Po zaciśnięciu pasa przez rząd grecki i kupieniu czasu dla Hellady, wskutek kolejnego wsparcia finansowego płynącego z Unii Europejskiej, początek wakacji upływa pod znakiem wątpliwości co do możliwości regulowania zaciągniętych zobowiązań przez kolejne państwo strefy euro, czyli Włochy.

Obawy o niewypłacalność Włoch wywołały panikę na rynkach kapitałowych do której konsekwencji należało gwałtowne osłabienie euro do dolara (spadek w dniu 12 lipca poniżej poziomu 1,39, podczas gdy jeszcze tydzień wcześniej 5 lipca kurs przekraczał 1,45), jakie nastąpiło pomimo podniesienia w spadkowym tygodniu przez EBC wysokości stóp procentowych, spadek wartości głównych indeksów giełdowych, wzrost kursów uznawanego za *safe heaven*franka szwajcarskiego. Wzrosła również rentowność włoskich obligacji skarbowych. Czy gwałtowna reakcja rynków była uzasadniona i czy można mówić o realnym zagrożeniu (w kontekście finansów Italii) dla całej strefy euro? W niniejszym tekście zostały przedstawione podstawowe parametry związane z finansami Włoch, z odniesieniami do innych państw eurolandu, przede wszystkim pogrążonej w kłopotach finansowych Grecji oraz państwa znajdującego się na drugim biegunie, jeśli chodzi o perspektywy finansów publicznych czyli Niemiec.

Zacznijmy o wysokości zadłużenia publicznego do PKB Włoch, w porównaniu do wspomnianych Grecji i Niemiec a także średniej dla 17 państw wchodzących w skład strefy euro, które to dane za okres od 1999 r. przedstawia poniższy wykres (dane za Eurostat).

Pozostaw to pole puste, jeśli jesteś człowiekiem:

Z danych, które posłużyły do powyższego wykresu wynika, iż zadłużenie Italii w stosunku PKB jest niższe w porównaniu z Grecją. Co więcej, nie nastąpił w ostatnich latach znaczący wzrost zadłużenia sektora publicznego Włoch do PKB, jaki miał miejsce w Grecji. Warto zwrócić uwagę, że jeszcze w 2008 r. oba te państwa miały wskaźnik zadłużenia publicznego do PKB na zbliżonym poziomie. Od przedkryzysowego roku 2007, poziom zadłużenia publicznego Włoch do PKB zwiększył się o 15,4 p.p. (z poziomu 103,6% PKB), co oznacza wzrost zadłużenia do PKB o niecałe 15%. Wskazane wartości są znacznie niższe, niż średni wzrost zadłużenia dla całej strefy euro czy Unii Europejskiej, jak również dług publiczny do PKB Italii narastał w ostatnich trzech latach z mniejszą dynamiką niż w Niemczech czy

Francji. Ponadto zadłużenie Italii utrzymuje się na podobnym poziomie, w porównaniu do czasów gdy Włochy przystępowały do strefy euro. Na koniec 1999 r. zadłużenie sektora publicznego Italii wynosiło 113,7% PKB (choć budżetowe kryteria spójności oraz Stability and Growth Act z 1997 r. stanowią o maksymalnym dopuszczalnym zadłużeniu w wysokości 60% PKB), podczas gdy na koniec 2010 r. – 119% PKB, co oznacza że było niższe niż w połowie lat 90-tych XXw., kiedy przekraczało 120% PKB.

Włochy nie doświadczyły również tak dramatycznego spadku gospodarczego jaki stał się udziałem np. Irlandii (łącznie spadek PKB o ponad 11% PKB w okresie 2008- 2009 z czego recesja w roku 2009 osiągnęła poziom 7,6% PKB) czy Estonii (spadek PKB o blisko 14% w roku 2009). Po apogeum kryzysu jakie miało miejsce w roku 2009, w roku 2010 Włochy osiągnęły wzrost gospodarczy na poziomie przekraczającym 1% PKB, choć wzrost ten był niższy nie tylko w porównaniu do gospodarki niemieckiej, ale także do średniej w strefie euro. Poniższy wykres pokazuje dynamikę realnego PKB Włoch, Grecji, Niemiec oraz średnią dla strefy euro od 1997 r., wraz z prognozą na lata 2011 i 2012 (źródło danych: OECD).

Przyjrzyjmy się również kosztowi obsługi zadłużenia publicznego we Włoszech oraz wynikowi budżetu. Koszt obsługi długu publicznego Italii pozostaje na wysokim, ale stabilnym poziomie. Od roku 2002 pozostaje na poziomie poniżej 6% do PKB, a od 2004 – poniżej 5% PKB. Koszty te są na znacznie niższym poziomie niż w drugiej połowie lat 90-tych XXw., tj. kiedy jeszcze walutę Włoch stanowił lir. Dla porównania koszt obsługi długu niemieckiego to w roku 2010 2,4% PKB, podczas gdy w Polsce w poprzednim roku koszt ten osiągnął poziom 2,7% PKB[ref]Dane za CEIC Data[/ref]. W kontekście stabilności finansów Włoch na pewno niepokojący jest saldo pierwotne finansów publicznych (tzw. *primary balance*) tj. deficyt po odliczeniu kosztów obsługi zadłużenia za lata 2009 i 2010. Analizując wynik sektora finansów publicznych Włoch w ostatnich 15 latach, warto zwrócić uwagę na obniżenie deficytu pod koniec XX w., co ma związek z dążeniem do spełnienia kryterium deficytu poniżej 3% PKB). Wartości w zakresie wyniku rocznego sektora, primary balance oraz kosztów obsługi długu Włoch w okresie od 1996 r., przedstawia poniższy wykres (dane za CEIC Data).

Wskazane powyżej przyczyny nie wskazują ich jako źródła nerwowości rynków finansowych. Pierwsze wyjaśnienie paniki przynosi poniższy wykres przedstawiający wysokość nominalnego zadłużenia Włoch na koniec 2010r. na tle Grecji, Niemiec oraz łącznego zadłużenia pozostałych państw UE (w mln euro, dane za Eurostat).

Jak wynika z powyższego wykresu, zadłużenie publiczne Włoch wynosiło pod koniec 2010 r. blisko 1,85 biliona euro co oznacza 18,8% łącznego zadłużenia wszystkich państw UE (które w tym samym czasie przekroczyło 9,828 biliona euro) i nominalnie było ponad 5,6-krotnie wyższe niż zadłużenie sektora publicznego Grecji. Skoro zatem w Grecję ma zostać wpompowane w ramach tylko tzw. nowego pakietu pomocy 110 mld euro, która to kwota nie daje gwarancji zapobieżenia przynajmniej częściowej niewypłacalności Hellady, to jakie środki musiałyby użyte na ratunek dużej większej Italii? Przecież nawet podwojenie środków w Europejskim Mechanizmie Stabilności Finansowej (EFSF) co oznaczałoby osiągnięcie poziomu aktywów w wysokości 1,5 biliona euro, mogłoby i tak nie zapobiec ewentualnej niewypłacalności Italii. Ponadto trudno sobie wyobrazić w jaki sposób kraje strefy euro (czy inne państwa UE), które również cechuje wysoki stopień zadłużenia sektora publicznego, miałyby znaleźć dodatkowe co najmniej 750 mld euro. Wydaje się, że wielkość zadłużenia włoskiego sektora publicznego sprawia, że należy już mówić o Włoszech nie jak o Grecji jako zbyt dużej by upaść (*too big to fail* – podobnie jak określano instytucje finansowe ratowane publicznymi środkami) ale *too big to save*.

Warto ponadto zwrócić uwagę, iż Włochy różnią się od Grecji stopniem zaangażowania inwestorów zagranicznych (nierezydentów, *non residents*) w finansowanie długu publicznego. Poniższy wykres (sporządzony według danych za CEIC Data) wskazuje nominalną wysokość długu Włoch łącznie oraz posiadanego przez nierezydentów (w mld euro) a także udział wysokości finansowania zagranicznego (w %).

Zadłużenie włoskiego sektora finansów publicznych wobec nierezydentów na koniec 2010r. wynosiło blisko 820 mld euro, zatem przekraczało blisko 2,5-krotnie łączne zadłużenie publiczne Grecji. Zatem groźba niewypłacalności Włoch stanowi poważne zagrożenie dla instytucji finansowych zarówno z innych krajów (o których potencjalnych problemach mówiono w przypadku zaprzestania obsługi długów przez Grecję), ale przede wszystkim uderza w miejscowe instytucje finansowe, których poprzez spółki zależne obecne są i w innych państwach, także w Polsce. Zagrożenie włoskich instytucji dostrzegają rynki finansowe – w dniu 8 lipca na włoskiej giełdzie zostały zawieszone, po silnych spadkach, notowania banku Unicredit.

Z powyższego wynika, że skala zagrożenia dla systemu finansowego, na skutek niewypłacalności Włoch, jest znacznie większa niż w przypadku Grecji. Przyczynę obecnych problemów stanowi swoisty grzech pierworodny polegający na wpuszczeniu Italii do strefy

euro, pomimo, że finanse publiczne w zakresie wysokości zadłużenia nie spełniały kryteriów określonych przez budżetowe kryteria spójności oraz *Stability and Growth Act*. Takie ulgowe potraktowanie zadłużenia publicznego nie tylko Włoch, ale również Grecji (choć w przypadku Hellady nagięcie zasad miało miejsce w jeszcze większym stopniu) wzmacnia argument, że za uruchomieniem wspólnej waluty euro przemawiały bardziej względy polityczne niż ekonomiczne. Warto również zwrócić uwagę, że Włochy (choć w mniejszym stopniu niż Grecja) traciły po przyjęciu wspólnej waluty konkurencyjność własnej gospodarki, co przejawiało się w pogorszeniu bilansu handlowego. W roku 1996 nadwyżka bilansu łącznej wymiany handlowej wyniosła ponad 34,8 mld euro, podczas gdy w roku 2010 Włochy zanotowały deficyt ponad 29,3 mld euro. Wymowny jest przykład bilansu wymiany handlowej z największym partnerem handlowym, czyli Niemcami – w 1996 r. Włochy osiągnęły nadwyżkę ponad 5,3 mld euro a w roku 2010 – deficyt przekroczył 25,4 mld euro.

Należy jeszcze nadmienić, że inflacja we Włoszech w ostatnich latach nie jest szczególnie wysoka. W roku 2009 nie przekroczyła poziomu 0,8%, w roku 2010 wyniosła 1,5% a obecnie waha się w granicach 2%. Tym samym, w obecnej sytuacji Włoch, tj. przy umiarkowanej inflacji, spowolnieniu dynamiki wzrostu gospodarczego oraz wysokim zadłużeniu publicznym, podniesienie stóp procentowych przez EBC nie sprzyja interesom Italii.

Co może uratować Włochy, jeżeli rozmiar gospodarki i zadłużenia wskazuje, że są państwem *too big to save*? Włosi mogą uratować własne finanse sami, przeprowadzając gruntowną reformę finansów publicznych, przede wszystkim w zakresie cięcia wydatków. Również i w kontekście takich reform, zwiększenie kosztu pieniądza trudno uznać za wskazane. Należy podkreślić, reforma włoskich finansów stanowi zadanie trudne, z uwagi nie tylko na wyzwania stricte polityczne ale również na strukturę wydatków publicznych. W roku 2005 Włochy posiadały najwyższy sposób państw OECD udział wydatków emerytalnych do PKB, który wynosił 14% podczas gdy średnia w OECD znajdowała się na poziomie 7,2% PKB. Ponadto wydatki emerytalne oparte były wyłącznie na finansach publicznych i pochłaniały blisko 29% środków budżetowych. Swoją drogą na kolejnych miejscach wśród krajów OECD o najwyższych wydatkach emerytalnych w budżecie znajdowały się Grecja (26,6) i Polska (26,3). Do takiej struktury przyczyniał się należąca do najniższych w Europie średni wiek przechodzenia na emeryturę, powodujący (wraz ze średnią oczekiwaną długością życia przekraczającą przeciętną dla krajów OECD) długi okres wypłacania świadczeń dla osób,które ukończyły aktywność zawodową. Podjęte już zostały reformy w postaci ustalenia wieku emerytalnego na poziomie 65 lat (dla mężczyzn) ale są one niewystarczające w kontekście istnienia odstępstw systemowych w postaci uzyskania prawa do wcześniejszej emerytury po ukończeniu 58 lat i 35-letniego stażu pracy (od 2013r. możliwość przejścia na wcześniejszą emeryturę obowiązywać będzie w przypadku

ukończenia 61 roku życia oraz 40-letniego stażu pracy)[ref]Pensions at a Glance, Retirement –income systems in OECD countries, OECD 2009[/ref] . Ponadto stopa dzietności wynosi ok. 1,4 i należy do najniższych w UE (w Polsce jest jeszcze niższa i w roku 2010 wyniosła 1,3), zatem społeczeństwo znajduje się na najlepszej drodze do dalszego starzenia się i bez reform, następować będzie dalsze zwiększanie obciążeń budżetowych związanych z realizacją świadczeń dla osób, które zaprzestały aktywności zawodowej. Do niezbędnych działań w zakresie poprawy finansów publicznych należy także walka z szarą strefą, które to zjawisko występuje szczególnie w południowych regionach Italii. Szacuje się, że na terenach południowych Włoch, gdzie bezrobocie przekracza często 13% (i jest często 3 lub nawet 4-krotnie wyższe niż na północy kraju), udział zatrudnionych „na czarno" może przekraczać nawet 18,5%[ref] Za: The Economist: „Oh for a New Risorgimento" http://www.economist.com/node/18780831?story_id=18780831[/ref].

Na niepewność w sferze finansów nakłada się polityka. Prokuratura wystąpiła o zniesienie immunitetu dla deputowanego partii rządzącej pana Marco Milanese, do niedawna bliskiego współpracownika ministra finansów Gulio Tremonti. Deputowany ten opłacał 8 tys. Euro czynszu miesięcznie za apartament w Rzymie w którym mieszkał minister Tremonti. Kilka dni temu minister oznajmił, że kończy korzystanie z tego apartamentu w trybie natychmiastowym. Prokuratura oskarża pana Milanese o przekazywanie poufnych informacji osobom ze świata finansów w zamian za kosztowe podarunki. Podstawowe pytanie brzmi, skąd pan Milanese posiadał te informacje. Jeżeliby minister Tremonti musiał odejść, osłabnie wiarygodność rządu, a kłopoty Włoch i niepewność na rynkach finansowych się nasilą. W tym roku włoskie lato może być wyjątkowo gorące.