatnich 15 lat (Rys. 7) Wzrost wynosił średnio +0,3%, co daje wynik znacznie niższy od średniej dla strefy euro w wysokości +1,1%. Różnicę tę tylko częściowo tłumaczy fakt, że Włochy celują w rozwoju sektorów o niskiej do średniej wartości dodanej.

Rys. 5: Liczba transakcji M&A (fuzji i przejęć) realizowanych przez inwestorów zagranicznych we Włoszech (narastająco 12m)



Źródła: Bloomberg, Euler Hermes

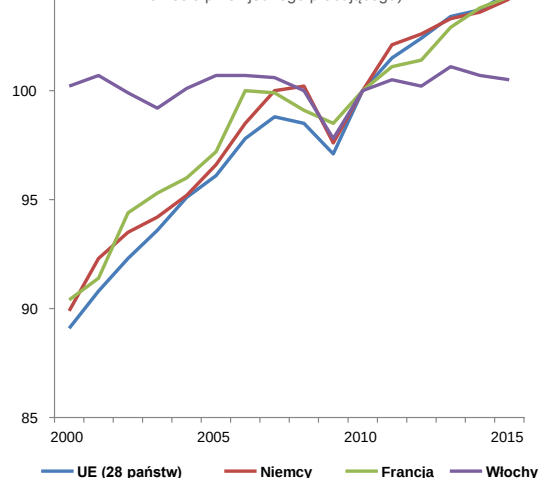
Rys. 6: Średni wzrost PKB 2016-2017 (oś x) vs. Średni wzrost PKB 2008-2015 (oś y)



Źródła: IHS, dane szacunkowe Euler Hermes

Rys. 7: Wskaźnik wydajności pracy

(realny PKB podzielony przez liczbę przepracowanych godzin – wartość produkcji wytworzonej w danym okresie przez jednego pracującego)



Źródła: Eurostat, Euler Hermes

Kraj cierpi m.in. z powodu wysokich kosztów pracy, dysfunkcyjnego systemu szkolnictwa i niskiego poziomu innowacyjności. Kurczące się zasoby siły roboczej i najniższy w historii wskaźnik urodzeń, wynoszący 1,37, to także istotne przyczyny strukturalne tego stanu rzeczy.

Niezbędne są inwestycje w R&D (Badania i Rozwój), aby ożywić konkurencyjność firm: *Industria 4.0* to pozytywny krok, obciążony jednak ryzykiem wdrożenia

Aby ożywić innowacyjność, rząd uruchomił trzyletni plan przemysłowy we wrześniu roku 2016. *Industria 4.0*, inspirowany przez inicjatywę niemiecką, ma zwiększyć nakłady na badania i rozwój. Stanowią one jedynie 1,3% włoskiego PKB, przy średniej w strefie euro wynoszącej 2,1%.

Celem planu jest zwiększenie inwestycji prywatnych na R&D o 24 mld EUR do roku 2020, a rząd przeznaczył już 13 mld EUR na ulgi podatkowe od inwestycji zaplanowanych na rok 2017. Ogłoszono także, że kwota 7,6 mld EUR zostanie zainwestowana, aby poprawić dostęp firm do sieci ultraszerokopasmowych oraz wzmocnić wsparcie dla łatwych w uzyskaniu pożyczek służących inwestycjom w modernizację maszyn.

Podjęto inicjatywy publiczne. Jednakże, tak, jak w przypadku restrukturyzacji banków, kluczowym czynnikiem będzie pewność inwestorów.

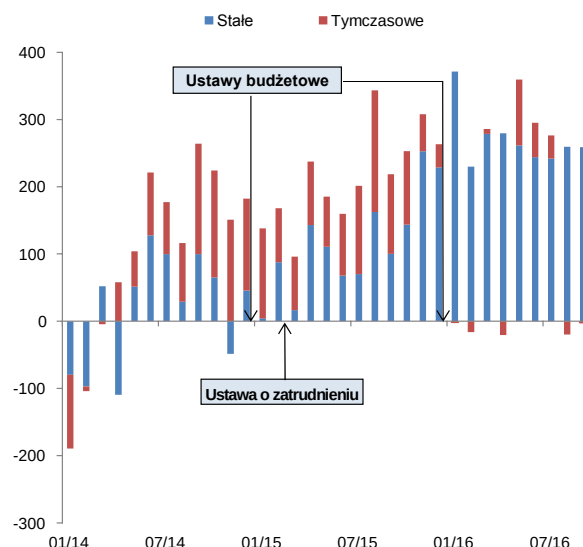
Ustawa o zatrudnieniu przynosi owoce, ale koszty pracy należy obniżać dalej

Ustawa o zatrudnieniu, która weszła w życie w marcu 2015 r., zwiększyła do pewnego stopnia elastyczność sztywnego dotąd rynku pracy. Przyczyniła się do utworzenia ponad 3,5 mln miejsc pracy w ciągu ostatnich 12 miesięcy, co oznacza wzrost o +56%, 12/12m (Rys. 8).

Towarzyszy temu wdrożenie reformy edukacji. *La Buona Scuola* ma pomóc instytucjom akademickim w wychodzeniu naprzeciw potrzebom rynku pracy, poprzez zintensyfikowanie szkoleń w miejscach pracy, przedsiębiorstwach. Wg włoskiego Skarbu Państwa, przyniesie to wzrost w perspektywie długoterminowej, generując +2,4% do wartości bazowej PKB.

Konieczne są jednak dalsze reformy dla obniżenia wysokich kosztów pracy. Klin podatkowy w wysokości 47,9% plasuje Włochy dużo powyżej średniej OECD, wynoszącej 35,9%. Choć zachęty fiskalne w ramach dwóch ostatnich ustaw budżetowych (tzw. *decontribuzioni*) obniżyły koszty pracy o 4% r/r w drugim kwartale 2016 r. (z wyłączeniem pensji i wynagrodzeń), są to rozwiązania o charakterze działań jednorazowych.

Rys. 8: Nowe miejsca pracy netto



Źródła: Eurostat, Euler Hermes

OŚWIADCZENIE

Powyższe oceny i komentarze są zawsze przedmiotem poniższego

Niniejsze materiały zostały opublikowane przez Euler Hermes SA, firmę należącą do grupy Allianz, wyłącznie w celach informacyjnych i nie mają na celu przekazania żadnych szczegółowych porad. Ich odbiorcy powinni dokonać własnej niezależnej oceny przedstawionych informacji i nie powinni podejmować żadnych działań tylko na podstawie tych informacji. Informacje te nie mogą być powielane ani ujawniane bez naszej zgody. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do dystrybucji w żadnej jurysdykcji, gdzie byłoby to zabronione. Choć podane informacje uznawane są za wiarygodne, nie zostały one niezależnie zweryfikowane przez Euler Hermes i Euler Hermes nie składa żadnych oświadczeń i gwarancji (bezpośrednich czy domniemanych) co do dokładności czy kompletności tych informacji, ani też nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za straty wynikające z jakiegokolwiek użycia tych informacji lub kierowania się nimi. O ile nie zaznaczono inaczej, wszelkie poglądy, prognozy czy szacunki są poglądami wyłącznie Działu Gospodarczego Euler Hermes na dzień publikacji i mogą być zmieniane bez powiadomienia. Euler Hermes SA jest firmą autoryzowaną i regulowaną przez Francuski Urząd ds. rynków finansowych.

© Copyright 2016. Euler Hermes. Wszelkie prawa

Wszystkie analizy Euler Hermes
Economic online
<http://www.eulerhermes.com/economic-research>

Kontakt z Zespołem
Analiz Gospodarczych
Euler Hermes

Dyrektor ds. Publikacji i Główny
Ekonomista
Ludovic Subran
✉ ludovic.subran@eulerhermes.com