



Convegno AIAF - «L'Italia fuori dalla crisi nel 2015?»

Per l'Italia un aiuto insperato da dollaro, petrolio e BCE: basterà?

Gregorio De Felice
Chief Economist

Roma, 27 gennaio 2015

Agenda

1 L'impatto dello shock petrolifero

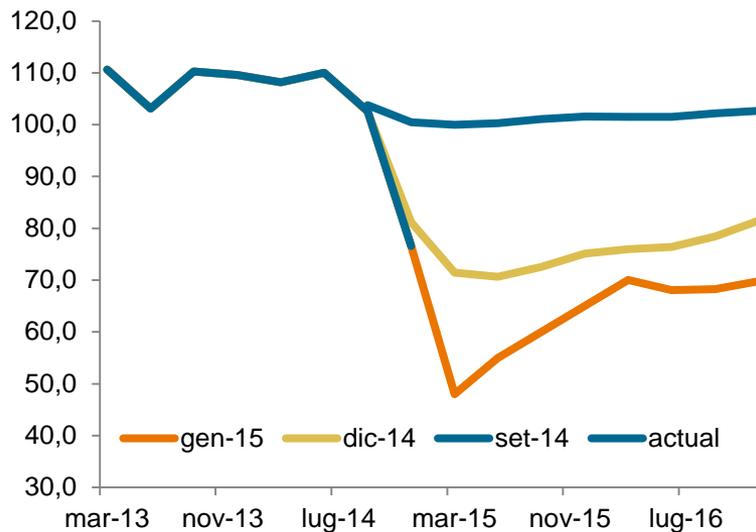
2 Strade divergenti per le politiche monetarie

3 Un aiuto inatteso per la crescita italiana

Lo shock petrolifero non è di breve durata

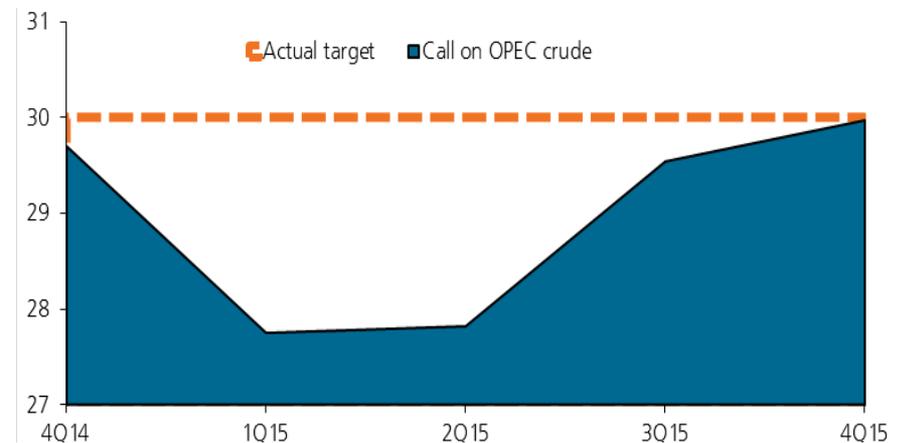
- Eccesso di offerta del 2% circa della produzione mondiale. Fondamentali ancora deboli nel primo semestre. Prezzo medio: **57 dollari nel 2015, con minimi a 40 dollari.**
- Sono iniziate le cancellazioni di alcuni progetti estrattivi. Il miglioramento dei fondamentali nel secondo semestre e il raggiungimento delle soglie di supporto tecnico favoriranno la ripresa dei prezzi (70 dollari a fine anno).

Cronologia delle revisioni delle proiezioni sul Brent Crude



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'eccesso di offerta potrebbe essere riassorbito nel secondo semestre

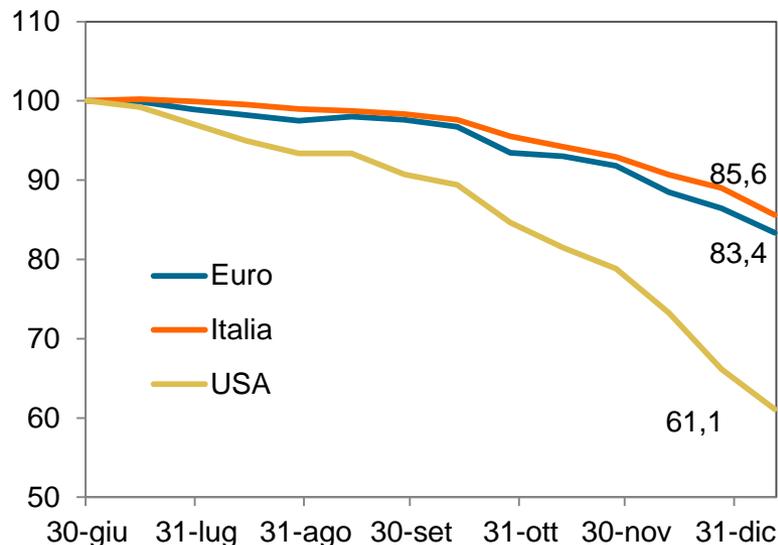


Fonte: OPEC

Le conseguenze: rapidi effetti disinflazionistici ...

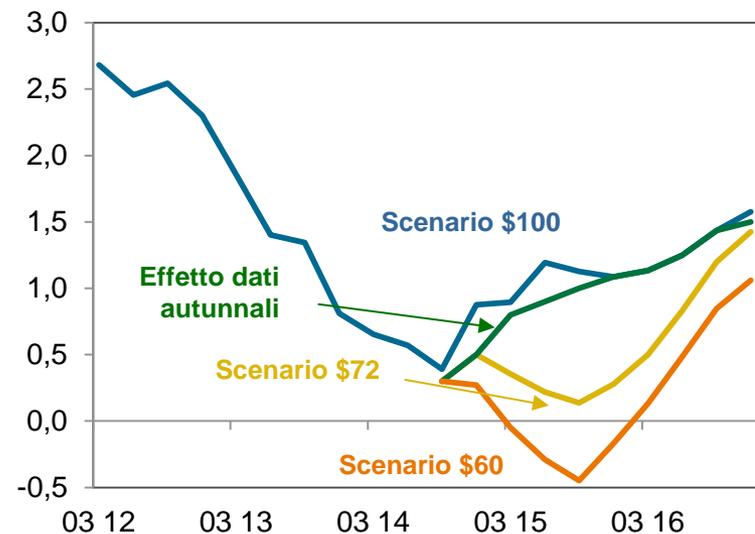
- Il netto calo dei prezzi dei carburanti implica che **gli indici dei prezzi al consumo registreranno cali a/a** dal primo al terzo trimestre 2015 nell'Eurozona, e nel secondo trimestre negli Stati Uniti.
- Gli effetti si estendono al 2016.

Prezzo al dettaglio della benzina
(30/6/14=100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Revisione delle proiezioni di inflazione per l'Eurozona in base alle stime sul petrolio

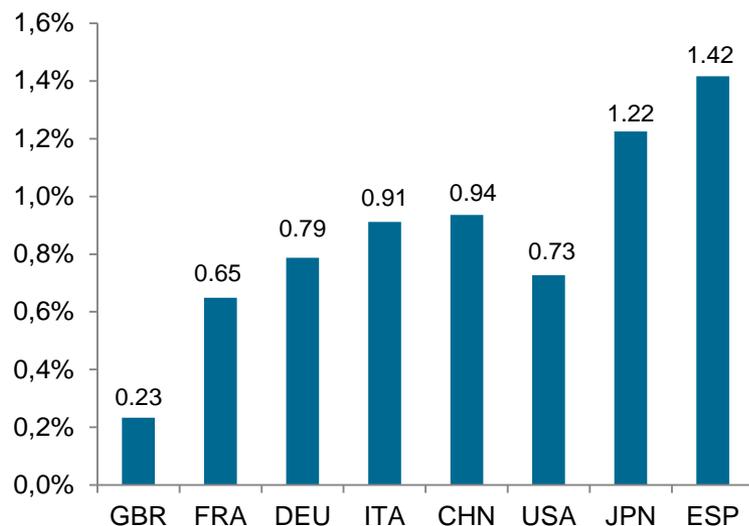


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e minori trasferimenti dai paesi consumatori

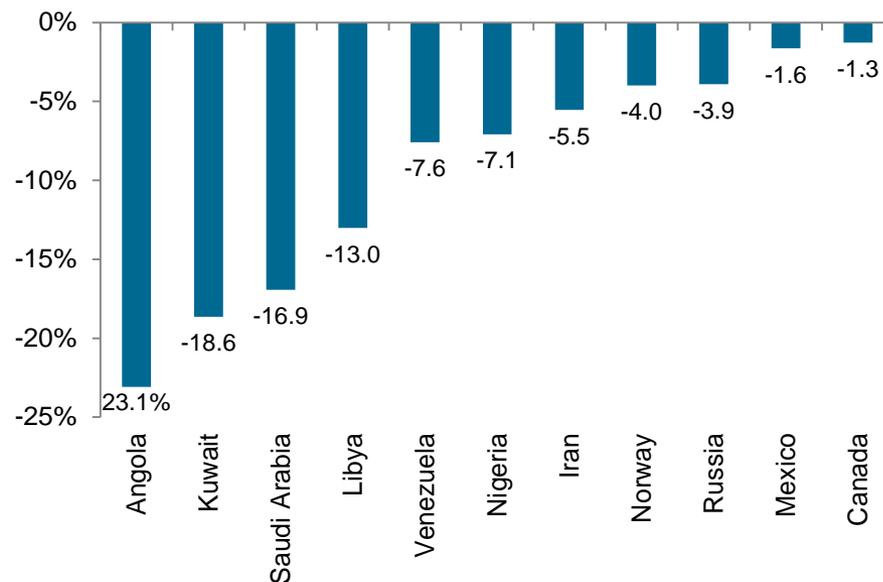
- Rispetto a un'ipotesi di prezzo medio di 100 dollari al barile, il nuovo scenario implica **minori trasferimenti dai paesi consumatori ai paesi produttori per oltre 600 miliardi di dollari nel 2015** attraverso la bilancia commerciale.
- Il beneficio netto per le economie avanzate sarà però ridotto dal **netto calo dell'export di beni e servizi verso i paesi produttori di petrolio**.

Minori importazioni di petrolio (% del PIL)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC e FMI

Minori esportazioni di greggio (% del PIL)

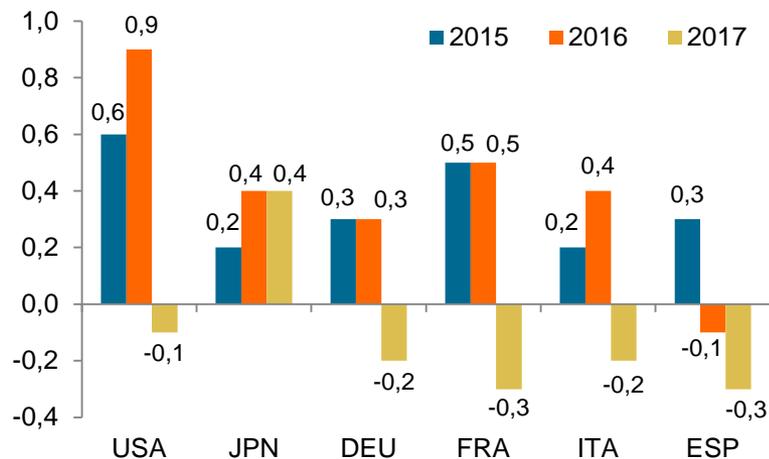


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC e FMI

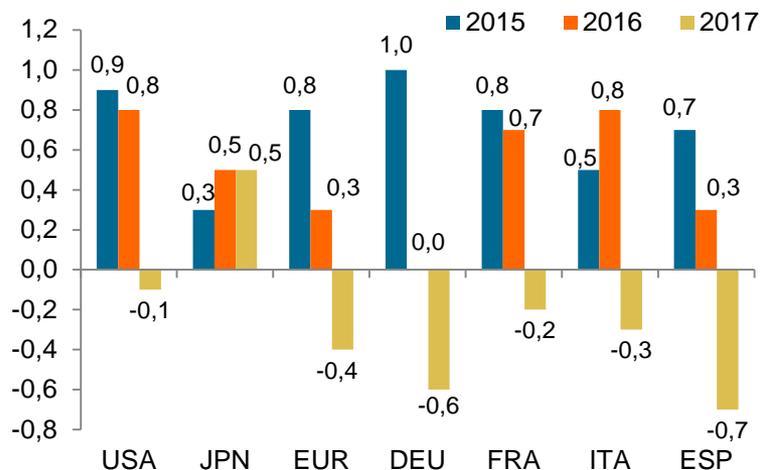
Impatti sulla crescita distribuiti su 2015 e 2016

- La riduzione dei prezzi energetici **libererà potere d'acquisto** (da 0,6 a 1,6% del reddito disponibile) per le famiglie e **aumenterà i margini di profitto** delle imprese.
- **L'impiego di una parte dei risparmi accrescerà il PIL**, con effetti temporanei ma probabilmente estesi fino al 2016. L'impulso più rilevante riguarda i consumi.
- L'impatto è **teoricamente più forte negli Stati Uniti**, dove però sarà parzialmente compensato dal calo degli investimenti nel comparto energetico.

Impatto stimato sulla crescita del PIL
(modello Oxford Economics)



Impatto stimato sulla crescita dei consumi
(modello Oxford Economics)

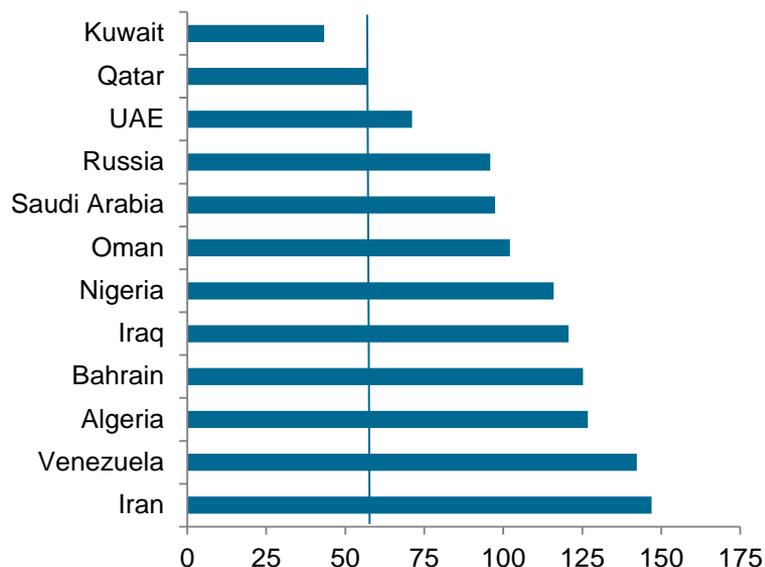


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo mediante il modello Oxford Economics

L'altra faccia della medaglia: rischi in aumento per i paesi esportatori

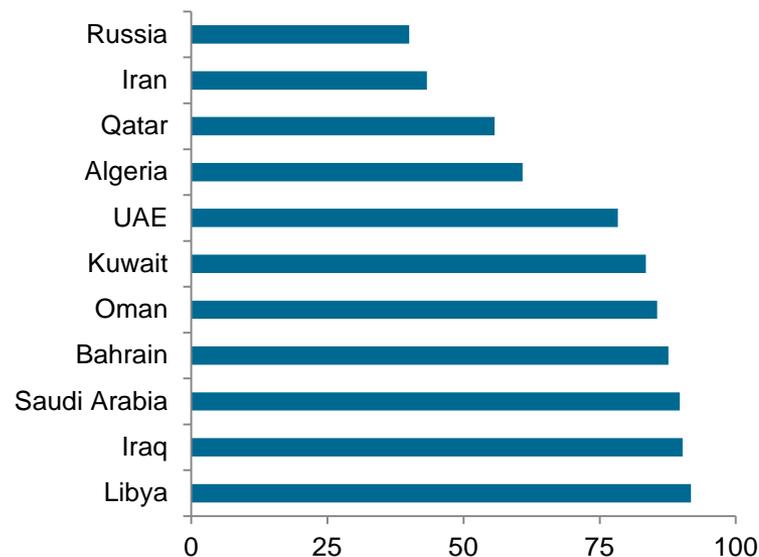
- In molti paesi produttori, prezzi largamente inferiori ai livelli di *break-even* fiscale e in netta flessione rispetto al 2014 **causeranno una contrazione del PIL e sbilanci nei conti pubblici.**

Prezzi di break-even fiscale
(2014)



Fonte: IIF

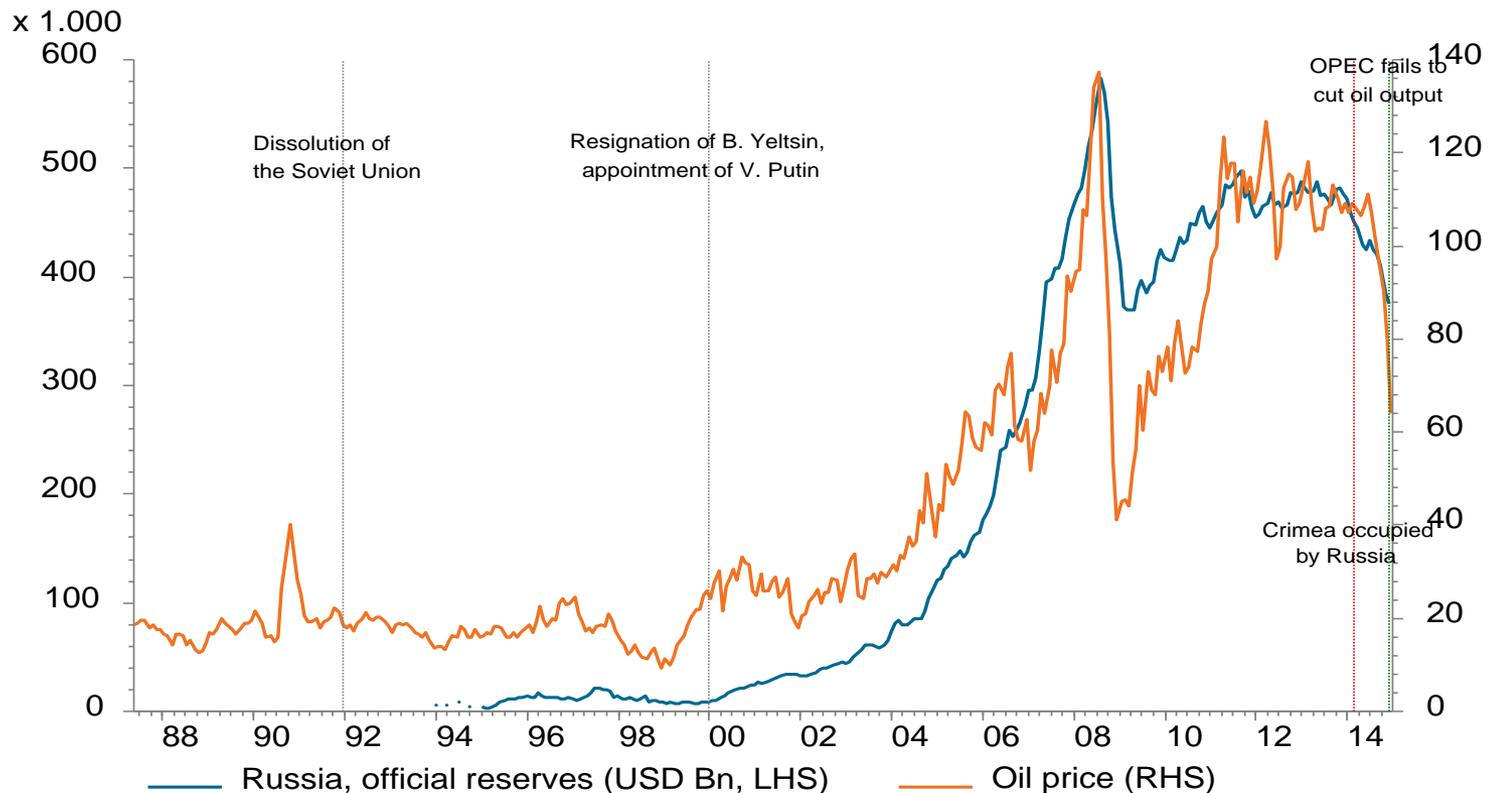
Entrate da idrocarburi
(% delle entrate totali del governo)



Fonte: IIF

Russia: petrolio, riserve e cambiamenti politici

- Il crollo della rendita petrolifera provocherà **una violenta contrazione dell'economia**. Ci saranno anche implicazioni per la crisi ucraina, che aveva contribuito a indebolire l'Eurozona nel 2014?



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo

Agenda

1 L'impatto dello shock petrolifero

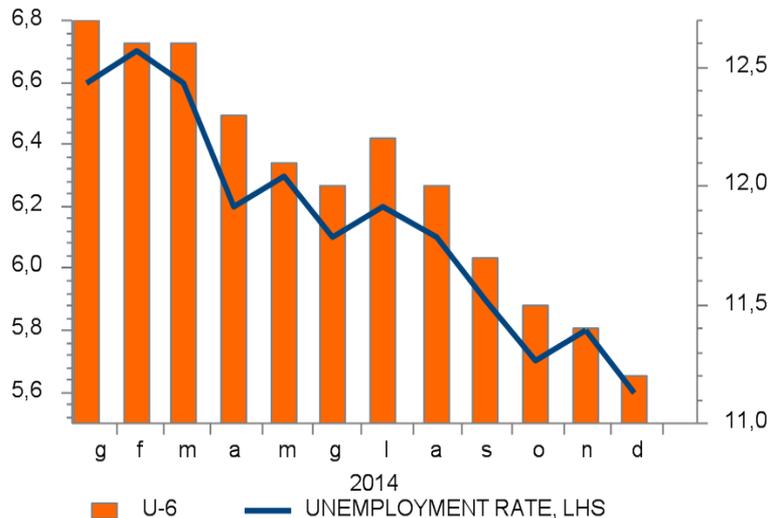
2 Strade divergenti per le politiche monetarie

3 Un aiuto inatteso per la crescita italiana

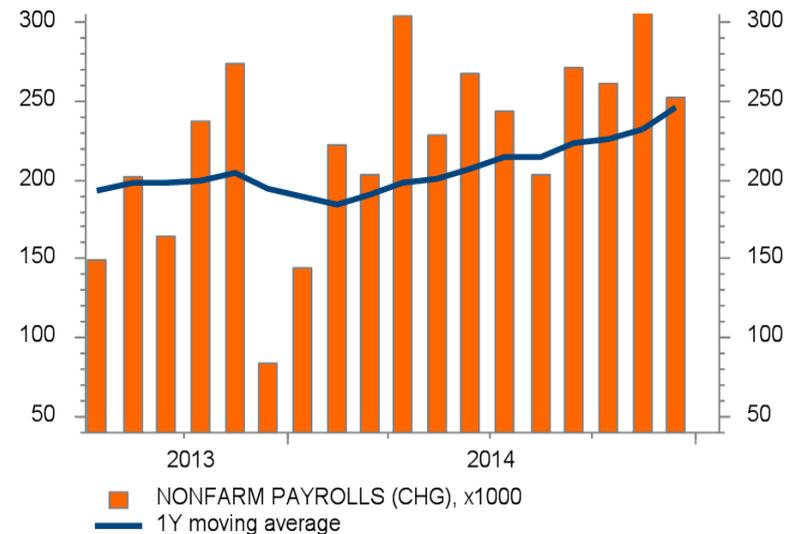
Stati Uniti: piena occupazione sempre più vicina ...

- **Tasso di disoccupazione in continuo calo**; livello di equilibrio stimato dalla Fed (5,2% - 5,5%) ormai quasi raggiunto.
- **Aumento medio mensile degli occupati non agricoli a 288 mila/mese nel 4° trimestre 2014**, +2,2% a/a. Aumenti diffusi a tutti i settori. Per ora, la crescita salariale rimane moderata, vicina al 2% a/a.

Tasso di disoccupazione al 5,6%



Crescita degli occupati sempre più rapida



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

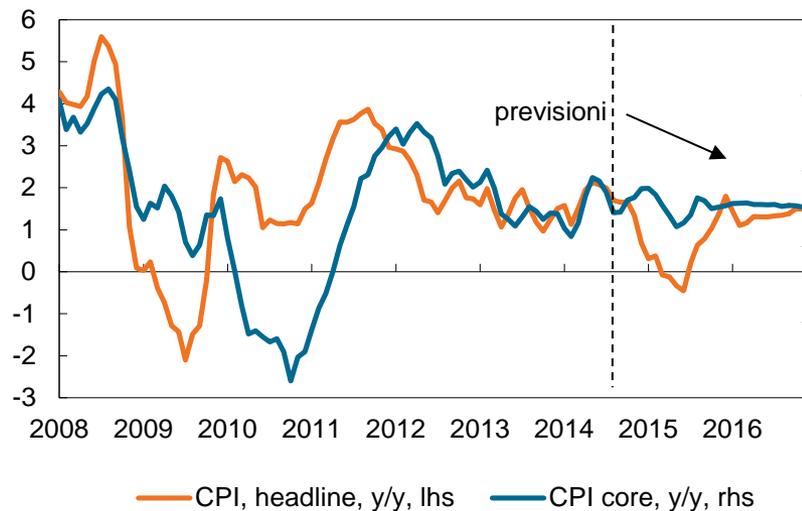
U6=tasso di disoccupazione che include individui scoraggiati, marginalmente attaccati alla forza lavoro e occupati part-time per motivi economici.

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

... ma l'inflazione si allontana dal 2%

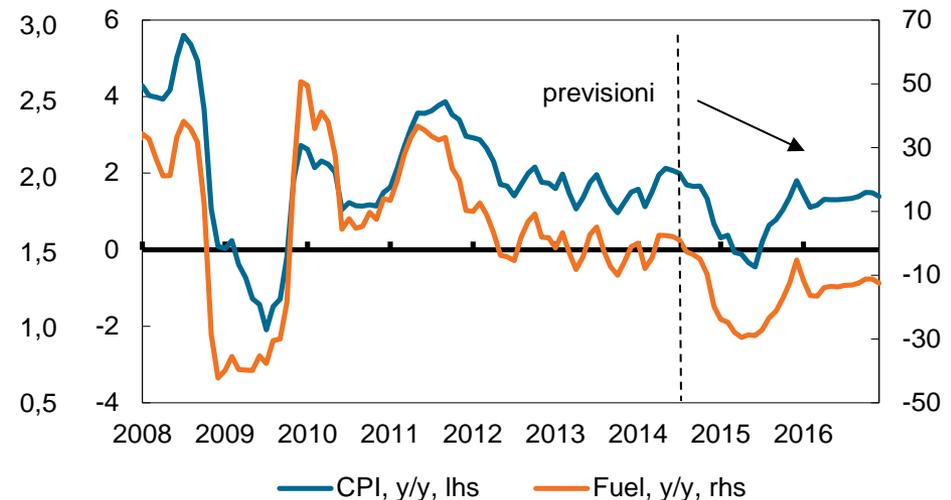
- **L'inflazione torna ad allontanarsi dall'obiettivo del 2%**, per via del calo dei prezzi energetici. Dal 1° trimestre probabile inflazione negativa per alcuni mesi; graduale rialzo dal 2° semestre.
- Altre variabili nominali meno volatili diventano più importanti: inflazione core, aspettative di inflazione delle famiglie e salari.

Inflazione sotto zero nel 1° trimestre 2015



Fonte: Thomson Reuters-Datastream.
Previsioni 2015-2016 a cura di Intesa Sanpaolo

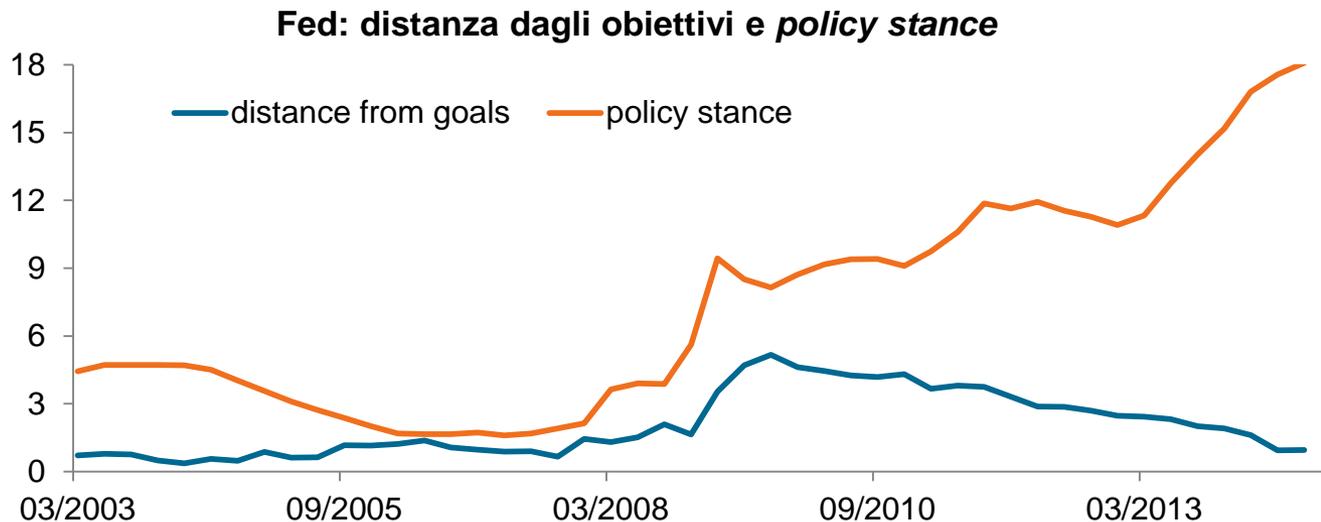
Il calo dell'inflazione è causato dall'energia



Fonte: Thomson Reuters-Datastream.

Fed: svolta dei tassi vicina, ma aumenta l'incertezza su tempi e ritmi dei rialzi

- **Normalizzazione policy avviata:** fine di QE3, giudizio più positivo sulla situazione congiunturale, *guidance* collegata all'evoluzione dei dati, non più affidabile come prima.
- La Fed a dicembre ha segnalato che: 1) probabilmente potrà aspettare «*almeno un paio di riunioni*» prima di alzare i tassi (cioè non prima di aprile 2015) e 2) «*potrà essere paziente nell'iniziare a normalizzare la stance di politica monetaria*».



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su analisi St Louis Fed.

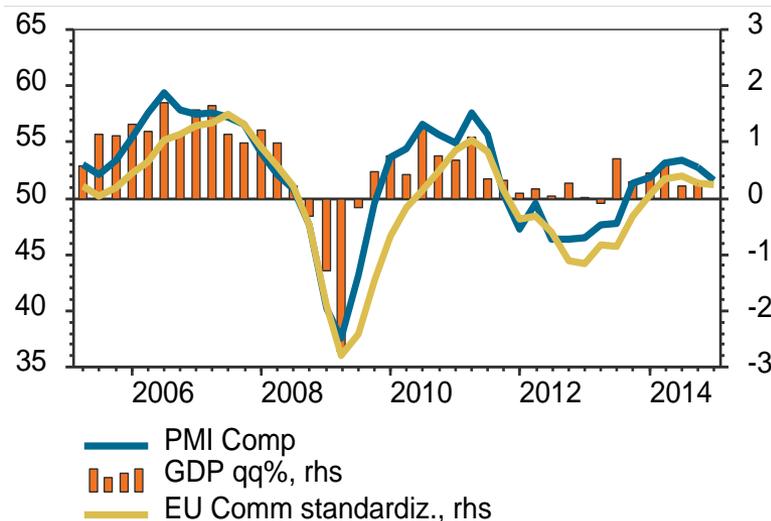
Distance from goals = radice quadrata di : $(\pi - \pi^*)^2 + (u - u^*)^2$. π = inflazione, π^* = obiettivo Fed, u = tasso di disoccupazione, u^* = tasso di disoccupazione di lungo termine.

Policy stance = radice quadrata di: $(r - r^*)^2 + (b - b^*)^2$. r = tasso di policy, b = dimensione bilancio Fed/PIL, b^* = dimensione media del bilancio/PIL

Eurozona: economia debole a fine 2014 ...

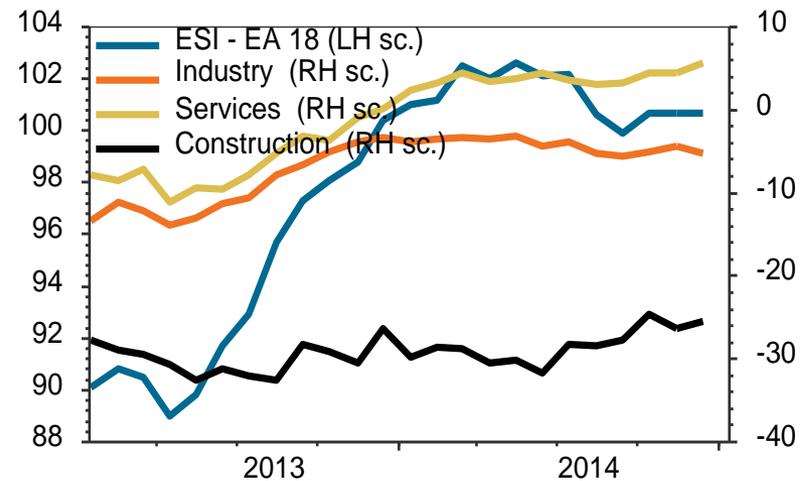
- Gli indici congiunturali a fine 2014 sono coerenti con **una crescita del PIL ancora modesta**, a 0,1% - 0,2% t/t.
- Gli indici di fiducia, calati velocemente nel terzo trimestre, si sono soltanto stabilizzati nel quarto.

Crescita del PIL e indagini congiunturali



Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Markit Economics, Commissione Europea

Indici di fiducia della Commissione Europea

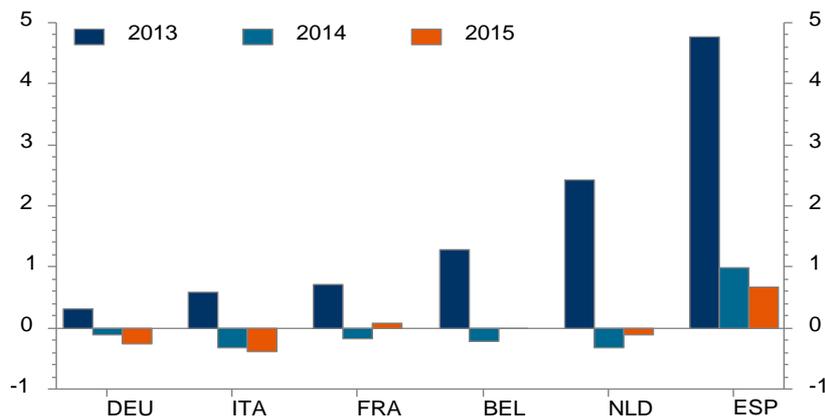


Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Commissione Europea

... ma alcuni fattori stanno volgendo in positivo

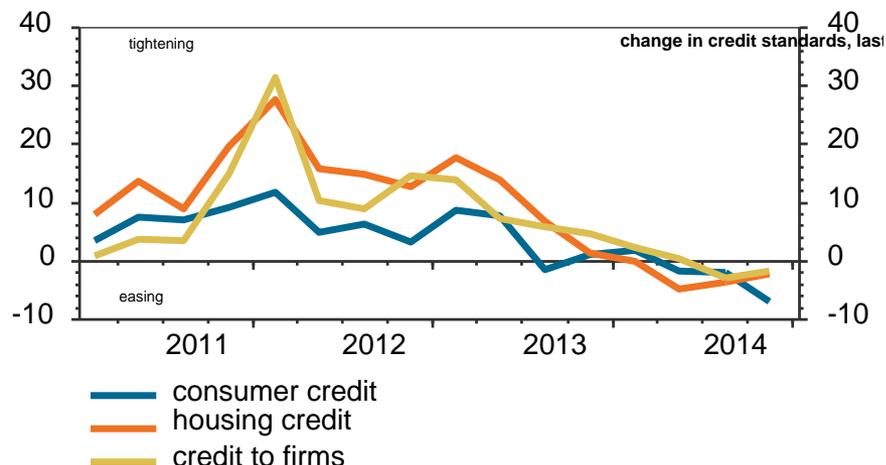
- Il deprezzamento del cambio e il calo delle quotazioni petrolifere compenseranno la più debole tendenza di fondo dell'Eurozona.
- Agiranno in senso positivo l'orientamento della **politica fiscale** (atteso neutrale in media nel 2015) e il **leggero allentamento in atto delle condizioni creditizie**.

Politica fiscale meno restrittiva
(variazione del saldo primario corretto per il ciclo, in % del PIL)



Fonte: Commissione Europea

Lieve allentamento delle condizioni creditizie
(Bank Lending Survey, saldi)



Fonte: Banca Centrale Europea

Cambia l'interpretazione del Patto di Stabilità

- La Commissione Europea ha da poco comunicato un **importante cambiamento nell'interpretazione del Patto di Stabilità e Crescita**, che riduce il *bias* prociclico delle regole. Ciò renderà più accomodante la *stance* fiscale nel 2015.

- La correzione strutturale è ridotta o annullata in condizioni cicliche molto negative, aumentata in fasi di *boom*.
- Viene scorporata dal calcolo del deficit anche una quota degli investimenti pubblici connessi a programmi EFSI o UE.
- L'interpretazione benevola è però vincolata all'attuazione di riforme strutturali. Monitoraggio del grado di implementazione.

		Required annual fiscal adjustment*	
		Debt below 60 % and no sustainability risk	Debt above 60 % or sustainability risk
	Condition	No adjustment needed	
Exceptionally bad times	Real growth <0 or output gap <-4	No adjustment needed	
Very bad times	-4 ≤ output gap <-3	0	0.25
Bad times	-3 ≤ output gap < -1.5	0 if growth below potential, 0.25 if growth above potential	0.25 if growth below potential, 0.5 if growth above potential
Normal times	-1.5 ≤ output gap < 1.5	0.5	> 0.5
Good times	output gap ≥ 1.5 %	> 0.5 if growth below potential, ≥ 0.75 if growth above potential	≥ 0.75 if growth below potential, ≥ 1 if growth above potential

* all figures are in percentage points of GDP

Fonte: European Commission, "Making the best use of the flexibility within the existing rules of the stability and growth pact", COM(2015) 12, gennaio 2015.

La BCE annuncia il QE

- A partire da marzo, la BCE integrerà i programmi già in essere (CBPP e ABSPP) con acquisti di obbligazioni emesse da agenzie o istituzioni europee e da Stati dell'area euro, purché *investment grade* e denominati in euro, fino ad un **volume di 60 miliardi al mese**.
- Gli acquisti saranno effettuati dalle BCN **tra marzo 2015 e settembre 2016** e saranno basati sulle quote-paese nel capitale della BCE (con limiti). Nel caso dell'Italia, il volume degli acquisti potrebbe essere indicativamente stimato in 128 miliardi.
- I nuovi acquisti, insieme ai 35,3 miliardi di euro di *covered bond* e ABS acquistati nell'ottobre scorso, dovrebbero garantire **un'espansione di bilancio di oltre 1.140 miliardi**.
- Il **20% del rischio** dei nuovi acquisti sarà condiviso tra le BCN in base alle quote-paese. Il **restante 80%** ricadrà sulle singole BCN per la propria quota di acquisti.
- La decisione delle BCE è all'**estremo superiore delle aspettative per quanto riguarda la dimensione** del programma; la soglia di **condivisione del rischio è invece più bassa delle attese**.
- Sarà da vedere se il programma sarà sufficiente a riportare l'inflazione verso l'obiettivo del 2%. **Sicuramente la BCE resterà ferma con lo stimolo attuale per un periodo esteso di tempo.**

Effetti macroeconomici dei programmi di acquisto

- È piuttosto difficile valutare l'impatto di un QE sulla dinamica di crescita e inflazione, anche perché la maggior parte dei modelli econometrici non incorpora l'effetto di un'espansione del bilancio della Banca Centrale.
- **Ghysels et al.** (ECB Working paper no.1642 del febbraio 2014): acquisti di titoli governativi per 100 milioni di euro al giorno hanno generato un calo dei rendimenti a 10 anni di circa 90pb in Italia e di 70pb in Irlanda. Tuttavia, il QE è già in larga misura prezzato nei rendimenti a 5-15 anni. Generalmente un calo dei tassi a medio lungo termine di 50 bp genera un aumento di crescita e inflazione di circa 0,2% e 0,3% dopo un anno.
- **Peersman** (ECB Working paper no 1397 del novembre 2011): un aumento del 10% del bilancio BCE (270-300 miliardi di euro) di base monetaria corrisponde ad una variazione di 25pb dei tassi ufficiali. Tuttavia, l'impulso delle misure non convenzionali sembrerebbe trasmettersi con un ritardo più lungo (6 trimestri) rispetto ad un taglio dei tassi (4 trimestri).
- Secondo indiscrezioni di stampa, le simulazioni della BCE sui potenziali effetti di un QE per un 1 trilione di euro indicavano uno 0,4% -0,8% di inflazione in più dopo un anno.

Agenda

1 L'impatto dello shock petrolifero

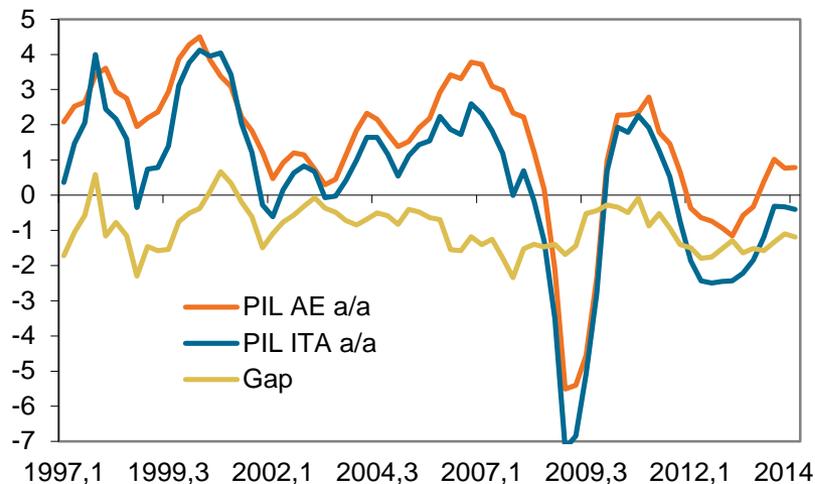
2 Strade divergenti per le politiche monetarie

3 Un aiuto inatteso per la crescita italiana

La recessione è davvero finita?

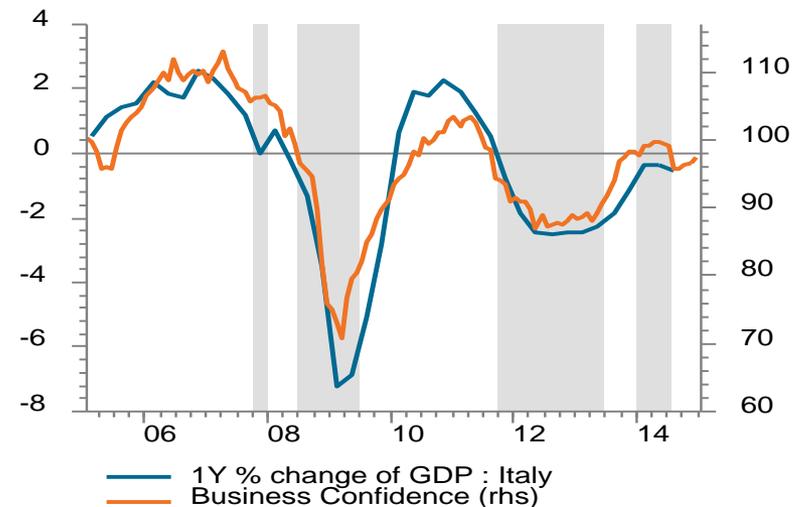
- Dopo il calo del 3° trimestre, temiamo che **la recessione possa estendersi anche all'ultima parte del 2014**, per via di un'ulteriore flessione degli investimenti. Potrebbe invece essere proseguita la modesta crescita dei consumi. Un contributo positivo dovrebbe essere venuto dalle esportazioni nette.
- Il rimbalzo della fiducia delle imprese anticipa però un **miglioramento nel trimestre in corso**.

PIL a/a, Italia vs Eurozona



Fonte: ISTAT, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

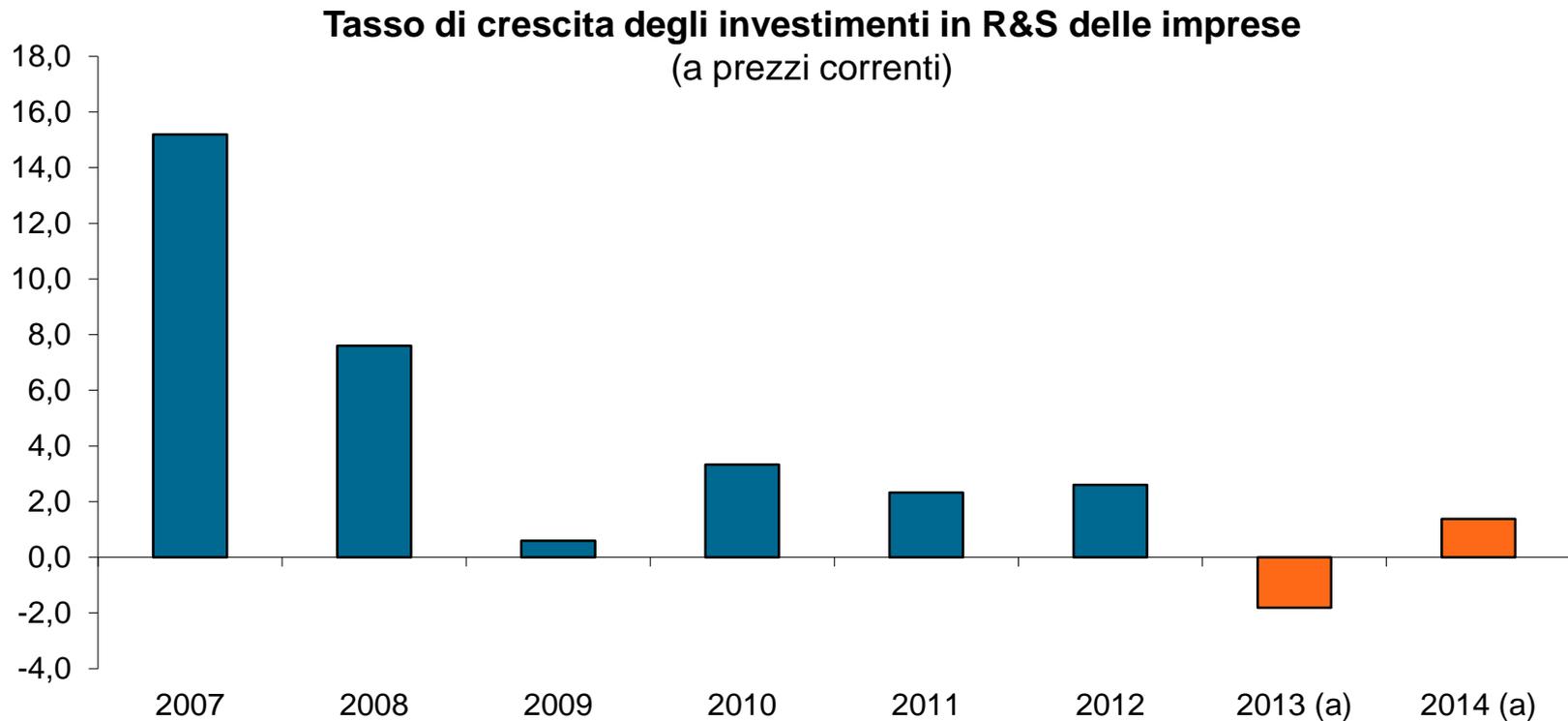
Gli indici di fiducia suggeriscono un miglioramento del PIL nel trimestre in corso



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

La crisi ha rallentato gli investimenti in R&S, creando un ostacolo alla ripresa

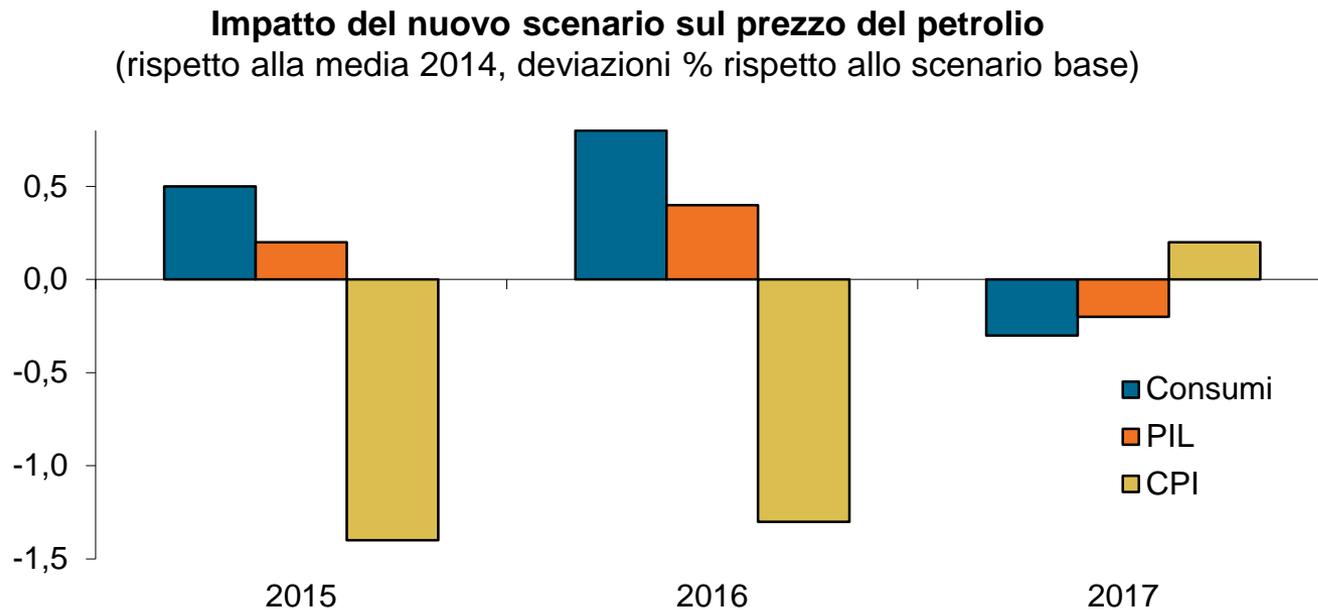
- Tra il 2009 e il 2013 crescita prossima a zero, se calcolata al netto dell'inflazione.
- Molto probabile che il dato a consuntivo del 2014 sia stato, in realtà, negativo



(a) Previsioni delle imprese effettuate nel 2013. Fonte: Istat, Ricerca e Sviluppo in Italia, 4 dicembre 2014

Un sostegno al PIL dai prezzi dell'energia

- Il nuovo scenario sul prezzo del petrolio implica, rispetto alla media 2014, un **impatto positivo di almeno 0,2% sul PIL 2015**. La stima è cauta in quanto incorpora il calo dell'export verso i Paesi produttori di petrolio e ipotizza una trasmissione non piena a valle dei prezzi energetici. Il beneficio si dividerà tra imprese e consumatori. L'effetto potrebbe persistere e anzi ampliarsi nel 2016 e rientrare solo nel 2017.
- I mercati incorporano solo l'impatto disinflazionistico e non gli effetti in termini di maggiore crescita (che sono **più ritardati** e non si sono ancora manifestati in pieno).

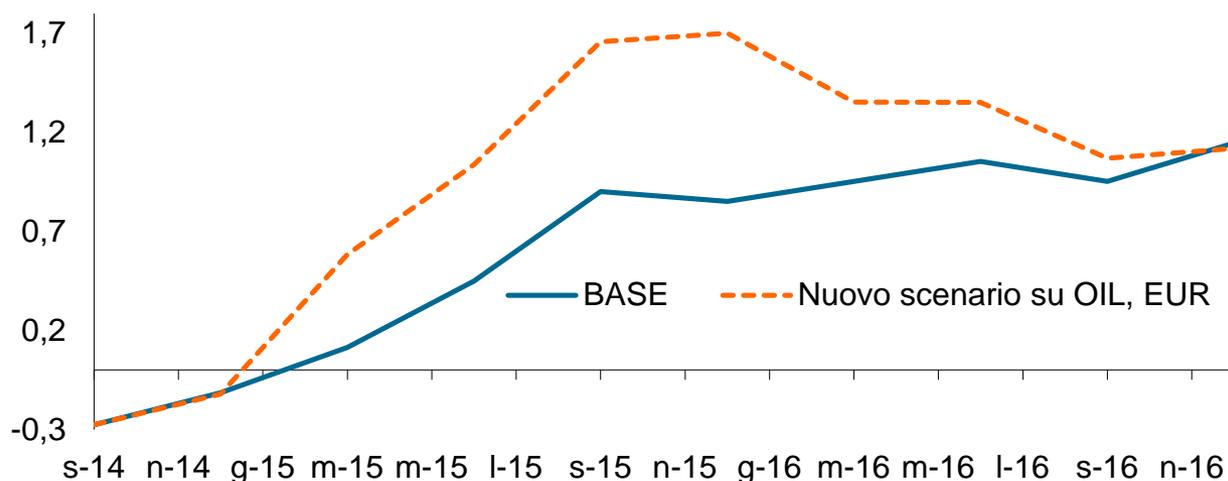


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo

Effetto simultaneo dei movimenti di cambio e petrolio

- Lo **shock simultaneo** su tasso di cambio e Brent può potenzialmente avere un **impatto sul PIL 2015 di circa 0,6%**. Di questo, solo la metà è incorporata nelle nostre attuali stime di crescita (l'impatto aggiuntivo sarebbe dunque di 0,3%).
- Tale stima (già cauta in quanto incorpora non solo l'effetto positivo del cambio debole sull'export ma anche l'effetto indotto in termini di maggiore import) va comunque presa con **cautela** perché la proiezione più internazionale delle imprese potrebbe aver allentato il legame storico fra crescita dell'export e investimenti e quindi l'impatto sul PIL.

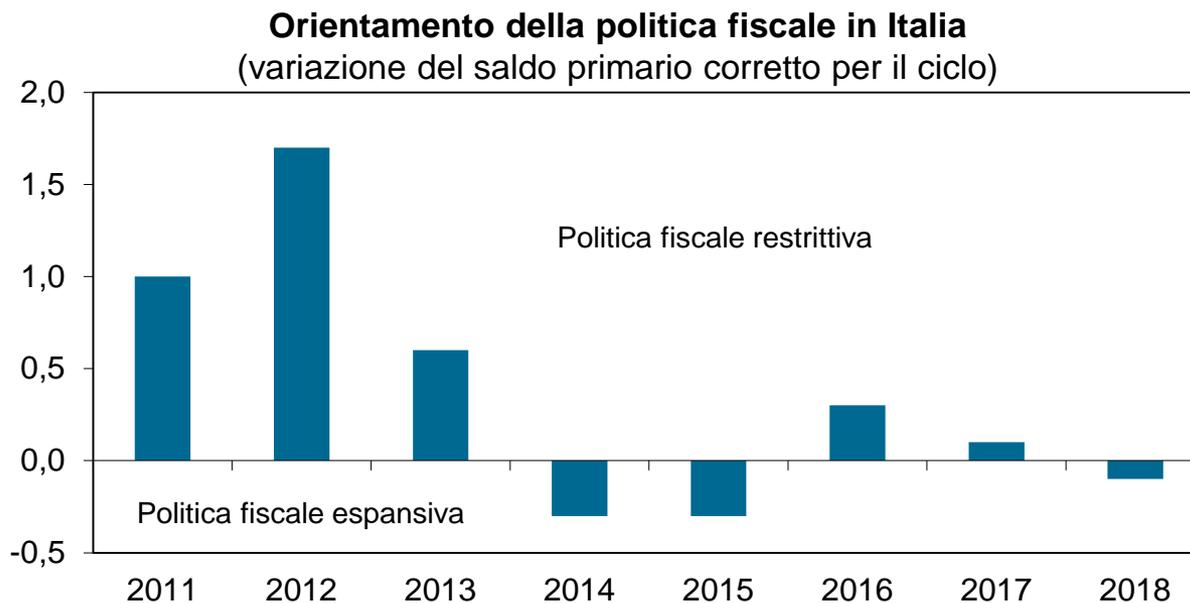
Impatto sul PIL dello shock simultaneo su petrolio e cambio
(rispetto alla media 2014, deviazioni % rispetto allo scenario base)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo

La politica fiscale torna ad essere moderatamente espansiva

- Dopo anni di austerità, il 2014 e il 2015 saranno anni di **moderata espansione fiscale**: l'impatto stimato sul PIL 2015 è di 0,1/ 0,2%.
- La correzione (e dunque l'impatto negativo sul PIL) potrebbe essere rinviata al 2016-17 (quando anche secondo le nuove regole del Patto di Stabilità occorrerà un aggiustamento strutturale di almeno 0,5%, ovvero superiore a quello indicato dal governo).

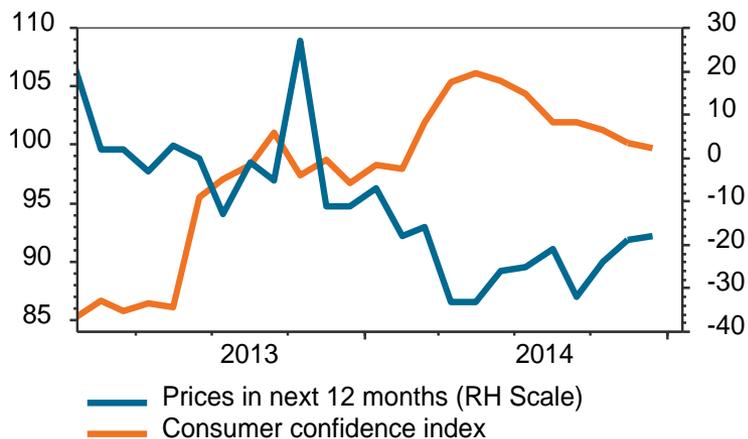


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo

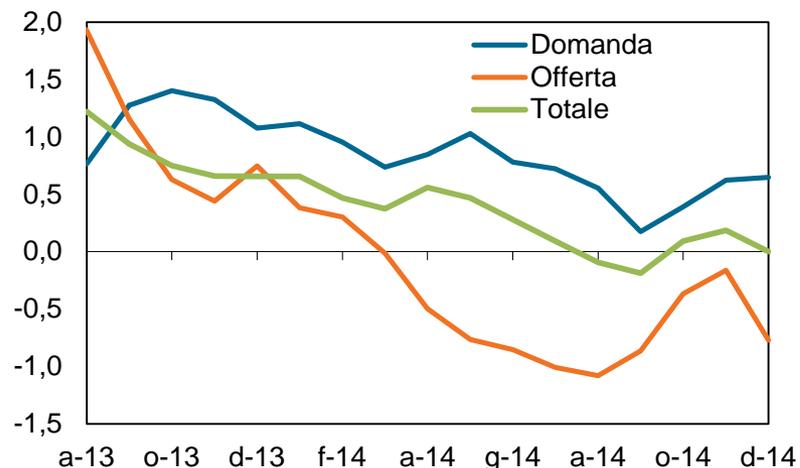
Il «fantasma» della deflazione

- Dopo il rimbalzo dei due mesi precedenti, l'inflazione è tornata a calare a dicembre, a zero secondo l'indice NIC e a -0,1% a/a in base alla misura armonizzata UE.
- A nostro avviso **il CPI tornerà in territorio negativo** già a gennaio (favorito dal calo delle tariffe di luce e gas) e vi resterà almeno per tutta la prima metà dell'anno.
- Tuttavia, continuiamo a non credere in uno scenario di vera e propria deflazione.

Non c'è evidenza che le aspettative di deflazione stiano provocando un ritardo degli acquisti



La caduta dell'inflazione è legata più a fattori di offerta che di domanda



Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Commissione Europea, Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Italia: scenario di base per il 2014-15

	2013	2014p	2015p
PIL (prezzi 2005, a/a)	-1.9	-0.4	0.4
Consumi delle famiglie	-2.7	0.3	0.8
Consumi collettivi	-0.7	-0.3	-0.2
Investimenti fissi	-5.4	-2.6	-0.5
Importazioni	-2.6	0.2	2.1
Esportazioni	0.9	2.0	3.4
Contributo alla crescita			
Commercio estero	0.9	0.5	0.5
Domanda finale interna	-2.8	-0.4	0.3
Prezzi al consumo (a/a)	1.2	0.2	0.2
Disoccupazione (%)	12.2	12.8	13.1
Reddito disponibile reale	-1.2	1.3	1.8

Variazione percentuale sul periodo precedente, se non diversamente indicato

Fonte: Intesa Sanpaolo.

Conclusioni

- Stanno lentamente maturando **le condizioni per un modesto recupero dell'economia italiana**: nel 2015 il PIL crescerà dello 0,4%, dopo il deludente -0,4% del 2014.
- Saranno **due fattori esogeni, in particolare, a sostenere il PIL**: dal ribasso del prezzo del petrolio e dall'indebolimento dell'euro contro dollaro stimiamo un impatto aggiuntivo sulla crescita pari allo 0,3% nel 2015.
- Un ulteriore **contributo positivo arriverà dalle politiche economiche**: la politica monetaria (che la BCE ha reso ancora più accomodante) e la politica fiscale (che nel 2015 sarà marginalmente espansiva, grazie ai tagli di imposte inseriti nella Legge di Stabilità).
- Resta la nota dolente legata alla **mancata ripresa degli investimenti**, previsti in calo nel 2015 per il settimo anno consecutivo.
- In attesa di un effettivo recupero su questo fronte, **appare difficile che per l'economia italiana si possa osservare una ripresa consistente**.