

Italia: ultima chiamata per la crescita

Dott. Gregorio De Felice

Head of Research and Chief Economist (Intesa Sanpaolo), Milano

Aprirò la mia presentazione parlando del quadro internazionale. Le prospettive di crescita globale esercitano, infatti, un'influenza determinante sull'economia di un paese fortemente esportatore come l'Italia. Passerò poi ad analizzare se, come e quando l'Italia potrà finalmente uscire dalla recessione.

Partiamo dunque delle previsioni internazionali, in relazione alle quali emergono, a mio avviso, diversi punti di attenzione.

Il primo punto riguarda la crescita, che nel 2015 sarà in miglioramento rispetto al 2014. La previsione di crescita del PIL mondiale per il prossimo anno è infatti del 3,7%, dopo il 3,1% di quest'anno. Rispetto al passato c'è però un cambiamento strutturale. Oggi, infatti, prevale nel mondo un grado di leverage più basso rispetto agli altri anni pre-crisi: ciò costituisce un vincolo per la crescita futura, in una prospettiva di medio-lungo termine (i.e.: superiore ai due anni). È come se il motore del sistema economico girasse ad un ritmo depotenziato.

Un secondo aspetto riguarda un'eredità che questa lunga crisi ci ha lasciato. Tutti i paesi industrializzati - anche quelli in cui le difficoltà possono dirsi ormai risolte o in via di risoluzione - presentano, oggi, un'incidenza del debito pubblico sul PIL decisamente più alta di quella avuta fino al 2007: un debito pubblico elevato riduce significativamente i margini di manovra della politica fiscale e ne limita il ruolo espansivo.

Il terzo punto riguarda il commercio internazionale, che da sempre è uno dei principali motori dello sviluppo. Le previsioni del WTO anticipano un incremento del commercio mondiale del 3%. Si tratta di un dato positivo, ma abbastanza lontano dalle performance degli ultimi anni. Possiamo quindi dire che anche questo driver di crescita è sottotono.

Una quarta caratteristica dello scenario, per i prossimi anni, riguarda la dinamica dei prezzi. L'inflazione rimarrà bassa per parecchio tempo. Non c'è inflazione da domanda, perché la domanda interna nei Paesi avanzati è debole; non c'è inflazione da costi, perché i più grandi consumatori di commodity stanno rallentando e quindi



Le previsioni per il 2015

- Crescita del PIL mondiale moderata e stabile, ma più bassa rispetto agli anni pre-crisi.
- Flussi internazionali di scambi meno dinamici.
- Performance di crescita diversificate tra gli emergenti.
- Rischio geopolitico in aumento, con diverse aree di crisi.
- Inflazione contenuta nelle economie avanzate.
- Politiche fiscali nei paesi avanzati ancora focalizzate sul controllo del debito pubblico, salito dal 73,1% al 106,5% del PIL tra il 2007 e il 2014. Scarso supporto alla crescita nei prossimi 2-3 anni.
- Tassi bassi e condizioni di liquidità abbondante prevalenti ovunque, ma Fed e Bank of England inizieranno ad alzare i tassi.

spingono meno sui prezzi delle materie prime. La debole dinamica dei prezzi può essere un vantaggio per alcuni e uno svantaggio per altri. È sicuramente uno svantaggio per chi è indebitato, che si tratti di imprese o di Stati sovrani. Una inflazione negativa aumenta il valore reale del debito e rende difficile il suo ammortamento.

Il quinto punto riguarda la politica fiscale. Il debito pubblico dei paesi industriali avanzati è salito dal 73% circa, prima della crisi, a quasi 107% alla fine del 2013: la politica fiscale non potrà dunque più essere espansiva, soprattutto in Europa.

L'ultimo punto riguarda la politica monetaria. Fino a non molto tempo fa si pensava alla politica monetaria in termini di indipendenza delle banche centrali. Oggi, la politica monetaria è diventata quasi "ancella" della politica fiscale: deve cioè aiutare i bilanci pubblici a ritrovare l'equilibrio e l'unico modo per poterlo fare è tenere i tassi di interesse bassi il più a lungo possibile.

Sono passati sei anni dal tracollo di Lehman Brothers ed è tempo di bilanci sull'uscita dalla crisi. Se esaminiamo i cicli economici di Stati Uniti ed Eurozona, vediamo che c'era un'ampia sincronizzazione fino al 2008. Quando poi in Europa è scoppiata la crisi del debito sovrano, tutti i nodi sono venuti al pettine: tra questi, in particolare, la mancanza di una governance unitaria e l'assenza di un vero e proprio prestatore di ultima istanza (per statuto, la BCE non può prestare soldi agli Stati sovrani in caso di difficoltà, cosa che invece accade negli Stati Uniti). I vincoli strutturali che gravano sull'Europa e i gravi errori di politica economica (scarsa tempestività delle decisioni, politica monetaria divenuta espansiva in ritardo rispetto a quando necessario e assenza di politiche comunitarie di bilancio anti-cicliche) si sono tradotti, nell'arco di

Diverse terapie per uscire dalla crisi, con diversi risultati...



INTESA SANBIOLO

... in particolare sulla disoccupazione



INTESA SANBIOLO

pochi anni, in una minore dinamica della produzione industriale. L'effetto sulla disoccupazione è amplificato, tant'è che oggi gli Stati Uniti hanno la disoccupazione al 5,9%, mentre quella europea si attesta intorno all'11,5%.

Gli Stati Uniti hanno trovato la via d'uscita dalla crisi grazie a una politica monetaria iper-espansiva, accompagnata da una politica di bilancio fortemente espansiva.

La storia economica insegna che l'utilizzo della sola leva monetaria può far guadagnare tempo, ma non conduce alla crescita. Nel caso dell'Eurozona, le recenti misure di politica monetaria annunciate da Draghi sicuramente aiuteranno, ma non potranno, da sole, riavviare il ciclo economico; non è possibile, infatti, modificare la propensione delle imprese ad investire semplicemente abbassando i tassi di interesse. D'altra parte, i margini di manovra della politica fiscale in Europa sono stati drasticamente ridotti di comune accordo tra tutti i Paesi: resta la possibilità di aggiustamenti a livello redistributivo (tra le varie voci di bilancio di entrate e uscite), ma si tratta comunque di misure di entità limitata rispetto a quello che sarebbe necessario fare.

Negli Stati Uniti le cose sono andate in maniera assai diversa. La politica monetaria è stata molto espansiva ed è stata accompagnata da politiche strutturali e interventi di politica industriale che hanno permesso di rafforzare il sistema produttivo e di agevolare il rientro delle imprese americane che erano andate a produrre all'estero. Disoccupazione in diminuzione e reddito disponibile in aumento permettono una vivace dinamica dei consumi. Le buone prospettive di domanda e la ritrovata attrattività degli Stati Uniti garantiscono una crescita degli investimenti previsti per quest'anno e il 2015 su valori superiori al 6%.

Nella nostra previsione, la ripresa americana appare solida. Dopo un rimbalzo del 4,6% nel secondo trimestre, tra luglio e dicembre l'economia crescerà del 3% circa. La disoccupazione si è portata sotto il 6%. Resta qualche problema sotto il profilo della qualità dell'occupazione creata, c'è molta occupazione precaria e ci sono persone che lavorano con salari molto bassi, ma le imprese segnalano la possibilità di aumenti in arrivo.

La questione centrale della politica monetaria americana è se e in quale misura la Federal Reserve alzerà i tassi: le nostre previsioni anticipano un primo aumento entro giugno 2015, seguito da una serie di

Stati Uniti di nuovo in corsa

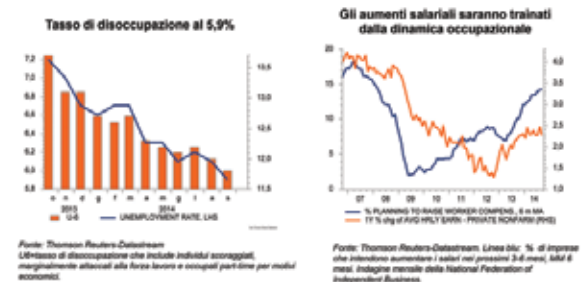
- La ripresa appare solida: dopo il rimbalzo del 2° trimestre (+4,6% t/ann.), nel secondo semestre la crescita è prevista al 3,2% t/ann.



INTESA SANBILO

La Fed guarda al mercato del lavoro

- Disoccupazione in calo. Livello di equilibrio stimato dalla Fed (5,2-5,5%) raggiungibile entro fine 2015.
- I salari crescono ancora lentamente, ma le imprese segnalano rialzi in arrivo.



INTESA SANBILO

rialzi che porteranno il tasso di riferimento all'1,25% entro la fine del prossimo anno e al 2,5%/2,75% entro il 2016.

L'andamento del cambio del dollaro potrebbe modificare questo scenario. Un "anticipo" in questo senso si è avuto la scorsa settimana quando, a seguito dei crolli del mercato azionario, per riportare la calma alcuni esponenti della Fed hanno fatto balenare la possibilità di una revisione della politica di rialzo dei tassi e della riapertura di un quarto QE (cioè di una nuova fase di immissione di liquidità nel mercato). Il cambio è tornato da 1,25 a 1,28 (una comfort zone, per gli Stati Uniti) e i mercati si sono placati. Nel complesso, però, questa non rappresenta una buona notizia per l'Europa: significa anzi che, ancora una volta, sono gli Stati Uniti a tenere saldamente in mano le redini dell'economia globale.

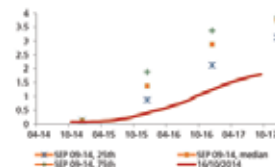
Sono stato a Washington per l'Assemblea del Fondo Monetario Internazionale. Si respirava un'atmosfera molto più cupa rispetto all'anno scorso: gli Stati Uniti sono stanchi di attendere la ripresa dell'Europa. In sei anni, gli americani si sono assunti le proprie responsabilità, hanno cercato di risolvere i problemi interni e hanno portato il mondo fuori dalla recessione. La Germania, al contrario, pur essendo un'economia molto forte, non intende, evidentemente, farsi carico della crisi dell'Europa e tiene i partner continuamente sotto tiro.

Gli Stati Uniti sono un'economia aperta. È questo il motivo per cui il cambio è entrato nel radar della Federal Reserve e per cui si discute con tanta insistenza di come un dollaro eccessivamente forte possa mettere a rischio la ripresa e il ritorno dell'inflazione verso il 2%. L'implicazione di tutto ciò è che - pur essendoci condizioni per vedere l'euro ancora in calo verso quota 1,20 - gli americani sono disposti ad accettare un apprezzamento limitato del dollaro e premono perché l'Europa si impegni di più sul fronte della crescita.

Qual è la natura della fase ciclica che l'Europa sta attraversando? È un rallentamento temporaneo, oppure la crescita è

Rialzo dei tassi Fed: quando, come e quanto?

I tassi di policy saranno più alti di quello che prevede il mercato



Fonte: Bloomberg, Federal Reserve Board, elaborazioni Intesa Sanpaolo
SEP= media, SP= 75°percentile, Federal Reserve Board Summary of Economic Projections, settembre 2014

■ FOMC cauto sul sentiero di uscita: i tassi resteranno ai livelli attuali per un "tempo considerevole" dopo la fine degli acquisti (ottobre).

■ Il mercato sottostima gli aumenti attesi. La nostra previsione vede il primo aumento a giugno 2015, poi tassi a 1,25% a fine 2015, a 2,5-2,75% a fine 2016, a 3,5% a fine 2017.

■ Un eccessivo rafforzamento del dollaro potrebbe modificare lo scenario.

INTESA SANPAOLO

7

USA economia aperta

■ Il cambio entra nel radar della banca centrale.

Effetti dell'apprezzamento del dollaro su crescita e inflazione

	%Δ in reazione fed funds			%Δ in reazione fed funds		
	PL	CFI	Disacc.	PL	CFI	Disacc.
Anno 1	-0,07	-0,03	0,03	-0,07	-0,03	0,03
Anno 2	-0,28	-0,23	0,18	-0,38	-0,11	0,18
Anno 3	-0,33	-0,38	0,26	-0,33	-0,27	0,26
Anno 4	-0,05	-0,34	0,35	-0,02	-0,34	0,35
Anno 5	0,07	-0,41	0,32	0,07	-0,41	0,32

Note: variazioni annue (reali) di crescita per PIL e CFI, variazioni (reali) per disoccupazione

Stocchi dollari +20% permanentemente contro Yen, Euro, Yuan, CND, OBR, Pass. AUD

No recessione F = sentiero fed funds stimato

Reazione F in termini del fed funds stimato

Stato shock F 1 trimestre anno 1

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo

con modello Oxford Economic Forecasting

Il peso del commercio estero ora è significativo



Fonte: Thomson Reuters-Datamont

INTESA SANPAOLO

8

Area euro: rallentamento temporaneo o crescita cronicamente bassa?

■ Crescita stimata allo 0,7% nel 2014 e 1,0% nel 2015.

■ Il perdurare delle tensioni geopolitiche in Est Europa resta fonte di incertezza.

■ Rischi per l'inflazione ancora verso il basso.

■ Politica fiscale moderatamente restrittiva.

■ Ampia dispersione nelle performance di crescita nel 2015. Germania in testa (1,5%) insieme alla Spagna (1,7%) che beneficia delle riforme degli ultimi due anni. Francia e Italia al di sotto della media dell'area (0,7% e 0,6% rispettivamente), frenate dai problemi strutturali domestici.

INTESA SANPAOLO

9

ormai cronicamente bassa? Per quanto mi riguarda, propendo per la seconda ipotesi. La gestione della crisi europea è stata caratterizzata da una incredibile lentezza nel prendere le decisioni importanti. Prima di arrivare alla famosa frase risolutiva di Draghi, nel luglio 2012, su una politica monetaria pronta a 'whatever it takes' per difendere la sopravvivenza dell'euro, ci sono voluti ben 32 summit europei, in cui si è discusso della crisi cercando di individuare soluzioni, non raggiungendo accordi efficaci.

La nostra previsione per la crescita europea nel prossimo anno è dell'1%. Le performance dei diversi Paesi saranno tuttavia molto diversificate: la Spagna occuperà la posizione di testa, seguirà la Germania e molto più indietro si collocheranno Francia e Italia.

I rischi per l'inflazione rimarranno verso il basso. Solo con grande fatica si riuscirà a tornare verso il 2%. La dinamica dei prezzi continuerà a risentire della bassa domanda domestica e dell'assenza di pressioni sui costi, dovuta all'ampia capacità produttiva non utilizzata. L'unico elemento in controtendenza potrebbe essere il cambio. Infatti stimiamo che un deprezzamento dell'euro del 10% possa esercitare, nell'arco di un anno, un impatto sull'inflazione di circa lo 0,6%. Questo ovviamente non risolve tutti i problemi, ma riequilibra l'andamento dei prezzi.

La BCE punta a stimolare il credito aumentando le dimensioni del proprio bilancio da 2 a 3 trilioni di euro. In realtà, il bilancio della banca centrale toccava già i 3 trilioni nel 2012. Al contrario però della Federal Reserve, della Bank of Japan e della Bank of England - che hanno continuato ad accrescere le dimensioni dei loro bilanci - la BCE ha avviato i rimborsi delle vecchie LTRO, riducendo il proprio. Abbiamo stimato che, con le due TLTRO (i.e.: prestiti a lungo termine condizionati alla crescita degli impieghi), le banche europee chiederanno complessivamente 250 miliardi dei 400 che sarebbero potenzialmente disponibili. Gli acquisti di tranche senior di asset-backed securities potranno

L'inflazione rimarrà "troppo bassa" a lungo

- Inflazione calata più delle attese (BCE) in settembre (0,3%). Nonostante il deprezzamento dell'euro, i rischi rimangono verso il basso.
- Il recupero della crescita previsto è troppo debole per ridurre significativamente l'output gap.



INTESA SANDIOLA

10

Dopo le misure di settembre, alla BCE resta solo un QE

- La BCE punta a stimolare il credito tramite un'espansione di bilancio di circa un trilione di euro.
- Le misure annunciate potrebbero però non essere sufficienti:
 - il limite superiore per le prime due LTROs è di 400 miliardi di euro: molto difficile che sia raggiunto;
 - la BCE comprerà solo tranche senior di ABS (200 miliardi circa);
 - gli acquisti di covered bond difficilmente eccederanno i 40 miliardi (dimensione del 2° programma, mai completato).
- Stimiamo che con le prime due TLTRO e i programmi ABSPP e CBPP3, il bilancio della banca centrale cresca (al massimo) di 550 miliardi di euro.
- La BCE potrebbe estendere gli acquisti ai titoli governativi (QE): difficilmente però lo annuncerà prima di marzo-giugno 2015, dopo aver verificato l'impatto delle misure già adottate.

INTESA SANDIOLA

11

Crescita globale moderata e stabile nel 2015

	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Stati Uniti	2,5	1,6	2,3	2,2	2,2	3,2
Giappone	4,7	-0,4	1,5	1,5	0,9	1,4
Area euro	1,9	1,6	-0,6	-0,4	0,7	1,0
- Germania	3,8	3,6	0,4	0,1	1,3	1,5
- Francia	1,9	2,1	0,4	0,4	0,4	0,7
- Italia	1,7	0,6	-2,4	-1,8	-0,2	0,6
- Spagna	-0,2	0,0	-1,6	-1,2	1,3	1,7
OPEC	2,9	2,4	2,2	2,7	2,3	4,7
Europa Orientale	3,7	4,0	2,4	1,7	2,2	3,1
America Latina	2,9	2,4	2,2	2,7	2,3	2,3
Cina	10,4	9,3	7,7	7,7	7,3	7,1
India	3,8	7,5	4,4	4,7	4,8	5,3
Crescita mondiale	5,2	3,9	3,5	3,2	3,1	3,7

Fonte: Intesa Sanpaolo - Servizio Studi e Ricerche

INTESA SANDIOLA

12

no attestarsi al massimo a 200 miliardi. A questi andranno a sommarsi 40/50 miliardi di covered bonds, i cui acquisti sono cominciati da poco. Nella migliore delle ipotesi, la somma di queste operazioni comporterà la creazione di 500/550 miliardi di euro di nuova liquidità da parte della BCE, circa la metà di quanto preventivato.

Guardando alle previsioni di crescita mondiale, dico spesso che vale la "regola del tre". La crescita americana è infatti più o meno tre volte quella europea. All'interno dell'Europa, la crescita tedesca è intorno all'1,5 più o meno tre volte quella attesa per l'Italia.

Abbiamo paragonato tante volte la crescita dell'Italia con quella di altri Paesi europei o degli Stati Uniti. Oggi vorrei invece confrontare la dinamica del PIL italiano con quella del Giappone, che sicuramente non si è collocato tra i Paesi con uno sviluppo particolarmente marcato negli ultimi quindici anni. Per tutto lo scorso decennio l'Italia ha registrato tassi di crescita più elevati rispetto al paese asiatico, ma negli ultimi 3/4 quattro anni non è riuscita tenerne il passo.

Come mai il 2014 è stato così deludente? La sorpresa negativa è venuta in particolare dagli investimenti. In ogni svolta ciclica la variabile che generalmente riparte per prima è l'investimento, soprattutto in macchinari e attrezzature. In Italia questa svolta non c'è stata né per le costruzioni, né per i macchinari. C'è troppa incertezza da parte delle imprese, troppa paura di non farcela e una buona dose di depressione tra gli imprenditori. Penso che quello della depressione sia un elemento molto grave che solo in parte può essere attribuito a inquietudini politiche, è qualcosa che sta entrando nel nostro DNA di dirigenti e imprenditori. Dobbiamo riuscire a innescare un meccanismo di maggior fiducia ed entusiasmo sul futuro. In economia, il ruolo delle aspettative è sempre molto importante. Hanno deluso anche le esportazioni, dove sicuramente ha inciso l'euro forte (1,37 nel primo semestre), le

L'Italia ha perso 15 anni di crescita persino rispetto al Giappone



Fonte: Intesa Sorpasso su dati ISTAT, via Thomson Reuters Datastream

INTESA SNBIOLO

14

Perché il ciclo è stato così deludente nel 2014?

- La sorpresa negativa è venuta soprattutto dagli investimenti:
 - costruzioni ampiamente in recessione;
 - andamento flettente degli investimenti in macchinari e attrezzature (-1,5% t/t nel 2° trimestre);
 - contributo negativo dall'energia, visto l'inverno particolarmente mite.
- Anche le esportazioni hanno deluso, a causa di:
 - tensioni geopolitiche, in particolare con la Russia (in giugno, caduta del 18,6% a/a dell'export italiano verso il Paese);
 - minore domanda dai Paesi emergenti (export verso: America Latina -17,1% a/a, Turchia -15,4%, OPEC -7,5%);
 - euro forte (1,37) nel 1° semestre.

INTESA SNBIOLO

15

Attesa una ripresa degli investimenti

- L'incertezza frena le decisioni di investimento. Le condizioni di domanda dovrebbero però migliorare nel 2015, malgrado il ripiegamento degli indici di fiducia.
- Tra le motivazioni della domanda di prestiti, cresce l'importanza relativa di quelle legate agli investimenti.

Gli investimenti potranno trovare supporto nel consolidarsi delle attese di ripresa



Cresce la domanda di credito finalizzata a nuovi investimenti



Fonte: Intesa Sorpasso su dati Istat, Markit

INTESA SNBIOLO

16

tensioni politiche con la Russia (che hanno fatto crollare l'export italiano verso il Paese) e la minor domanda proveniente dai Paesi emergenti (America Latina, Turchia). Guardando avanti, ci aspettiamo una piccola ripresa degli investimenti nel 2015, legata agli interventi di politica industriale del Governo. La Sabatini-bis, per esempio, sta avendo un buon successo con quasi 2,5 miliardi richiesti dalle aziende per investire e, finalmente, si prevedono anche incentivi fiscali per gli investimenti in ricerca e sviluppo.

In realtà, già il Decreto "Destinazione Italia" del febbraio 2013 aveva introdotto un credito d'imposta del 50% per gli investimenti in ricerca e sviluppo, mancava però la copertura con la conseguenza che, pur avendo una legge dello Stato, non si è mai riusciti ad applicarla. Come banca, percepiamo qualche timido segnale di ripresa della domanda di prestiti anche per investimenti. Ci sono, invece, poche speranze per le costruzioni: la ripresa è rimandata a fine 2015, per la presenza di forti problemi strutturali.

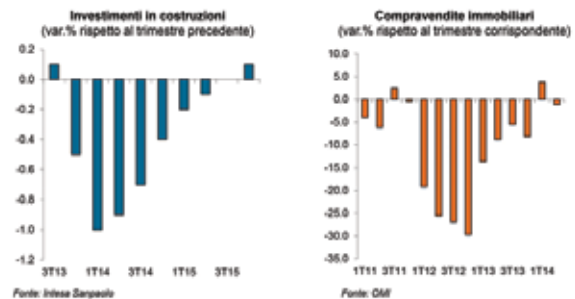
Per i consumi non è andata così male come ci si sarebbe potuti attendere. Le critiche circa il possibile impatto sui consumi dei famosi "80 euro" sono state molte. Se però analizziamo i dati, il segno della variazione è per lo meno positivo (0,2%) ed è la prima volta che ciò accade negli ultimi tre anni.

Cosa serve per incrementare i consumi? Naturalmente servono più lavoro e la tenuta dei salari, ma il problema degli 80 euro è che non sono ancora stati percepiti come un taglio permanente della tassazione. La teoria economica ci ricorda che un aumento del reddito disponibile è efficace solo se percepito come permanente.

Nel 2007 l'Italia vantava un consumo pro-capite di quasi 15mila euro, mentre nel 2014 siamo scesi a poco più di 13mila. La modesta ripresa attesa per i prossimi due anni non sarà comunque sufficiente a riportare i consumi ai livelli precedenti la crisi.

Costruzioni: ripresa rimandata a fine 2015

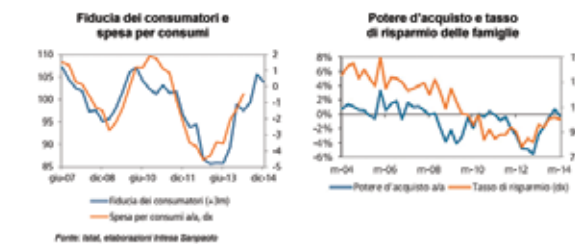
- Gli investimenti in costruzioni sono invece previsti ancora negativi per tutto il 2014 (-2,8%) e il 2015 (-1,1%). Si affievoliscono anche i timidi segnali di ripresa del mercato immobiliare.



Fonte: Intesa Sanpaolo, SNNIDIOLO 17

Per i consumi il peggio è passato

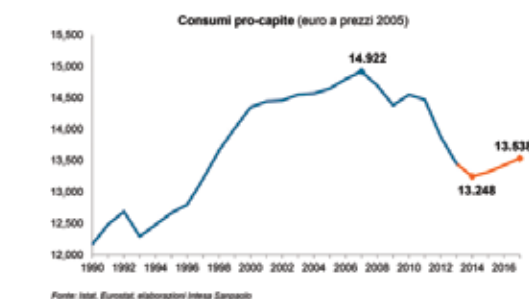
- L'andamento della domanda per consumi non è stato finora deludente: 0,2% a metà 2014, prima volta positivi dopo tre anni.
- L'impatto del bonus Irpef è stato attenuato dall'aumento delle imposte sulla casa e dall'incertezza gravante sullo scenario economico e fiscale.



Fonte: Intesa Sanpaolo, SNNIDIOLO 18

Ritmi non sufficienti a recuperare i livelli pre-crisi

- La ripresa attesa non sarà comunque sufficiente a riportare i consumi pro-capite ai livelli precedenti la crisi.



Fonte: Intesa Sanpaolo, SNNIDIOLO 19

